

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République algérienne démocratique et populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère de l'enseignement supérieur et de la recherche scientifique

Université de Mohamed BOUDIAF M'sila
Faculté des sciences économiques, commerciales
et science de gestion
Vice-doyen en charge de la post-Graduation et de la
Recherche Scientifique et des Relations Extérieures



جامعة محمد بوضياف - المسيلة -

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

نيابة العمادة لما بعد التدرج والبحث العلمي والعلاقات الخارجية

الرقم: 106/2023

المسيلة في: 2023/11/20

مستخرج فردي من محضر المجلس العلمي

بناء على اجتماع المجلس العلمي للكلية المنعقد بتاريخ: 2023/11/14 بقاعة الاجتماعات بالكلية

وبناء على تقارير الخبراء الايجابية للسادة الأساتذة :

جامعة المسيلة

نوي نور الدين

جامعة المسيلة

غربي حمزة

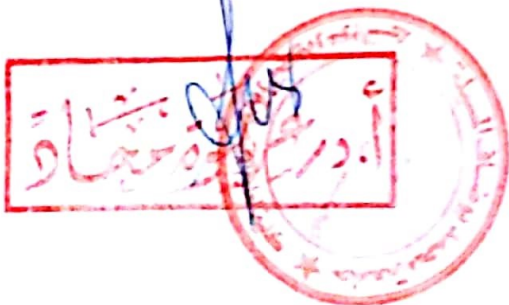
المركز الجامعي تبسميلت

كروش نور الدين

تم اعتماد مطبوعة العائد للأستاذ (ة): قمان مصطفى

الموسوم (ة) بـ مالية المؤسسة

رئيس المجلس العلمي





وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة محمد بوضياف-المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير



المسيلة في: 2023-12-21

شهادة نشر مطبوعة دروس على الخط

يشهد السيد مسؤول خلية التعليم الإلكتروني والسيد نائب العميد المكلف بالبيداغوجيا والمسائل المرتبطة بالطلبة بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بأن:
الدكتور (ة): قمان مصطفى.
قسم: علوم المالية والمحاسبة.

قام (ت) بوضع مطبوعة دروس عبر الخط من خلال الرابط التالي:

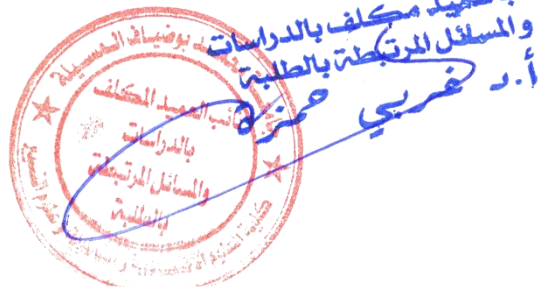
<http://virtuelcampus.univ-msila.dz/facsegc/wp-content/uploads/2023/12/CTelch Et Finances de lentreprise.pdf>

بعنوان: محاضرات في مقياس مالية المؤسسة.

مستوى: السنة الثانية ليسانس علوم المالية والمحاسبة

شعبة: علوم المالية والمحاسبة.

نائب العميد للبيداغوجيا



مسؤول الخلية

أصدرت هذه الشهادة بطلب من المعني لاستعمالها في حدود ما يسمح به القانون.



اللجنة الوطنية للتعليم العالي عن بعد
La commission nationale de l'enseignement supérieur à distance

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة محمد بوضياف- المسيلة

خلية التعليم عن بعد



جامعة محمد بوضياف - المسيلة
Université Mohamed Bouafia - M'sila

رقم: 884 / 2023

إشهاد بنشر مقرر دراسي على الخط

يشهد السيد مسؤول خلية التعليم عن بعد بجامعة محمد بوضياف بالمسيلة بأن الأستاذ(ة): **قمان مصطفى** قام (ت) بنشر دروس للمقرر الدراسي: **مالية المؤسسة** لفائدة طلبة السنة: الثانية ليسانس ، تخصص : **علوم المالية والمحاسبة** على أرضية التعليم عن بعد Moodle , وفق المعايير التقنية والبيداغوجية المعتمدة للتدريس عن بعد .

مسؤول الخلية :



المسيلة في: 2023/11/19 10:27 ص



أصدرت هذه الشهادة بطلب من المعني لاستعمالها في حدود ما يسمح به القانون.



مطبوعة دروس خاصة بمقياس :

مالية المؤسسة

الدكتور : قمان مصطفى

أستاذ محاضر "أ"

قسم العلوم المالية والمحاسبة - جامعة محمد بوضياف المسيلة

موجهة للسنة: الثانية جذع مشترك العلوم المالية والمحاسبة.

السنة الجامعية 2023/2022

الفهرس

03	ملخص المطبوعة
04	مقدمة
07	المحاضرة رقم 01: مدخل لمالية المؤسسة
12	المحاضرة رقم 02: الميزانية الوظيفية
16	المحاضرة رقم 03: تحليل الميزانية الوظيفية باستخدام مؤشرات التوازن المالي
26	المحاضرة رقم 04: تحليل الوضعية المالية باستخدام النسب المالية
28	المحاضرة رقم 05: تحليل المردودية وأثر الرافعة المالية
34	المحاضر رقم 06: تحليل رأس المال العامل المعياري
	المحاضر رقم 07: مدخل للسياسة الاستثمار في المؤسسة
53	المحاضر رقم 08: محددات سياسة الاستثمار ومعايير المفاضلة بين المشاريع
67	المحاضر رقم 09: سياسة التمويل واختيار الهيكل المالي
76	المحاضر رقم 10: محددات الهيكل المالية وتأثيرها على قيمة المؤسسة
84	المحاضر رقم 11: مدخل لسياسة توزيع الارباح
92	المحاضر رقم 12: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الارباح
98	سلسلة تمارين رقم 01
101	سلسلة تمارين رقم 02
104	قائمة المراجع

ملخص المطبوعة:

تسعى هذه المطبوعة الى عرض أهم المحاور في مقياس مالية المؤسسة للطالب وشرح مختلف الوظائف المالية في المؤسسة. وذلك من خلال عرض أهم النسب والمؤشرات المالية المستعملة في التقييم والتحليل المالي الساكن والديناميكي، بالإضافة الى طرق اختيار التمويل المناسب من خلال استعمالات الرافعة المالية وتحليل رأس المال العامل المعياري، وأهم القرارات المالية في المؤسسة وتأثيراتها على القيمة المالية للمؤسسة. وقسمت هذه المطبوعة الى عدة محاور يعالج كل محور اسلوب من الاساليب السابقة الذكر.

تهتم "مالية المؤسسة" بمختلف الجوانب المالية للمؤسسة مثل التسيير المالي، القرارات المالية للمؤسسة، تسيير المخاطر، تقييم المؤسسة... إلخ. يعد مقياس "مالية المؤسسة" من المقاييس الأساسية في مسار طلبية شعبة علوم المالية والمحاسبة، حيث يوجه بالتحديد لطلبة السنة الثانية ليسانس جذع مشترك علوم المالية والمحاسبة، فمن خلال هذا المقياس يتعرف الطالب على الوظيفة المالية للمؤسسة ودورها في تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، تسيير التدفقات المالية للمؤسسة وكذا إعداد واتخاذ القرارات المالية المناسبة، كما يتعرف الطالب على مختلف القوائم المالية التي تعدها المؤسسة في نهاية السنة المالية وكيفية تحليلها وتفسير نتائج ذلك التحليل. يهدف مقياس "مالية المؤسسة"، بصفة عامة، إلى أن يصبح الطالب قادراً على فهم تحليل وتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة من خلال تحليل القوائم المالية التي تعدها المؤسسة وهذا باستخدام أدوات التحليل المالي. يهدف مقياس "مالية المؤسسة" إلى ما يلي: 1- التعرف على الوظيفة المالية في المؤسسة، دورها وأهدافها؛ 2- التعريف بالتحليل المالي للمؤسسة؛ 3- استنتاج أهمية التحليل المالي للمؤسسة في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسات؛ 4- التمييز بين الدورات المالية الموجودة بالمؤسسة؛ 5- التمييز بين مختلف القوائم المالية التي يتوجب على المؤسسة إعدادها؛ 6- تحليل القوائم المالية (الميزانية وجدول حسابات النتائج)؛ 7- تحليل وضعية المؤسسة اعتماداً على نتائج تحليل الميزانية وحساب النتائج.

تعتبر الأنشطة الثلاثة الهامة التي تحكم مالية المؤسسة هي الاستثمارات وهيكل رأس المال وكيفية توزيع الأرباح، حيث يتضمن الاستثمار وهيكل رأس المال التخطيط لمكان وضع الأصول الرأسمالية طويلة الأجل للشركة من أجل تحقيق أعلى العوائد المعدلة حسب المخاطر. ويتكون هذا بشكل أساسي من اتخاذ قرار بشأن متابعة فرصة استثمارية أم لا، ويتم تحقيق ذلك من خلال تحليل مالي مكثف.

باستخدام أدوات المحاسبة المالية، تحدد الشركة النفقات الرأسمالية، وتقدر التدفقات النقدية من المشاريع الرأسمالية المقترحة، وتقارن الاستثمارات المخططة مع الدخل المتوقع، وتقرر المشاريع التي سيتم تضمينها في الميزانية الرأسمالية.

إذ يعتبر اختيار هيكل رأس المال أو الهيكل المالية للمؤسسة النشاط الأساسي في الإدارة المالية للمؤسسة ومن القرارات الهامة بشأن كيفية تمويل الاستثمارات الرأسمالية (المذكورة أعلاه) على النحو الأمثل من خلال أسهم الشركة أو ديونها أو مزيج من الاثنين معاً. يمكن الحصول على تمويل طويل الأجل للنفقات الرأسمالية أو الاستثمارات الرئيسية من خلال بيع أسهم الشركة أو إصدار سندات الدين في السوق من خلال البنوك الاستثمارية.

ولابد من إدارة الموازنة بين مصدري التمويل (الأسهم والديون) بشكل وثيق، لأن وجود قدر أكبر مما ينبغي من الديون قد يزيد من خطر التخلف عن السداد، في حين أن الاعتماد بشكل كبير على الأسهم قد يؤدي إلى إضعاف الأرباح والقيمة بالنسبة للمستثمرين الأصليين.

في نهاية المطاف، تقع على عاتق متخصصي تمويل الشركات تحسين هيكل رأس مال الشركة عن طريق خفض المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال قدر الإمكان.

أما توزيعات الأرباح وعائد رأس المال يعتبر ثالث أهم الوظائف المالية في المؤسسة، حيث يتطلب هذا النشاط من مديري الشركات أن يقرروا ما إذا كانوا سيحتفظون بأرباح الشركة الزائدة للاستثمارات المستقبلية والمتطلبات التشغيلية أو توزيع الأرباح على المساهمين في شكل أرباح أو إعادة شراء الأسهم. إذ يمكن استخدام الأرباح المحتجزة التي لا يتم توزيعها على المساهمين لتمويل توسع الشركة. يمكن أن يكون هذا في كثير من الأحيان أفضل مصدر للأموال، لأنه لا يترتب عليه ديون إضافية ولا يخفف من قيمة الأسهم عن طريق إصدار المزيد من الأسهم.

في نهاية المطاف، إذا كان مديرو الشركات يعتقدون أن بإمكانهم تحقيق معدل عائد على الاستثمار الرأسمالي أكبر من تكلفة رأس مال الشركة، فيجب عليهم متابعة ذلك. وبخلاف ذلك، يجب عليهم إعادة رأس المال الزائد إلى المساهمين عن طريق توزيعات الأرباح أو إعادة شراء الأسهم.

ويعد هيكل رأس مال الشركة أمرًا بالغ الأهمية لتعظيم قيمة الأعمال. يمكن أن يكون هيكلها مزيجًا من الديون طويلة الأجل وقصيرة الأجل و/أو الأسهم العادية والمفضلة. غالبًا ما تكون النسبة بين مسؤولية الشركة وحقوق الملكية هي الأساس لتحديد مدى توازن أو خطورة تمويل رأس مال الشركة.

وتعتبر الشركة التي يتم تمويلها بشكل كبير من الديون لديها هيكل رأسمالي أكثر عدوانية، وبالتالي، من المحتمل أن تحمل المزيد من المخاطر لأصحاب المصلحة. ومع ذلك، فإن المخاطرة غالبًا ما تكون السبب الرئيسي لنمو الشركة ونجاحها.

المحاضرة رقم 01: مدخل لمالية المؤسسة

1- تعريف الوظيفة المالية:

هي مجموعة المهام والأنشطة التي تقوم بها عدد من المصالح والأقسام تهدف إلى إدارة التدفقات المالية والبحث عن الموارد المالية الضرورية والاستخدام الأمثل لها.

2- تعريف التسيير المالي:

يعرف التسيير المالي على انه ذلك المجال من علوم التسيير الذي يهتم بالجوانب المالية داخل المؤسسة ويسعى الى 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.

3- تعريف التشخيص المالي:

يعرف التشخيص المالي على أنه عملية تحليل للوضع المالي باستخدام مجموعة من الأدوات والمؤشرات 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 والعملاء والموردين والمنافسين وحالة الاقتصاد ككل.

4- أهداف التحليل المالي

يستخدم التحليل المالي من أجل الوصول إلى مجموعة من الأهداف نلخصها فيما يلي:

- معرفة المركز المالي للمؤسسة.

- تحديد المركز الائتماني لها.

- الوصول إلى القيمة الاستشارية للمشروع.
- اختبار مدى كفاءة العمليات المختلفة وكفاءة إدارة المؤسسة.
- الحكم على مدى صلاحيات السياسات المالية المتبعة.
- معرفة مركز المؤسسة في قطاعها الإنتاجي من بين مختلف المؤسسات الأخرى.
- تخطيط السياسات المالية المستقبلية للمؤسسة.

5- الاطراف المستفيدة من التحليل المالي

- المساهمون: يهتم المساهمون بالدرجة الأولى بالتحليل المالي وذلك من خلال دراستهم للجداول المالية للمؤسسة من أجل اتخاذ قرارات سليمة تساعد في الاحتفاظ بالأسهم أو التخلي عنها أو شراء أسهم جديدة. وينصب اهتمامهم بالدرجة الأولى على الميزانية وجدول النتائج من أجل تقييم العائد على الأموال المستثمرة وعلى المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في المؤسسة.
- الدائنون: يهتم الدائنون بمعرفة المركز المالي وتحليل المركز المالي وتحليل الائتماني ومدى قدرتها على تسديد الديون المترتبة عليها.
- إدارة المؤسسة: يساعد التحليل المالي الإدارة على وضع خطط مالية ناجحة في المستقبل وتقييم السياسات المالية الخاصة بالاستثمارات.
- الدولة: يساعد التحليل المالي الدولة على معرفة ربحية المؤسسة كما أنها توجه سياساتها التنموية بتشجيع الاستثمار أو تقليصه، بغية تقديم تحفيزات ضريبية للنهوض بهذه المؤسسات التي واجه صعوبات مالية.

6- الوثائق المستعملة في التحليل المالي (المصادر)

تعتبر القوائم المالية الوسيلة الرئيسية التي يتم من خلالها توصيل المعلومات المالية إلى الأطراف الخارجية حيث أنه وحسب النظام المحاسبي المالي في مادته رقم (1.210) من القرار المؤرخ 28 ربيع الأول عام 1430. الموافق لـ 26 جويلية 2008 والمحدد لقواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها

وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، فإن كل كيان يدخل في مجال تطبيق هذا النظام المحاسبي يتولى سنويا إعداد كشوف مالية. والكشوف المالية الخاصة بالكيانات غير الكيانات الصغيرة تشتمل على:

-الميزانية؛

-حساب النتائج؛

-جدول سيولة (تدفقات) الخزينة؛

-جدول تغيرات الأموال الخاصة؛

-ملحق يبين القواعد والطرق المحاسبية المستعملة، ويوفر معلومات مكملة للميزانية ولحساب النتائج.

- حسب النظام المحاسبي المالي فإنه تم تعريف الميزانية وفق نص المادة رقم (33) من المرسوم التنفيذي

156-08 المؤرخ في 20 جمادة الأولى عام 1429 الموافق لـ 26 ماي سنة 2008 والمتضمن تطبيق أحكام

القانون 11-07 المتضمن النظام المحاسبي المالي كما يلي: "تحدد الميزانية بصفة منفصلة عناصر

الأصول وعناصر الخصوم، ويبرز عرض الأصول والخصوم داخل الميزانية الفصل بين العناصر

الجارية والعناصر غير الجارية".

- إذا وحسب النظام المحاسبي المالي فالميزانية هي قائمة تبين لنا عناصر الأصول والخصوم، حيث أن

الأصول ترتب حسب درجة سيولتها أما الخصوم فحسب درجة استحقاقيتها بالإضافة إلى مبدأ

السنوية في التفرقة بين العناصر الجارية وغير الجارية.

- ويمكن توضيح كتل الميزانية المالية المختصرة في الشكل التالي:

كتل الميزانية المالية المختصرة

الخصوم	الأصول
<p>الأموال الدائمة:</p> <p>- رؤوس الأموال الخاصة؛</p> <p>- الخصوم غير الجارية.</p>	<p>الأصول الثابتة (الأصول غير الجارية):</p>
	<p>الأصول المتداولة (الأصول الجارية):</p> <p>- المخزونات؛</p> <p>- المدينون الأقل من سنة؛</p> <p>- المتاحات.</p>
	<p>رأس المال العامل</p> <p>سيولة FR_1</p>
<p>الخصوم الجارية:</p> <p>- الديون الأقل من سنة.</p>	

ثانيا: حساب النتائج

أ. تعريف حساب النتائج: كشف يظهر إيرادات الوحدة الاقتصادية ومكوناتها ومقدارها، وكذلك المصاريف والأعباء التي ساهمت في تحقيق تلك الإيرادات، وذلك عن فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة مالية. فحساب النتائج يعتبر أكثر القوائم أهمية ويتم فيها التقرير عن نتائج الأعمال للمشروع وتبيان قدرته الكسبية عن تلك الفترة.

حسب النظام المحاسبي المالي في المادة رقم (1.230) من القرار المؤرخ في 26 جويلية 2008 فإن حساب النتائج يعرف على أنه: "بيان ملخص للأعباء والمنتجات المنجزة من الكيان خلال السنة المالية ولا يأخذ في الحساب تاريخ التحصيل أو تاريخ السحب ويبرز بالتمييز النتيجة الصافية للسنة المالية (الربح أو الخسارة)".

N-1	N	ملاحظة	البيان
	70		المبيعات والمنتجات الملحقة
	72		تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة والجاري تصنيعها
	73		الإنتاج المثبت
	74		إعانات الاستغلال
			1- إنتاج السنة المالية
	60		المشتريات المستهلكة
	61 و 62		الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
			2- استهلاك السنة المالية
			3- القيمة المضافة للاستغلال (2-1)
	63		أعباء المستخدمين
	64		الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة
			4- إجمالي فائض الاستغلال
	75		المنتجات العملية الأخرى
	65		الأعباء العملية الأخرى
	68		المخصصات للاهتلاكات والمؤونات وخسارة القيمة
	78		استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات
			5- النتيجة العملية
	76		المنتجات المالية
	66		الأعباء المالية
			6- النتيجة المالية
			7- النتيجة العادية قبل الضرائب (6+5)
	695 و 698		الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
	692 و 693		الضرائب المؤجلة (تغيرات) عن النتائج العادية
			مجموع منتجات الأنشطة العادية
			مجموع أعباء الأنشطة العادية
			8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية
	77		عناصر غير عادية (منتجات) (يجب تبيانها)
	67		عناصر غير عادية (أعباء) (يجب تبيانها)
			9- النتيجة غير العادية
			10- صافي نتيجة السنة المالية
			حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتيجة الصافية (*)
			11- صافي نتيجة المجموع المدمج (*)
			منها حصة ذوي الأقلية
			حصة المجمع (*)

* لا يستعمل إلا في تقديم البيانات المالية المدمجة.

المحاضرة رقم 02: الميزانية الوظيفية

1. تعريف الميزانية المالية:

يمكن تعريفها كما يلي: "تحدد الميزانية بصفة منفصلة عناصر الأصول وعناصر الخصوم، ويبرز عرض الأصول والخصوم داخل الميزانية الفصل بين العناصر الجارية والعناصر غير الجارية".

فالميزانية المالية هي الميزانية التي تقيم فيها الأصول والخصوم بالقيمة السوقية (العادلة) الحالية

وترتب حسب درجتي السيولة والاستحقاق، وهي تهدف إلى هدفين أساسيين هما:

- تقييم ثروة المؤسسة؛

- تقدير خطر الإفلاس في المدى القصير.

ويمكن توضيح كتل الميزانية المالية المختصرة في الشكل التالي:

كتل الميزانية المالية المختصرة

الخصوم	الأصول
<p>الأموال الدائمة:</p> <p>- رؤوس الأموال الخاصة؛</p> <p>- الخصوم غير الجارية.</p>	<p>الأصول الثابتة (الأصول غير الجارية):</p>
<p>الخصوم الجارية:</p> <p>- الديون الأقل من سنة.</p>	<p>الأصول المتداولة (الأصول الجارية):</p> <p>- المخزونات؛</p> <p>- المدينون الأقل من سنة؛</p> <p>- المتاحات.</p>

2. تعريف الميزانية الوظيفية:

يمكن تعريفها على أنها: "ميزانية تعد على أساس التمييز بين الدورات الطويلة (التمويل والاستثمار)

والدورة القصيرة (الاستغلال)".

فالميزانية الوظيفية أداة لتحليل المالي حيث:

-تقييم فيها الموارد والاستخدامات بالقيمة الأصلية؛

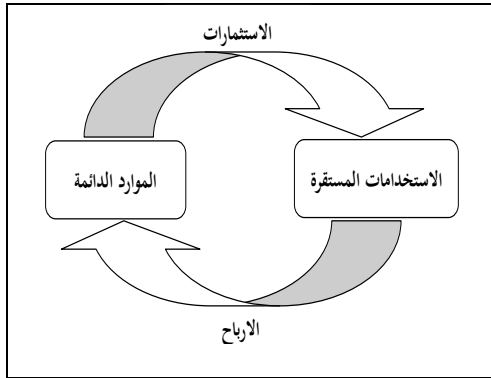
-ترتب فيها الموارد والاستخدامات حسب دورتي التمويل والاستثمار أو الاستغلال.

يمكن تمثيل دورتي التمويل والاستثمار والاستغلال في الشكل التالي:

دورتا الاستثمار والتمويل ودورة الاستغلال

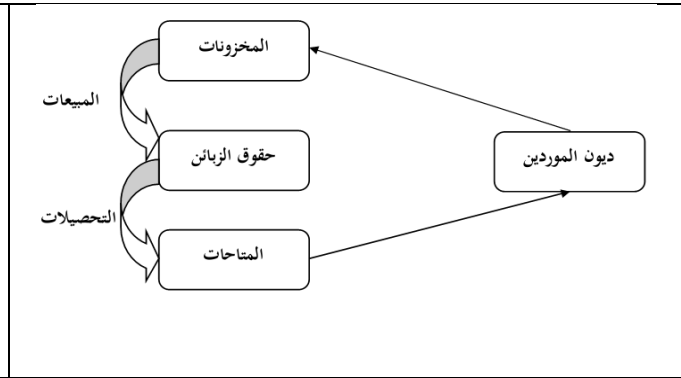
الدورة الطويلة

الاستثمار والتمويل



الدورة القصيرة

دورة الاستغلال للمؤسسة التجارية



الفرق بين الميزانية المالية والميزانية الوظيفية : و يتمثل في النقاط التالية:

- طبيعة المحلل (توفر المعلومات): الميزانية المالية هي تحليل خارجي تقوم به أساسا البنوك أو الموردون أما

الميزانية الوظيفية فهو تحليل داخلي خاص بالمؤسسة.

- الغرض من التحليل: يتم إعداد الميزانية المالية بغرض التأكد من إمكانية المؤسسة على تسديد ديونها في

حالة توقف نشاطها . أما الميزانية الوظيفية فتعد للتأكد من حالة المؤسسة على أساس إستمرارية نشاطها.

- بنود الميزانية : يتم تنظيم بنود الميزانية الوظيفية على أساس التخصيص في وظائف المؤسسة (الاستثمار،

التمويل...) بينما في الميزانية المالية تنظم على أساس مدد الإستحقاق (الموارد والأصول الأكثر من سنة و

الأقل من سنة).

كتل الميزانية الوظيفية

الأصول	الخصوم
الاستخدامات المستقرة ES:	الموارد الدائمة RD: - الموارد الخاصة؛ - الديون المالية.
الأصول المتداولة AC:	ديون الاستغلال DE:
الأصول المتداولة للاستغلال ACE	ديون خارج الاستغلال DHE:
الأصول المتداولة خارج للاستغلال ACHE:	خزينة الخصوم PT:
خزينة الأصول AT:	- التسبيقات البنكية الجارية والأرصدة الدائنة للبنوك.
- المتاحات.	

3. الانتقال من الميزانية المالية إلى الميزانية الوظيفية:

جانب الأصول

كتل الميزانية الوظيفية	عناصر الميزانية المالية
1. <u>الاستخدامات الثابتة:</u>	مجموع الأصول غير الجارية.
2. <u>الأصول المتداولة:</u>	مجموع الأصول الجارية.
- الأصول المتداولة للاستغلال:	مجموع الأصول الجارية المرتبطة بالنشاط العادي (المخزونات، الزبائن والحسابات الملحقه،...).
- الأصول المتداولة خارج للاستغلال:	مجموع الأصول الجارية المرتبطة بالنشاط غير العادي (القيم المنقولة للتوظيف، الأعباء المقيدة سلفا التي لا تتعلق بالنشاط العادي،...).
- خزينة الأصول:	مجموع النقديات (البنوك الحسابات الجارية، الصندوق).

جانب الخصوم

عناصر الميزانية المالية	كتل الميزانية الوظيفية
	1. <u>الموارد الثابتة:</u>
مجموع رؤوس الأموال الخاصة + مجموع الاهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة (المتعلقة بالأصول). مجموع الخصوم غير الجارية (اقتراضات لدى مؤسسات القرض).	الموارد الخاصة: الديون المالية:
مجموع الخصوم الجارية.	2. <u>الخصوم المتداولة:</u>
مجموع الديون غير المالية المرتبطة بالنشاط العادي (موردو المخزونات، الضرائب على رقم الأعمال...).	- الخصوم المتداولة للاستغلال: - الخصوم المتداولة خارج للاستغلال:
مجموع الديون غير المالية المرتبطة بالنشاط غير العادي (موردو التثبيات، الضرائب على النتائج، فوائد على القروض...).	- خزينة الخصوم:
السحب على المكشوف (المساهمات البنكية الجارية).	

ملاحظة 01: كل المبالغ في الميزانية الوظيفية تؤخذ بالمبالغ الإجمالية.

ملاحظة 02: تضاف مجموع الاهتلاكات والمؤونات وخسائر القيمة إلى الموارد الخاصة في جانب الخصوم من أجل

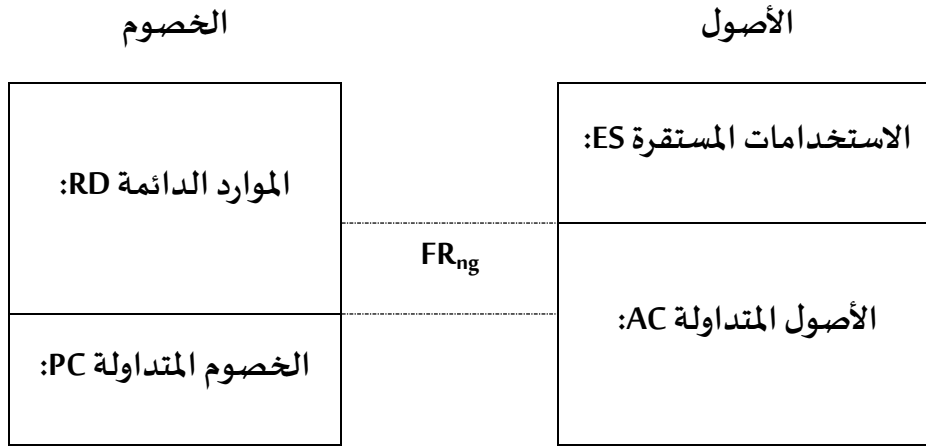
التوازن بين جانب الأصول والخصوم.

المحاضرة رقم: 03 تحليل الميزانية الوظيفية باستخدام مؤشرات التوازن المالي

أولاً: رأس المال العامل

1. مفهوم رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} : هو ذلك الفائض الناتج عن تمويل الموارد الدائمة للاستخدامات الثابتة والمستعمل لتمويل دورة الاستغلال، ويعتبر كهامش الأمان تلجأ إليه المؤسسة في الظروف الطارئة التي قد تواجهها والمتمثلة في جمود بعض العناصر عن الحركة من الأصول المتداولة (كتوقف حركة بعض المخزونات، أو تعسر تحصيل بعض الحقوق فتتحول إلى أصول ثابتة)، فتكون المؤسسة قد هيأت لذلك أموالاً دائمة لتغطيها.

رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng}



2. طرق حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} :

من خلال الشكل السابق يمكن حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} بطريقتين وهما:

أ. حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} من أعلى الميزانية: حسب هذه الطريقة فإن رأس المال

العامل الصافي الإجمالي يعرف على أنه "ذلك الفائض المالي الناتج عن تمويل الاستخدامات المستقرة ES

باستخدام الموارد الدائمة RD".

حسب هذه الطريقة فإن رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} يحسب كما يلي:

$$\text{رأس المال العامل الصافي الإجمالي } FR_{ng} = \text{الموارد الدائمة RD} - \text{الاستخدامات المستقرة ES}$$

يمكن حصر ثلاث حالات لرأس المال العامل حسب إشارته وهي:

أ.1. رأس المال العامل موجب: في هذه الحالة يعبر رأس المال العامل الصافي الإجمالي عن فائض الموارد الدائمة المتبقي بعد تمويل كل الاستخدامات المستقرة، أي أن المؤسسة استطاعت تمويل جميع استخداماتها المستقرة بواسطة مواردها الدائمة وحققت فائضا ماليا تمثل في رأس المال العامل؛

أ.2. رأس المال العامل معدوم: وهي حالة نادرة الحدوث حيث تمثل حالة التوافق التام في هيكل الموارد الدائمة والاستخدامات المستقرة، وتمثل الوضع الأمثل لتسيير عملية تمويل الاحتياجات المالية في المؤسسة؛

أ.3. رأس المال العامل سالب: في هذه الحالة تكون الأموال الدائمة غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية الثابتة، حيث تلبى جزء من هذه الاحتياجات فقط، مما يستدعي البحث عن موارد مالية أخرى لتغطية العجز في التمويل.

ب. حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي FR_{ng} من أدنى الميزانية: يتمثل رأس المال العامل الصافي الإجمالي حسب هذه الطريقة في الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، حيث يعبر رأس المال العامل من أدنى الميزانية عن قدرة المؤسسة على الاستجابة للاستحقاقات قصيرة الأجل عن طريق تحويل أصولها المتداولة إلى نقود سائلة والتي يتم بواسطتها تسديد القروض قصيرة الأجل، ويمكن حساب رأس المال العامل الصافي الإجمالي من أدنى الميزانية وفق العلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل الصافي الإجمالي } FR_{ng} = \text{الأصول المتداولة (أصول م إ + أصول م خ إ + خ أ)} \\ - \text{الخصوم المتداولة (ديون الاستغلال + ديون خارج الاستغلال + خزينة الخصوم)}$$

حسب هذه الطريقة يمكن حصر ثلاث حالات لرأس المال العامل حسب إشارته وهي:

ب.1. رأس المال العامل موجب: أي أن المؤسسة استطاعت مواجهة القروض قصيرة الأجل باستخدام أصولها المتداولة، وبقي فائض مالي يمثل هامش أمان وهو رأس المال العامل الصافي الإجمالي.

ب.2. رأس المال العامل معدوم: في هذه الحالة تمكنت المؤسسة من تغطية القروض قصيرة الأجل باستخدام الأصول المتداولة دون تحقيق فائض ولا عجز، وهي حالة مثلى نادرة الحدوث؛

ب.3. رأس المال العامل سالب: في هذه الحالة تكون الأصول المتداولة القابلة للتحويل في الأجل القصير غير كافية لتغطية الاستحقاقات التي ستسدد في الأجل القصير.

ثانياً: الاحتياج في رأس المال العامل

يعتبر رأس المال العامل هامش الأمان الذي تتوفر عليه المؤسسة، حيث يسمح بمواجهة الاحتياجات الناتجة عن دورة الاستغلال بسبب وجود فارق زمني بين:

-الشراء والبيع والمتمثل في تكوين المخزون؛
- البيع والتحويل ويتمثل في نشأة الحقوق على
الزبائن؛

-الشراء والتسديد ويتمثل في نشأة ديون الموردين.

1- طريقة حساب الاحتياج في رأس المال العامل

عند حساب الاحتياج في رأس المال العامل يمكن أن نميز بين الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي والاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال.

1-1 حساب الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي: حسب التعريف السابق للاحتياج في رأس المال

العامل فإنه يمكن حساب الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي كما يلي:

$$\text{الاحتياج في رأس المال العامل BFR} = (\text{المخزونات} + \text{مدينو الاستغلال} + \text{مدينو خارج الاستغلال}) - (\text{ديون الاستغلال} + \text{ديون خارج الاستغلال})$$

1-2 تجزئة الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي: يمكن تجزئة الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي

حسب دورة الاستغلال إلى: الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} والاحتياج في رأس المال

العامل خارج الاستغلال BFR_{hex} .

أ. الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} : يعتمد في حساب الاحتياج في رأس المال العامل

للاستغلال على عناصر الاستغلال، وحسابه مهم جدا للمؤسسة لأنه يعبر عن احتياجات محدد ومتعلقة

بمستوى نشاط المؤسسة، ويحسب كما يلي:

الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} = الأصول المتداولة للاستغلال - ديون الاستغلال

ب. الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال BFR_{hex} : يعتمد في حساب الاحتياج في رأس المال العامل

خارج الاستغلال على عناصر خارجة عن استغلال المؤسسة، ويحسب كما يلي:

الاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال BFR_{hex} = أ م خارج الاستغلال - ديون خارج الاستغلال

بذلك فإن الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي عبارة عن مجموع كل من الاحتياج في رأس المال

العامل للاستغلال والاحتياج في رأس المال العامل خارج الاستغلال، ويمكن التعبير عن ذلك كما يلي:

الاحتياج في رأس المال العامل BFR = الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex} + BFR_{hex}

ثالثا: الخزينة الصافية: يقصد بالخزينة مجموع الأموال التي في حوزة المؤسسة لمدة دورة استغلالية، وهي

دور أساسي في المؤسسة، إذ تحقق التوازن المالي على المدى القصير بين رأس المال العامل (الثابت)

واحتياجات رأس المال العامل (المتغير في الزمان).

1- حساب الخزينة الصافية: يمكن حساب الخزينة الصافية انطلاقا من طريقتين أساسيتين: الأولى

تعتمد على عناصر الميزانية، والثانية تعتمد على معادلة التوازن المالي.

- حساب الخزينة الصافية انطلاقاً من عناصر الميزانية: تعتمد هذه الطريقة على عناصر الميزانية والمتمثلة في خزينة الأصول وخزينة الخصوم، حيث يمكن حساب الخزينة الصافية كما يلي:

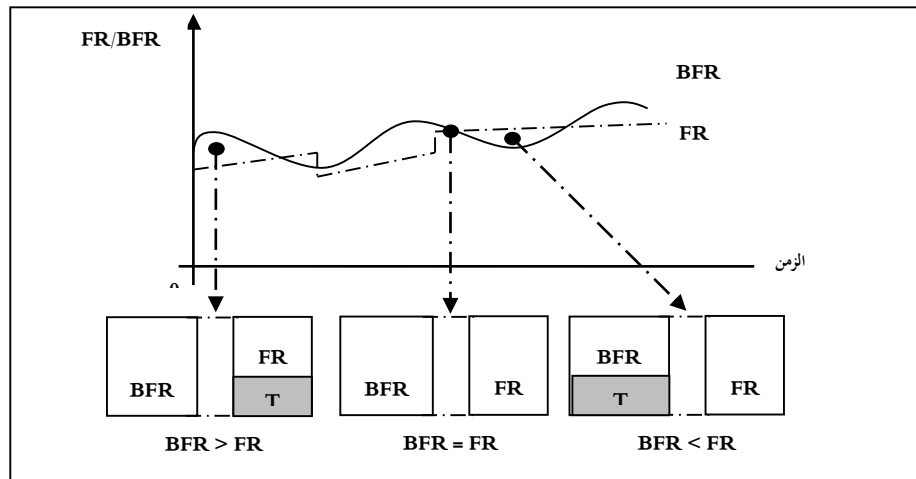
$$\text{الخزينة الصافية } Tn = \text{خزينة الأصول } AT - \text{خزينة الخصوم } PT$$

- حساب الخزينة الصافية انطلاقاً من معادلة التوازن: تعتمد هذه الطريقة على المعادلة الأساسية للتوازن المالي، والتي تعتبر كشرط من خلالها يتم الحكم على التوازن المالي داخل المؤسسة، وتكتب معادلة التوازن كما يلي:

$$\begin{aligned} &\text{الخزينة الصافية } Tn = \text{رأس المال العامل الصافي الإجمالي } FRng \\ &- \text{الاحتياج في رأس المال العامل الإجمالي } BFR \end{aligned}$$

- انطلاقاً من المعادلة الأساسية للتوازن يمكن التمييز بين الحالات الثلاث المختلفة للخزينة الصافية كما يوضحها الشكل الموالي:

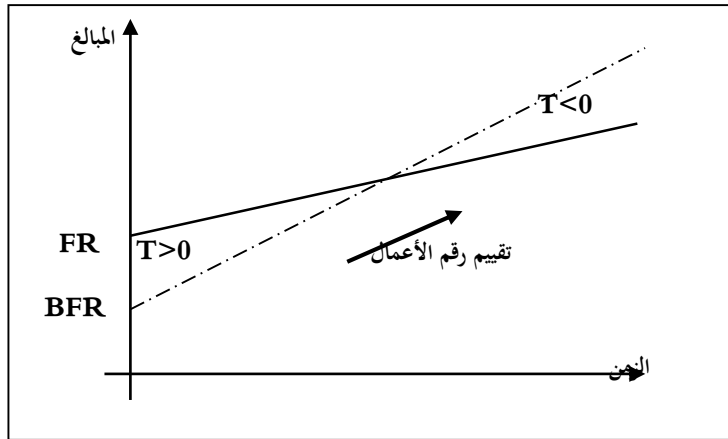
حالات الخزينة الصافية



- 2- حالات العجز في الخزينة الصافية: توجد خمس حالات أساسية للعجز المالي في الخزينة الصافية نوردتها فيما يلي:

أ. حالة وجود أزمة في النمو: وهي الحالة التي تقدم فيها المؤسسة على تحقيق معدلات نمو في رقم الأعمال تفوق إمكانياتها المالية الحالية، مما يؤدي إلى تضخم الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال مع تطور رأس المال العامل في وضعه الطبيعي، وبالتالي تستهلك الفوائض المالية ويحدث عجز في الخزينة، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

عجز الخزينة الصافية في حالة وجود أزمة في النمو



لعلاج هذه الحالة يمكن القيام بـ:

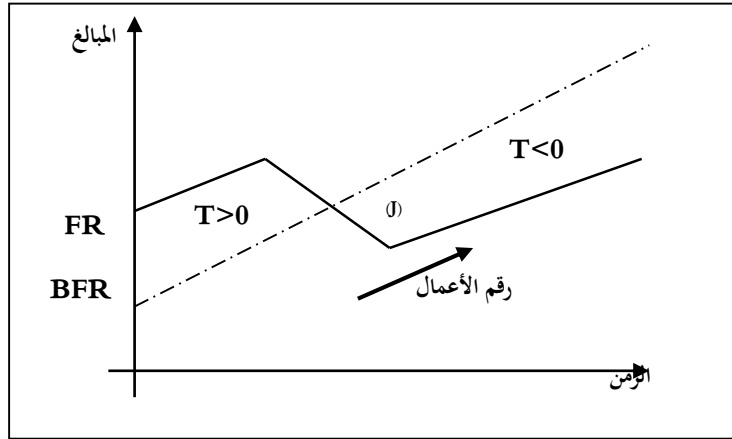
-تخفيف سرعة النمو؛

-تحسين المردودية؛

-تخفيض الاحتياج في رأس المال العامل.

ب. حالة خطأ في السياسة المالية: تحدث هذه الحالة إذا أخلت المؤسسة بقاعدة التوازن المالي الأدنى أو الأعلى وقامت بتمويل الاستثمارات باستخدام موارد قصيرة الأجل، 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، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

عجز الخزينة الصافية في حالة خطأ في السياسة المالية



لعلاج هذه الح

- إما عن طريق رأس المال الخاص؛

- إما عن طريق الديون متوسطة وطويلة الأجل؛

- إما عن طريق التنازل عن جزء من التثبيات.

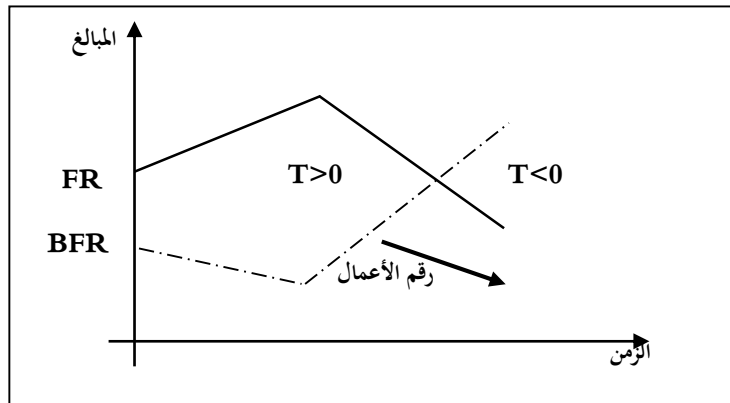
ج. حالة تدهور في النشاط: تحدث عند مواجهة مشاكل تسويقية ناجمة عن معطيات المحيط، فهذا

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 الحالة إلى حالة الخسائر المتراكمة (حالة

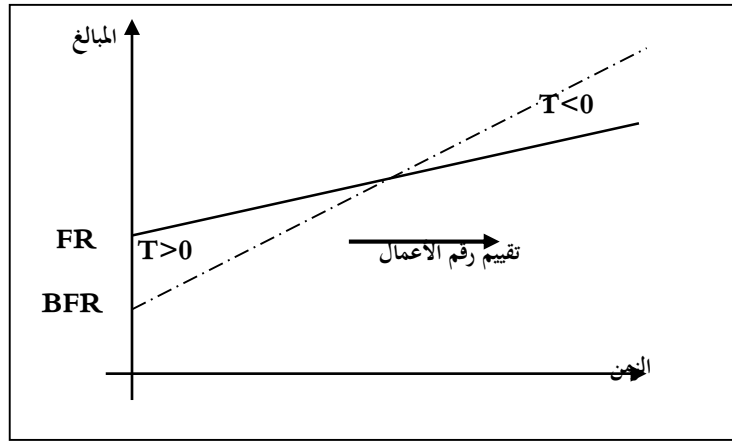
أزمة في المردودية) والتمثيل التالي يوضح ذلك:

عجز الخزينة الصافية في حالة تدهور في النشاط



لعلاج هذه الحالة يمكن القيام بتخفيض الاحتياج في رأس المال العامل، وفي نفس الوقت تحسين النشاط. د. حالة أزمة في التسيير: وهي الحالة التي يتم فيها تسيير عناصر الاستغلال بشكل عشوائي، يظهر من خلال تباطؤ شديد في دوران المخزون ومنح آجال طويلة للعملاء وقبول آجال قصيرة للموردين، هذا التسيير يؤدي إلى تضخم غير طبيعي للاحتياج في رأس المال العامل والذي يؤدي إلى التهام رأس المال العامل وكافة موارد الخزينة، كما أن ارتفاع الاحتياج في رأس المال العامل يكون أسرع من ارتفاع رقم الأعمال، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

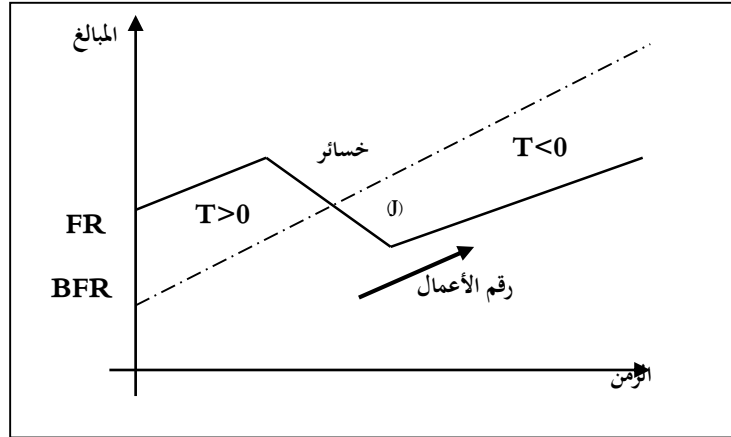
عجز الخزينة الصافية في حالة أزمة في التسيير



لعلاج هذه الحالة يمكن القيام بـ:

- إدارة المخزونات وديون الزبائن؛
 - على العموم، تخفيض الأصول الجارية وزيادة الخصوم الجارية.
- هـ. حالة أزمة في المردودية: وهي الحالة التي تحقق فيها المؤسسة خسائر متتالية، والتي تؤدي إلى تآكل الأموال الجماعية مما تجعل 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، والتمثيل التالي يوضح ذلك:

عجز الخزينة الصافية في حالة أزمة في المردودية



لا يمكن للمؤسسة في هذه الحالة إنعاش رأس المال العامل إلا بخطة 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 والنوعية؛

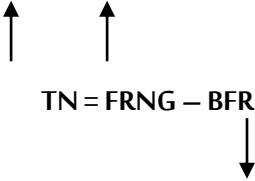
-المستوى الخارجي: وذلك بمحاولة إنعاش رقم الأعمال عن طريق مخطط تسويقي محكم يهدف إلى تعظيم

الحصة السوقية وجلب أكبر عدد ممكن من العملاء.

التوازن المالي للمؤسسة: لدينا: معادلة الخزينة

$$0 < TN .3 \leq BFR < FRNG .2 \quad 0 < FRNG .1 \quad \text{شروط التوازن المالي:}$$

في حالة عدم تحقيق التوازن المالي (أي TN سالبة) يمكن تحسينه كما يلي:

 <p style="text-align: center;">$TN = FRNG - BFR$</p>	<p>من أجل رفع قيمة الخزينة يجب: إما الرفع من FRNG أو التخفيض من BFR</p>
	<p>1. <u>الرفع من قيمة FRNG عن طريق:</u></p> <p>1.1. زيادة الموارد الثابتة من خلال رفع رأس المال أو جلب قروض مالية.</p> <p>2.1. تخفيض الاستخدامات الثابتة عن طريق التنازل.</p>
	<p>2. <u>التخفيض من قيمة BFR عن طريق:</u></p> <p>1.2. رفع مدة تسديد ديون الموردين.</p> <p>2.2. تخفيض مدة تحصيل حقوق الزبائن أو تخفيض مدة تخزين المخزونات.</p>

المحاضرة رقم 4: تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام النسب

إن استخدام النسب المالية في قياس وتقييم الأداء المالي لنشاط ونتائج أعمال المؤسسات يعتبر من أقدم طرق التقييم، وتستند هذه الطريقة على أساس أن أي رقم مالي ضمن القوائم المالية لا يدل بمفرده عن شيء إن لم ينسب إلى رقم آخر، فالنسب المالية هي علاقة بين رقمين ونتائج هذه المقارنة لا قيمة له إلا إذا قورن بنسبة أخرى مماثلة، تسمى بالنسبة المرجعية وعلى ضوء عملية المقارنة يمكن تقييم الموقف

1. نسب البنية المالية:

النسبة	طريقة الحساب	التعليق
1. نسبة تمويل الاستخدامات الثابتة	$\frac{\text{الموارد الثابتة}}{\text{الاستخدامات الثابتة}}$	<ul style="list-style-type: none"> • إذا كانت <1 يعني أن م.ثا مؤلت كل إ.ثا وبقي فائض (FRNG موجب) استعمل في تمويل الأصول المتداولة. حالة جيدة • إذا كانت >1 يعني أن م.ثا غير كافية لتمويل إ.ثا أي أن جزء منها مؤل بالخصوم المتداولة (FRNG سالب). حالة سيئة • إذا كانت =1 يعني أن م.ثا مؤلت بالضبط كل إ.ثا (FRNG معدوم). حالة
2. نسبة الاستدانة المالية	$\frac{\text{الاستدانة المالية}}{\text{التمويل الخاص}}$	<ul style="list-style-type: none"> • إذا كانت <1 يعني غير متحررة مالياً. • إذا كانت >1 متحررة مالياً. <p><u>حيث أن:</u> الاستدانة المالية = الديون المالية الثابتة + خزينة الخصوم</p>
3. وزن BFRE	$\frac{BFRE}{\text{رقم الاعمال } CA}$	<ul style="list-style-type: none"> • تبين لنا أهمية BFRE بالنسبة لرقم الاعمال.

2. نسب الدوران:

البيان	نسبة (معدل/سرعة) الدوران	متوسط المخزون (حقوق الزبائن/ديون الموردون)	المدة المتوسطة
1. نسب دوران المخزون:			
مخزون البضائع	$\frac{\text{تكلفة شراء البضائع المباعة}}{\text{متوسط المخزون}}$	$\frac{\text{مخ 1 من البضائع} + \text{مخ 2 من البضائع}}{2}$	$\frac{360}{\% \text{ دوران مخزون البضائع}}$
مخزون المواد الأولية	$\frac{\text{تكلفة شراء المواد الأولية المستعملة}}{\text{متوسط المخزون}}$	$\frac{\text{مخ 1 من المواد الأولية} + \text{مخ 2 من المواد الأولية}}{2}$	$\frac{360}{\% \text{ دوران مخ م أ}}$

360 % دوران مخ م التامة	$\frac{\text{مخ 1 من المنتجات} + \text{مخ 2 من المنتجات}}{2}$	$\frac{\text{تكلفة إنتاج المنتجات المباعة}}{\text{متوسط المخزون}}$	مخزون المنتجات التامة
360 % دوران ديون الزبائن	$\frac{\text{الزبائن والحسابات الملحقة 1} + \text{ز وح الملحقة 2}}{2}$	$\frac{\text{مبيعات السنة}}{\text{متوسط ديون الزبائن}}$	2. نسب دوران الزبائن
360 % دوران ديون الموردين	$\frac{\text{الموردين والحسابات الملحقة 1} + \text{م وح الملحقة 2}}{2}$	$\frac{\text{مشتريات السنة}}{\text{متوسط ديون الموردين}}$	3. نسب دوران الموردين

ملاحظة: أحسن وضعية هي الوضعية التي تكون فيها مدة تسديد ديون الموردين أكبر من مجموع مدة تحصيل حقوق

الزبائن ومدة تخزين المخزونات.

المحاضرة رقم 05: تحليل المردودية و أثر الرافعة المالية.

أولاً: الميزانية الاقتصادية.

1/ تعريف: هي تلك الميزانية التي تعبر عن مجموع الاستخدامات الموجهة لدورة الاستغلال وذلك بتحليلها لمختلف مصادر تمويل هذه الاستخدامات.

شكل الميزانية الاقتصادية.

الموارد الاقتصادية (RE)	الأصول الاقتصادية (AE)
رؤوس الأموال الخاصة Cp	الاستثمارات الصافية In
+	+
الاستدانة الصافية Dn	الاحتياج في رأس المال العامل BFR بالقيم الصافية

2/ بناء الميزانية الاقتصادية.

أ/ جانب الأصول الاقتصادية.

عناصر الميزانية المحاسبية	كتلة الميزانية الاقتصادية
هي مجموع الأصول غير الجارية بالقيم الصافية.	الاستثمارات الصافية
هو BFR بالقيم الصافية.	الاحتياج في رأس المال العامل BFRn.

ب/ جانب الموارد الاقتصادية.

عناصر الميزانية المحاسبية	كتلة الميزانية الاقتصادية
هي مجموع رؤوس الأموال الخاصة.	رؤوس الأموال الخاصة.
هي (مجموع الخصوم غير الجارية) + (خزينة الخصوم) - (خزينة الاصول)	الاستدانة الصافية Dn

مثال:

الميزانية المحاسبية

المبالغ	الخصوم	المبالغ	الأصول
2000	رؤوس الاموال الخاصة.	2700	أصول غير جارية.
1000	خصوم غير جارية.	300	<u>أصول جارية.</u>
	<u>خصوم جارية.</u>		مخزونات.
600	موردون.	800	زبائن.
400	خزينة الخصوم.	200	خزينة الاصول.
4000	مجموع الخصوم	4000	مجموع الاصول

$$\text{BFR} = \text{مخزونات} + \text{زبائن} - \text{موردون}$$

$$\text{Dn} = \text{خزينة الأصول} - \text{خزينة الخصوم} + \text{خصوم غير جارية}$$

$$\text{AE} = \text{In} + \text{BFR} = \text{Cp} + \text{Dn}$$

الميزانية الاقتصادية.

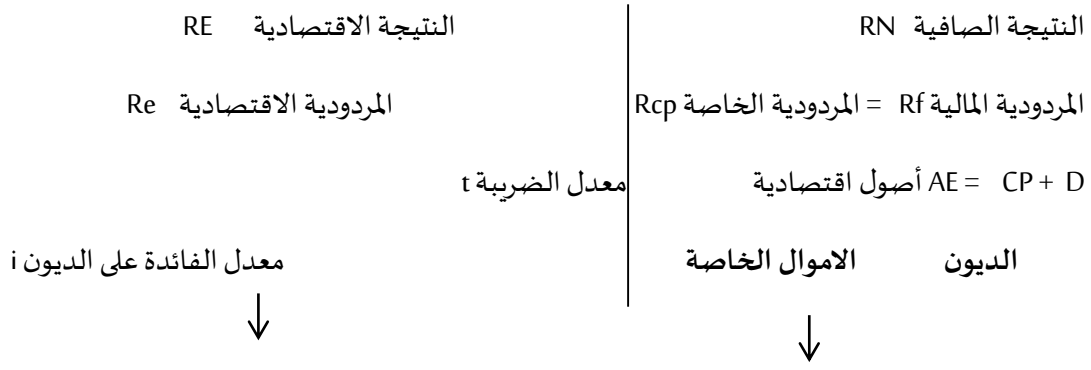
المبالغ	الموارد الاقتصادية (RE)	المبالغ	الأصول الاقتصادية (AE)
2000	Cp رؤوس الأموال الخاصة	2700	الاستثمارات الصافية In
	+		+
1200	Dn الاستدانة الصافية	500	الاحتياج في رأس المال العامل BFR بالقيم الصافية
3200	مجموع الخصوم	3200	مجموع الأصول

ثانياً: أثر الرفع المالي EL

1- مفهوم أثر الرفع المالي: يقصد به تأثير الهيكل المالي للمؤسسة على مردودية الأموال الخاصة، فهو

يقيس التأثير الإيجابي أو السلبي للاستدانة على مردودية الأموال الخاصة.

2. العلاقات الرياضية لأثر الرفع المالي:



$$Re = \frac{RE}{AE} \quad RF = \frac{RN}{CP}$$

$$+D)RE = Re(cp$$

$$RF = \left[Re + \frac{D}{CP} (Re - i) \right] (1 - t)$$

معامل الرافعة المردودية الاقتصادية المردودية المالية

معامل الهيكلية المالية (نسبة الهيكلية المالية، الرافعة المالية، ذراع الرافعة)

$$EL = \frac{D}{CP} (Re - i) (1 - t) \quad \text{أثر الرفع المالي الصافي}$$

أثر الرفع المالي الإجمالي

$$RF = Re (1 - t) + EL$$

3. حالات أثر الرفع المالي:

أ/ حالة مؤسسة غير مستدينة: $D = 0$ أي $EL = 0$ أثر رفع معدوم

ب/ حالة مؤسسة مستدينة هناك ثلاث حالات:

ب1/ $Re > i$ أثر رفع مالي موجب $EL > 0$ حالة جيدة ومن الأفضل للمؤسسة زيادة الديون مع المحافظة على الاستقلالية المالية.

ب2/ $Re = i$ أثر رفع مالي حيادي $EL = 0$ من الأفضل للمؤسسة اللجوء للاستدانة مع المحافظة على الاستقلالية المالية.

ب3/ $Re < i$ أثر رفع مالي سلبي $EL < 0$ حالة سيئة للمؤسسة ومن الأفضل عدم اللجوء للاستدانة.

مثال: تبحث إحدى المؤسسات عن طريقة مثلى التي تمكنها من رفع مردودية أموالها الخاصة، وكان لديها الاختيار بين

طريقتين للتمويل متمثلة في الجدول التالي:

B	A	البيان الطريقة
18000	35000	Cp
17000	/	+ D
35000	35000	AE
4200	4200	RE= Re.AE
		-
1190	/	ID (0.07*17000)
3010	4200	النتيجة قبل الضريبة -
571.9	798	IBS %19
24301	3402	النتيجة الصافية بعد الضريبة
%12 $(\frac{4200}{35000})$	%12 $(\frac{4200}{35000})$	$Re = \frac{RE}{AE}$
% 13.54	% 9.72	$RF = \frac{RN}{CP}$
%9.72	%9.72	Re (1-t)
%3.82	0	EL

المطلوب: إذا علمت أن المردودية الاقتصادية (12%) Re

الضريبة على أرباح الشركات (19%) IBS

معدل الفائدة % 7 = i

معدل الضريبة % 19 = t

إعداد جدول مفاضلة يبين أثر الرفع المالي الأنسب.

الحل:

$$RE = Re \cdot AE = (0.12) (3500) = 4200$$

$$EL = \frac{D}{CP} (Re - i) (1 - t)$$

$$RF = Re (1 - t) + EL = RF - Re (1 - t)$$

ثالثاً: المردودية.

1/ تعريف: يقصد بالمردودية العلاقة بين النتيجة المحققة من خلال استعمال وسائل معينة، أي هي ذلك

الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمة في تحقيقها.

2/ أنواع المردودية:

1-2 المردودية الاقتصادية (Re): تعرف على أنها العلاقة بين النتيجة الاقتصادية (RE) للمؤسسة

ومجموع الأصول (AE) المستعملة في الحصول عليها، وتحسب بالعلاقة التالية: $Re = \frac{RE}{AE}$

2-2/ المردودية المالية (Rf) "مردودية الأموال الخاصة (Rcp)".

وهي مردودية الأموال الخاصة، فهي تعبر عن العلاقة بين النتيجة المالية والأموال الخاصة.

$$Rf = Rcp = \frac{RN \text{ النتيجة الصافية}}{CP \text{ الأموال الخاصة}}$$

مثال: نفس المثال السابق، لدينا النتيجة الاقتصادية RE= 640، النتيجة الصافية RN= 350.

المطلوب: حساب المردودية الاقتصادية والمردودية المالية.

الحل:

$$Re = \frac{RE}{AE} = \frac{640}{3200} = 0.2 \text{ أي } 20\% \text{ المردودية الاقتصادية:}$$

$$Rcp = \frac{RN}{CP} = \frac{350}{2000} = 0.175 \text{ أي } 17.5\% \text{ المردودية المالية:}$$

رابعاً: المردودية التجارية.

المردودية التجارية: هي المردودية الناتجة من خلال مجموع مبيعات المؤسسة فهي تقيس العلاقة النتيجة

$$RC = \frac{RN}{CAHT} \text{ الصافية RN ورقم الأعمال خارج الرسم.}$$

العلاقة بين المردودية التجارية والمالية:

$$RF = \frac{RN}{CP} = \frac{RN}{CAHT} \times \frac{CAHT}{AE} \times \frac{AE}{CP}$$

معامل الاستدانة. معدل دوران المردودية التجارية.

الاصول. الهامش الصافي.

الهامش التجاري.

RF تتوقف على (السياسة التجارية، الفعالية الإنتاجية، السياسة التمويلية).

1- السياسة التجارية: يمكن من خلال المردودية التجارية RC معرفة الموقع التنافسي للمؤسسة في

سوق السلع والخدمات والمنتجات التي تقوم بإنتاجها.

2- الفعالية الإنتاجية: من خلال معدل دوران الأصول يمكن قياس فعالية الأصول الاقتصادية في

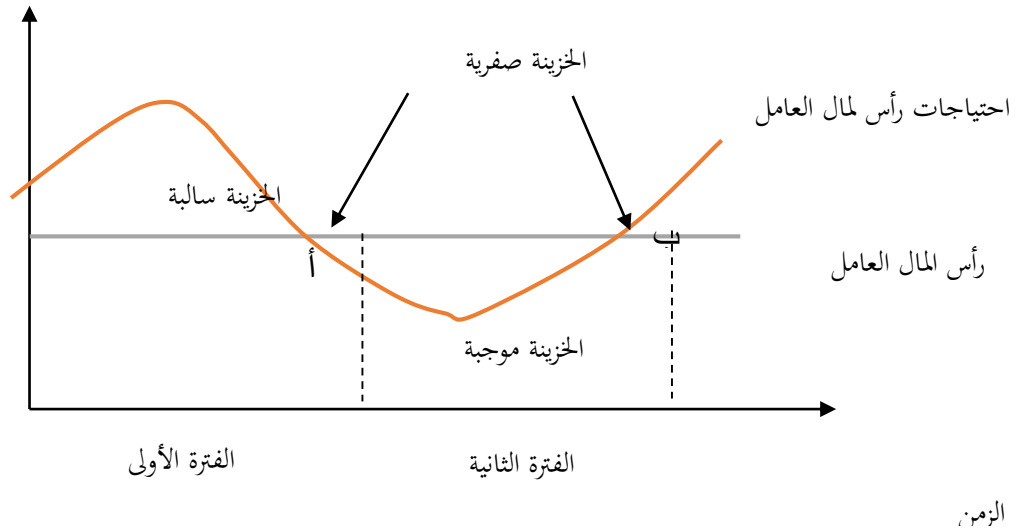
تحقيق رقم الأعمال (أكبر مبيعات).

3- السياسة التمويلية: من خلال معامل الاستدانة يمكن معرفة مدى نجاعة المؤسسة في اختيارها

لأفضل السياسات التمويلية.

المحاضرة رقم 06: تحليل رأس المال العامل المعياري

يتم تحديد قيمة الخزينة عن طريق العلاقة المدروسة سابقا والمتمثلة في: الخزينة الصافية = رأس المال العامل - احتياجات رأس المال العامل. وبما أن تغيرات رأس المال العامل تكون فقط في المدى الطويل فأن تغيرات الخزينة خلال دورة الاستغلال تكون ناتجة فقط عن تغيرات احتياجات رأس المال العامل كما بين الشكل الموالي:



التمثيل البياني لتغيرات الخزينة

من خلال الرسم البياني ينتج أن:

$$\Delta T = \Delta FR + \Delta BFR$$

$$\Delta FR = 0 \text{ و}$$

اذن:

$$\Delta T = \Delta BFR$$

نستنتج أن تقدير وتسيير الخزينة يتطلب تقدير احتياجات رأس المال العامل.

رأس المال العامل المعياري (FRN) Fonds de Roulement Normatif

يرتبط رأس المال العامل المعياري FRN بدورة الاستغلال والدورة المالية لتمويل الاستغلال، لهذا

من المهم جدا تحديد وتقييم العناصر المحددة لهذه الاحتياجات.

أولاً: المفاهيم الأساسية:

1- **دورة الاستغلال:** يقصد بدورة الاستغلال مجموع العمليات المتتالية التي تبدأ من شراء المواد

الأولية أو السلع حتى مرحلة بيع المنتجات التامة أو السلع. حيث يرتبط احتياج رأس المال

العامل BFR بـ:

أ. **مدة** دورة الاستغلال التي بدورها ترتبط بمدة تخزين المواد أو المنتجات أو السلع وبمدة

تحصيل المبيعات.

ب. **قيمة** المخزونات والزيائن والموردون.

ج. **تطور** قيمة ومدة العناصر الأخرى للاستغلال والمتمثلة في ديون العمال، ديون تجاه

الضرائب، ديون تجاه الضمان الاجتماعي.

2- رأس المال العامل المعياري:

تتغير الاحتياجات المرتبطة بدورة الاستغلال بتغير مستوى المخزونات، الحقوق، وديون

الاستغلال.

وباعتبار تغير هذه المستويات خلال السنة فإنه يعتمد في تحليل احتياج رأس المال العامل على

المستويات المتوسطة لهذه العناصر المحددة لاحتياج رأس المال العامل.

ويسمى احتياج رأس المال العامل المتوسط المحدد على أساس المستويات المتوسطة للعناصر

المكونة له بـ احتياج رأس المال العامل التقديري أو المعياري، وبما أن هذا الاحتياج دائن يجب تمويله

بالموارد الدائمة (رأس المال العامل الدائم) لتكون الخزينة متوازنة.. لهذا يسمى احتياج رأس المال العامل

التقديري أو المعياري بـ رأس المال العامل المعياري.

ثانياً: تحليل رأس المال العامل المعياري: FRN

ملاحظات أولية:

- أ. يأخذ بعين الاعتبار في تحليل رأس المال العامل المعياري عناصر الاستغلال فقط.
- ب. يمكن حساب رأس المال العامل المعياري على أساس المعطيات السابقة أو التاريخية أو التقديرية.

الفرضيات:

- أ. يفترض أن النشاط منتظم خلال السنة (12 شهر عمل في السنة، وفي الشهر 30 يوم)
- ب. يفترض أن المستوى المتوسط لكل عنصر من العناصر المحددة لرأس المال العامل المعياري مرتبطة تناسبيا مع رقم الأعمال بدون الرسم.
- أي إذا اعتبرنا أن X هو المستوى المتوسط للعنصر A فإن:

$$X = L * \text{رقم الأعمال}$$

ل: هو معامل التناسب بين المستوى المتوسط x ورقم الأعمال.

مثال:

إذا افترضنا أن المخزون المتوسط للسلع في السنة N هو 200000 دج ورقم الأعمال خارج الرسم لنفس السنة هو 1000000 دج، حدد مستوى المخزون المتوسط للسنة N+1 إذا كان CA لهذه السنة 1200000 دج.

3- حساب رأس المال العامل المعياري:

يمكن تحديد رأس المال العامل المعياري بأربع طرق وهي كالآتي:

أ. الطريقة المباشرة الإجمالية (الكلية) لتحديد رأس المال العامل المعياري:

تستعمل هذه الطريقة لتحديد النسبة المتوسطة لاحتياج رأس المال العامل نسبة إلى رقم الأعمال بالنسبة للسنوات السابقة.

مثال:

إذا افترضنا أن احتياج رأس المال العامل BFR في السنة N هو 490000 دج ورقم الأعمال خارج

الرسم CAHT لنفس السنة هو 1400000 دج، ما هو رأس المال العامل المعياري FRN للسنة N+1 إذا

كان CAHT للسنة N+1 1680000 دج.

الحل:

ب. طريقة التجزئة المباشرة لتحديد رأس المال العامل المعياري:

من خلال هذه الطريقة يمكن تحديد النسبة المتوسطة لكل عنصر من عناصر احتياج رأس المال

العامل نسبة إلى رقم الأعمال باستعمال المعطيات التاريخية.

مثال:

لدينا معطيات السنة N :

- مخزون المواد الأولية 10% من رقم الأعمال

- مخزون المنتجات 20% من رقم الأعمال

- العملاء 30% من رقم الأعمال

- الموردون 40% من رقم الأعمال

وإذا كان رقم الأعمال التقديري للسنة N+1 يساوي 1000000 دج، فما هو رأس المال العامل

المعياري FRN للسنة N+1 ؟

الحل: أثناء المحاضرة

ج. تقدير رأس المال العامل المعياري وفقا لطريقة الخبراء المحاسبين:

تعتمد هذه الطريقة على الفرضيات المذكورة سابقا وبالأخص انتظام النشاط وارتباط العناصر المحددة لرأس المال العامل المعياري بتغيرات رقم الاعمال.

○ يعبر حسب هذه الطريقة على مستوى كل عنصر من العناصر المحددة لرأس المال

العامل المعياري بعدد الأيام من رقم الأعمال. وذلك كما يلي:

← اذا اعتبرنا أن X هو المستوى المتوسط للعنصر A فإن:

$$X = \text{رقم الأعمال} \times L \dots (1)$$

$$X = \text{رقم الأعمال اليومي} \times L$$

بحيث L عدد الايام من رقم الاعمال

و رقم الأعمال اليومي = رقم الاعمال السنوي / 360 يوم

ويمكن قسمة المعادلة رقم (1) على 360 نصل لنفس النتيجة.

مثال:

اذا افترضنا أن المخزون المتوسط للمواد الأولية في السنة N هو 300000 دج ورقم الأعمال خارج

الرسم لنفس السنة يقدر بـ 3600000 دج، حدد مستوى مخزون المواد الأولية بالأيام من رقم الأعمال.

الحل: أثناء المحاضرة

○ طريقة الخبراء المحاسبين لا تعتمد على الطريقة المباشرة (الاجمالية) وانما على الفصل بين: مدة دوران

العنصر ومعامل الهيكلية.

■ ← مدة دوران العنصر (فترة الدوران) (Taux D'écoulement) ويقصد بمدة الدوران مدة

الاحتفاظ بالعنصر داخل المؤسسة وحسب كما يلي:

$$\frac{\text{المستوى المتوسط للعنصر}}{360 * \text{التدفق السنوي للعنصر}} = TE$$

■ ← ومعامل الهيكلية (Coefficient de Structure): ويقصد به أهمية العنصر نسبة الى رقم

الاعمال ويعبر عنه بـ:

$$CS = \frac{\text{التدفق السنوي للعنصر}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

$$\text{ومنه } CS * TE = \bar{n}$$

$$\bar{n} = \frac{\text{المستوى المتوسط للعنصر}}{\text{التدفق السنوي للعنصر}} * \frac{\text{التدفق السنوي للعنصر}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

$$\bar{n} = \frac{\text{المستوى المتوسط للعنصر}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

مثال:

من خلال المثال السابق. واذا كانت تكلفة المواد المستهلكة خلال السنة 600000 دج ، أحسب بعدد الأيام من

رقم الأعمال مخزون المواد.

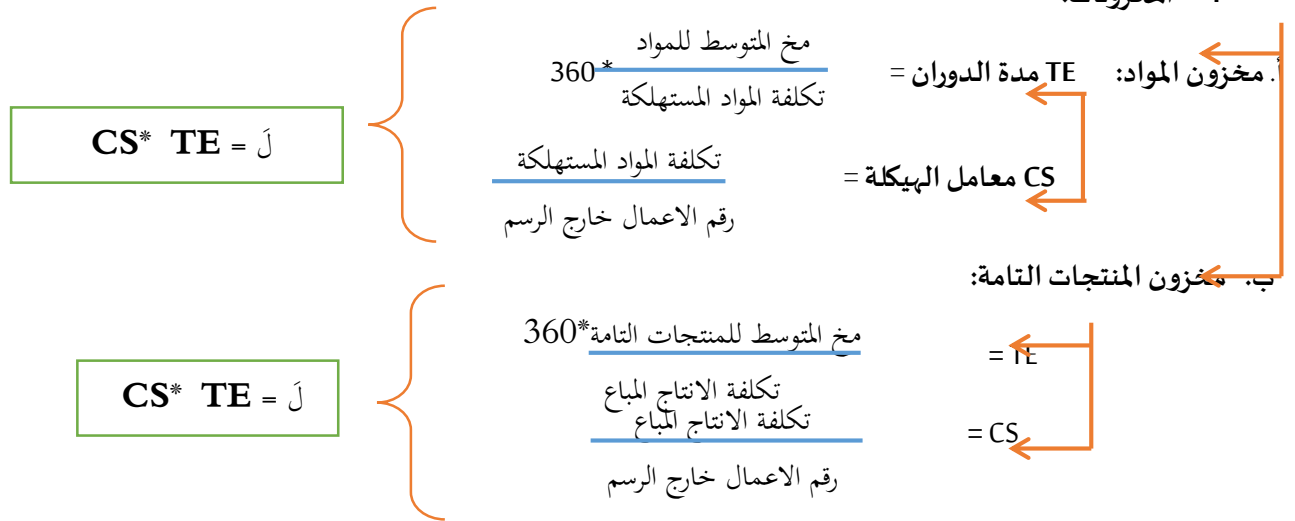
الحل: أثناء المحاضرة

العناصر المكونة لرأس المال العامل المعياري:

يرتبط رأس المال العامل المعياري بالمخزونات والحقوق وديون الاستغلال وبالتالي يتم تحديد كل عنصر من هذه

العناصر بعدد الأيام من رقم الأعمال.

1- المخزونات:



2- الزبائن:

• $TE = \text{مدة تحصيل الزبائن} = \text{توجد ثلاث حالات}$

أ. المدة محددة مسبقا (كل زبون يتحصل على نفس المدة x يعني هذا أن $x = TE$)

ب. المدة محددة مسبقا مع شرط: $TE = \frac{\text{المدة القصوى} + \text{المدة الدنيا}}{2}$

(مثلا: مدة تحصيل الزبائن هي: 30 يوم نهاية الشهر، العاشر من الشهر الموالي $TE = 2 / (40 + 70) = 55$)

ت. المدة غير محددة: $TE = \frac{\text{زبائن} + \text{أوراق القبض} + \text{أوراق قبض مخصومة قبل الأجل}}{\text{رقم الأعمال مع الرسم}} \times 360$

• معامل الهيكلية CS = $\frac{\text{رقم الأعمال مع الرسم}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}} + 1 = TVA$

CS* TE = J

3- الرسم على القيمة المضافة على المشتريات (وفقا لقانون الضرائب على المشتريات)

أ. مدة استرجاع القيمة المضافة TE: وفقا لقانون الضرائب الجزائري: فإن استرجاع الرسم على القيمة المضافة

على المشتريات يكون "قبل 20 يوم من الشهر الموالي لشهر المشتريات"

$$\text{وبالتالي TE} = \frac{\text{المدة القصوى} + \text{المدة الدنيا}}{2} = \frac{20 + (20+30)}{2} = 35 \text{ يوم}$$

$$\text{CS}^* \text{ TE} = \bar{L}$$

$$\text{ب. معامل الهيكلية CS} = \frac{\text{الرسم على المشتريات}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}} = \frac{\text{الرسم}^* \text{ المشتريات}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

4- الرسم على القيمة المضافة على المبيعات (وفقا لقانون الضرائب على المبيعات)

أ. مدة استرجاع القيمة المضافة TE: وفقا لقانون الضرائب الجزائري: فإن استرجاع الرسم على القيمة

المضافة على المبيعات يكون "قبل 20 يوم من الشهر الموالي لشهر المبيعات"

$$\text{وبالتالي TE} = \frac{\text{المدة القصوى} + \text{المدة الدنيا}}{2} = \frac{20 + (20+30)}{2} = 35 \text{ يوم}$$

$$\text{CS}^* \text{ TE} = \bar{L}$$

$$\text{ب. معامل الهيكلية CS} = \frac{\text{الرسم على المبيعات}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}} = \frac{\text{الرسم}^* \text{ المبيعات}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

5- الموردون:

أ. مدة تسديد الموردون TE: نفس طريقة تحديد مدة الزبائن، فقط في الحالة الأخيرة:

الموردون + أوراق دفع * 360

$$\text{TE} = \frac{\text{المشتريات مع الرسم}}{\text{المشتريات مع الرسم}}$$

$$\text{CS}^* \text{ TE} = \bar{L}$$

المشتريات مع الرسم

رقم الاعمال خارج الرسم

$$\text{ب. معامل الهيكلية CS} = \frac{\text{المشتريات مع الرسم}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

6- الأجر الصافية:

أ. مدة تسديد الأجر TE: يتم تحديد مدة أو تاريخ تسديد الأجر حسب تاريخ تسديد الأجر المعتمد في كل مؤسسة.

$$\text{CS}^* \text{ TE} = \bar{L}$$

والمتوسط يحدد كما يلي: TE = $\frac{\text{المدة القصوى} + \text{المدة الدنيا}}{2}$

ب. معامل الهيكلية CS = $\frac{\text{الاجور الصافية}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$

7- مصاريف الضمان الاجتماعي:

$$\text{TE} = \frac{\text{المدة القصوى} + \text{المدة الدنيا}}{2}$$

وفقا لقانون الضمان الاجتماعي الجزائري فإن تسديد مصاريف الضمان الاجتماعي يختلف باختلاف عدد العمال.

- اذا كان عدد العمال أقل من تسعة (09) فإن التسديد يكون قبل نهاية الشهر الموالي للثلاثي، وبالتالي

$$\text{TE} = \frac{2}{(30 + (30 + 3 \cdot 30))} = 75 \text{ يوم}$$

- اذا كان عدد العمال أكبر أو يساوي تسعة (09) في هذه الحالة يكون التسديد كما يلي: قبل 30 يوم من

$$\text{TE} = (30 + (30 + 30)) = 45 \text{ يوم}$$

$$\text{CS} = \frac{\text{مصاريف الضمان الاجتماعي واجبة التسديد}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

$$\text{CS}^* \text{ TE} = \bar{L}$$

مثال شامل:

تريد الشركة "س" تقدير خزيتها وحساب رأس مالها العامل المعياري وقدمت لك المعطيات الآتية:

- رقم الأعمال خارج الرسم 24000000 دج.
- مدة تحصيل الزبائن 30 يوم نهاية الشهر.
- مدة دوران المخزونات 25 يوم للمواد الأولية 48 يوم للمنتجات التامة.
- تكلفة المواد الأولية المستهلكة 10080000 دج.
- تكلفة المشتريات خارج الرسم 9600000 دج.

- مع العلم أن مدة تسديد الموردين هي 30 يوم نهاية الشهر، العاشر من الشهر الموالي.
 - مصاريف العمال (اجر صافي + مصاريف الضمان الاجتماعي) 8640000 دج.
 - مع العلم أن معدل الاقتطاع من أجر العامل هو 9% ومعدل اشتراك صاحب العمل 26%.
 - تدفع الأجور في نهاية الشهر.
 - تسديد الضمان الاجتماعي يكون قبل 30 يوم من الشهر الموالي لشهر العمل.
 - تكلفة الإنتاج المباع تقدر بـ 15400000. - معدل الرسم على القيمة المضافة 17%.
 - تسدد وتسترجع TVA قبل 20 يوم من الشهر الموالي لشهر المشتريات أو شهر المبيعات.
- المطلوب:** تحديد رأس المال العامل المعياري بعدد أيام من رقم الأعمال وبالقيمة (بطريقة الخبراء المحاسبين).

د. طريقة التمييز بين المتغير والثابت في تحديد رأس المال العامل المعياري

- تعتبر مدة دوران العناصر المحددة لرأس المال العامل المعياري ومعامل الهيكلة متغيرات تستعمل لاتخاذ القرار من أجل تخفيض رأس المال العامل المعياري.
- وباعتبار أن العناصر المحددة لاحتياج رأس المال العامل التقديري لا تتغير بنفس نسبة التغير في رقم الاعمال، لأنها تتكون في بعض الاحيان من جزء ثابت (تكاليف ثابتة) وجزء متغير (ت متغيرة) ومثال ذلك الاجور التي تتكون من جزء ثابت وجزء متغير.
- ومنه ليس كل العناصر المحددة لـ FRN مرتبطة بـ CA.
 - لذلك يتوجب الفصل بين الجزء الثابت والمتغير.

مثال تطبيقي:

تريد الشركة "س" حساب رأس مالها العامل المعياري وقدمت لك المعطيات الآتية:

- رقم الأعمال خارج الرسم 3600000 دج. مع العلم أن سعر البيع للوحدة هو 360 دج أي أن الإنتاج المباع 10000 وحدة.

- المخزون المتوسط للمواد الأولية 200000 دج (متغيرة)

- المخزون المتوسط للمنتجات 240000 دج (مزيج)

- تقسم التكاليف كما يلي:

تكاليف الإنتاج للوحدة:

المواد الأولية 180 دج

التكاليف الأخرى 8 دج

مجموع التكاليف المتغيرة للوحدة 188 دج

مصاريف العمال 90 دج

الاهتلاكات 10 دج

مجموع التكاليف الثابتة للوحدة 100 دج

تكاليف التوزيع للوحدة:

التكاليف المتغيرة 5 دج

التكاليف الثابتة المتعلقة بالأجور 40 دج

هامش الربح: 27 دج

- تحصيل الزبائن 45 يوم. - تحصيل الموردين 60 يوم.

- الأجور الصافية تقدر بـ 820000 دج وتسدد في نهاية الشهر.

- تقدر المصاريف الاجتماعية 480000 دج تسدد قبل 30 يوم من الشهر الموالي لشهر العمل.

- TVA 17% ويسدد الرسم قبل 20 من الشهر الموالي لشهر البيع أو الشراء، (الرسم يطبق فقط على

التكاليف المتغيرة بالنسبة للمشتريات).

- تسدد التكاليف الأخرى المتغيرة مع المواد الأولية نقدا.

المطلوب: تحديد رأس المال العامل المعياري بعدد الأيام من رقم الأعمال بطريقة الخبراء

المحاسبين وبطريقة التمييز بين الجزء الثابت والمتغير.

المحاضرة رقم 7: مدخل لسياسة الاستثمار في المؤسسة

أولاً: مفهوم الاستثمار

يعرف الاستثمار بأنه "تضحية بقيم حالية مؤكدة للحصول على قيم أكبر غير أكيدة في المستقبل". ويمثل الاستثمار حجماً كبيراً من الأموال على المؤسسة الالتزام به وأخذ القرارات الصائبة بشأنه. وتحتاج المؤسسة إلى إجراءات معينة من أجل تحليل واختيار استثماراتها طويلة الأجل. ويجب أن تكون للمؤسسة القدرة على قياس التدفقات النقدية وأخذ القرارات الصحيحة لتطبيق الأساليب المناسبة لذلك لتحقيق هدف المؤسسة والمتمثل في تعظيم ثروة المساهمين. وتقوم المؤسسات بتنوع استثماراتها، لكن أكثر الاستثمارات شيوعاً للمؤسسات الإنتاجية هو الاستثمار في أصولها الثابتة.

وتمثل الموجودات الثابتة الاستثمارات الرأسمالية في المؤسسات مثل المباني والمعدات وغيرها، وبسبب طبيعة الاستثمارات، ولخصوصيتها ولطول الفترة الزمنية التي تغطيها وأثرها المباشر على مستوى ربحية المؤسسة ومستقبل نموها، فإن إدارة هذه الموجودات والقرارات المرتبطة بها تعتبر من أخطر وأهم ما تضطلع به الإدارة المالية في المؤسسات.

ومنه، تعرف الاستثمارات بصفة عامة على أنها التوظيف أو الاستخدام المنتج لرأس المال، أو الاستخدامات المنتجة التي من المتوقع أن تنتج عائداً. ويعني الاستثمار من وجهة نظر المستثمر التخلي عن أموال يمتلكها المستثمر في لحظة زمنية معينة ولفترة زمنية معينة بقصد الحصول على تدفقات نقدية في المستقبل تعوضه عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وعن درجة المخاطرة المصاحبة للعوائد المستقبلية.

حيث تضمن إدارة الموجودات الثابتة من قبل الإدارة المالية وظيفتان رئيسيتان هما:

- المساهمة في تحقيق هدف المؤسسة المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم أو تعظيم ثروة الملاك.
- تعديل الاستثمار في الموجودات الثابتة بشكل يتلاءم والتغيرات في المبيعات.

ويعرف كونسو(1974)Conso الاستثمار من الجانب الاقتصادي على أنه تكوين لرأس المال الثابت وإحداث تراكم في المؤسسة وزيادة أصولها، وهو ما يؤدي إلى زيادة إنتاجها على مدى فترات مختلفة. أما من الجانب المالي، فالاستثمار هو توظيف فوري لمبالغ مالية قصد إحداث أو اكتساب أصول ثابتة على أمل الحصول على أرباح في فترات زمنية لاحقة.

وتتمثل التدفقات النقدية لأي مشروع في مقدار التدفق النقدي الإضافي الذي ينتج عن تنفيذ المشروع، فالهدف من كل مشروع هو الحصول على إيرادات عبر فترات زمنية مختلفة بعد حدوث تدفقات متمثلة في التكاليف، كما تعتبر أساس قياس ربحية المشروع الاستثماري، وتمثل حركة النقود من وإلى المشروع.

في إطار سعي الإدارة لتعظيم قيمة المؤسسة، فإنه لا بد من أخذ توقيت حدوث التدفق النقدي بعين الاعتبار، على أساس أن المردود المتوقع من ملكية المشاريع الاستثمارية هو مردود مستقبلي، والدينار الممتلك حالياً هو أعلى قيمة من الدينار المتوقع الحصول عليه في المستقبل.

والاستثمار من المنظور المالي يمثل تحويل الأموال إلى نشاط فعلي متبوع بتدفق أموال، أي من موارد إلى إنتاج إلى مبيعات إلى تحصيلات صافية. أما من الجانب المحاسبي، يمثل الاستثمار توظيفاً دائماً للأموال وإنفاقاً رأسمالي، بمعنى اقتناء أو إنشاء أصول يتحقق منها العائد في الأجل الطويل، ويكون موزعاً على فترات زمنية متعددة.

ويعرف الاستثمار على أنه التضحية بمنفعة حالية يمكن تحقيقها من إشباع استهلاكي حالي من أجل الحصول على منفعة مستقبلية يمكن الحصول عليها من استهلاك مستقبلي أفضل.

ويمكن تعريف الاستثمار بأنه: "توظيف أموال في أصل معين أو عدد من الأصول يحتفظ بها شخص (مستثمر) فرداً كان أم مؤسسة لفترة زمنية قادمة بهدف الحصول على تدفقات مستقبلية، يحقق له مردود معين، يتمثل بالعائد المطلوب من قبل ذلك المستثمر وذلك من أجل تعويضه عن:

- الوقت الذي تم فيه توظيف الأموال.

- معدل التضخم المتوقع.

- عدم التأكد من عدم تحقق ذلك العائد."

وتتمثل الأصول المنتجة في إنشاء مشروع جديد أو استكمال مشروع بدأ في تنفيذه، أو التوسع في مشروع قائم، أو القيام بعمليات المقارنة بين شراء أو تأجير آلات أو تصنيع قطع غيار أو إنتاج منتج جديد، أو إنتاج خط إنتاج جديد...الخ.

فالاستثمار هو التخلي عن أموال يمتلكها المستثمر في الوقت الحاضر مقابل الانتظار لفترة زمنية مقبلة بهدف الحصول على تدفقات مالية لاحقة تعوض عن القيمة الحالية لهذه الأموال، وكذلك عن النقص المتوقع في قيمتها الشرائية بفعل عامل التضخم مع توفير عائد مجزي مقابل تحمل المخاطر الناجمة عن تغير الظروف واحتمال عدم الحصول على التدفقات المتوقعة الحصول عليها مستقبلا.

من خلال ما سبق، يعبر الاستثمار من الناحية المالية على التخلي عن إيرادات مالية سائلة مقابل توقع الحصول على مكاسب مالية بديلة في فترات زمنية لاحقة. ويعرف على أنه مقدار التضحية التي يتحملها المستثمر بمنفعة حالية يمكن تأجيل تحقيقها إلى المستقبل بقصد الحصول على منفعة مستقبلية أكبر من تلك التي يمكن إشباعها الآن.

ثانيا: خصائص الاستثمارات وأهميتها

تأتي أهمية الاستثمارات للخصائص التي تتصف بها وهي كما يلي:

- يترتب على اتخاذ القرارات الاستثمارية أعباء مالية كبيرة ولفترة زمنية طويلة، بالإضافة إلى التكلفة الأولية التي ستدفع من قبل المستثمر سواء نفذ المشروع أم لم ينفذ كنفقات دراسة الجدوى الاقتصادية والفنية والبحث.

- تتعرض نفقات الاستثمار لدرجة خطر كبيرة جدا، كونها لا تعطي عائد أو ربح سريع في الفترة قصيرة الأجل، وأن أي خطأ في تقدير مدى نجاح هذا الإنفاق في توليد التدفقات النقدية يؤدي إلى نتائج تؤثر على قيمة المؤسسة.

- تتطلب الاستثمارات إعداد دراسات مقارنة ومفاضلة دقيقة لغرض مقارنتها مع الاستثمارات البديلة، وهذا يقع ضمن مفهوم التخلي عن عوائد الفرص البديلة عند اختيار الاستثمار.

- صعوبة الرجوع عن الاستثمار أو تبديله بعد التنفيذ بسبب ضخامة الأموال وطبيعة استغلالها مما يؤدي إلى تحقق خسائر كبيرة في حالة عدم نجاح الاستثمار وتحقيق الأهداف المطلوبة.

وللاستثمار أهمية بالغة تتمثل في:

- زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني، وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه، وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين.

- توفير الخدمات للمواطنين وللمستثمرين.

- توفير فرص عمل وتقليل نسبة البطالة.

- زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة.

- توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمال الماهرة.

- إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للخارج.

ويعتبر تحقيق العوائد المالية من أهم أهداف المستثمر التقليدية إلا أنها في الواقع تتعدى ذلك إلى

تحقيق أهداف أخرى تتمثل فيما يلي:

- تأمين المستقبل: حيث أن ميل الأشخاص لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من

أموال في الأوراق المالية وغيرها من الأصول المنتجة ذات العائد الدوري المضمون مع درجة

ضعيفة من المخاطرة.

- تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول.
- تحقيق أكبر دخل جاري.
- حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم.
- تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة.
- حماية المداخيل من الضرائب.

وتهدف المؤسسات من خلال الاستثمار تحقيق نمو حقيقي في الإنتاج، يؤدي إلى خلق فرص عمل جديدة وزيادة الإنتاج والدخل الوطني ورفع مستوى المعيشة وتحقيق النمو في هيكل الإنتاج والعمل على تدريب وتطوير العاملين إضافة إلى زيادة الأرباح والعائد على الاستثمار ورفع قيمة المؤسسة.

ثالثاً: تصنيفات الاستثمار

تصنف الاستثمارات حسب عدة معايير، فهي تختلف حسب الموقع الجغرافي وحسب المدة وحسب المجال المراد الاستثمار فيه وتصنف أيضاً حسب الغاية من الاستثمار. ويمكن تقسيم التصنيفات إلى:

1- التصنيف حسب مدة الاستثمار

تنقسم الاستثمارات حسب مدة الاستثمار إلى استثمارات قصيرة الأجل واستثمارات طويلة الأجل، ويمكن الاختلاف في كون:

1-1 استثمارات قصيرة الأجل: والتي تشمل كلا من الودائع الزمنية والأوراق المالية، والتسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل التي تتمثل في تمويل رأس المال العامل وتمويل التجارة الداخلية والخارجية، وتختلف منهجية تقييم وتحليل هذه الاستثمارات عن الاستثمارات طويل الأجل لعدة أسباب، أهمها أن الاستثمارات قصيرة الأجل أقل خطورة من الاستثمارات طويلة الأجل من خلال عامل الزمن الذي يكون محفوظاً بمخاطر عدم التأكد، كما يتمتع هذا النوع من الاستثمارات بعامل السيولة وقابلية تحويلها إلى نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات طويلة الأجل، إضافة إلى تمتعها بضمانات ذاتية.

2-1 الاستثمارات طويلة الأجل: والتي تشمل الأصول والمشاريع الاقتصادية التي تؤسس أو تقتنى بقصد الاحتفاظ بها وتشغيلها لمدة طويلة، ويكون من الصعوبة أحيانا تحويلها إلى نقدية ولو عن طريق البيع، ويكون هدف المستثمر منذ اختيارها كمشروع استثماري هو الحصول على التدفقات النقدية التي يضمن من خلالها استرداد رأس المال المستثمر في زمن معين مع ضمان معدل من الدخل يتناسب ومخاطر الصناعة التي ينتمي إليها المشروع.

2- التصنيف النوعي لمجالات الاستثمار

تصنف مجالات الاستثمار من زاوية نوع الأصل محل الاستثمار إلى استثمارات حقيقية واستثمارات مالية.

1-2 الاستثمارات الحقيقية

يعتبر الاستثمار حقيقيا أو اقتصاديا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار والسلع والذهب وغيرها. ويقصد بالأصل الحقيقي كل أصل له قيمة اقتصادية في حد ذاته، ويترتب على استخدامه منفعة اقتصادية إضافية تظهر إما في شكل سلعة أو في شكل خدمة. ويقوم مفهوم الاستثمار الحقيقي أو الاقتصادي على افتراض أن الاستثمار في الأصول الحقيقية هو فقط ما يترتب عليه إحداث منافع اقتصادية إضافية تزيد من ثروة المستثمر، ومن ثم ثروة المجتمع، وذلك بما تحدثه من قيمة مضافة. يواجه المستثمر في الأصول الحقيقية عدة مشاكل، أهمها اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة للاستثمار بين أصل وآخر، لأن هذه الأصول تكون في الغالب غير متجانسة مما يزيد من صعوبة عملية تقييمها، وكذا عدم توفر سوق ثانوي فعال لتداول هذه الاستثمارات، ويكون الاستثمار فيها في معظم الأحيان منخفض السيولة. كما يترتب على المستثمر في الأصول الحقيقية نفقات غير مباشرة مرتفعة نسبيا، فبالإضافة إلى تكاليف الصفقات المالية توجد نفقات النقل والتخزين والصيانة وغيرها.

3-2 الاستثمارات المالية

أما الاستثمارات المالية فهي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية حيث يترتب على عملية الاستثمار فيها حيازة المستثمر لأصل مالي غير حقيقي يتخذ شكل سهم أو سند أو شهادة إيداع وغيرها، والأصل المالي يمثل حقا ماليا يخول لحامله المطالبة بأصل حقيقي ويكون عادة مرفقا بمستند قانوني، كما يترتب لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للمؤسسة المصدرة للورقة المالية. أما ما يحدث في السوق الثانوي للأوراق المالية فهو لا يعدو كونه عملية تحويل ملكية يتخلى بموجبها البائع عن ملكية أصل الورقة المالية، كما أن مجرد عملية تداول الورقة لا تنشأ أية منفعة اقتصادية إضافية أو قيمة اقتصادية مضافة للنتائج القومي، وذلك رغما عن الارتفاع الذي قد يتحقق في سعر الورقة المالية.

3- التصنيف حسب الموقع الجغرافي للاستثمار

يمكن أن تصنف أنواع الاستثمارات حسب موقعها الجغرافي إلى نوعين من الاستثمارات، وهي الاستثمارات المحلية والاستثمارات الأجنبية أو الخارجية.

3-1 الاستثمارات المحلية: وهي تلك الأصول والاستثمارات التي ينشئها أو يتولاها المستثمرون سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو معنويين، أو تلك التي تقوم بها الدولة في بلد المستثمر، دون النظر إلى مصدر تمويل تلك الاستثمارات سواء كانت محلية أو خارجية، ويمكن أن تكون هذه الاستثمارات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، كما تشمل شتى المجالات الاستثمارية.

3-2 الاستثمارات الخارجية أو الأجنبية: والتي تشمل جميع الفرص المتاحة للاستثمار في الأسواق الأجنبية ومهما كانت أدوات الاستثمار المستخدمة، وتتم الاستثمارات الخارجية من قبل الأفراد والمؤسسات المالية إما بشكل مباشر أو غير مباشر، فالاستثمارات الخارجية المباشرة هي التي تتم في شكل مشاريع أو مؤسسات تؤسس في البلدان المضيفة للاستثمارات بناء على اتفاقيات ثنائية أو متعدد الأطراف، أو بموجب القوانين المحلية للبلد المضيف للاستثمارات الخارجية، أما الاستثمارات غير المباشرة فهي التي تتم عن طريق المؤسسات المالية الإقليمية والدولية وغيرها.

4- التصنيف حسب الغاية من الاستثمار

يصنف الاستثمار حسب الغاية منه أو الهدف من إنشائه إلى استثمار تطوير واستثمار حماية، فالغاية من استثمار التطوير هو تطوير المؤسسة وذلك بالرفع من طاقتها الإنتاجية عن طريق استخدام وسائل إنتاج حديثة، والذي ينقسم إلى نوعين، استثمار الطاقة وذلك بالزيادة في الطاقة الإنتاجية للمؤسسة بهدف تنوع تشكيلة المنتجات والزيادة في حجمها، واستثمار استراتيجي ويهتم بتحضير ووضع خطط مستقبلية للمؤسسة لتخفيض التكاليف وتوسيع حصة المؤسسة في السوق والتقليص من مخاطر تحقيق خسائر ناتجة عن انحرافات قد تحدث أثناء تنفيذ الخطط.

أما استثمار الحماية، فالغرض منه هو حماية نشاطات المؤسسة وخاصة الرئيسية منها من خطر التوقف، كأن تستثمر مؤسسة تعمل في مجال النسيج في زراعة القطن باعتباره مادة أولية أساسية للعملية الإنتاجية وذلك لتفادي الانقطاع في التموين من هذه المادة الأساسية.

المحاضرة رقم 8: محددات سياسة الاستثمار ومعايير المفاضلة بين المشاريع

تهتم سياسة الاستثمار في المؤسسة بحجم ومدة الأموال المستثمرة وبعوائدها، وتتحدد قيمة الاستثمار من خلال بعض المتغيرات بالإضافة إلى تلك الدراسات التي تقوم بها المؤسسة، ومن خلال هذه المحاضرة سيتم عرض المحددات الأساسية للاستثمار بالإضافة إلى معايير المفاضلة بين المشاريع.

أولاً: أهم محددات سياسة الاستثمار

تؤثر مجموعة من العوامل على قرار الإدارة المالية في تحديد حجم الأموال اللازم استثمارها في

الموجودات الثابتة أهمها:

- نوع النشاط التشغيلي.
- كمية المبيعات.
- الطاقة الإنتاجية للمؤسسة عند الإنشاء.
- التغيرات في الأسعار.
- مقدار الأموال التي يمكن الحصول عليها.
- التكامل الرأسي.
- إمكانية استئجار الموجودات الثابتة.
- استغلال الطاقة الإنتاجية للموجودات الحالية.

ويتحدد مستوى الاستثمار، من خلال الدراسات الميدانية، بعدة عوامل داخلية في المؤسسة كرقم

الأعمال والتدفقات النقدية والنمو وحجم الاستدانة الكلية، وعوامل خارجية مثل الدخل الوطني. وقد

أثبتت العديد من الدراسات العلاقة بين تلك المتغيرات وسياسة الاستثمار في المؤسسة، وتتلخص أهم

محددات قرار الاستثمار لدى المؤسسات في دراسات نظرية وتجريبية في الترتيب الآتي:

أهم محددات سياسة الاستثمار في المؤسسة

النتائج	الدراسات	المحددات	الترتيب
علاقة إيجابية، حيث أن رقم الأعمال هو المتغير المفسر الأكثر قوة إحصائياً من أي متغير آخر لتفسير مستوى الاستثمارات في المؤسسات.	Hall&Jorgenson (1967) Jorgenson (1971) Chirinko (1993), Eisner (1963)	رقم الأعمال	1
العلاقة الطردية بين التدفقات النقدية ومستوى استثمار المؤسسات، التدفق النقدي له دور كبير في تفسير حجم الاستثمار في المؤسسات.	Fazzari&al (1988),Hoshi&al (1991) Fazzari&Peterson (1993) Kaplan&Zingales (1997) Cleary (1999), Vermeulen (2002) Junlu&al (2009),Sun&Nobuyoshi (2009)	التدفقات النقدية	2
العلاقة العكسية بين مستوى الاستدانة في المؤسسة وحجم الاستثمار، الدائنين يقيدون مستوى القروض الممنوحة للمؤسسات خاصة الصغيرة والمتوسطة أو زيادة تكلفة التمويل بالافتراض.	Jensen&Meckling (1976) Jensen&Weiss (1981), Myers (1977) Jensen (1986), Stulz (1990) McConnell&Servaes(1995) Lang et al (1996), Aivazian et al(2005), Ahn et al(2005), Firth et al (2008) Lee&Ratti (2008)	الديون	3
وجود علاقة طردية بين الاستثمار وفرص النمو.	Fazzari et al (1988), Ascioğlu et al (2008) Carpenter&Guariglia(2008) Junlu et al (2009) Sun&Nobuyoshi (2009)	فرص النمو	4
هناك علاقة بين السياسة النقدية والاستثمار، فالسياسة النقدية تؤثر على تكلفة رأس المال والذي بدوره يؤثر على حجم الاستثمار في المؤسسة. وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والاستثمار.	Bernanke&Getler(1995) Gilchrist et al (2005) Mills et al (1994) Ghosh&Ghosh (2006)	معدل تكلفة رأس المال	5

في فترات الركود الاقتصادي، تكون أسواق الائتمان	Bernanke&Gertler (1989)	النتاج	6
أكثر تقييدا، وهو ما يؤثر سلبا على استثمارات	Bernanke&Gertler (1996)	الوطني	
المؤسسة.	Vermeulen (2002)	الإجمالي	
	Kunc&Bandahari (2011)		

يتضح أن للاستثمار عدة محددات على المستوى الكلي تتحكم به وتؤثر عليه، من بينها سعر الفائدة، التغيرات في الدخل الوطني، الضرائب، تراكم رأس المال وغيرها. وتظهر هذه التأثيرات كالآتي:

1- سعر الفائدة

تجد غالبية المؤسسات الإنتاجية ضرورة للاقتراض من أجل الحصول على احتياجاتها من المشتريات الرأسمالية المختلفة، سواء بهدف الإحلال أو التوسع، أو التطوير عن طريق شراء أحدث ما وصلت إليه التكنولوجيا الحديثة بالنسبة للمعدات والآلات الرأسمالية. لكن كلما ارتفعت تكلفة الفائدة التي يجب أن تدفع للحصول على هذه الأموال بهدف الاستثمار، كلما زاد عدم إقبال رجال الأعمال على الاقتراض المالي. وبالتالي، فإنه توجد علاقة عكسية بين معدل الفائدة وحجم الاقتراض، ومنه الاستثمار.

2- التغيرات في الدخل الوطني

عندما تحدث زيادة إيجابية في الدخل الوطني، يتوقع رجال الأعمال حدوث زيادة في المبيعات في المستقبل، ويشعر رجال الأعمال بالتفاؤل، مما يدفعهم إلى زيادة مستوى المخزون من السلع والخدمات الذي يعتبر جزء من الاستثمار، ويتم التخطيط من أجل مواجهة الإنفاق الجديد على المعدات الرأسمالية. كما يعتبر مستوى الدخل الوطني من المؤثرات الاستراتيجية في تحديد مستوى طلب المستهلكين على منتجات المشاريع المختلفة. فزيادة الدخل الوطني تؤدي إلى زيادة طلب المستهلكين، مما يدفع المؤسسات الإنتاجية إلى زيادة إنفاقها الاستثماري من أجل التوسع لتلبية احتياجات الطلب الاستهلاكي المتوقع، نظرا لتوقعها الحصول على عائدات كبيرة من استثماراتها.

3- الكفاية الحدية لرأس المال

يقصد بالكفاية الحديدية لرأس المال هو الإنتاجية الحديدية لرأس المال، أو العائد المتوقع من استثمار حجم معين من الأموال. فالعلاقة الإنتاجية لرأس المال والأموال المستثمرة هي علاقة طردية، لأنه عند ارتفاع الإنتاجية الحديدية يعني ارتفاع المداخيل، وبالتالي، التشجيع على الاستثمار ومنه زيادة الأموال المستثمرة، أما عند انخفاض الإنتاجية الحديدية، فذلك يعني انخفاض المداخيل المتوقعة من ذلك الاستثمار، ومن انخفاض الأموال المستثمرة.

4- التقدم العلمي والتكنولوجي

يؤدي التقدم التكنولوجي إلى ظهور نوع جديد من الآلات المتطورة ذات الطاقات الإنتاجية العالية، وهو ما يدفع بالمنتج أو المستثمر إلى العمل على إحلال الآلات القديمة بالجديدة، وذلك في ظل المنافسة السائدة في السوق.

5- الضرائب

لهيكل الضرائب التي تفرض على دخل قطاع الأعمال تأثير مباشر وغير مباشر على الاستثمار، إذ أن الضرائب التي تفرض على الأرباح تؤدي إلى تخفيض الأرباح، ويؤدي توقع المستثمرون زيادة الضرائب في المستقبل إلى تقليل الإنفاق الاستثماري، بينما يؤدي التوقع بتخفيض الضرائب إلى زيادة الإنفاق الاستثماري في المستقبل. كما أن الضرائب التي تفرض على دخول الأفراد تؤدي إلى تقليل الطلب الاستهلاكي، وبالتالي يؤثر ذلك على الإيرادات السنوية للمؤسسات، فإذا توقعت المؤسسة زيادة الضرائب على دخل الأفراد، فإنها تقلل من الاستثمار، ويحدث العكس إذا توقعت انخفاضاً في الضرائب في المستقبل على دخل الأفراد، فإنها تتوسع في إنفاقها الاستثماري.

6- درجة المخاطرة

تعتبر العلاقة بين درجة المخاطرة والاستثمار علاقة عكسية، بحيث كلما زادت درجة المخاطرة انخفضت كمية الاستثمار، أما عندما يكون هناك العكس، يزيد حجم الاستثمار. كما قد تكون علاقة

طردية من جهة أخرى، وعليه، لابد من توفير الحد الأدنى من الضمانات في إطار القوانين المشجعة للاستثمار، خاصة في الدول النامية، وهذه المخاطر قد ترتبط بمدى توفر الاستقرار السياسي والاقتصادي في الدولة، لأن ذلك يؤدي إلى انخفاض درجة المخاطرة، وبالتالي التشجيع على الاستثمار.

7- الزيادة السكانية

تؤثر الزيادة السكانية على توقعات المؤسسات بالنسبة للاستثمار، إذ أنه مع زيادة السكان وتحقيق التنمية الاقتصادية، يشجع على زيادة الإنفاق الاستثماري نظراً لتوقع زيادة في الطلب الاستهلاكي، ومن ثم زيادة في الأرباح، إذ إنه في حالة زيادة السكان، يتم التوسع في المدن الجديدة التي تحتاج إلى كثير من السلع الاستثمارية والسلع الاستهلاكية، كما يتم التوسع في الطرق ووسائل المواصلات وبناء المساكن والمصانع وتوفير السلع اللازمة. وهذا ما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري.

ثانياً: معايير التقييم والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية

سيتم عرض معايير المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية في حالتها التأكيد وعدم التأكيد.

أ- معايير التقييم والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية في حالة التأكيد

يقصد بالتأكد تلك الظروف التي يمكن من خلالها إعداد التنبؤات المستقبلية بدقة، أي أن متخذ القرار يكون على دراية كاملة بنتائج كل قرار سيتخذه، وان كان هذا الافتراض نظري فهو لأجل تبسيط دراسة وتحليل الأساليب المختلفة التي تستخدم في تقييم البدائل والمفاضلة بينها. ومن بين المعايير المستخدمة في حالة التأكيد معيار فترة الاسترداد ومعيار القيمة الحالية الصافية ومؤشر الربحية ومعيار العائد الداخلي.

1- معيار فترة الاسترداد

تعتمد هذه الطريقة على الفترة اللازمة لاسترداد الأموال التي أنفقتها المشروع الاستثماري كأساس عند قبول الاستثمار واتخاذ القرار على أساس ذلك.

يمكن حساب فترة الاسترداد بقسمة قيمة الاستثمار على التدفقات النقدية السنوية وذلك كما يلي:

$$DR = \frac{Inv_0}{RN}$$

حيث تمثل DR فترة الاسترداد، وتمثل Inv_0 تكلفة الاستثمار أو الاستثمار الأولي، أما RN فهي تمثل العوائد الصافية السنوية للمشروع.

ومن الواضح أن المعادلة السابقة يمكن استخدامها فقط في حالة كون التدفقات النقدية متساوية، ولكن من الصعب تطبيقه في حالة اختلاف التدفقات النقدية وتفاوتها من سنة إلى أخرى.

من إيجابيات طريقة فترة الاسترداد أنها تعطي أهمية ضمنية للوقت، وأنها تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية وليس الربح المحاسبي. ومن سلبيات الطريقة عدم أخذ مفهوم القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار، وعم الاهتمام بالتدفقات النقدية الداخلة التي تتم بعد أن يسترد المشروع كامل تكاليفه.

2- معيار القيمة الحالية الصافية

تهتم هذه الطريقة بالقيمة الزمنية للنقود وتدخّل في حساباتها جميع التدفقات النقدية المتحققة للمشروع محينة (مخصومة بمعدل خصم يحدد القيمة الحالية للنقود).

تتمثل مراحل حساب القيمة الحالية الصافية فيما يلي:

- تحديد كل التدفقات النقدية المرتبطة بالمشروع الاستثماري، سواء التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة.
- تحديد بدقة معدل الاستحداث للمشروع الاستثماري، والذي يعبر أيضا عن تكلفة رأس المال للمشروع الاستثماري.
- حساب التدفقات النقدية الداخلة والخارجة باستعمال معدل الاستحداث.
- جمع كل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المستحدثة، حيث يسمى المجموع بالقيمة الحالية.

- حساب القيمة الصافية الحالية.

تعطى الصيغة الرياضية للقيمة الصافية الحالية كما يلي:

$$VAN = \sum_{t=1}^N cf_t(1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t(1+k)^{-t}$$

حيث تمثل k معدل الاستحداث، أما cf_t فهي التدفقات النقدية الصافية في الزمن t ، باعتبار أن مدة حياة المشروع هي n ، وبحسب التدفق النقدي الصافي cf_t بطرح تكاليف التشغيل D_t للسنة t من الإيرادات R_t للسنة t وتصبح $cf_t = R_t - C_t$ ، ويمثل $\sum_{t=1}^N cf_t(1+k)^{-t}$ القيمة الحالية، أما VF فهي القيمة المتبقية للمشروع في نهاية مدة حياته، وتمثل I_t تكلفة المشروع في الزمن t بافتراض أن تكلفة المشروع موزعة حسب السنوات.

يختلف معدل الاستحداث من مؤسسة إلى أخرى، حسب الهيكلة المالية للمشروع وتكلفة كل مصدر من مصادر التمويل. وبالتالي، فإنه لا يجب أن يكون المشروع مقبولاً لجميع المؤسسات أو العكس، قد يوجد مشروع مرفوض في مؤسسة ما لكنه مقبول في مؤسسة أخرى.

حسب القيمة الصافية الحالية، فإن المشروع يقبل إذا فقط إذا كانت هذه القيمة أكبر تماماً من الصفر، وهذا يعني أن التدفقات النقدية الصافية المستحقة قد غطت تكاليف المشروع تماماً وأعطت فائضاً مالياً يتمثل في ربح أو فائض خزينة قدره القيمة الصافية الحالية.

من مزايا معيار القيمة الصافية الحالية الاعتراف بالقيمة الزمنية للنقود، والأخذ بعين الاعتبار كل التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع، واستخدام معدل العائد المطلوب في حساب القيمة الصافية الحالية، ويعتبر المعيار أكثر ملائمة لهدف تعظيم ثروة المساهمين. ومن سلبيات المعيار أنه يعطي نتائج كأرقام مطلقة وليس كربحية بالنسب، مما يؤدي إلى نتائج مضللة عند مقارنة بين مشروعات استثمارية تتطلب استثمارات مختلفة.

3- مؤشر الربحية

يعتبر مؤشر الربحية أسلوب آخر من الأساليب التي تعتمد على خصم التدفقات النقدية، حيث يتم استخدامه غالباً عندما تكون تكلفة الاستثمار الرأسمالي مختلفة بين المشاريع الاستثمارية قيد الدراسة. ويتم استخراج مؤشر الربحية IP عن طريق المعادلة التالية:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^N cf_t (1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N}}{\sum_{t=0}^N I_t (1+k)^t}$$

$$IP = \frac{VAN}{\sum_{t=0}^N I_t (1+k)^t} + 1$$

حيث تمثل N مدة حياة المشروع، أما cf_t فهي التدفقات النقدية في الفترة t حيث $t \in [1, N]$ ، وتمثل k معدل الاستحداث، أما I_t فهي تكلفة المشروع في الفترة t حيث $t \in [0, N]$ ، و VF هي القيمة المتبقية للمشروع في نهاية مدة حياته.

وقاعدة القرار بموجب هذا الأسلوب هي رفض المشروع الذي يحقق مؤشر ربحية أقل من واحد صحيح.

4- معدل العائد الداخلي

معدل العائد الداخلي هو معدل الاستحداث الذي يساوي بين التدفقات النقدية المستحدثة مع التكلفة الأولية للمشروع. يعني معدل العائد الداخلي ذلك المعدل الذي إذا ما تم استخدامه كمعدل الاستحداث في صيغة القيمة الحالية الصافية فإن هذه القيمة تساوي الصفر، ويحسب المعيار كما يلي:

إذا كان هناك مشروع ما، مدة حياته N ، وتكلفته I_t ، يعطي المشروع تدفقات نقدية صافية سنوية CF_t حيث $t \in \{1, N\}$ كما يعطي قيمة متبقية في نهاية عمر المشروع VF . حسب التعريف السابق، فإن

معدل العائد الداخلي TRI لهذا المشروع يحسب كما يلي:

$$VAN = 0 \Leftrightarrow \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+TRI)^t} + \frac{VF}{(1+TRI)^N} - \sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+TRI)^t} = 0$$

$$\Leftrightarrow \sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+TRI)^t} + \frac{VF}{(1+TRI)^N} = \sum_{t=0}^N \frac{I_t}{(1+TRI)^t}$$

يمكن استنتاج ما يلي:

- إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من معدل الاستحداث والذي هو معدل تكلفة رأس المال فإن المشروع مقبول بالنسبة للمؤسسة.
- يتم رفض المشروع إذا كان معدل العائد الداخلي أقل من معدل الاستحداث.
- إذا كان الأمر يتعلق بالمفاضلة بين المشاريع، فإن المشروع الذي له أكبر معدل عائد داخلي هو المشروع المفضل بالنسبة للمؤسسة.

ب- معايير التقييم والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية في حالة عدم التأكد والمخاطرة

تم عرض سابقا معايير التقييم والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية المتاحة تحت فرضية أن الإدارة المالية متأكدة تماما من حصول متغيرات المشاريع الاستثمارية بشأن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وتواريخ تحققها أو وقت صرفها، حيث أن هذا الافتراض يشوبه الكثير من النقص وعدم الواقعية.

ويكمن الفرق بين حالة المخاطرة وحالة عدم التأكد في أن الخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي للمشروع، في حين أن عدم التأكد يرتبط بتلك المواقف التي لا يتوفر فيها المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير توزيع الاحتمالات. وتوجد عدة معايير لاختيار الاستثمارات في حالة المخاطرة أهمها:

1 التوقع الرياضي

يقصد بالتوقع الرياضي في مجال تقييم واختيار الاستثمارات بالقيمة المتوقعة للقيمة الاقتصادية للمشروع المراد دراسته، وهذا على أساس أخذ الظروف متوقعة الحدوث مستقبلا مرجحة بالاحتمالات

الموافقة لكل طرف، ويعرف المستقبل الاحتمالي في هذا المجال 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 معروف بقانون الاحتمال.

ولحساب التوقع الرياضي، يجب حساب قيمة المشروع في ظل الظروف المتوقعة، مع تحديد الاحتمالات بصورة موضوعية قائمة على تجارب ماضية، ثم تحديد القيمة الصافية الحالية لكل احتمال. وبالتالي، يكون متخذ القرار أمام شجرة القرارات، فإذا كان هناك n حالة، يقابل كل حالة i احتمال p_i حيث $i = [1, \dots, n]$ ويقابل كل احتمال قيمة حالية صافية VAN_i . بعد ذلك، يتم حساب التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية $E(VAN)$ بالصيغ الرياضية الموالية:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^n p_i VAN_i$$

كما يمكن حساب التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية انطلاقاً من الصيغة الرياضية للقيمة

الحالية الصافية، مما سبق فإن:

$$\begin{aligned} VAN &= \sum_{t=1}^N cf_t(1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t(1+k)^{-t} \\ &= [cf_1(1+k)^{-1} + cf_2(1+k)^{-2} + \dots + cf_N(1+k)^{-N} + VF_N(1+k)^{-N}] \\ &\quad - [I_0 + I_1(1+k)^{-1} + \dots + I_N(1+k)^{-N}] \end{aligned}$$

ومنه فإن التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية هي:

$$\begin{aligned} E(VAN) &= E \left[\sum_{t=1}^N cf_t(1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t(1+k)^{-t} \right] \\ &= E[cf_1(1+k)^{-1} + cf_2(1+k)^{-2} + \dots + cf_N(1+k)^{-N} + VF(1+k)^{-N}] \\ &\quad - E[I_0 + I_1(1+k)^{-1} + \dots + I_N(1+k)^{-N}] \\ &= E[cf_1(1+k)^{-1}] + E[cf_2(1+k)^{-2}] + \dots + E[cf_N(1+k)^{-N}] + E[VF(1+k)^{-N}] \\ &\quad - [E(I_0) + E(I_1(1+k)^{-1}) + \dots + E(I_N(1+k)^{-N})] \end{aligned}$$

فإذا كانت:

- التدفقات النقدية عبارة عن متغيرات عشوائية مستقلة عن بعضها البعض.
- القيمة المتبقية للمشروع هي أيضا قيمة عشوائية.
- معدل الاستحداث معلوم.
- التكاليف الأولية للمشروع معلومة أيضا.

فإن:

$$E(VAN) = [E(cf_1)(1+k)^{-1} + E(cf_2)(1+k)^{-2} + \dots + E(cf_N)(1+k)^{-N} + E(VF)(1+k)^{-N}] - [I_0 + I_1(1+k)^{-1} + \dots + I_N(1+k)^{-N}]$$

حسب معيار التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية، فإن متخذ القرار يختار المشروع الذي له توقع رياضي أكبر من الصفر، أي $E(VAN) > 0$. أما إذا كانت $E(VAN) < 0$ فإن المشروع مرفوض. أما في حالة المفاضلة بين عدة مشاريع، فإنه يؤخذ بعين الاعتبار المشاريع التي لها توقع رياضي للقيمة الحالية الصافية الموجبة فقط، وإذا تحقق ذلك، فإن المشروع الذي له أكبر توقع رياضي هو المشروع المفضل بالنسبة للمؤسسة.

من مزايا تقييم واختيار المشاريع حسب التوقع الرياضي سهولة الحساب، كما أنها أكثر المعايير استخداما في تقييم المشاريع في حالة المخاطرة، أما من عيوبها فهي إهمال درجة المخاطرة عند التركيز على القيمة الحالية الصافية المتوقعة.

2- التباين

يعتبر التباين أحد مقاييس التشتت الإحصائية التي تستخدم في تقييم مخاطرة المشاريع الاستثمارية في حالة المخاطرة، وهو يستخدم لقياس درجة الاختلاف بين المتغير العشوائي والقيمة المتوقعة وذلك حسب الظروف الاحتمالية.

فإذا قام متخذ القرار بتحديد n حالة، يقابل كل حالة i احتمال p_i حيث $i = [1, \dots, n]$ ويقابل كل

احتمال قيمة حالية صافية VAN_i . وبعد حساب القيمة الحالية الصافية المتوقعة $E(VAN)$ ، فإن تباين

القيمة الحالية الصافية $V(VAN)$ أو δ_{VAN}^2 يعطى رياضيا كما يلي:

$$V(VAN) = \delta_{VAN}^2 = \sum_{i=1}^n [p_i \cdot (VAN_i - E(VAN))^2]$$

كما يمكن حساب تباين القيمة الحالية الصافية $V(VAN)$ كما يلي:

$$V(VAN) = V \left[\sum_{t=1}^N cf_t (1+k)^{-t} + VF (1+k)^{-N} - \sum_{t=0}^N I_t (1+k)^{-t} \right]$$

$$= V [cf_1 (1+k)^{-1} + cf_2 (1+k)^{-2} + \dots + cf_N (1+k)^{-N} + VF (1+k)^{-N}]$$

$$- V [I_0 + I_1 (1+k)^{-1} + \dots + I_N (1+k)^{-N}]$$

$$= V [cf_1 (1+k)^{-1}] + V [cf_2 (1+k)^{-2}] + \dots + V [cf_N (1+k)^{-N}] + V [VF (1+k)^{-N}]$$

$$- [V(I_0) + V(I_1 (1+k)^{-1}) + \dots + V(I_N (1+k)^{-N})]$$

فإذا كان:

- التدفقات النقدية عبارة عن متغيرات عشوائية مستقلة عن بعضها البعض.

- القيمة المتبقية عبارة عن متغير عشوائي أيضا.

- معدل الاستحداث معلوم.

- التكاليف الأولية للاستثمار معلومة أيضا.

فإن:

$$V(VAN) = [V(cf_1)(1+k)^{-2} + E(cf_2)(1+k)^{-4} + \dots + E(cf_N)(1+k)^{-2N} + E(VF)(1+k)^{-2N}]$$

تتم عملية التقييم والمفاضلة بين المشاريع باختيار المشروع الذي لديه أقل قيمة للتباين، وهذا ما

يعني المشروع الذي له أقل تشتت لمختلف القيم الحالية الصافية عن القيمة الحالية الصافية المتوقعة.

من مزايا التقييم واختيار المشاريع حسب التباين أنها تساعد في تحديد التقدير من خلال التدفقات النقدية الصافية وذلك طبقا لدرجة انحرافها وتشتتها عن القيمة المتوقعة، كما يفضل استخدامها نظرا لسهولة حسابها. أما من عيوب هذا المعيار، تتمثل في عدم فعاليته عند اختلاف المشاريع من حيث مدة حياة كل مشروع.

3- معيار التوقع التباين

تتضح العلاقة الرئيسية بين العائد والمخاطرة من خلال رغبة المستثمر فردا كان أم مؤسسة بالحصول على عائد يتناسب مع مستوى المخاطرة الناجمة عن عملية الاستثمار.

يعتبر معيار التوقع/التباين من أهم المعايير المستعملة للمقارنة بين المشاريع في حالة المخاطرة، فإذا كان هناك مشروعين وتم حساب القيمة الحالية الصافية لكل مشروع، وكذلك تباين كل مشروع، فإنه يمكن استعمال معيار التوقع/التباين في الحالتين الموائيتين:

- القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول أعلى من القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني، أما تباين القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول أقل أو تساوي تباين القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني.
- القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول أعلى أو تساوي من القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني، أما تباين القيمة الحالية الصافية للمشروع الأول أقل من تباين القيمة الحالية الصافية للمشروع الثاني.

المحاضرة رقم 9: سياسة التمويل واختيار الهيكل المالي

يعتبر اتخاذ القرار بشأن اعتماد سياسات التمويل الملائمة للمؤسسة من أهم وظائف الإدارة المالية للمؤسسات، وينبغي للمدير المالي أن يتخذ القرارات بشأن اعتماد السياسات المناسبة لهيكل التمويل الذي يتعلق بتمويل إجمالي الأصول أو الاستثمارات.

وقد أدى انفصال الملكية عن الإدارة وتفويض الملاك حق إدارة الشركة إلى مجموعة متخصصة من المديرين إلى وجود اختلاف جوهري في المعلومات بين الملاك والمديرين، وهو ما نتج عنه مشكلة عدم تماثل المعلومات، مما دفع المالك إلى تحمل تكاليف الوكالة لقيامه بوضع آليات للرقابة على تصرفات المديرين وتحفيزهم على تحقيق مصالحه، كما دفع إلى اتباع مبدأ التحفظ المحاسبي عند إعداد التقارير المالية لتقليص الفجوة بين المالك والمسير.

أولاً: مفهوم الهيكل المالية للمؤسسات

يعتبر موضوع الهيكل المالية المثلى ومدى ارتباطها وتأثيرها على القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة رأس المال موضوعاً جدلياً ومعقداً لدى المهتمين بالإدارة المالية، فهو محل اختلاف بين المهتمين بالفكر المالي، وهذا ما يترجم بظهور الكثير من النظريات التي حاولت تجسيد العلاقة بين الهيكل المالية للمؤسسة وقيمتها السوقية وكذلك مع تكلفة رأس المال.

الهيكل المالية هي مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهي تتضمن التمويل بالدين والتمويل الممتلك، وهما يشكلان الجانب الأيسر من ميزانية المؤسسة.

وهي عبارة عن نسب خليط التمويل المرغوب والمكون من الديون وحقوق الملكية، والتي يتحقق عندها تعظيم قيمة المؤسسة، وهي تركيبة الديون والأموال الخاصة في جانب الخصوم في ميزانية المؤسسة والذي يتم الاعتماد عليه في تمويل جانب الأصول من تلك الميزانية.

ظهر مفهوم الهيكل المالي نتيجة لتعدد مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات واختلاف طبيعة كل مصدر من حيث الكلفة والمخاطر. وتتجسد الكلفة بالنسبة لمصادر التمويل بالدين بوجود عبئ مالي على المؤسسة ينعكس بصيغة التزامات دورية ونهائية عند الإطفاء، أما كلفة مصادر التمويل بالملكية فيتجسد في تكلفة الفرصة البديلة المرتفعة عادة ولكنها أقل عبئاً على المؤسسة لعدم وجود التزامات ثابتة، أما من حيث المخاطر فبالنسبة لأدوات الدين هي عبارة عن التزامات ثابتة ترتبط بمصدر التمويل إضافة إلى النتائج المترتبة على عدم الوفاء بهذه الالتزامات التي تصل إلى إمكانية إشهار إفلاس المؤسسة.

ويعرف الهيكل المالي الأمثل بأنه ذلك المزيج من التمويل الممتلك والمقترض الذي يجعل المعدل المرجح لكلفة التمويل في أدنى حد ممكن، وإذا ما نجحت المؤسسة من تحقيق ذلك تمكنت من تعظيم ثروة المالكين، ويترتب على تحديد المؤسسة للهيكل المالي الأمثل المزايا الآتية:

- تدنية المعدل المرجح لكلفة التمويل.
- تعظيم العائد على حق الملكية.
- تعظيم ثروة المالكين من خلال زيادة قابلية المؤسسة على إيجاد فرص استثمارية جديدة.
- يحقق منافع من الناحية الاجتماعية حيث ينجم عنه الاستخدام الرشيد لموارد المجتمع وبالتالي زيادة ثروته الكلية من خلال استغلال الفرص الاستثمارية للمؤسسات.

يعتبر اتخاذ القرار بشأن اعتماد سياسات التمويل الملائمة للمؤسسة من أهم وظائف إدارة مالية المؤسسات ويجب على المدير المالي أن يتخذ القرارات بشأن اعتماد السياسات المالية المناسبة لهيكل التمويل الذي يتعلق بتمويل إجمالي الأصول أو الاستثمارات.

ثانيا: تكلفة رأس المال

من بين الموضوعات الأساسية التي تعنى بها الإدارة المالية هي تكلفة التمويل، فهي ترشدها إلى تحديد الهيكل المالي الأمثل وتعظيم العائد وذلك بقبول تلك المشروعات التي تكون عوائدها أكبر من تكلفة تمويلها، لأنها بمثابة الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار.

1-2 مفهوم التكلفة المرجحة لرأس المال

تهدف جميع القرارات المالية في المؤسسات إلى تعظيم قيمة المؤسسة، ويعتبر توفير المصادر المالية للمؤسسة أحد القرارات الجوهرية في الإدارة المالية، ذلك أنها تسعى دائما لتوفير هذه المصادر بأقل التكاليف مما ينعكس إيجابيا على قيمة المؤسسة.

تعتبر تكلفة رأس المال عاملا محوريا في اختيار المشاريع الاستثمارية، وهي أدنى معدل عائد مطلوب على الاستثمار، كما أنها معيار للأداء المالي، أي هي مقياس حسن استخدام الأموال، وتمثل كذلك معدل خصم المشاريع الاستثمارية. كما تتمثل تكلفة رأس المال في نسبة تتجاوز مع التغيرات الحاصلة في كل من العوامل الاقتصادية والعوامل الخاصة بالمؤسسة، أي أن اختلاف تكلفة رأس المال يعود إما لعوامل اقتصادية أو عوامل خاصة بالمؤسسة.

وتعرف تكلفة رأس المال بأنها مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، ويمكن النظر إلى تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة.

يقصد بالتكلفة المرجحة للأموال، التكلفة الكلية لمصادر تمويل المشروع، أي كلفة الأموال المستثمرة في المشروع محسوبة على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر تمويل في هيكل تمويل المؤسسة. وتعرف تكلفة رأس المال نظريا بأنها معدل العائد الأدنى الذي يجب أن يتحقق في مشاريع المؤسسة والعائد الأدنى الذي يطلبه المستثمرون. أما رياضيا، فتكلفة رأس المال تعبر عن المتوسط الحسابي المرجح

للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وبذلك فهي تعبر عن تكلفة مصادر التمويل. وهو المعدل الذي بواسطته يتم حساب صافي القيمة الحالية، وعند استخدام معدل العائد الداخلي، فإنه يتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى يصبح بالإمكان اتخاذ قرار الاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع.

ويمكن تلخيص الخطوات الثلاثة لحساب التكلفة المرجحة للأموال فيما يلي:

- أ- تحديد مصادر الأموال الواجب استخدامها لتحقيق هيكل متوازن لرأس المال، مثلا، هل المصدر سيكون عن طريق بيع الأسهم، أم إصدار السندات أو قروض مباشرة من البنوك والمؤسسات المالية، أم هي خليط من كل أو بعض هذه المصادر.
- ب- تحديد تكلفة كل مصدر، في ضوء حصته في تكوين رأس المال، مع إظهار هذه التكلفة على شكل نسبة إلى جانب المبلغ المطلوب.
- ت- الترجيح بالأوزان لتكلفة كل مصدر من مصادر الأموال المستخدمة، بحيث الحصول على متوسط مجموع الأوزان مرجحة لتكلفة كل المصادر المستخدمة.

2-2 تكلفة مختلف مصادر التمويل

تختلف عوائد قرار الاستثمار نتيجة اختلاف المخاطر وتكاليف التمويل، وبالتالي فإن الإدارة المالية تلجأ لمصادر التمويل الأقل كلفة لرفع من قيمة المؤسسة.

وتأخذ قرارات التمويل في الاعتبار عاملين أساسيين هما التكلفة والمخاطر، فالتمويل الأقل تكلفة وأقل مخاطر هو ما يستخدم أكثر. وتتوقف التكلفة على المزيج الذي يتكون منه هيكل التمويل ونسبة كل عنصر فيه. حيث سيتم اختصار مصادر التمويل في أربعة عناصر، الديون والأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة أما باقي المصادر فتأخذ نفس طريقة حساب إحدى هذه العناصر. وفيما يلي طريقة حساب تكلفة رأس المال لكل مصدر من مصادر التمويل:

1-2-2- تكلفة التمويل بالمدىونية

تتمثل كلفة المدىونية في معدل الفائدة الفعلي ولهذا فهي تعرف بأنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالقروض والذي يحفظ العوائد المتوفرة لحملة الأسهم العاديين بدون تغيير وبهذا المعنى فهي تمثل سعر الفائدة الذي لو استثمرت المؤسسة مبالغه للحصول على عائد -قبل الضرائب- الذي يجب أن يتساوى مع سعر الفائدة الأمر الذي يجعل العوائد لحملة الأسهم العادية بدون تغيير.

يعتبر كل من نوعية الدين ومعدلات فائدة سندات المؤسسة المقررين الرئيسيين لتكلفة الدين، وهما يتأثران بعوامل مختلفة كالحجم، قطاع النشاط، الرافعة المالية، التدفق النقدي، الربحية وعدد من العوامل النوعية الأخرى. تعطي القروض إعفاءات ضريبية، مما يعني أن تكلفة القروض بعد الضريبة أقل من تكلفتها قبلها. حيث تتمثل تكلفة التمويل بالديون في المؤسسة في تكلفة الاقتراض بعد خصم الضرائب. وحيث إن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل، فإن المؤسسة تحقق من ورائها اقتصادا ضريبيا أو وفورات ضريبية تتمثل في مقدار الفائدة مضروبا في معدل الضريبة.

ومنه، يمكن صياغة تكلفة الديون رياضيا كما يلي:

$$k_d = r - (r \times \tau)$$

حيث:

r : معدل الفائدة على الدين.

τ : معدل الضريبة على الأرباح.

$(r \times \tau)$: الاقتصاد الضريبي.

وبتبسيط العلاقة السابقة، فإن تكلفة التمويل بالمدىونية تصبح: $k_d = r(1 - \tau)$

ومن المعادلة أعلاه يمكن القول أن الدولة تتحمل جزء من كلفة الدين، وبالتالي تؤدي إلى تخفيض مقدار الضريبة المدفوعة من قبل المنشأة، أي تخفيف العبء الضريبي.

رغم الأهمية الكبيرة التي تكتسبها القروض بزيادة العائد الذي يتاح لحملة الأسهم العادية، إلا أن الإدارة المالية تتحمل مقابل الاعتماد عليها مخاطر إضافية ممثلة بالمخاطر المالية مما يؤثر على بشكل مباشر على معدل العائد المطلوب من قبل الملاك.

2-2-2- تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة

تمثل الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة لها وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل الطويل الأجل الدائم، وتعتمد شركات المساهمة كثيرا على الأسهم العادية في تمويلها الدائم وخاصة عند النشأة. ويتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك للمؤسسة بمزايا وحقوق متعددة أهمها الحق في الحصول على الأرباح عند توزيعها وحق الأولوية في الاكتتاب والحصول على جزء من قيمة المؤسسة عند تصفيتها.

يعبر عن تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية بالعائد المطلوب من طرف المستثمر في السوق المالي، وهناك نوعين من التمويل بالأسهم العادية، الأول هو التمويل بالأرباح المحتجزة والثاني التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة.

وكلفة التمويل عن طريق الإصدار الجديد للأسهم العادية أعلى من كلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة والسبب في ذلك يعود إلى تكاليف الإصدار أو الاكتتاب بينما لا يتحمل التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة مثل هذه التكاليف لأنه تمويل داخلي. وفيما عدا ذلك فما ينطبق من نماذج لحساب تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية هو نفسه يستخدم لحساب تكلفة التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له، وتمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية رياضيا بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون

لحساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المؤسسة. توجد ثلاث نماذج لحساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية وهي نموذج تقييم أرباح السهم ونموذج العائد الخالي من المخاطرة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

2-2-3- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

تمثل تكلفة الأسهم الممتازة معدل العائد الذي يرغب حاملو هذه الأسهم التي أصدرتها المؤسسة في الحصول عليه. ونظرا لأن الأسهم الممتازة تعتبر من الاستثمارات الأبدية التي ليس لها تاريخ استحقاق، ويحصل حاملها على نسبة ثابتة من الأرباح. كما تمثل تكلفة الأسهم الممتازة نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحاملها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم، ويتم حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالعلاقة الموالية:

$$k_p = \frac{D}{P_0 - C}$$

حيث:

k_p : تكلفة الأسهم الممتازة.

P_0 : القيمة السوقية للأسهم الممتازة.

D : قيمة أرباح السهم الممتاز الثابتة.

C : تكاليف الإصدار.

2-2-4- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة

تتمثل تكلفة الأرباح المحتجزة بمعدل العائد المطلوب من قبل الملاك عندما يرضون ببقاء أرباحهم داخل المؤسسة. وتمثل الأرباح المحتجزة أرباحا قد تحققت، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على المساهمين، وذلك بهدف استخدامها في تمويل الاستثمارات. لذا، فإن المساهمين يعتبرون هذه

الأرباح تكلفة، وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان بإمكانهم الحصول عليه لو أن المؤسسة قامت بتوزيع هذه الأرباح عليهم.

ما يجب أن تدركه الإدارة المالية وهي تبحث عن مصادر التمويل ذات الكلفة الأقل أن تكلفة احتجاز الأرباح أقل بكثير من كلفة إصدار أسهم عادية جديدة، ويرجع سبب ذلك إلى ما يمكن أن يوفره الاحتجاز الأرباح من نفقات الإصدار التي تترافق مع إصدار الأسهم العادية، أضف إلى ذلك ما يمكن أن توفره المساهمون من ضريبة على المداخل في حالة توزيع الأرباح.

وحيث أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك، فالمؤسسة لا ينبغي عليها أن تحتجز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك، ونظراً لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي عليه أي مصاريف، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال هو معدل العائد الواجب تحقيقه من استثمار هذه الأموال والذي يجب أن يتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون.

3-2 حساب الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

بعد حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل، ومن الطبيعي أن أغلب المؤسسات تمتلك هيكله مالية متنوعة أو مزيج تمويلي، الذي يتكون من المديونية والأسهم الممتازة والأسهم العادية واحتجاز الأرباح، ولتعظيم قيمة المؤسسة يتطلب من إدارتها تأسيس هيكل مستهدف (أمثل) لرأس المال.

يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل لحساب تكلفة رأس المال لأي مؤسسة، والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بكلمة المرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر هيكل رأس المال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى. ويمكن صياغة تكلفة رأس المال كما يلي:

$$k = \frac{D}{E+D} k_d (1-\tau) + \frac{E_P}{E+D} k_P + \frac{E_C}{E+D} k_C + \frac{E_R}{E+D} k_R$$

حيث:

k : تمثل تكلفة رأس المال.

E_P : الأسهم الممتازة. E_C : الأسهم العادية. E_R : الأرباح المحجوزة.

E : الأموال الذاتية، حيث: $E = E_P + E_C + E_R$.

D : مقدار الديون.

k_P : تكلفة الأسهم الممتازة.

k_d : تكلفة الديون.

τ : معدل الضريبة على الأرباح.

كما يمكن تبسيط هذه العلاقة كما يلي:

$$k = \frac{D}{E + D} k_d (1 - \tau) + \frac{E}{E + D} k_e$$

حيث k_e يمثل تكلفة الأموال الذاتية.

وباعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا مجموع الديون مع الأموال الذاتية، أي

$V = E + D$ فإن تكلفة رأس المال تصبح كما يلي:

$$k = \frac{D}{V} k_d (1 - \tau) + \frac{E}{V} k_e$$

المحاضرة رقم 10: محددات الهيكل المالية وتأثيرها على قيمة المؤسسة

تشرح هذه المحاضرة أهم محددات اختيار الهيكل المالي سواء داخلية أو خارجية. ويبحث تأثيرات

الهيكل المالي بدوره على قيمة المؤسسة.

أولاً: محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية

أجريت عدة دراسات تجريبية تهتم بتحديد أهم العوامل المؤثرة على الهيكل المالية للمؤسسات،

وخلصت كل دراسة إلى وجود عدة متغيرات تحدد الهيكل المالية، مثل المردودية، الحجم، الضمانات

والشكل القانوني للمؤسسة. ويمثل الجدول أهم المحددات من خلال الدراسات التجريبية.

محددات الهيكل المالية في الدراسات التجريبية

الترتيب	المحددات	الدراسات	النتائج	الخلفية النظرية
1	حجم المؤسسة	Gordon(1962) Martin&Scott(1974) Bédouié(1997) Ferri&Jones(1979) Booth et al(2011) Rajan&Zingales(1995)	وجود علاقة طردية بين حجم المؤسسة والاستدانة.	قدرة أكبر على خدمة الدين. التنوع يخفف من مخاطر الإفلاس. الاقتصاد الضريبي. ونظرية الإشارة.
		Bourdieu&Sedillot(1993) Johnson(1997) Carpentier&suret(1999) Titman&Wessels(1988)	علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ومستوى الاستدانة في المؤسسة	نظرية الترتيب السلمي. المؤسسات صغيرة الحجم تتحمل تكاليف معاملات كبيرة عند إصدارها لأوراق مالية طويلة الأجل.
2	المردودية	Rajan&Zingalas(1995) Booth et al(2001) Harris&Raviv(1991) Dubois(1985)	علاقة عكسية بين المردودية ومستوى الاستدانة.	نظرية الترتيب السلمي.
3	الضمانات	Rajan&Zingalas(1995) Berger et al(1997) Ofek&Yermack(1997) Bourdieu&colin Sédillot(1993) Hovakimian&al(2001)	وجود علاقة طردية	مبدأ التغطية في التمويل، كلما زاد حجم الأصول الثابتة في المؤسسة زاد حجم الاستدانة الطويلة الأجل.

<p>نظرية تكاليف الإفلاس ونظرية الوكالة. نظرية الترتيب السلمي للتمويل</p>	<p>العلاقة العكسية بين النمو ومعدل الاستدانة</p>	<p>Titman&Wessels(1988) Nekhili(1994) Rajan&Zingales(1995) Johnson(1997) Gaud&Elion(2002) Hovakimian&al(2004) Huang&Song(2006)</p>	<p>معدل النمو</p>	<p>4</p>
<p>نظرية الترتيب السلمي. انخفاض عدم تماثل المعلومات يزيد من سهولة الحصول على الديون</p>	<p>علاقة طردية بين مستوى الاستدانة ونسبة الأصول الملموسة أو الأصول المادية</p>	<p>Bourdieu&colin Sédillot(1993) Shuetrim et al(1993) Bédué(1997) De Jong&Van Dijk(1998) Gaud&Elion(2002) Huang&Song(2006)</p>	<p>الأصول الملموسة</p>	<p>5</p>

ثانيا: نظريات الهيكل المالية للمؤسسات وقيمة المؤسسة

الموضوع المثير للجدل هو معرفة الهيكل المالي المناسب للمؤسسة أي ماهي نسبة التمويل بالدين وما هي نسبة التمويل بالملكية ومدى تأثير ذلك على المؤسسة بصفة عامة وعلى درجة الرفح المالي وطبيعة هيكل رأس المال وكلفة الأموال المرجحة وتأثير الهيكل المالية على العائد وتعظيم ثروة المؤسسة.

من بين هذه النظريات التي تثبت العلاقة بين الهيكل المالية للمؤسسة وقيمتها السوقية وأدائها

المالي وأخرى تنفي العلاقة كما هو مبين فيما يلي:

1- نظرية صافي الربح

يرى مؤيدو نظرية صافي الربح أن الاختلاف في تكلفة مصادر الأموال التي تشكل الهيكل المالية سوف تتيح الفرصة للإدارة المالية ومن خلال تغير نسبة الرفح المالي إلى زيادة مساهمة التمويل بالديون ذات الكلفة الأقل على حساب مساهمة التمويل الخاص ذات التكلفة الأكبر، أي أن مؤيدي هذه النظرية يؤكدون على إمكانية التأثير في القيمة السوقية للمؤسسة وفي تكلفة رأس المال من خلال التغير في نسبة الرفح المالي،

زيادة نسبة الرفع المالي سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة.

2- النظرية التقليدية

يؤكد أصحاب النظرية التقليدية وجود هيكلية مالية مثلى عند مستوى معين من الديون، والتي تتحقق عند تشكيلة معينة من القروض والأموال الذاتية، هذه التشكيلة تجعل تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى، وتعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة. وتفترض هذه النظرية أن تكلفة التمويل الذاتي سوف تزداد مع كل زيادة في نسبة الرفع المالي، وذلك بسبب زيادة درجات الخطر التي يتعرض لها الملاك في المؤسسة، ويفترض أصحاب هذه النظرية ضمن إطار تحليلها أن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين والذي يمثل تكلفة التمويل الذاتي يبدأ بالارتفاع منذ بداية التمويل المقترض في المساهمة في تشكيلة هيكلية التمويل بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها عائد الملاك.

3- نظرية صافي ربح العمليات

يؤكد مؤيدو نظرية صافي ربح العمليات في صياغة هيكل التمويل إلى أن التغير في الرفع المالي لا يسبب أي تغير في تكلفة رأس المال ولا في القيمة السوقية للمؤسسة. ويؤكد المنهج العام لنظرية صافي الربح العمليات فكرة استقلالية مخاطر الأعمال في تحديد تكلفة رأس المال وفي تحديد قيمة المؤسسة.

4- نظرية موديقلياني وميلر

تعتبر نظرية موديقلياني وميلر حول تحديد الهيكلية المالية المثلى للمؤسسة من أهم النظريات في الأدبيات المالية التي تتحدث عن الهيكلية المالية. فيما يلي التطورات التي شهدتها هذه النظرية:

4-1- نظرية موديقلياني وميلر في غياب الضرائب وتكاليف الإفلاس

تؤكد نظرية موديقلياني وميلر وفي ظل ظروف معينة، بأنه لا يهم بالنسبة للمساهمين ما إذا كانت المؤسسة تمويل بالاقتراض أو ببيع الأسهم، لأن قرارات التمويل ليس لها أي أثر على ثروتهم، والفكرة المحركة لهذه النظرية هي أنه كمشروع منتج، فإنه لكل مشروع تكون لديه فرص خاصة للربح ويواجه كذلك مخاطر، وإن كلا من الربح والمخاطر توجد بغض النظر عن كيفية التمويل.

2-4- اقتراحات موديقلياني وميلر

يوجد اقتراحين حسب نظرية موديقلياني وميلر، كالآتي:

1-2-4- مضمون الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر

يشير الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر بأنه في ظل أسواق مالية كاملة، فإن المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسب الرافعة المالية لها وكذا مخاطر عدم السداد.

يؤكد موديقلياني وميلر في اقتراحهما الأول على أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرضة أو مقرضة مستقلة تماما عن هيكلتها المالية، وأن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدده المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتهي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاسا لقرارات الاستثمار فيها وبفعالية تلك القرارات وقوتها الإيرادية.

3-2-4- الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر

يشير الاقتراح الثاني لموديقلياني وميلر بأن الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها أي أثر على التكلفة المرجحة لرأس المال أي تكلفة رأس المال، وأن تكلفة الأموال الذاتية هي دالة خطية لنسبة الديون على الأموال الذاتية.

رغم أن التغيير في الهيكلة المالية للمؤسسة لن يغير من القيمة السوقية لها كما جاء في الاقتراح الأول لموديقلياني وميلر، إلا أن ذلك سيحدث تغيراً مهماً في قروض المؤسسة وحقوق ملكيتها.

عرض موديقلياني وميلر مضمون الاقتراح الثاني، وهو أن معدل العائد المطلوب من المساهمين في مؤسسة تعتمد على القروض في هيكلتها المالية تساوي معدل العائد المطلوب من قبل مؤسسة مماثلة وتنتهي إلى نفس شريحة المخاطرة ولكنها لا تعتمد على القروض إضافة إلى بدل المخاطرة الذي يحدد بالفرق بين تكلفة رأس المال وتكلفة القروض مضروباً في نسبة الاقتراض إلى الأموال الذاتية.

4-4- نظرية موديقلياني وميلر في وجود الضرائب

بعد الدراسة التي قاما بها موديقلياني وميلر في سنة 1958، والتي أوضحت بأن الهيكلة المالية للمؤسسة مستقلة تماماً عن قيمتها السوقية، لم يكتفيا بهذه الدراسة فقط، بل تجاوزوا ذلك ودرسوا أثر الهيكلة المالية للمؤسسة في ظل وجود الضرائب وكذا تكاليف الإفلاس كمتغيران يؤثران على القيمة السوقية للمؤسسة من خلال المقال الذي نشره في سنة 1963. حيث قدما تحليلاً جديداً للهيكلة المالية.

حسب موديقلياني وميلر فإن اعتماد المؤسسة على الديون يسبب أثراً إيجابياً وأثراً سلبياً، فالأثر الإيجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي، ويتمثل الأثر السلبي في تكلفة الإفلاس.

أكد موديقلياني وميلر في سنة 1963 بأن للديون أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها ومستواها في الهيكلة المالية لها، وذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي، والذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الاستدانة في التمويل، حيث إن زيادة التمويل بالديون في الهيكلة المالية للمؤسسة يترتب عليها انخفاضاً مستمراً في تكلفة رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، وينشأ هذا التأثير نظراً لاعتبار فائدة الديون كمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة. ولذلك، فإن القيمة السوقية للمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية للمؤسسة غير مقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي.

4-5- نظرية موديقلياني وميلر في وجود تكاليف الإفلاس

تنفرد المؤسسات المقترضة بتحملها نوعا من المخاطر تسمى بالمخاطر المالية، وهي مخاطر إضافية تتحملها المؤسسة بسبب احتمالات فشلها في تسديد ما عليها من قروض أو فائدة القروض أو كليهما. إن هذا الاحتمال يعطي الحق لمقرضي المؤسسة في اتخاذ الإجراءات القانونية التي قد تنتهي بإعلان إفلاس المؤسسة. وفي المقابل، فإذا ارتفعت مستويات الديون في المؤسسة، فإن المساهمون يدركون حجم المخاطر التي تواجهها المؤسسة وبالتالي سيطلبون بعائد أعلى لتعويضهم عن تلك المخاطر.

5- نظرية التوازن

برهن كل من موديقلياني وميلر في ظل مجموعة من الفرضيات بأن قيمة المؤسسة تتأثر إيجابيا وسلبيا كلما زادت نسبة الاستدانة في الهيكل المالية، فالأثر الإيجابي هو ما توفره الاستدانة من اقتصاد ضريبي الذي يؤدي من رفع القيمة السوقية للمؤسسة، أما الأثر السلبي فهو ظهور تكاليف الإفلاس التي تؤدي إلى خفض القيمة السوقية للمؤسسة كلما زادت نسب الاستدانة في الهيكل المالية.

حيث تقتضي نظرية التوازن للهيكل المالية التأكيد أن القرار الأمثل للاقتراض يتطلب من المؤسسة أن تستمر في الاستدانة إلى تتساوى فيها التأثير الإيجابي للاقتصاد الضريبي مع التأثير السلبي لتكلفة الإفلاس. وحسب ميلر (1977) Miller، فإن نظرية التوازن تقارن بين العائد الذي تحقق من الديون وتكاليف الإفلاس. أي أن المؤسسة تقوم باختيار نسب الديون المثلى بالموازنة بين ما تحقق من مزايا نتيجة الضرائب والتكاليف المتعلقة بالديون.

6- نظرية الوكالة

عندما يقوم المقرض بتزويد المؤسسة بالأموال، فإن سعر الفائدة يكون مبني على أساس تقييم المقرض لمخاطر المؤسسة. ومنه فان علاقة المقرض بالمؤسسة تعتمد على تصرف المؤسسة في المستقبل.

وبعد حصول المؤسسة على الدين وفي حالة ما لم تتحقق العوائد المرغوبة للمؤسسة فإن المقرض سيتحمل بعض التكاليف كالإفلاس وغيرها.

حيث اعترضها كل من جونسون وماكلين (1976) Jensen and Meckling نظرية موديقلياني وميلر فيما يتعلق بأن قرارات المؤسسة الاستثمارية مستقلة عن هيكلتها المالية، فالمساهمون في المؤسسة المقترضة على سبيل المثال يمكنهم زيادة مخاطر الاستثمار لأصحاب السندات من خلال زيادة الديون. وذلك من خلال مشكلة إحلال أو استبدال الأصول، هذا السلوك من طرف المساهمين يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة التي يجب على المؤسسة أن تسيطر عليها وتأخذها بعين الاعتبار في تحديد هيكلتها المالية.

تعرف نظرية الوكالة بأنها إطار فكري استخدم كأداة بحث لتفسير ظاهرة العلاقات التعاقدية التي عرفت في ميادين كثيرة من ميادين العمل والفكر الإنساني، وتنشأ علاقة الوكالة عندما يفوض أو يوكل شخص معين أو مجموعة من الأشخاص ويسمى الموكل أو الأصيل شخصا آخر أو مجموعة من الأشخاص ويسمى الوكيل للقيام بأداء خدمة أو مهمة محددة بالنيابة عن الموكل.

7- نظرية الإشارة

تفترض النظريات السابقة أن نوعية المعلومات التي تملكها إدارة المؤسسة هي نفسها المعلومات التي يملكها المساهمون في المؤسسة، خاصة فيما يتعلق بالفرص الاستثمارية المستقبلية المتاحة للمؤسسة. إلا أن ذلك ليس صحيحا في الواقع العملي، حيث أن نوعية المعلومات لدى الإدارة أفضل من نوعية المعلومات لدى المساهمين مما يترتب عليه نتائج هامة على القرارات المرتبطة باستخدام المديونية أو الأسهم في التمويل من أجل الإشارة إلى تلك الفرص.

تقوم نظرية الإشارة حسب المقال الذي نشره كل من مايرزوماجلوف (1964) Myers and Majluf، على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل المعلومات الذي تتصف به الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة، ومن ثم، فإن هذه النظرية تنطلق من إمكانية المسيرين في

المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أداء أقل، وخاصة هذه الإشارات هو صعوبة تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة. تتعدد هذه الإشارات، من بينها الهيكلة المالية، سياسة مكافآت رأس المال، اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف السياسات المالية وغيرها.

تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلتها المالية. فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفين A و B، بحيث أن المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من المؤسسات من الصنف B. من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من المديونية D^* تسمى بالمديونية الحرجة. فالمؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها القدرة على الاستدانة أعلى من D^* .

المحاضرة رقم 11: مدخل لسياسة توزيع الأرباح

يعتبر قرار توزيع الأرباح، من القرارات المالية الهامة التي تؤثر على قيمة المؤسسة، والتي يترتب عليها تأثير على الخطط الاستثمارية والتمويلية لتلك المؤسسة، كما تقوم سياسة توزيع الأرباح بإعطاء إشارات لجمهور المستثمرين الحاليين والمحتملين حول وضعية وأداء المؤسسة، وهو ما يجعل من هذه السياسة تحظى بأهمية بالغة، ليس عند مالكي المؤسسة ومسيريها فقط، بل يتعدى ذلك لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين وغيرهم من أطراف ذات المصلحة.

أولاً: مفهوم سياسة توزيع الأرباح

قبل عرض مفهوم سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، وجب عرض مفهوم توزيعات الأرباح.

1- مفهوم توزيعات الأرباح

تعرف توزيعات الأرباح أو مقسوم الأرباح بأنه: تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة وسيولتها.

أو كما تعرف بأنها توزيعات الملكية لحملة الأسهم من الأرباح الحالية أو المتراكمة عن سنوات سابقة، ويخضع توقيت توزيعها لمصادقة مجلس إدارة المؤسسة.

تعتبر توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة هي العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق. هذه التوزيعات تمثل أحد مصادر التدفقات النقدية للمساهمين وتزودهم بمعلومات عن أداء المؤسسة الحالي والمستقبلي.

2- مفهوم سياسة توزيع الأرباح

يقصد بسياسة توزيع الأرباح مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح وتقوم المؤسسات عموماً بوضع سياساتها بما يتلاءم مع أهداف تلك المؤسسات.

تمثل سياسات توزيع الأرباح أحد القضايا الهامة في مجال الإدارة المالية، ينبع ذلك من عدم الاتفاق على العديد من الجوانب المرتبطة بسياسة التوزيعات، فمثلا هل يتم إجراء توزيعات على المساهمين؟ أم يتم احتجاز الأرباح واستخدامها كمصدر أموال داخلي لتمويل عمليات التوسع والمساهمة في النمو؟ والواقع أن قيام المؤسسة بتوزيع الجزء الأكبر من أرباحها يعني احتجاز نسبة اقل من الأرباح، وهو ما يترتب عليه انخفاض فرص النمو ومن ثم انخفاض سعر السهم، ومن هنا يأتي اهتمام الوظيفة المالية بدراسة عملية تخصيص الأرباح التي تحققها المؤسسة بين التوزيعات والأرباح المحتجزة، والهدف من ذلك هو تحديد سياسة التوزيعات التي من شأنها تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك.

حيث تتمثل سياسات التوزيع في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين بين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، لتشكل أحد المصادر التمويلية الهامة التي تعرف بالتمويل الذاتي، وبذلك نجد أن هذا القرار بشأن توزيع الأرباح، علاوة على إمكانية تأثيره على قيمة المؤسسة، له تأثير على حجم تمويل مهم بالمؤسسة ذو تكلفة قليلة بالمقارنة بالمصادر الأخرى (الاستدانة أو زيادة رأس المال، مما يجعل القرارات بشأن توزيع الأرباح من القرارات المالية الهامة التي لا تقل أهمية عن قراري الاستثمار والتمويل والتي نجدها قد أخذت قسطا وافرا من الدراسات في النظرية المالية خاصة في شقها الحديث، لذلك فقد حظيت بنظريات تحاول تفسيرها تندرج في ما يعرف في الأدبيات المالية بنظرية توزيع الأرباح.

تحدد سياسة توزيع الأرباح ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك وذلك الجزء الذي يحتجز.

ثانيا: إجراءات توزيع أرباح السهم

متى وبأية مبالغ سيتم دفع توزيعات الأرباح النقدية لمساهمين في المؤسسة هو قرار يتخذ من قبل مجلس إدارة المؤسسة في اجتماعاتهم السنوية أو النصف سنوية أو الربع السنوية، حيث أن أداء المؤسسة المالي السابق وتوزيعات الأرباح النقدية السابقة ومستقبل المؤسسة من العوامل الرئيسية التي تؤثر على قرار مجلس الإدارة فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح. ويتم الإعلان عن موعد دفع التوزيعات، وتختلف تلك الإجراءات من بلد لآخر.

ويمكن تقسيم إجراءات توزيع الأرباح إلى أربعة مراحل رئيسية وهي:

1- تاريخ الإعلان عن توزيع الأرباح: وهو تاريخ اجتماع مجلس إدارة المؤسسة واتخاذ القرار بتوزيع الأرباح على المساهمين.

2- تاريخ التوزيعات السابقة: وهو تاريخ انتهاء حق المساهم الجديد في الحصول على توزيعات الأرباح، وعادة ما يحدد هذا التاريخ بأربعة أيام عمل سابقة لتاريخ ظهور الأسماء في السجلات.

3- تاريخ ظهور أسماء المساهمين في السجلات: وهو التاريخ الذي تظهر فيه قائمة بأسماء المساهمين الذين يحق لهم الحصول على توزيعات الأرباح، وبناء عليه فإن نقل ملكية السهم بعد هذا التاريخ لا يؤهل المالك الجديد للحصول على هذه التوزيعات.

أي أن المستثمر الذي يشتري حصة في المؤسسة بعد هذا التاريخ لن يحصل على أرباح السهم ولا يكون له الحق في المطالبة بها، وبعد هذا الموعد مباشرة، ينخفض سعر السهم نتيجة فقدان الاستفادة من توزيعات الأرباح.

4- موعد توزيع أرباح السهم

وهو التاريخ الذي يمكن للمساهم فيه الحصول على شيكات الأرباح الموزعة، أو يتم فيه إرسال الشيكات بالبريد للمساهمين.

ثالثاً: القيود المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

تتأثر سياسة توزيع الأرباح بالعديد من العوامل، يمكن تلخيص أهم هذه العوامل فيما يلي:

1- قيود توزيع الأرباح

تشمل قيود توزيع الأرباح على ما يلي:

- عقود الحماية، حيث تفرض عقود الدين عادة قيوداً على توزيع الأرباح، ففي عدة حالات يفرض المقرض شرطاً بعدم توزيع الأرباح على المؤسسة المقترضة ما لم تكن نسبة السيولة ومعدل تغطية الفوائد تزيد عن حد أدنى.
- قاعدة إتلاف رأس المال والتي تقول بأنه لا يجب توزيع أرباح أكثر من المكاسب المحققة، والسبب في ذلك هو أن بعض المؤسسات قد تلجأ إلى توزيع رأس المال على المساهمين بدون تخصيص جانب للدائنين.
- توافر النقدية، فقد تحقق المؤسسة مكاسب، ولكن لا تتوفر لديها سيولة نقدية كافية لتوزيع الأرباح. في هذه الحالة، لا يمكن للمؤسسة توزيع الأرباح على المساهمين.

2- فرص الاستثمار

تتوقف سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة على فرص الاستثمار المتاحة أمامها، فإذا كانت المؤسسة في مرحلة النمو فإن حاجتها إلى الأرباح لإعادة استثمارها تكون أكبر من حاجة مؤسسة أخرى في مرحلة النضج. فالمؤسسة التي تعيش في مرحلة النمو سوف تقرر احتجاز كل أو جزء كبير من الأرباح مما يمثل قيوداً كبيراً على سياسة توزيع الأرباح.

3- بدائل التمويل المتاحة

تشمل بدائل التمويل المتاحة على ما يلي:

- تكلفة إصدار أسهم جديدة، فإذا احتاجت المؤسسة إلى أموال جديدة فإنه بإمكانها أن تصدر أسهماً جديدة أو تحتجز الأرباح، أما إذا كانت تكلفة الإصدار كبيرة مما يرفع تكلفة حقوق الملكية، فإن المؤسسة تلجأ إلى تخفيض نسبة توزيع أرباح السهم واحتجازها لتمويل حاجتها من الأموال.

- إمكانية استبدال الدين، فإذا لم تستطع المؤسسة زيادة الديون في هيكلتها المالية لتمويل حاجاتها بسبب تكلفة التمويل، فإنها لابد وأن تستخدم مصادر التمويل بالملكية بما فيها الأرباح المحتجزة، وهو الأمر الذي يقلل من نسبة توزيعات أرباح السهم.
- رغبة إدارة المؤسسة في التحكم، فإذا كانت للمؤسسة رغبة في التحكم فيها، فلن تلجأ إلى التمويل بإصدار أسهم جديدة لمساهمين جدد، بل تلجأ إلى الأرباح المحتجزة.

4- أثر سياسة توزيع أرباح السهم على تكلفة الملكية

يتوقف اختيار سياسة التوزيع على الأثر الذي قد تتركه على تكلفة الملكية، ويعتمد ذلك على:

- رغبة المساهمين في الحصول على التوزيعات حالياً مقابل الدخل المتوقع في المستقبل.
- مخاطر توزيع أرباح السهم مقابل مخاطر المكاسب الرأسمالية.
- المزايا الضريبية التي يحصل عليها المساهمون عند احتجاز الأرباح.
- مضمون المعلومات أو الإشارة عن توزيعات أرباح السهم التي تجريها المؤسسة.

5- تفضيلات المساهمين الحاليين

تلعب تفضيلات المساهمين الحاليين للمؤسسة دوراً في تحديد سياسة توزيع الأرباح، ففي المؤسسات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد، يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث أنهم يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية عن طريق الأرباح المحتجزة بدلاً من إصدار أسهم جديدة حتى لا يخسروا سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد، وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا فوائد القروض.

رابعاً: أنواع سياسات توزيع أرباح السهم

تختلف سياسة التوزيع التي تتبعها المؤسسات، فكل مؤسسة لها سياسة التوزيع التي تفضلها،

فمهما كانت السياسة المنتهجة فإنها لا تخرج عن السياسات الآتية:

1- سياسة الفائض في توزيع أرباح السهم

طبقا لسياسة الفائض في توزيع أرباح السهم، فالمؤسسة تقوم بتوزيع المبلغ المتبقي من أرباحها بعد تمويل استثماراتها التي يكون معدل عائدها أكبر من تكلفة الأموال الذاتية. وتبعاً لهذه السياسة، فإن نسبة الأرباح القابلة للتوزيع تكون غير واضحة للمساهمين، حيث أن أغلبها تقوم بتوزيع أرباح منخفضة نتيجة حاجتها إلى التمويل الذاتي لاستثماراتها، ويمكن تفسير ذلك على وجود درجة ثقة عالية بين المؤسسة ومستثمريها. غير أن أغلب المؤسسات الصغيرة تقوم بتوزيع نسبة عالية من الأرباح، فالفرص الاستثمارية المتوفرة يمكن اعتبارها من المحددات الرئيسية لنسبة الأرباح الموزعة، فكلما انخفضت هذه النسبة، فإن هذا يدل على توفر فرص استثمارية للمؤسسة، لأن المؤسسات ذات معدلات نمو مرتفعة تلجأ إلى احتجاز الأرباح للتمويل نموها والعكس.

تتلخص خطوات هذه السياسة فيما يلي:

- تحديد الاستثمارات المرتقب بعد تنفيذها، وكذلك حجم الأموال الضرورية لتمويلها.
- تحديد نسبة الأموال الذاتية اللازمة لتمويل هذه الاستثمارات وفقاً للهيكل المالية المناسبة.
- تغطية كافة متطلبات الاستثمارات المرتقبة تنفيذها من قيمة الأرباح المحققة في نهاية العام.
- توزيع الجزء المتبقي من الأرباح على المساهمين.

2- سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة

تعتبر سياسة توزيع أرباح السهم الثابتة من أبسط سياسات التوزيع بمجرد أن تختار المؤسسة نسبة التوزيع. وفق هذا الإجراء، فإن الإدارة المالية تسعى إلى تحديد نسبة نقدية ثابتة يتم توزيعها سنوياً من الأرباح المتحققة. وكما يلاحظ من هذا الإجراء، فإن مقدار الربح الموزع سوف يختلف وفق التغير في مقدار الأرباح المتحققة.

3- سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة

تعني سياسة توزيع الأرباح المستقرة اختيار نسبة توزيع محددة مسبقا، وتتميز هذه السياسة بعدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية أخذا بقاعدة لا تخفض من توزيع أرباح السهم السنوية.

تلجأ الكثير من المؤسسات إلى اعتماد سياسة توزيع للأرباح بمقدار ثابت لكل سهم عادي. ولذلك، فإن أي تغيرات في مقدار الأرباح سواء بالارتفاع أو الانخفاض سوف لن يؤثر على مقدار الربح الموزع لكل سهم، ويلاحظ وفق هذا الإجراء أن الإدارة المالية في المؤسسة سوف لن تكون راغبة بزيادة مقدار التوزيع من الأرباح إلا إذا تأكدت من أن الأرباح المتوقعة في المستقبل سوف تزداد وفق مستوى جديد من الأداء يضمن استمرارية تحقيق تلك الأرباح، وعموما فإن هذا الإجراء عند تطبيقه يضمن توزيع أرباح بنمط منتظم ومستقر.

تتجه المؤسسات نحو سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة لعدة أسباب، أهمها ما يلي:

- يعتقد الكثير من المديرين أن سياسات التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
- تعني سياسة التوزيع المستقرة تأكيد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات، أما سياسة توزيع الأرباح غير المستقرة فتؤدي إلى عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية من التوزيعات، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الملكية وانخفاض قيمة السهم السوقية.
- لا تميل المؤسسات إلى تخفيض التوزيعات بسبب ما يعرف بفروض نظرية الإشارة، وهي نتيجة عدم تماثل المعلومات، والتي تعني أن التغير الذي يحدث في التوزيعات يعتبر كإشارة أو علامة على تنبؤ المؤسسة بمكاسب رأسمالية في المستقبل والعكس.

4- سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة

تقوم سياسة توزيع أرباح السهم مع العلاوة على أساس توزيع الأرباح العادية التي توزعها المؤسسة عادة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية في نهاية السنة.

عادة ما تلجأ مؤسسات الأعمال إلى هذا الإجراء عندما تكون أرباحها السنوية متقلبة، فهي تعطيها مرونة في إجراءات توزيع أرباح السهم. وفي مثل هذه الحالة، تقوم المؤسسة بتوزيع أرباح مستقرة لكنها منخفضة، وبالإمكان التصريح على علاوة إضافية في نهاية السنة إذا ما تحسنت الأرباح، وبذلك فلها المرونة بإلغاء تلك العلاوة والاستمرار بالإجراء المستقر المنخفض. حيث يضيف مثل هذا الإجراء صفة الاستمرارية بتوزيع أرباح نقدية مما ينعكس إيجابيا على سعر السهم في السوق.

تلجأ المؤسسات إلى سياسة توزيع أرباح السهم المستقرة مع علاوة إضافية للعديد من الأسباب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:

- يعتبر المستثمرون أن الأرباح الموزعة المستقرة أقل خطرا من الأرباح الموزعة المتقلب. ولذلك، فهم مستعدون لأن يطلبوا معدل عائد على الاستثمار في سهم عادي يوزع أرباحا مستقرة أقل من معدل العائد المطلوب على الاستثمار في سهم تتقلب الأرباح الموزعة عليه بحددة.
- يستثمر الكثير من المستثمرين في الأسهم في تلك الأصول رغبة منهم في الحصول على إيرادات منتظمة ومتنامية من الأرباح الموزعة تدعم دخلهم الجاري.
- تناسب توزيع الأرباح مع أوضاع المؤسسة عادة، فسياسة توزيع أرباح السهم المستقرة مع علاوة تبين أن المؤسسة مستقرة في أوضاعها من حيث معدلات النمو وحاجاتها التمويلية.

المحاضرة رقم 12: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

تمكن سياسة توزيع الأرباح المثلى من تحقيق توازن بين التوزيعات الحالية والتوسعات المستقبلية لتعظيم قيمة المؤسسة. حيث شهدت الأدبيات المالية جدالا كبيرا بين تأثير سياسة توزيع أرباح الأسهم على السعر السوق للسهم أو على تكلفة رأسمالها.

1- نظرية عدم ملائمة سياسة توزيع أرباح السهم

هناك جدال حول ملائمة سياسة توزيع الأرباح لتحديد سعر السهم، فمن وجه نظر موديقلياني وميلر (Modigliani and Miller) لا تلائم سياسة توزيع الأرباح لتحديد سعر السهم. حيث أن سعر السهم يتحدد حتما على قدرة المؤسسة على تحقيق ارباح في ظل المخاطر، وليس على طريقة تقسيم الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز.

يؤيد هذه النظرية موديقلياني وميلر (Modigliani and Miller). ومن خلال أعمالهم، أكدوا بأن

ثروة المساهمين لن تتأثر بسياسة توزيع أرباح السهم، تحت الفرضيات الآتية:

- عدم وجود ضرائب على المؤسسة أو ضرائب شخصية على الدخل.
- عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم.
- ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال.
- للمدراء والمتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة.
- ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع أثر في تكلفة الأموال المملوكة.
- استقلالية سياسة تخطيط الاستثمار عن التوزيعات.

2- نظرية عصفوري في اليد

تعتبر الفرضية الخامسة التي استدل بها موديقلياني وميلر (ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع أثر في تكلفة الأموال المملوكة) محل انتقادات كبيرة وحازت على جدل كبير في الحلقات الأكاديمية.

حيث جادل كل من قوردن (1963) وLintner (1962) بأن معدل العائد المطلوب على أموال الملكية ينخفض بزيادة التوزيعات النقدية لأن المستثمر أقل تأكدا من استلام العوائد الرأسمالية الناتجة من احتجاز الأرباح.

وتوصل قوردن وLintner إلى أنه في ظل عدم التأكد فإن سياسة توزيع أرباح السهم سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، كما أن المستثمرون سوف يفضلون الحصول على التوزيعات الآن بدلا من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن نمو التوزيعات. ومن ثم، ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير المؤكد أيضا. بعبارة أخرى، فإن كل من قوردن وLintner أكدا بأن أرباح السهم التي تكون في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل، إذ أن المستقبل غير مؤكد.

إلا أن موديقلياني وميلر أكدا بأن معدل العائد المطلوب على الأموال الذاتية يكون مستقل عن سياسة توزيع أرباح السهم، وسميا حجة قوردن وLintner بمغالطة عصفور في اليد Bird in the Hand، لأن معظم المستثمرين يخططوا لإعادة استثمار أرباح أسهمهم في أسهم نفس المؤسسات أو مؤسسات شبيهة. وعلى أي حالة، تتحدد مخاطرة التدفق النقدي للمؤسسة إلى المستثمرين في المدى الطويل بمخاطرة التدفقات النقدية للتشغيل، وليس بسياسة نسبة أرباح السهم من مكاسب السهم الواحد بحصص الأرباح.

ويؤدي ارتفاع أرباح المؤسسة إلى ارتفاع أرباح السهم المتوقعة من طرف المساهمين، وهذه المعلومة هي أكثر تأثيرا على قيمة المؤسسة من معدل العائد الذي يطلبه المساهمون، لأنها تؤدي إلى ارتفاع السعر السوقي للسهم الذي يمكن أن يعوض الأرباح الموزعة على المساهمين في قيمة المؤسسة، هذه البرهنة تثبت أن مخاطرة المؤسسة تتحدد من خلال قراراتها الاستثمارية وليس كيفية تمويلها ومعدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يتأثر بمخاطرة الاستثمار، ولا يتغير في حالة ما إذا كان تمويلها عن طريق حجز الأرباح أو طرح أسهم جديدة.

كما أكد إستبروك (1984) Easterbrook على أن المسيرين لا يستطيعون تغيير مخاطرة الاستثمار

بتوزيع أرباح السهم، وإنما يحولون هذه المخاطرة إلى المستثمرين الجدد.

3- نظرية التفضيل الضريبي

هناك ثلاث أسباب للتفكير بأن المستثمرين يفضلون التوزيعات القليلة على التوزيعات العالية:

- عادة ما تكون ضريبة الأرباح الرأسمالية أقل من ضريبة الأرباح الموزعة، وبالتالي فإن المستثمرين الأثرياء قد يفضلون قيام المؤسسات بحجز الأرباح وإعادة استثمارها داخل المؤسسات، ومنه فإن احتجاز الأرباح قد يؤدي بالعوائد الرأسمالية إلى الضريبة الأقل.
 - الضريبة على العوائد الرأسمالية لا تدفع بعد أن يتم بيع السهم.
 - إذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وفاته فإن الورثة لن يدفعوا ضريبة رأسمالية لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على السهم.
- وبناء على هذه الأسباب الثلاثة فإن المستثمرين على استعداد لدفع مبلغ أكثر ثمنًا للسهم الذي لا يعطي توزيعات أرباح كبيرة بل يتم احتجاز معظم الأرباح.

4- الأثر الزبائني

أو ما يسمى بأثر العميل، ويقصد به قيام المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى وتفضيلاتهم فيما يتعلق بالاستثمار أو الاستهلاك.

حيث يؤثر الاختلاف الكبير في نوعية المساهمين على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة، فالمساهمون الذين لا يتحملون الضريبة أو لهم تسهيلات ضريبية يفضلون الاستثمار في المؤسسات التي توزع نسبة مهمة من أرباحها على شكل أرباح السهم، كما أن اختلاف عمر المساهمين يجعل تفضيلاتهم تختلف، فالمساهم

الشباب يرغب في إعادة استثمار أمواله عكس المساهم المسن الذي يفضل أسهم تلك المؤسسات التي توزع نسبة مهمة من أرباحها.

فالأفراد المتقاعدون وصناديق التقاعد وصناديق منح الجامعات يفضلون الدخل النقدي. لذلك، فهم يفضلون أن تدفع المؤسسات نسبة مرتفعة من أرباحها كأرباح السهم، إضافة إلى أنه في العادة تكون الضرائب المفروضة على هؤلاء المستثمرون منخفضة أو صفرية، فلا تهمهم الضرائب. من ناحية أخرى، يمكن أن يفضل حملة الأسهم إعادة الاستثمار في سنوات الازدهار في المؤسسة، لأن لديهم حاجة أقل لدخل الاستثمار الحالي، ويعيدوا استثمار حصص أرباح السهم التي يحصلون عليها وذلك بعد دفع ضرائب الدخل على حصص الأرباح أولاً.

وبناء على ما سبق، فقد توصلنا موديقلياني وميلر إلى أن المستثمرين الذين يرغبون في السيولة الآتية سوف يستثمرون في المؤسسات التي تقوم بتوزيع أرباح السهم، أما المستثمرون الذين يفضلون أرباح رأس المال فإنهم يلجؤون إلى شراء أسهم تلك المؤسسات التي تفضل إعادة استثمار الأرباح، وهذا ما يقترح أن تؤسس كل مؤسسة سياسة لتوزيع أرباحها تراها أكثر ملائمة مع زبائنهم.

5- نظرية الإشارة وعدم تماثل المعلومات

تؤدي المعلومة دوراً هاماً في المؤسسة، حيث تقوم بتزويد الأفراد والجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها (مثل الجهات الحكومية ورجال التمويل والمستثمرين والعملاء والموردين والمحللين الماليين) بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية. وعملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، ويتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية والمعلومات المهمة الأخرى مع مراعاة العديد من الأسئلة والانشغالات على سبيل من الذي يتم من أجله الإفصاح عن هذه المعلومات، ما هو الغرض من هذه المعلومات وما هو الحجم المناسب من المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها.

عندما وضع موديقلياني وميلر نظريتهما لحيادية سياسة توزيع أرباح السهم، افترضوا أن المعلومات متماثلة لدى الأفراد بشأن سياسة توزيع الأرباح أو حصص الأرباح المستقبلية للمؤسسة، لكن في الواقع يكون للمستثمرين وجهات نظر مختلفة حول حصص الأرباح المستقبلية وحالة عدم التأكد حول هذه الأرباح، ويكون لدى المسيرين معلومات أفضل من المساهمين عن التوقعات المستقبلية.

فهذه النظرية تنص على أن المعلومات التي يمتلكها أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي ليست متماثلة، فأصحاب العجز المالي يعرفون أنفسهم أكثر من أصحاب الفائض، الفئة الأولى تبحث عن مصادر تمويل مثلى فيقومون بإرسال إشارات نوعية وكمية تدل على حسن مركزهم المالي مما يفسر قدرتهم على التسديد في المستقبل، وفي المقابل فالفئة الثانية تبحث عن أحسن استثمار لفوائضها المالية.

من أهم الأعمال والنماذج التي فسرت توزيع الأرباح عن طريق نظرية الإشارة هي كل من بتاشاريا (1979) Bhattacharya الذي طوّر نموذج الإشارة لروس، وأعمال ميرتون (1987) Merton بإدخال تكلفة المعلومات في نموذج توازن الأصول المالية.

حيث قام بتاشاريا بتفسير لماذا تختار المؤسسات دفع أرباح السهم حتى وإن كان العبء الضريبي لا يساعد على ذلك. حيث يفترض بأن مصادر المعلومات مثل البيانات المحاسبية ليست موثوقة تماما، فالمستثمرون لا يمكنهم استخدام هذه البيانات بشكل كامل في تحديد ربحية المؤسسة. وبافتراض أن المستثمرون الخارجيون يملكون معلومات غير كاملة عن ربحية المؤسسة وأن معدل الضريبة لأرباح السهم أعلى من معدل الضريبة عن الأرباح الرأسمالية، فإن هذا النموذج يظهر بأنه من الأفضل القيام بإشارة من المؤسسة لرفع أرباح أسهم المستثمرين عوضا عن التكلفة الحدية لتلقي الدخل الخاضع للضريبة المرتفع.

كما قام ميرتون من خلال نموذج توازن الأصول المالية بإدخال تكلفة المعلومات، والتي تتكون من مركبتين، تتمثل المركبة الأولى في معالجة البيانات أما الثانية فتتمثل في تكلفة إنتاج وإصدار المعلومات المتعلقة بالمؤسسة. تمثل تكلفة المعلومات حسب ميرتون تكلفة الإشارة والوكالة. يأخذ نموذج ميرتون في عين الاعتبار تكلفة المعلومات كأنها مشابهة لمعدل الاستحداث المضاف في التدفقات في حالة اللاتأكد.

6- نظرية الوكالة

عند إنشاء المؤسسة تتفق عدة أطراف مثل المساهمون والمقرضون وإدارة المؤسسة على المصالح المشتركة والمتوقعة من إنشاء المؤسسة، ولكن في المراحل اللاحقة يرغب كل طرف في تحقيق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى، ومن أمثلة الصراع المحتمل بين حملة الأسهم والمقرضون، حيث أن المقرضين يرغبون دائماً أن تحتفظ المؤسسة بأكبر قدر من السيولة وذلك من أجل الشعور بالاطمئنان على أموالهم، وفي المقابل، يرغب حملة الأسهم في توظيف المؤسسة لمعظم الأموال في مشروعات ذات عوائد مرتفعة مهما كانت المخاطرة، أو القيام بتوزيع التدفقات على شكل قسائم أرباح.

يتعرض المدراء في حالة فوائض نقدية حرة لرقابة صارمة من طرف المساهمين، ولكي يتخلص المدراء من تلك الضغوطات يتم توزيع أرباح بنسب عالية. وبالتالي تخليص المؤسسة من تكاليف الوكالة.

7- نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح السهم

تستند نظرية دورة حياة المؤسسة في توزيعات أرباح الأسهم على فكرة أن المؤسسة في حالة نضجها تكون قادرة على توليد النقود، حيث يمكنها تحويل التدفقات النقدية الناتجة للمساهمين عن طريق أرباح السهم. كما أن هذه النظرية تتضمن بأن سياسة توزيعات أرباح السهم المثلى للمؤسسة ترتبط بمختلف مراحل دورة حياة المؤسسة.

سلاسل التمارين

سلسلة تمارين رقم 01

1. ما الفرق بين الميزانية المالية والميزانية الوظيفية؟ وما هي الأسس التي قامت عليها كل منهما؟

2. ما هي مختلف الدورات المالية؟

3. ما هي مختلف الوظائف حسب المنظور الوظيفي للمؤسسة؟

4. ارتكز التحليل الوظيفي على المعادلة الأساسية للخرينة:

1.4. ما هي هذه المعادلة؟

2.4. برهن صحة: $E=R \Rightarrow FRng - BFR = Tn$

3.4. ما هي شروط التوازن تبعا للعلاقة أعلاه؟

التمرين الأول: (خاص بالحاضرة) من أجل إعداد الميزانية الوظيفية لمؤسسة ALFA قدمت لك الميزانية المالية لها بتاريخ

2018/12/31 كالتالي:

الوحدة: 10³دج

المبالغ	الخصوم	القيمة الصافية	الاهتلاكات وخسائر القيمة	القيمة الإجمالية	الأصول
	رؤوس الأموال الخاصة:				الأصول غير الجارية:
1.500	رأس المال	300	200	500	التثبيتات المعنوية
145	النتيجة الصافية	800	500	1.300	التثبيتات العينية
1.645	مجموع رؤوس الأموال الخاصة	250	50	300	التثبيتات المالية
	الخصوم غير الجارية:	1.350	750	2.100	مجموع الأصول غير الجارية
450	الاقتراضات				الأصول الجارية:
		460	140	600	المخزونات
450	مجموع الخصوم غير الجارية	390	60	450	الزبائن والحسابات الملحقمة
	الخصوم الجارية:	300	-	300	المدينون الآخرون
725	الموردون والحسابات الملحقمة	220	-	220	القيم المنقولة للتوظيف
100	الضرائب الدائنة	450	50	500	خزينة الأصول
250	خزينة الخصوم				
1.075	مجموع الخصوم الجارية	1.820	250	2.070	مجموع الأصول الجارية
3.170	المجموع العام للخصوم	3.170	1.000	4.170	المجموع العام للأصول

معلومات إضافية:

- من بين المدينين الآخرين يوجد مبلغ قدره 50.000 دج عبارة عن أعباء معاينة مسبقا متعلق بنشاط غير عادي.

- يتضمن حساب الموردون والحسابات الملحقمة مبلغ قدره 30.000 دج يتمثل في موردو التثبيتات.

- يتضمن حساب الضرائب الدائنة مبلغ قدره 50.000 دج يمثل ضرائب على النتائج.

العمل المطلوب: 1. إعداد الميزانية الوظيفية بتاريخ 2018/12/31.

2. حساب رأس المال العامل الوظيفي الإجمالي FR.

3. بعد حساب الاحتياج في رأس المال العامل BFR، قم بتفكيكه إلى BFR_{hex} و BFR_{ex}.
4. حساب الخزينة الصافية Tn بطريقتين.
5. علق على الوضعية المالية للمؤسسة.

التمرين الثاني: من أجل إعداد الميزانية الوظيفية لمؤسسة SIGMA قدمت لك الميزانية المالية لها بتاريخ 2018/12/31 كالتالي:

الوحدة: 10³دج

المبالغ	الخصوم	القيمة الصافية	الاهتلاكات وخسائر القيمة	القيمة الإجمالية	الأصول
3.000	<u>رؤوس الأموال الخاصة:</u> رأس المال	600	400	1.000	<u>الأصول غير الجارية:</u> التثبيتات المعنوية
290	النتيجة الصافية	1.600	1.000	2.600	التثبيتات العينية
3.290	<u>مجموع رؤوس الأموال الخاصة</u>	500	100	600	التثبيتات المالية
900	<u>الخصوم غير الجارية:</u> الاقتراضات	2.700	1.500	4.200	<u>مجموع الأصول غير الجارية</u>
900	<u>مجموع الخصوم غير الجارية</u>	920	280	1.200	<u>الأصول الجارية:</u> المخزونات
900	<u>الخصوم الجارية:</u> الموردون والحسابات الملحقه	780	120	900	الزبائن والحسابات الملحقه
1.550	<u>الخصوم الجارية:</u> الموردون والحسابات الملحقه	600	-	600	المدينون الآخرون
200	الضرائب الدائنة	440	-	440	القيم المنقولة للتوظيف
500	خزينة الخصوم	1000	0	1.000	خزينة الأصول
2.250	<u>مجموع الخصوم الجارية</u>	3.740	400	4.140	<u>مجموع الأصول الجارية</u>
6.440	<u>المجموع العام للخصوم</u>	6.440	1900	8.340	<u>المجموع العام للأصول</u>

معلومات إضافية:

- من بين المدينين الآخرين يوجد مبلغ قدره 100.000 دج عبارة عن أعباء معاينة مسبقا (ح/486) متعلق بنشاط غير عادي.
- يتضمن حساب الموردون والحسابات الملحقه مبلغ قدره 60.000 دج يتمثل في موردو التثبيتات (ح/404).
- يتضمن حساب الضرائب الدائنة مبلغ قدره 100.000 دج يمثل ضرائب على النتائج.

العمل المطلوب: نفس المطلوب التمرين السابق

التمرين الثالث: (خاص بالمحاضرة) ليكن لديك الميزانية الوظيفية لمؤسسة GAMA لسنة 2018 كما يلي:

الوحدة: 10³دج

%	المبالغ	الخصوم	%	القيمة الإجمالية	الأصول
69,23	9.000	<u>الموارد الثابتة (الدائمة):</u>	61,54	8.000	<u>الاستخدامات الثابتة (المستقرة):</u>
46,15	6.000	الموارد الخاصة			
23,08	3.000	الديون المالية			
30,77	4.000	<u>الخصوم المتداولة:</u>	38,46	5.000	<u>الأصول المتداولة:</u>
21,54	2800	الخصوم المتداولة للاستغلال	27,69	3.600	الأصول المتداولة للاستغلال
05,38	700	الخصوم المتداولة خارج الاستغلال	04,62	600	الأصول المتداولة خارج الاستغلال
03,85	500	خزينة الخصوم	06,15	800	خزينة الأصول
100	13.000	<u>مجموع الخصوم</u>	100	13.000	<u>مجموع الأصول</u>

معلومات مكتملة:

الوحدة: 10³ دج

رقم ح	الحساب	سنة 2017	سنة 2018
41	الزبائن والحسابات الملحقة	600	800
40	الموردون والحسابات الملحقة	640	1.060
30	مخزون البضائع	720	360

مبيعات سنة 2018: 17.500.000 دج.
مشتريات سنة 2018: 1.020.000 دج.
تكلفة شراء البضائع المباعة لسنة 2018: 10.840.000 دج.

العمل المطلوب: 1. تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مؤشرات التوازن المالي. 2. تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام النسب.

التمرين الرابع: ليكن لديك الميزانية الوظيفية لمؤسسة OMIGA لسنة 2018 كما يلي:

الأصول	القيمة الإجمالية	الخصوم	المبالغ
الاستخدامات الثابتة (المستقرة):	750.000	الموارد الثابتة (الدائمة):	900.000
		الموارد الخاصة	550.000
		الديون المالية	350.000
الأصول المتداولة:	450.000	الخصوم المتداولة:	300.000
الأصول المتداولة للاستغلال	200.000	الخصوم المتداولة للاستغلال	60.000
الأصول المتداولة خارج الاستغلال	75.000	الخصوم المتداولة خارج الاستغلال	40.000
خزينة الأصول	175.000	خزينة الخصوم	200.000
مجموع الأصول	1.200.000	مجموع الخصوم	1.200.000

معلومات مكملة:

رقم ح	الحساب	سنة 2017	سنة 2018
41	الزبائن والحسابات الملحقة	50.000	30.000
40	الموردون والحسابات الملحقة	20.000	30.000
30	مخزون البضائع	35.000	22.000

مبيعات سنة 2018: 800.000 دج.
مشتريات سنة 2018: 625.000 دج.
تكلفة شراء البضائع المباعة لسنة 2018: 650.000 دج.

العمل المطلوب:

1. تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام مؤشرات التوازن المالي.

2. تحليل الوضعية المالية للمؤسسة باستخدام النسب.

التمرين الخامس: من الميزانية الوظيفية لإحدى المؤسسة تحصلنا على المعلومات التالية:

الأصول	القيمة الإجمالية	%	الخصوم	المبالغ	%
الاستخدامات الثابتة (المستقرة):	؟	؟	الموارد الثابتة (الدائمة):	؟	؟
			الموارد الخاصة	؟	؟
			الديون المالية	؟	؟
الأصول المتداولة:	؟	؟	الخصوم المتداولة:	؟	؟
الأصول المتداولة للاستغلال	؟	20	الخصوم المتداولة للاستغلال	؟	15
الأصول المتداولة خارج الاستغلال	؟	10	الخصوم المتداولة خارج الاستغلال	؟	05
خزينة الأصول	؟	؟	خزينة الخصوم	؟	؟
مجموع الأصول	؟	؟	مجموع الخصوم	؟	؟

معلومات مكملة:

- رأس المال العامل الإجمالي: 250.000 دج. - نسبة تغطية الاستخدامات الثابتة: 1,20.

- نسبة الاستدانة المالية: 0,6. - الخزينة الصافية: 50.000 دج.

العمل المطلوب: 1. إتمام الميزانية الوظيفية السابقة. 2. قدم تقريرا عن الوضعية المالية للمؤسسة.

سلسلة تمارين رقم 02

الجانب النظري:

5. ما الجدوى من تقسيم حساب النتائج إلى أرصدة وسيطة للتسيير؟
6. ما الفرق بين قدرة التمويل الذاتي CAF والتمويل الذاتي AF؟
7. هل تعتبر مخصصات الاهتلاكات والمؤونات موردا مالي ولماذا؟

الجانب التطبيقي:

التمرين الأول:

من ميزان المراجعة بعد الجرد لمؤسسة الأطلس بتاريخ 2018/12/31 استخرجنا أرصدة حسابات التسيير التالية:

المبلغ	اسم الحساب	د/ح	المبلغ	اسم الحساب	د/ح
700.000	المبيعات والمنتجات الملحقة	70	300.000	المشتريات المستهلكة	60
100.000	تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة و ج ت	72	175.000	الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى	62/61
40.000	المنتجات العملية الأخرى	75	100.000	أعباء المستخدمين	63
100.000	استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات	78	60.000	الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة	64
35.000	المنتجات المالية	76	20.000	الأعباء العملية الأخرى	65
36.000	عناصر غير عادية (منتجات)	77	35.000	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات و خ ق	68
			15.000	الأعباء المالية	66
			15.000	عناصر غير عادية (أعباء)	67

العمل المطلوب: 1. إعداد حساب النتائج.

2. حساب مختلف النسب إذا علمت أن: الأموال الخاصة 1.000.000 دج، والديون 25.000 دج، وأهم معطيات السنة السابقة كانت كما يلي: رقم الأعمال 600.000 دج، إنتاج السنة 700.000 دج، القيمة المضافة 200.000 دج، النتيجة الصافية 100.000 دج.

التمرين الثاني:

معلومات إضافية:

- يتضمن حساب المنتوجات العملية الأخرى ح/752 فوائض القيمة بقيمة: 50.000 دج.
- نسبة توزيع النتيجة 40 %.
- حصة إعمانات الاستثمارات المحولة للنتيجة ح/754: 30.000 دج.

العمل المطلوب:

حساب قدرة التمويل الذاتي بطريقتين، ثم التمويل الذاتي.

N-1	N	ملاحظة	البيان
	1.200.000		المبيعات والمنتجات الملحقة
	300.000		+ تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة والجاري تصنيعها
	200.000		+ الإنتاج المثبت
	50.000		+ إعانات الاستغلال
	1.750.000		1- إنتاج السنة المالية
	400.000		المشتريات المستهلكة
	350.000		+ الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
	750.000		2- استهلاك السنة المالية
	1.000.000		3- القيمة المضافة للاستغلال VA (2-1)
	250.000		- أعباء المستخدمين
	50.000		- الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة
	700.000		4- إجمالي فائض الاستغلال EBE
	200.000		+ المنتجات العملية الأخرى
	140.000		- الأعباء العملية الأخرى
	320.000		- المخصصات للاهتلاكات والمؤونات وخسارة القيمة
	80.000		+ استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات
	520.000		5- النتيجة العملية
	110.000		المنتجات المالية
	60.000		- الأعباء المالية
	50.000		6- النتيجة المالية
	570.000		7- النتيجة العادية قبل الضرائب (6+5)

	108.300		- الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية
	/		- الضرائب المؤجلة (تغيرات) عن النتائج العادية
			مجموع منتجات الأنشطة العادية
			مجموع أعباء الأنشطة العادية
	46.1700		8- النتيجة الصافية للأنشطة العادية
	-		عناصر غير عادية (منتجات)
	-		- عناصر غير عادية (أعباء)
	-		9- النتيجة غير العادية
	461.700		10- صافي نتيجة السنة المالية RN (9+8)

المراجع

- 1- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة، 2013.
- 2- آل شبيب (دريد كامل)، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الطبعة الثانية، 2009.
- 3- آل شبيب (دريد كامل)، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 4- براق (محمد) وغربي (حمزة)، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، دار المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2015.
- 5- بريجهام (أوجين) إيرهاردت (ميشيل)، ترجمة سرور (على إبراهيم سرور)، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي، دار المريخ للنشر، الرياض، الكتاب الثاني، 2009.
- 6- بلعجوز (حسين)، المدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 7- بوراس (أحمد)، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
- 8- تيم (فايز)، مبادئ الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2011.
- 9- حداد (فايز سليم)، الإدارة المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2009.
- 10- الحناوي (محمد صالح) وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009.
- 11- الحضري (حامد العربي)، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000.
- 12- خان (يونس) غراييه (هشام صالح)، الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، الطبعة الثانية، عمان، 2007.
- 13- الدوري (مؤيد عبد الرحمن)، إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.

- 14- الزبيدي (حمزة محمود)، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
- 15- عاطف عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 16- عاطف جابر (عبد الرحيم)، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 17- العامري (محمد علي إبراهيم)، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 18- عباس (علي)، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 19- عرفة (سيد سالم)، دراسة جدوى المشروعات، دار الراجية للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 20- العلي (أسعد حميد)، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة، 2013.
- 21- العيساوي (كاظم جاسم)، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، تحليل نظري وتطبيقي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2001.
- 22- النعيمي (عدنان تايه) وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
- 23- الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية الشعبية الديمقراطية، العدد رقم: 27، المؤرخة بتاريخ 28 ماي 2008.
- 24- عاطف عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 25- حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
- 26- محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2013.

- 27- محمد براق وحمزة غربي، مدخل إلى السياسة المالية للمؤسسة، دار المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2015.
- 28- حمزة غربي، محددات السياسة المالية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه غير منشورة، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2014.
- 29- مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 30- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الطبعة الثانية، 2009.
- 31- سيد سالم عرفة، دراسة جدوى المشروعات، دار الرياء للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
- 32- مؤيد عبد الرحمان الدوري، مرجع سابق، 2010.
- 33- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الرابعة، 2006.
- 34- حامد العربي الحضري، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000.
- 35- برحومة عبد الحميد، محددات الاستثمار وأدوات مراقبتها، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2007.
- 36- كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، تحليل نظري وتطبيقي، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2001.
- 37- حسين بلعجوز، المدخل لنظرية القرار، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 38- يونس خان وهشام غرايبه، الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، الطبعة الثانية، عمان، 2007.
- 39- فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2011.
- 40- محمد صالح الحناوي وآخرون، الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات الجديدة)، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2009.
- 41- دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية الشركات المتقدمة، دار اليازوري، عمان، الطبعة الأولى، 2010.

- 42- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثراء للنشر والتوزيع، 2010، عمان.
- 43- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية، النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثانية، 2008.
- 44- علي عباس، الإدارة المالية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
- 45- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة، 2013.
- 46- أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، 2008.
- 47- دادن عبد الوهاب وحوورية بديدة، "تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسات المسعرة - حالة المؤشر CAC40 خلال الفترة الممتدة ما بين 2007 و2009"، مجلة الباحث، عدد 10، 2012.
- 48- هاشم حسن حسين، "العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد السابع عشر أيار 2008.
- 49- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة، 2013.
- 50- أمجد إبراهيم البراجنة، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم، ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2009.
- 51- عاطف جابر عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
- 52- محمد صالح الحناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، 2004، ص: 379. حمزة غربي، مرجع سابق، 2014.
- 53- عيسى بدروني، محددات توزيع أرباح السهم في المؤسسات الخاصة - دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية والمالية، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2010.
- 54- محمد زرقون، "أثر الاكتتاب العام على سياسات توزيع الأرباح في المؤسسات الاقتصادية المسعرة في البورصة"، مجلة الباحث، 10/08، 2008.

55- عبد القادر بريش وعيسى بدروني، محددات سياسة توزيع لأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، قسم العلوم الاقتصادية والقانونية، جامعة الشلف، العدد 10، جوان 2013.

- 56- Merton H Miller and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", The Journal of Business, Vol. 34, No. 4, 1961, pp. 411-433.
- 57- Myron J Gordon, "Optimal Investment and Financing Policy", The Journal of Finance, Vol. 18, No. 1, 1963, pp: 264-272.
- 58- John Lintner, "Dividends, Earning, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations", Review of Economics and Statistics, Vol. 44, No. 3, 1962, pp: 243-269.
- 59- Sudipto Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy", Bell Journal of Economics, Vol. 10, No.1, 1979, pp: 259-270.
- 60- Lawrence J. Gitman, Principles of managerial finance, Pearson International edition, twelfth edition, United States, 2009.
- 61- Robert C. Merton, A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, "The Journal of Finance", Vol. 42, No.3, 1987, pp: 483-510.