



العنوان:

أهمية التدفقات النقدية كأساس في صناعة القرارات
الاستثمارية والتمويلية
دراسة حالة مؤسسة الأقمشة والأنسجة الصناعية -TINDAL بالمسيلة-

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر (أكاديمي) في علوم التسيير
تخصص: مراقبة التسيير

الأستاذ المشرف:

تمار توفيق

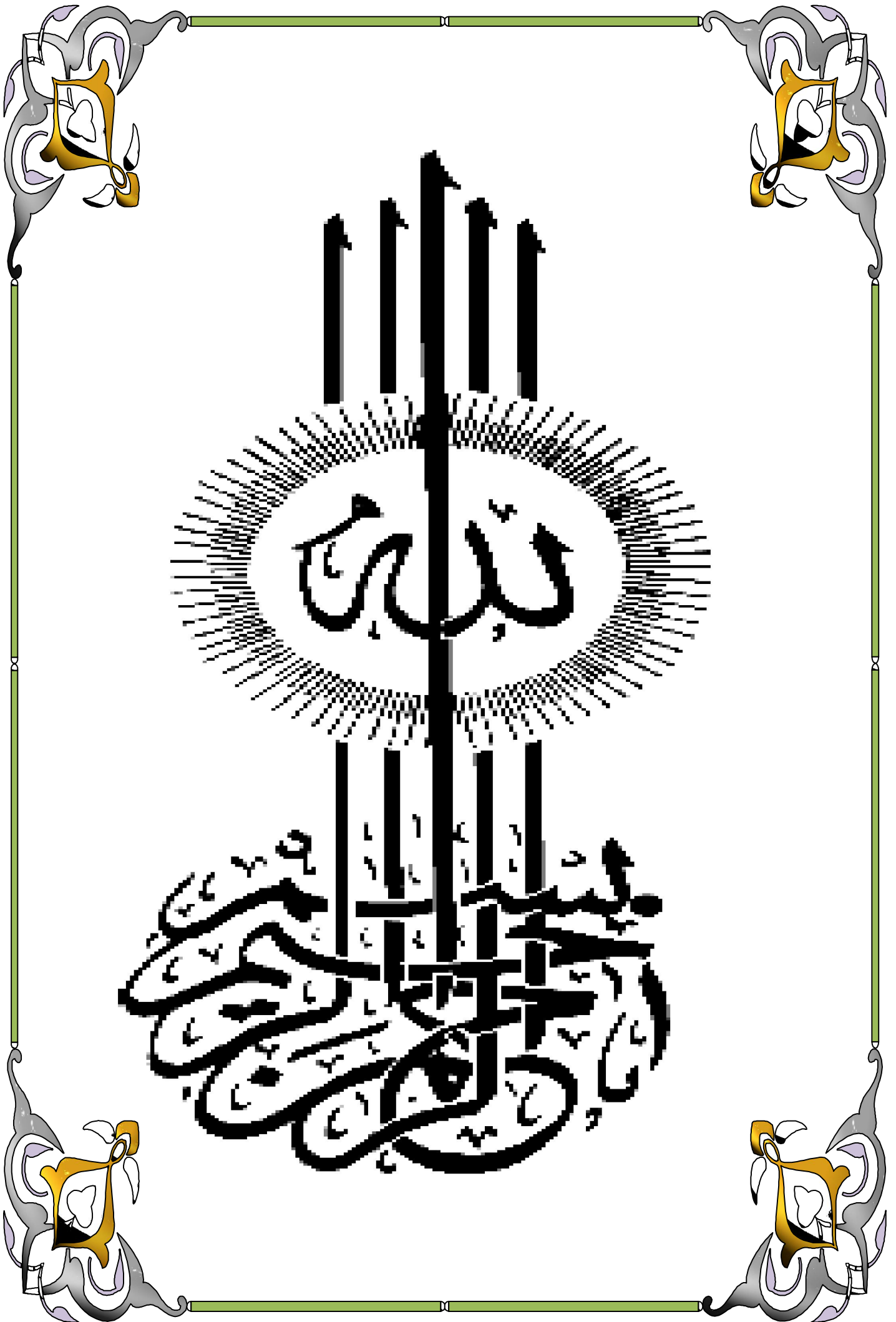
إعداد الطالبة:

بن الشيخ سمية

لجنة المناقشة

اللقب والاسم	الرتبة	الجامعة	الصفة
عجلان العياشي	أستاذ مساعد أ	المسيلة	رئيسا
تمار توفيق	أستاذ مساعد أ	المسيلة	مشرفا
بحري علي	أستاذ مساعد أ	المسيلة	ممتحنا

السنة الجامعية: 2012 - 2013



شكر و عرفان

﴿رب أوزر عني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أعمل صالحا ترضاه
وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين﴾.

الحمد لله على نعمه التي لا ينسى ذكرها، ولا يؤدي بشيء من الأنواع شكرها، أحمده تعالى
عند هذا المقام وفي هذا المقام أثني عليه الخير كله ولا أحصي ثناء عليه وهو أهل الحمد والشكر
والثناء وفي محطات العرفان بالجميل وحسن الصنيع لا يسعنا إلا أن نحمد الله الذي وفقنا لإتمام هذا العمل
المتواضع وأصلي وأسلم على نور القلوب وضياها حبيبي وقرّة عيني محمد صلى الله عليه وسلم.

كما نشكر كل من ساعدنا على إنجاز هذا العمل

ونخص بالذكر: الأستاذ المشرف تمار توفيق الذي لم يخل علينا بنصائحه وتوجيهاته القيمة التي
كانت لنا خير معين في البحث، كما نشكره على جديته في العمل وتمنى له التوفيق.

كما تتقدم بالشكر الجزيل للجنة المناقشة التي سيكون لها دورا كبيرا في تقيمه

وتمين هذا البحث

إلى كل أساتذة كلية العلوم التجارية والاقتصادية وعلوم التسيير بجامعة المسيلة

كما لا يفوتنا في هذا المقام أن نشكر كل عمال مؤسسة تيندال

كما لا ننسى طاقم مكتبة باب الجامعة

وكل من ساعدنا ولو بكلمة طيبة أو دعاء كريم.

إهداء

إلى الذي لو جاز السجود لغير الله لسجدت لهما إلى من
كونا مني إنسانة إلى من أبصرت مجبهما والدي الحبيبان
إلى الشمعة التي أنارت طريقي وسهلت لي دربي ونزعت أشواكه إلى المرأة التي حرمت نفسها
لحظة راحة في سبيل تربيتي إلى التي تبكي لأحزاني وتعانقي لفرحتي إلى رمز الوفاء والإخلاص
أمي الحبيبة أطل الله في عمرها فاطمة

إلى رمز القلب الواحد إلى من تقاسموا معي حلو الحياة ومرها إلى من كانوا لي سنداً في
حياتي إلى نور قلبي وسرور فؤادي وضياء عيني وأسأل الله لهم السلامة وحسن الاستقامة

إلى مناد ، رشيد ، بشير ، سفيان ، حميدة

وجوهرة قلبي وردة ، فائزة ، كريمة ، دورية ، ياسمينة

وكتكوتة البيت أمال وزوجة أبي نادبة

وإلى من لهم مكانة في قلبي عمي صروشي وزوجته عقيلة وأولاده وإلى خالي خميسي

وزجته حورية وأولاده وعماتي وخالاتي وأولادهم إلى نجوم تألقت في سماتي: ليلي

شرفة،باية،جهاد ،

أحلام لعرابة ، أمال بريكات، حنان نش ، سمية طويبة ، سمية رزيقات ، حنان بلطرش

، خليصة،وردة،نبيلة، حياة ، نعيمة ،لويظة ، شرفية ، زينب ، سعيدة حامدي ، احمد مراد ،

بلال لقرع ، حبيبة ، سمية لبادي، حيزية ، أحمد إسمهان ،

وإلى كل من نسيهم قلبي ولم ينساهم قلبي .

الفهرس

الصفحة	فهرس المحتويات
	شكر و عرفان
	إهداء
	الفهرس
	فهرس الأشكال
	فهرس الجداول
أ، ب، ج	مقدمة عامة
	الفصل الأول: التدفقات النقدية
05	تمهيد
06	المبحث الأول: مفهوم التدفقات النقدية
06	المطلب الأول: تعريف التدفقات النقدية
08	المطلب الثاني: أنواع التدفقات النقدية
10	المطلب الثالث: أسباب تفضيل استخدام مفهوم التدفقات النقدية على مفهوم الربح المحاسبي
12	المبحث الثاني: قائمة التدفقات النقدية
12	المطلب الأول: مفهوم قائمة التدفقات النقدية
14	المطلب الثاني: خطوات و طرق إعداد قائمة التدفقات النقدية
21	المطلب الثالث: البنود المتعلقة بأنشطة قائمة التدفقات النقدية و تفسيرها
22	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: القرارات الاستثمارية و التمويلية
26	تمهيد
27	المبحث الأول: القرارات الاستثمارية
27	المطلب الأول: عملية اتخاذ القرارات
38	المطلب الثاني: مفهوم و أهمية اتخاذ القرار
41	المطلب الثالث: ماهية الاستثمار
43	المطلب الرابع: خطوات الوصول إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية

44	المطلب الخامس: معايير اتخاذ القرارات الاستثمارية
62	المبحث الثاني: القرارات التمويلية
62	المطلب الأول: مفهوم ومصادر التمويل
64	المطلب الثاني: وظيفة التمويل
66	المطلب الثالث: محددات التمويل
69	المطلب الرابع: مخاطر التمويل و أثرها على المؤسسات الإنتاجية
72	المطلب الخامس: كيفية اتخاذ قرار التمويل و أهميته
73	المطلب السادس: تفاعل قرارات الاستثمار و قرارات التمويل
91	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: الدراسة الميدانية على شركة الأنسجة و الأقمشة الصناعية - تيندال - بالمسيلة
93	تمهيد
94	المبحث الأول: بطاقة فنية حول مؤسسة تيندال
94	المطلب الأول: التعريف بمؤسسة تيندال
95	المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للمؤسسة
99	المطلب الثالث: طبيعة نشاط المؤسسة
102	المبحث الثاني: استخدام الأرباح و الاهتلاكات السنوية في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية
102	المطلب الأول: التدفقات النقدية للسنوات الثلاثة
103	المطلب الثاني: حساب صافي القيمة الحالية
106	خلاصة الفصل
108	الخاتمة العامة
	قائمة المراجع
	الملاحق

فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
17	مكونات قائمة التدفقات النقدية	1
20	تحويل صافي الدخل على أساس الاستحقاق إلى تدفقات نقدية على أساس نقدي	2
21	طريقة حساب التدفقات النقدية المتعلقة بأنشطة التشغيل	3
28	أهمية إتخاذ القرار بالنسبة للإدارة	4
43	مراحل الوصول إلى إتخاذ القرار الاستثماري	5
61	نموذج شجرة القرار	6
63	نموذج التمويل الذاتي	7
75	العلاقة المتبادلة بين المجالات	8
75	العلاقة المتبادلة بين المجالات الثلاثة في مجال خلق القيم	9
96	الميكمل التنظيمي للمؤسسة	10

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
07	نموذج التدفقات النقدية	1
18	قائمة التدفقات النقدية للعام المنتهي	2
46	طريقة كوفمان لإتخاذ القرار في حالة المستقبل المحتمل	3
50	فترة الاسترداد لعدة مشاريع إستثمارية	4
52	طريقة معدل العائد المحاسبي للمفاضلة بين مشروعين استثماريين	5
59	التدفقات النقدية لمشروعين بغرض المفاضلة بينهما عن طريق معيار القيمة النقدية المتوقعة لصافي القيمة الحالية	6
84	المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	7

مقدمة عامة

مقدمة عامة :

يعتبر موضوع صنع القرار واتخاذ من بين الموضوعات ذات الأهمية، التي حازت اهتمام من قبل المسؤولين عن صنع القرار في مختلف المجالات، وتعد عملية صنع القرار أخطر عملية في التسيير لكونها تمتد آثارها الى المستقبل لذلك يجب أن تسبقها دراسة مبنية على قاعدة أساسية التي تستند على معلومات دقيقة التي تتعلق بعملية صنع القرار.

وتعد عملية صنع القرار قلب الإدارة وجوهر العملية الإدارية، ولذلك من خلال صنع القرار تحقق الإدارة أو المؤسسة التي يتم أهدافها المرغوبة ، فجودة القرارات التي يتم اتخاذها بواسطة المدير في أي مؤسسة تعتبر المؤشر الحقيقي الذي من خلاله يوضح قيمة المساهمة التي يقدمها المدير لتحقيق النجاح والفعالية للمنظمة .

ولذلك نجد في المؤسسات الاقتصادية أنها تتجه بشكل أساسي إلى القرارات الاستثمارية والقرارات التمويلية والتي تتصف بالترابط والتداخل فيما بينها، في حين يعتبر قرار الاستثمار من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها المؤسسة ، والذي له الدور الكبير والأثر الكبير في بقاء واستمرارها، بالمقابل نجد أن المؤسسة تتعرض إلى تحدي كبير في كيفية الحصول على الموارد المتاحة والمناسبة لتمويل الاستثمارات. ونظرا لأهمية الجانب الربحي في عملية المفاضلة بين مختلف البدائل الاستثمارية والتمويلية قد ارتأينا أن تكون إشكالية بحثنا في:

أولا: إشكالية البحث

- ما هي أهمية التدفقات النقدية في صناعة القرارات الاستثمارية والتمويلية؟

ويندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من التساؤلات الفرعية:

- ما المقصود بالتدفقات النقدية؟ وما هي أنواعها؟

- ما هي مفاهيم قائمة التدفقات النقدية؟

- ما هي خطوات و متطلبات إعداد قائمة التدفقات النقدية؟

- ما هو تعريف القرار الاستثماري؟

- ما هي المراحل التي من خلالها يمكن الوصول إلى قرار استثماري رشيد؟

- ما هو تعريف القرار التمويلي؟

- كيف يتم التفاعل بين القرار الاستثماري و القرار التمويلي؟

- كيف تستخدم التدفقات النقدية في صناعة القرارات الاستثمارية والتمويلية؟

ثانيا: فرضيات البحث

وللإجابة عن الإشكالية و التساؤلات الفرعية ارتأينا صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: ترافق أنشطة الاستثمار تدفقات نقدية وتدفقات مالية .

الفرضية الثانية: القرار الاستثماري هو عبارة عن اختيار بديل من بين البدائل الاستثمارية ويستند هذا القرار على مبدأ الرشد الاقتصادي.

الفرضية الثالثة: القرار التمويلي هو اختيار بين الأشكال المختلفة للأموال، في حين يركز على طبيعة الهيكل المالي للمستثمر.

الفرضية الرابعة: تكمن أهمية التدفقات النقدية في صناعة القرار الاستثماري و القرار التمويلي في حساب القيمة الحالية الصافية

ثالثا: أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة في التعرف على التدفقات النقدية ومدى أهميتها في صناعة القرار.

رابعا: أسباب اختيار الموضوع

يرجع أسباب اختيار الموضوع لسببين، ذاتي و موضوعي كآآتي:

أ. السبب الذاتي، يتمثل في سببين هما:

- الاهتمام الذاتي بالموضوع لأنه من تخصص مراقبة التسيير.

- مدى قناعتنا بوجود أهمية و دور للتدفقات النقدية في صناعة القرار الاستثماري و التمويلي من خلال المفاضلة بين المشاريع.

ب. السبب الموضوعي:

- يتمثل في عدم اهتمام بعض المؤسسات الجزائرية بمقارنة التدفقات النقدية في المفاضلة بين المشاريع.

خامسا: منهج البحث

نظرا لطبيعة الموضوع و المصادر المستقاة منها المعلومات اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي، بالإضافة

إلى منهج دراسة حالة.

سادسا: تقسيمات البحث

للإحاطة بمختلف جوانب الموضوع تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول و هي كما يلي:

الفصل الأول: تم التناول فيه كمدخل للتدفقات النقدية و طريقة إعداد قائمة التدفقات النقدية.

الفصل الثاني: فكانت الدراسة حول مفهوم القرارات الاستثمارية و التمويلية و التفاعل بين هذين النوعين من القرارات.

الفصل الثالث: دراسة حالة، أي تم فيه محاولة التطبيق الميداني للتدفقات النقدية في المفاضلة بين المشاريع التي من خلالها يمكن اتخاذ قرار استثماري تمويلي مناسب.

الفصل الأول

التدفقات النقدية

تمهيد:

تتطلب عملية التقييم الاقتصادي والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية توافر مجموعة البيانات الأساسية لتحديد الإيرادات والتكاليف النقدية المتعلقة بالمشروع الاستثماري بغرض تقييم الربحية الاقتصادية للمشروع. نتناول من خلال هذا التقديم:

مفهوم التدفقات النقدية وأنواعها، وأسباب تفضيلها في مجال دراسة الجدوى الاقتصادية عن مفهوم الربح المحاسبي وكذلك التطرق إلى طرف إعداد قائمة التدفقات النقدية ومعرفة البنود المتعلقة بأنشطة قائمة التدفقات النقدية.

المبحث الأول: ماهية التدفقات النقدية

نتناول في هذا المبحث تعريف التدفقات النقدية وأنواعها، ومعرفة أسباب تفضيل استخدام مفهوم التدفقات النقدية على مفهوم الربح المحاسبي.

المطلب الأول: تعريف التدفقات النقدية

تعريف التدفق النقدي:

التدفق النقدي هو عبارة عن تحركات الأموال التي ترافق الاستثمار منذ البدء في تنفيذه حتى انتهاء حياته الإنتاجية، والتدفق النقدي إما أن يكون تدفقا سالبا، أي التدفقات النقدية الخارجة (المصاريف)، أو أن يكون تدفقا موجبا ويشتمل التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات). و يتم استخدام هذا المفهوم كقياس لتحديد ربحية المشروع، وذلك بمقارنة التدفقات النقدية الخارجة مع التدفقات النقدية الداخلة، فإذا كانت الأولى أكبر من الثانية فإن المشروع سيحقق أرباحا تعادل الزيادة في كمية التدفقات النقدية الداخلة و إذا حدث العكس فإن المشروع سيحقق خسارة تعادل الزيادة في كمية التدفقات النقدية الخارجة، والفرق بين التدفقين يمثل صافي التدفق النقدي.

التدفق النقدي الصافي = التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات) - التدفقات النقدية الخارجة (المصاريف).

وعند إعداد جدول التدفقات النقدية يجب ملاحظة ما يلي¹:

1- لا يعتبر الإهلاك عند إعداد جدول التدفقات النقدية كعنصر تكلفة يخفض به الربح لكن أقساط الإهلاك تعالج على أساس أنها ربح محتجز، من قبل أصحاب المشروع في نهاية حياته والنظرة هنا قائمة على أساس أننا نقوم بتصفية المشروع في تلك اللحظة.

2- تحسب الضرائب على أرباح الشركة سنويا.

3- تفصل القروض والفوائد تحت بند خاص في جدول التدفقات النقدية تحت تسمية المعاملات المالية لما لها من طبيعة خاصة والجدول رقم (1) بين نموذج التدفقات النقدية.

¹توفيق حسون: الإدارة المالية وسياسات التمويل في المشروع الاقتصادي، جامعة دمشق كلية التجارة والاقتصاد، دمشق، 1989، ص29..

جدول رقم (1) نموذج التدفقات النقدية.

سنوات العمر الافتراضي للمشروع					سنة الإنشاء	البيان
س ن	س4	س3	س2	س1	نسب صفر	
						التدفقات النقدية الداخلة: - إيرادات المبيعات . - القيمة البيعية للمشروع (التخريدية). - الإعانات (حسب السنوات) - القروض (حسب السنوات).
						إجمالي التدفقات النقدية الداخلة
						التدفقات النقدية الخارجة: - التكاليف الاستثمارية. - تكاليف التشغيل السنوية. - الفوائد المالية. - الضرائب.
						إجمالي التدفقات النقدية الخارجة
						صافي التدفقات النقدية

المصدر: توفيق حسون، مرجع سابق، ص30.

المطلب الثاني: أنواع التدفقات النقدية

يتم الاعتماد على التدفقات النقدية عند تقويم المشروعات الاستثمارية والمفاضلة بينها. لما لها من دور حيوي وفعال. وصولاً إلى القرار الاستثماري الرشيد. ويوجد نوعان من التدفقات النقدية¹.

أولاً: التدفقات النقدية الخارجة

تعتبر التدفقات النقدية الخارجة عن جميع المبالغ التي سيتم إنفاقها على المشروع منذ ظهوره كفكرة وحتى الانتهاء من إنشائه وتجربة تشغيله وبدء الحصول على الإيرادات من تشغيل المشروع وكذا التكاليف المترتبة على تشغيل المشروع طوال عمره الاقتصادي.

يعتبر أي خطأ في تقدير التدفقات النقدية الخارجة في غير صالح المستثمر لأن ذلك يؤثر على العائد المتوقع من المشروع الاستثماري عند القيام بقيام عملية المفاضلة و التقويم بين الفرص الاستثمارية ويقلل من فاعلية التدفقات النقدية الداخلة لتغطية التكلفة الاستثمارية للمشروع الاستثماري. يجب مراعاة عند تقدير التدفقات النقدية الخارجة الآتي²:

- 1- التكاليف الاستثمارية للمشروع تدرج حسب سنوات إنفاقها ووفقاً للمبالغ التي تم دفعها خلال فترة الإنشاء.
- 2- تقدير الإنفاق الاستثماري في الأصول الثابتة بعناصرها المختلفة منذ التعاقد على شراء الأصل حتى امتلاكه سواء كانت هذه الأصول شراء أراضي، أثاث، وسائل نقل، إقامة مباني، أو أي أصول ثابتة أخرى.
- 3- تقدير رأس المال العامل الدائم أو الحد الأدنى من الأصول المتداولة اللازم لدورة إنتاج وتشغيل واحدة.
- 4- تقدير المصروفات الإيرادات المؤجلة أو ما تسمى بالمصروفات الرأسمالية التي تنفق خلال فترة إنشاء المشروع حتى بدء عملية التشغيل الفعلية.

¹ محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات)، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2005، صص 115، 116.

² حامد العربي الحضيبي: تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، القاهرة، 2000، صص 86-87.

ثانيا: التدفقات النقدية الداخلة:

هي عبارة عن جميع المدخلات النقدية المتوقعة التي يحصل عليها المشروع الاستثماري خلال فترة الإنشاء والتشغيل، وتعتبر التدفقات النقدية الداخلة من أهم عناصر التقويم والمفاضلة بين المشروعات الاستثمارية وعند اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، كما أنها تؤثر في معدل نمو وتطور عملية الاستثمار وفي قدرة على الوفاء بالتزاماته تجاه الغير، وتتكون التدفقات النقدية الداخلة من العناصر التالية¹:

1- الإيرادات: وتتكون من كافة الإيرادات الجارية والرأسمالية التي يحققها المشروع خلال فترة عمره الاقتصادي.

2- قيمة الخردة أو النفاية: وتتمثل فيما يلي:

أ/ القيمة البيعية للأصول غير القابلة للاهلاك وهي القيمة المقدرة لبيع تلك الأصول في نهاية العمر الاقتصادي للمشروع، ومن أمثلة ذلك صافي القيمة المقدرة لبيع الأراضي التي يقام عليها المشروع وهي عبارة عن القيمة البيعية بعد خصم الضرائب في حالة تحقيق أرباح رأسمالية ناتجة عن عملية البيع.

ب/ القيمة البيعية للأصول القابلة للاهلاك وهي القيمة المقدرة لبيع الأصول التي يتم امتلاكها وفقا لمعدلات معينة ومنها المباني والآلات والمعدات وغيرها، تقدير عناصر التدفقات النقدية الداخلة إعداد قائمة دخل تقديرية يترتب عليها تقدير كل من صافي التدفق النقدي الداخل في كل سنة من سنوات التشغيل وتقدير إجمالي التدفق النقدي الخارج حتى يمكن استخدام معايير المفاضلة والتقويم بين المشروعات الاستثمارية.

ويجب مراعاة الآتي عند تقدير التدفقات النقدية الداخلة:

● تتم المقارنة بين المشروعات الاستثمارية على أساس مفهوم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لتحديد المشروع الذي له أعلى تدفق داخل وعزل باقي المشروعات الأخرى.

● مراعاة عوامل عدم التأكد في تقدير التدفقات النقدية الداخلة بوضع تقديرات احتمالية لها لتحديد التدفق النقدي الداخل التشاؤمي والأكثر احتمالا والتدفق النقدي الداخل التفاؤلي.

توجد علاقة بين التدفقات النقدية الداخلة والضرائب وطريقة تمويل المشروع الاستثماري على النحو التالي:

- تعتبر الضرائب من الحوافز الاستثمارية التي تساعد على زيادة التدفق النقدي الداخل إذا تمتع المشروع بإعفاءات ضريبية.

¹كمال الدين الدهراوي: تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان، الدار الجامعية للنشر، الطبعة الأولى، بيروت، ص 173-174.

- تتأثر الضرائب المستحقة بطريقة التمويل، فإذا كان المشروع الاستثماري ممولا ذاتيا فإن الدخل المحقق يخضع بالكامل للضرائب ولكن صافي الدخل المحقق سيكون كبيرا نسبيا، أما إذا كان الاستثمار ممولا بالقروض فإن الفائدة على الأموال المقترضة تحد من عبء الضرائب على الدخل.

المطلب الثالث: أسباب تفضيل استخدام مفهوم التدفقات النقدية على مفهوم الربح المحاسبي:

يرجع تفضيل استخدام التدفقات النقدية في تقييم المشروعات الاستثمارية بدلا من مبدأ الاستحقاق بالمفهوم المحاسبي إلى عدة أسباب منها ما يلي¹:

أولا: إن استخدام التدفقات النقدية في تقييم المشروعات الاستثمارية يمكننا من تجنب الكثير من المشاكل والتساؤلات التي تثار في حالة استخدام مبدأ الاستحقاق بالمفهوم المحاسبي ومن هذه التساؤلات ما يلي:

1- ما هي النقطة التي يعتبر الإيراد قد تحقق عندها؟

2- ما هي النفقات التي يجب معالجتها كتكاليف استثمارية وبالتالي تستهلك على عدة فترات مالية بدلا من فترة واحدة؟

3- ماهي طريقة الاهتلاك التي يجب استخدامها عند قياس الربح؟

4- ما هي الطريقة المناسبة لقياس تدفق المخزون؟ هل تستخدم طريقة الوارد أولا صادر أولا، أم طريقة الوارد أخيرا صادرا أولا، أم أية طريقة أخرى؟

ثانيا: التدفقات النقدية تأخذ معايير القيمة الزمنية للنقود في الاعتبار وذلك من خلال إثبات التكلفة عند إنفاقها والإيراد عند تحصيله، بينما مبدأ الاستحقاق يعتمد على تسجيل التكاليف والإيرادات في الفترة التي تستحق عنها هذه المبالغ بغض النظر عن تواريخ تحصيلها.

إذ العبرة بمبدأ الاستحقاق هو واقعة الاستحقاق بينما أن العبرة في أسلوب التدفقات النقدية بواقعة حدوث التدفق النقدي مما يعني أخذ القيمة الزمنية للنقود في الحسبان.

ثالثا: أن تقييم المشروع يتطلب تحديد التكاليف والإيرادات المتعلقة بالمشروع، وهي تتمثل في تلك التكاليف والإيرادات التي سوف تترتب عن تنفيذ المشروع الاستثماري وليس كل ما يستخدم في المشروع من موارد اقتصادية. أي يتطلب تحديد التكاليف والإيرادات التفاضلية وليس التكاليف الكلية للمشروع.

¹ جهاد صبحي، عبد العزيز محمد القطيط: نحو معدل لحصم التدفقات النقدية بديل عن معدل الفائدة لأغراض تقييم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، ورقة بحثية في مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، جامعة الأزهر، 31 مايو-3 يونيو 2009م

ويؤدي استخدام مفهوم التدفقات النقدية إلى سهولة تحديد التكاليف والإيرادات التفاضلية المرتبطة بكل مشروع.

ويقصد بالتكلفة التفاضلية التكلفة الزائدة نتيجة التغير في مستوى أو طبيعة النشاط مثل إضافة منتج جديد أو قناة توزيع جديدة.

وكذلك الإيراد هو الإيراد الذي يزداد تحت مجموعة من الظروف عن الإيراد المحقق.

رابعاً: من الأسباب الرئيسية لاستخدام مفهوم التدفقات النقدية في تقييم المشروعات الاستثمارية. هوان النقدية تكون بمثابة السلعة التي يمكن استخدامها للقيام باستثمارات إضافية ومن الخطأ تصور أن الربح يمكن استثماره، فالربح ببساطة يكون مقياساً لقيمة زائدة بينما تكون النقدية شيئاً ملموساً.

المبحث الثاني: قائمة التدفقات النقدية

المطلب الأول: مفهوم قائمة التدفقات النقدية وأهميتها

أولاً: قائمة التدفقات النقدية: هناك عدة تعريف منها:

تعريف 1:

قائمة التدفقات النقدية هي عبارة عن قائمة تعرض المتحصلات النقدية (الإيرادات)، والمدفوعات النقدية (المصروفات)، وفيها يتم تحديد صافي التغير في النقدية من ثلاث أنشطة وهي: أنشطة التشغيل، وأنشطة الاستثمار، أنشطة التمويل لمنشأة اقتصادية.

تعريف 2:

قائمة التدفقات النقدية عبارة عن قائمة تعرض مصادر التدفقات الداخلة، واستخدامات التدفقات الخارجة للوحدة الاقتصادية خلال فترة زمنية محددة، هذه القائمة تظهر فقط الحالة المالية في الأجل القصير، وتقدم ملخص للتدفقات النقدية للتشغيل والاستثمار والتمويل.¹

تعريف 3:

قائمة التدفقات النقدية هي قائمة تكشف تدفقات الخزينة المقبوضة والمدفوعة من طرف المؤسسة خلال الدورة المحاسبية، وهي منظمة بهدف شرح أسباب التغير في الخزينة بين بداية ونهاية الدورة المحاسبية² ومن التعريف والآراء السابقة، نتوصل إلى تعريف محدد لقائمة التدفقات النقدية وهو: يمكن تعريف قائمة التدفقات النقدية بأنها تقدم نوعية من المعلومات عن مصادر الأموال (التدفقات الداخلة) واستخدامات الأموال (التدفقات الخارجة) خلال فترة، وهذه المعلومات التي تقدمها القائمة تتصف بالدقة مما يزيد من فاعليتها في الكشف عن بعض الأمور الهامة عند أثر أنشطة التشغيل والاستثمار والتمويل على سيولة المنشأة في الأجل القصير.

ثانياً: أهداف قائمة التدفقات النقدية:

إن الهدف من قائمة التدفقات النقدية هو توفير معلومات عن المتحصلات النقدية والمدفوعات النقدية للمنشأة التي وقعت خلال الفترة:

¹ عبد الحليم كراجة: الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2000، ص 26.

² Georges Langlois et Micheline Friedrich, Entroduction à la comptabilité; édition sup Foucher, 5^e édition, vanves, p 241.

1- التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وتقييم مقدرة الوحدة الاقتصادية على توليد تدفقات نقدية موجبة في المستقبل.

2- تقييم مقدرة الوحدة الاقتصادية على الوفاء بالتزاماتها ومقدرتها على توزيع الأرباح والحاجة للحصول على تمويل خارجي.¹

3- تقييم تأثير العمليات الاستثمارية والتمويلية -النقدية وغير النقدية على المركز المالي للمنشأة.²

4- تقديم إجابة عن أسئلة المستثمرين والدائنين الماليين عن:

- مصادر النقدية للمنشأة خلال الفترة.

- أوجه استخدامات المنشأة لهذه النقدية المتاحة لديها.

- كيفية تفسير التغير في الرصيد النقدي خلال الفترة.

5- تقييم قرارات الإدارة فإذا قام المديرين باتخاذ قرارات استثمارية جيدة، فإن أعمالهم سوف تزدهر، أما إذا قاموا

باتخاذ قرارات استثمارية غير جيدة، فإن المنشأة التي يديرونها سوف تعاني، ولذلك تقدم قائمة التدفقات

النقدية معلومات عن الاستثمارات في الشركة وهو ما يوفر للمستثمرين و الدائنين معلومات عن التدفقات

النقدية من أجل تقييم قرارات الإدارة.³

ثالثاً: أهمية قائمة التدفقات النقدية:

تبرز أهمية قائمة التدفقات النقدية من طبيعة المعلومات التي تحتويها، حيث تفصح القائمة عن التدفقات

النقدية من أوجه النشاط المختلفة (تشغيل، استثمار، تمويل) والتي تكشف عن بعض الأمور الهامة التي لا توضحها

القوائم المالية الأخرى في الحكم على مدى نجاح المنشأة وإمكانية استمرارها، ويمكن تلخيص جوانب أهمية قائمة

التدفقات النقدية في النقاط التالية:⁴

1- تساعد قائمة التدفقات النقدية على تحديد المرحلة التي تمر بها المنشأة من دورة حياتها هل هي في مرحلة

البداية أم النمو أم الاستقرار أم الانحدار. مما يساعد في تقييم درجة المخاطر المرتبطة بأداء المنشأة، فصافي

التدفقات النقدية من النشاط الاستثماري لها إمكانية توضيح ذلك على النحو التالي:

¹ عبد الحليم كراجة، مرجع سابق، ص 178.

² مصطفى حاموس: "المعاملات النقدية وغير النقدية"، في: مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، بدون سنة النشر، ص 232.

³ عبد الحليم كراجة، مرجع سابق، ص 178.

⁴ عمر عبد الحميد محمد العليمي: "قائمة التدفقات النقدية كأداة في التنبؤ بالفشل المالي للبنوك التجارية"، رسالة تخرج لنيل شهادة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية والمالية، القاهرة، 2010، ص 27-28.

- فظهور صافي التدفقات النقدية سالب بقيمة كبيرة يوضح أن الشركة في مرحلة توسع.
 - في حين أن ظهور صافي التدفقات النقدية موجب بقيمة كبيرة يوضح ان الشركة في مرحلة الانكماش، حيث قامت ببيع جزء كبير من الأصول أو الاستثمارات لتغطية العجز أو لسداد الالتزامات.
 - كما أن طبيعة التدفقات النقدية من النشاط التمويلي تؤكد النتائج السابقة، فزيادة التدفقات النقدية الداخلة من القروض طويلة الأجل توضح وجود نشاط استثماري يتمثل في شراء أصول ثابتة.
- 2- تكشف قائمة التدفقات النقدية عن حالات الاضطراب المالي التي قد تواجهها المنشأة وخاصة عندما تتجه نحو الإفلاس.
- 3- إن معلومات التدفقات النقدية هي المعلومات الملائمة لصناعة القرار الاستثماري بدلا من الإيرادات والمصاريف، وهذا ما يؤكد معظم خبراء تقييم المشروعات الاستثمارية على أساس أن مبدأ الاستحقاق يتجاهل مبدأ التفضيل الزمني للنقود.
- 4- يؤدي تحليل معلومات التدفقات النقدية إلى حدوث تخفيض كبير في التضليل الذي يمكن أن يحدثه استخدام طرق وسياسات محاسبية.

المطلب الثاني: خطوات وطرق إعداد قائمة التدفقات النقدية.

الفرع الأول: خطوات إعداد قائمة التدفقات النقدية

هناك عدة خطوات يتم إتباعها وهي¹:

- 1- تقدير المقبوضات النقدية المتوقعة (التدفق النقدي الداخلة) والتي تتكون من عدة مصادر من بينها المبيعات المتوقعة خلال الفترة مع الأخذ بعين الاعتبار السياسية المتبعة في تحصيلها والتي تكون في شكل سياسة البيع النقدي.
- 2- تقدير المدفوعات النقدية المتوقعة التدفق (التدفق النقدي الخارج) وتتكون من الالتزامات المطلوبة من الشركة والتي تتمثل في المشتريات المتوقعة خلال الفترة.
- 3- استخراج صافي التدفق النقدي: يتم من خلال إعداد جدول يحتوي على عناصر المقبوضات وعناصر المدفوعات ثم إيجاد الفرق الذي يعرف بصافي التدفق النقدي.

¹ عمر عبد الحميد محمد العليمي، مرجع سابق، ص 27-28.

4- استخراج المركز النقدي ويتم التوصل إليه من خلال جمع صافي التدفق النقدي للشهر الأول مع رصيد النقدية القائم في نهاية الفترة السابقة فيكون الناتج هو المركز النقدي للشهر الأول.

أولاً: تبويب التدفقات النقدية من الأنشطة:

يقصد بالتبويب بشكل عام وضع العناصر في مجموعات بحيث تشترك كل مجموعة في صفة تميزها عن بقية المجموعات الأخرى، وذلك لتحقيق أهداف معينة، ويعد تبويب التدفقات النقدية من الأمور الجوهرية لوظيفة القياس بغرض إعداد قائمة التدفقات النقدية بالطريقة التي تكفل تحقيق أهدافها.¹

ولكي يكون التبويب أفضل يجب أن يرتبط بالأنشطة الاقتصادية للمنشأة والتي تتمثل في أنشطة تشغيلية، أنشطة استثمارية، أنشطة تمويلية.²

1- الأنشطة تشغيلية: وهي تلك الأنشطة التي تصنف الآثار النقدية المرتبطة بالحصول على مستلزمات السلعية والخدمية والعمالة وكذلك تصريف السلع والخدمات، فتؤدي هذا النوع من الأنشطة إلى خلف الإيرادات والمصروفات المتعلقة بالنشاط الرئيسي للمنشآت ولذلك فإن أنشطة التشغيل تؤثر على قائمة الدخل والتي يتم إعدادها وفقاً لأساس الاستحقاق، بينما في قائمة التدفقات النقدية فهي تفصح عن تأثيرها على النقدية.³

2- الأنشطة الاستثمارية: وهي الأنشطة التي تتضمن الآثار النقدية المرتبطة بالحصول على الأصول طويلة الأجل المتاحة للمنشأة، فأنشطة الاستثمار في قائمة التدفقات النقدية تشمل شراء وبيع الأصول التي تبوب كاستثمارات في الميزانية.⁴

3- الأنشطة التمويلية: وهي تتضمن الآثار النقدية المرتبطة بعناصر الالتزامات مثل الحصول على نقدية من الدائنين و سداد الأموال المقترضة، فأنشطة التمويل توضع ما إذا كانت الشركة تقترض بكثافة أم لا⁵

¹ AICPA, AB opinion N19 Reporting changes in Financial position, 1981, p14.

² FASB, SEAS, N95 Statment of cash-flows, FASB, 2008, P34.

³ كمال الدين الدهراوي ، مرجع سابق، ص183.

⁴ محمد بشارة: "فهم قائمة التدفقات النقدية" في مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، ص122.

⁵ المعيار الدولي السابع، نشرة شهرية إلكترونية، كانون الثاني، العدد2، الأردن، 2002، ص12.

ثانيا التدفقات النقدية من الأنشطة:

لقد صنف المعيار الدولي رقم (7) التدفقات النقدية إلى¹:

● تدفقات نقدية من أنشطة التشغيل: و هي تشمل التدفقات النقدية الداخلة التي تتضمن المتحصلات النقدية من العملاء، والمتحصلات، النقدية من الفوائد، وكذلك التدفقات النقدية الخارجة التي تتضمن المدفوعات النقدية للموردين ومدفوعات الفوائد والضرائب.

● تدفقات نقدية من أنشطة الاستثمار: تتمثل التدفقات النقدية الداخلة التي تتضمن المتحصلات النقدية من بيع أصول ثابتة، تدفقات داخلة من بيع الأوراق المالية، وكذلك من خلال إعادة سداد القروض التي سبق وأن منحتها الشركة للغير، أما التدفقات النقدية الخارجة تتمثل في شراء أصول ثابتة و تدفقات في صورة قروض للغير.

● تدفقات نقدية من أنشطة التمويل: وهي تشمل التدفقات النقدية الداخلة التي تتمثل في إصدار الأسهم والسندات واقترض نقد من الغير، والتدفقات النقدية الخارجة التي تتمثل في شراء أسهم الخزنة، سداد أصل القرض، سداد توزيع الأرباح على المساهمين...إلخ.

ويرى الباحث أن تبويب عناصر النقدية لغرض إعداد قائمة التدفقات يجب أن يراعى النقاط التالية:

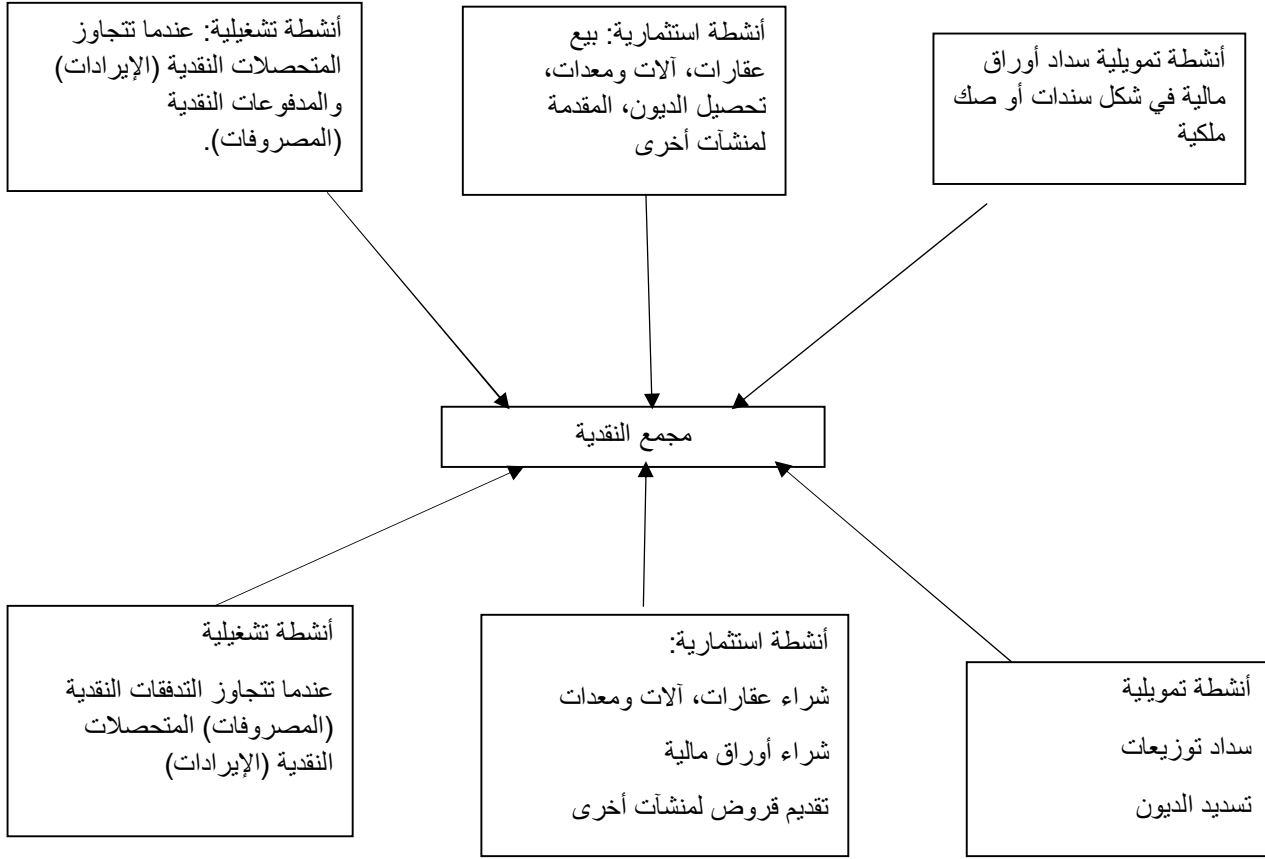
● يجب أن يوفر تبويب التدفقات النقدية قاعدة بيانات تعكس ارتباط التدفقات النقدية بالأنشطة الرئيسية للوحدة الاقتصادية.

● يجب أن يتمشى أساس التصنيف بالأهداف المحلية والنهائية للوحدة الاقتصادية، حتى يكون التبويب على درجة عالية من حيث صدق تمثيله للظواهر المراد قياسها.

يجب أن يؤدي تبويب التدفقات على الأنشطة الاقتصادية الثلاثة إلى تلبية احتياجات كل من المستثمرين والمقرضين من معلومات تساعد في اتخاذ القرار. والشكل رقم (1) يبين مكونات قائمة التدفقات النقدية.

¹ طارق عبد العال حماد: الموازنات التقديرية (نظرة متكاملة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص235.

شكل رقم (1): يبين مكونات قائمة التدفقات النقدية:



المصدر: سالمى محمد الدينوري، مذكرة ماجستير قائمة التدفقات النقدية في ظل اعتماد الجزائر معايير المحاسبة الدولية دراسة حالة مؤسسة اقتصادية، قسم التسيير محاسبة، باتنة، دفعة 2008-2009.

الفرع الثاني: طرق إعداد قائمة التدفقات النقدية:

يوجد طريقتين لإعداد قائمة التدفقات النقدية هما:

الطريقة المباشرة والطريقة الغير المباشرة، حيث ينحصر الاختلاف بين الطريقتين في نتائج قياس التدفقات النقدية المرتبطة بأنشطة التشغيل، أما التدفقات النقدية المرتبطة بالأنشطة التمويلية والاستثمارية فلا تختلف طريقة إعداد القائمة وفق الطريقتين أي تتوصلان إلى نتيجة نفسها(أنظر الملحق الخاص بالجريدة الرسمية) ونبين فيما يلي شرحا موجزا لمضمون الطريقتين¹:

¹كمال الدين الهواري، مرجع سابق، ص159 .

أولاً: الطريقة المباشرة:

تقوم هذه الطريقة على الإفصاح عن المكونات الرئيسية للتدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية بشكل إجمالي بالنسبة للمبالغ النقدية المدفوعة أو المقبوضة.

إذ يتم تحويل كل رقم موجود في قائمة الدخل مباشرة من أساس الاستحقاق المحاسبي إلى الأساس النقدي. ولذلك سميت هذه الطريقة بالطريقة المباشرة.

وتتمتع هذه الطريقة بالمميزات التالية:¹

1- تقدم معلومات عن المصادر الفعلية للتدفقات النقدية وكيفية استخدامها خلال فترة زمنية معينة.

2- تقدم معلومات مباشرة ومفيدة تساعد في تقدير مقادير التدفقات ويتم إعداد القائمة وفقاً لهذه الطريقة كما هو موضح في الجدول رقم (2):

جدول رقم (2) اسم الشركة (....) يبين قائمة التدفقات النقدية للعام المنتهي

		<p>التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل:</p> <p>متحصلات نقدية من العملاء</p> <p>مدفوعات نقدية للموردين والموظفين</p> <p>النقدية الناتجة من التشغيل</p> <p>ضريبة مدفوعة</p> <p>فوائد مدفوعة</p> <p>متحصلات أخرى مرتبطة بالعمليات التشغيلية</p> <p>متحصلات أخرى مرتبطة بالفاعليات التشغيلية</p> <p>التدفقات النقدية قبل البنود الغير العادية</p> <p>صافي التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل</p>
		<p>التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمارية:</p> <p>شراء أسهم في شركات أخرى</p> <p>شراء موجودات ثابتة</p>

¹ طارق عبد العال حماد: موسوعة المعايير المحاسبية، الجزء الأول، الدار الجامعية، القاهرة، 2004، ص 166.

		<p>متحصلات من بيع موجودات ثابتة</p> <p>بيع مكائن ومعدات</p> <p>فوائد مقبوضة</p> <p>أرباح أسهم مقبوضة</p> <p>صافي التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية</p>
		<p>التدفقات النقدية من أنشطة التمويل:</p> <p>متحصلات من إصدار أسهم رأس مال</p> <p>متحصلات من الاقتراض طويل الاجل</p> <p>أرباح موزعة</p> <p>مدفوعات التزامات طويلة الاجل</p> <p>صافي التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية</p> <p>صافي الزيادة (او النقص) في النقدية</p> <p>رصيد النقدية في أول المدة</p> <p>رصيد النقدية في اخر المدة</p>

المصدر: المعيار المحاسبي الدولي رقم 7. مرجع سابق، ص 13.

ثانيا: الطريقة الغير المباشرة:

ويطلق عليها أيضا طريقة التسوية إذ يتم من خلالها تحويل صافي الدخل الذي يظهر في قائمة الدخل المبني على أساس الاستحقاق في المحاسبة إلى تدفق نقدي من التشغيل.

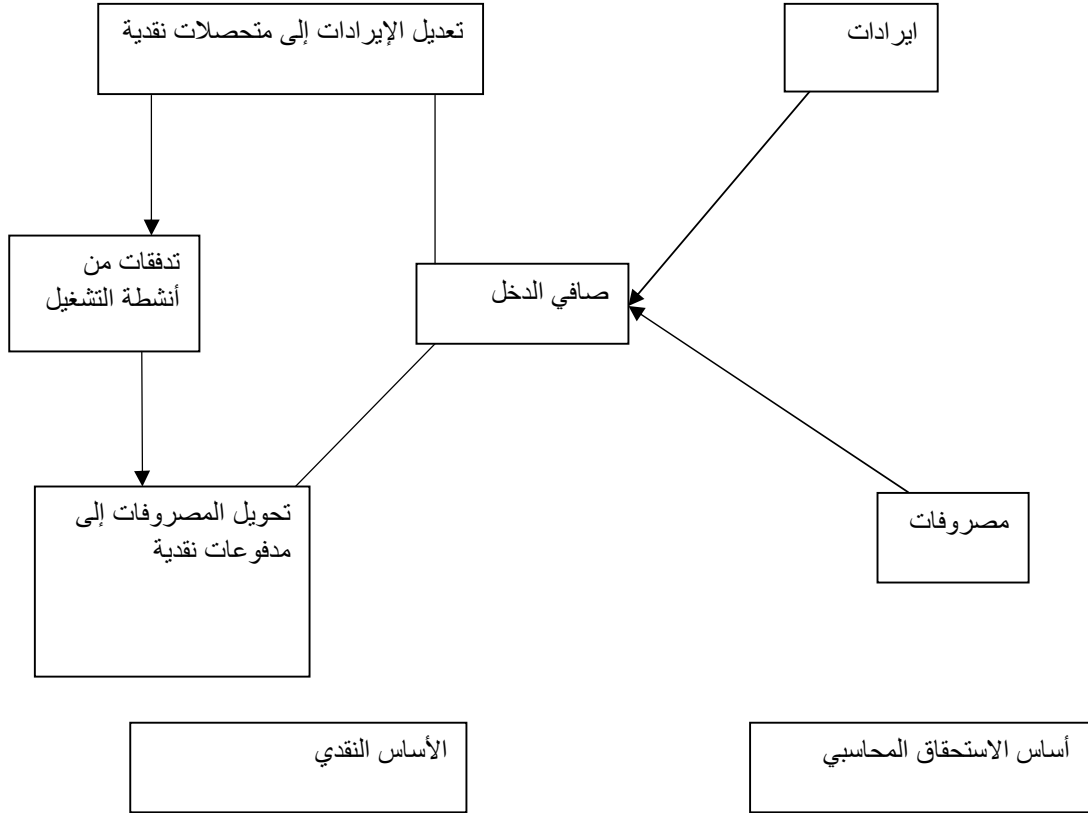
وذلك استبعادا للبنود الغير النقدية مع العلم أنه في كلا الطريقتين المباشرة والغير المباشرة يتم الوصول إلى نفس صافي التدفق النقدي من التشغيل¹.

صافي التدفق النقدي من التشغيل = صافي الدخل ± تعديلات البنود الغير النقدية

¹ شيناى عبد الكريم، تكييف القوائم المالية في المؤسسات الجزائرية وفق معايير المحاسبة الدولية، مذكرة تخرج لنيل شهادة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، تخصص محاسبة، باتنة، دفعة 2008، 2009.

تتميز هذه الطريقة على الطريقة المباشرة في كونها تركز على الفروق بين الدخل وصافي التدفقات النقدية، فالطريقة الغير المباشرة تساعد المستخدمين في تحديد الأسباب التي تؤدي إلى الاختلاف بين التدفقات النقدية وبين صافي الدخل كما هو موضح في الشكل رقم (2).

شكل رقم (2) تحويل صافي الدخل على أساس الاستحقاق إلى تدفقات نقدية على الأساس النقدي:



المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 166.

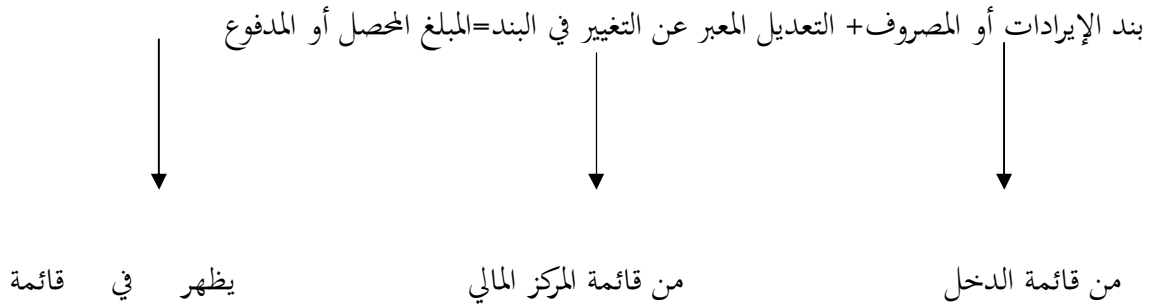
ومن أجل صافي الدخل على التدفقات النقدية من التشغيل وفقا للطريقة الغير المباشرة، فإنه من الضروري إجراء أو حساب بنود التدفقات النقدية المتعلقة بكل نشاط من الأنشطة الاقتصادية الثلاثة.

المطلب الثالث: البنود المتعلقة بأنشطة قائمة التدفقات النقدية وتفسيرها

الفرع الأول: حساب بنود التدفقات النقدية المتعلقة بأنشطة التشغيل وتفسيرها:

يتم حساب بنود التدفقات النقدية التي تظهر ضمن أنشطة التشغيل في قائمة التدفقات النقدية باستخدام بيانات قائمة الدخل وما يرتبط بها من بيانات في قائمة المركز المالي كما هو موضح في الشكل رقم (03):¹

شكل رقم (3): يوضح طريقة حساب التدفقات النقدية المتعلقة بأنشطة التشغيل



مثال: المبيعات ← التغيير في حسابات العملاء المدنيين ← المتحصلات النقدية من العملاء

المصدر: طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 167.

أولا: العمليات الحسابية لبنود أنشطة التشغيل وفقا للطريقة المباشرة:

بنود قائمة التدفقات = بنود قائمة الدخل ± بنود قائمة المركز المالي.

1/ المتحصلات:

أ/ المحصل من العملاء = المبيعات - حسابات المدنيين.

ب/ الفوائد المحصلة = إيرادات الفوائد - إيراد الفوائد المستحقة.

ج/ توزيعات الأرباح المحصلة = إيراد التوزيعات - (التغيير في إيراد التوزيعات المستحقة).

2/ المدفوعات:

أ/ المدفوعات للموردين = تكلفة البضائع المباعة + (التغيير في المخزون) - (التغيير في حسابات الدائنين).

ب/ المدفوعات للعمالة = مصروفات المرتبات والأجور + (التغيير في المرتبات والأجور المقدمة) - (التغيير في

المرتبات والأجور المستحقة).

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 825 - 826.

ج/ الفوائد المدفوعة = مصروفات الفوائد - (التغير في مصروفات الفوائد المستحقة).

ثانيا: تفسير التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل:

يفيد قياس التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل في التعرف على مدى قدرة المنشأة على توليد التدفقات النقدية ذاتيا، وإمكانية تدويرها في النشاط واستخدامها في التوسيع في الأصول الرأسمالية وغيرها. فصافي التدفق النقدي السالب من التشغيل يشير بداية إلى أن عملية التشغيل المستخدمة للنقدية ليست منتجة للنقدية، كما هو متوقع، وتؤدي التدفقات النقدية السالبة من التشغيل والمصاحبة لوجود صافي الربح إلى الحكم على أن هذا الربح غير مرغوب فيه.¹

الفرع الثاني: العمليات الحسابية المتعلقة بحسابات التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار وتفسيرها:

كما سبق أن ذكرنا أن أنشطة الاستثمار تتعلق بالأصول الثابتة والتي تتأثر بعمليات شراء الأصول أو بيعها، ولحساب هذه التدفقات يجب مراعاة ما يلي:²

أولاً: المتحصلات

أ/ المتحصلات من بيع الأصول الثابتة:

رصيد الأصول الثابتة (أول مدة) + الأصول المشتراة (خلال المدة) - الإهلاك - القيمة الدفترية للأصول المباعة =
رصيد الأصول الثابتة (آخر المدة)

المتحصلات النقدية من بيع الأصول الثابتة = القيمة الدفترية للأصول المباعة أو (± بيع الأصول)

ب/ المتحصلات من بيع الاستثمارات المالية:

رصيد الاستثمارات + تكلفة شراء - القيمة الدفترية = رصيد الاستثمارات

المالية أول المدة استثمارات جديدة للاستثمارات المباعة المالية آخر المدة

المتحصلات النقدية = القيمة الدفترية + ربح بيع الاستثمارات

من بيع الاستثمارات للاستثمارات المباعة - خسائر بيع الاستثمارات

ج/ تحصيل القروض السابق منحها للغير:

رصيد القروض للغير أول المدة + القروض الجديدة الممنوحة للغير - المتحصلات = رصيد القروض آخر المدة

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 826.

² سلمى محمد الدينوري، مرجع سابق، ص 104.

ثانيا: المدفوعات

أ/ لشراء أصول ثابتة: رصيد أصول ثابتة (أول المدة) + (تكلفة شراء الأصول الجديدة) - الاهتلاك - القيمة الدفترية (للأصول المباعة) = رصيد أصول ثابتة (آخر المدة)

ب/ لشراء استثمارات مالية:

رصيد الاستثمارات أول المدة + تكلفة شراء استثمارات جديدة - تكلفة الاستثمارات المباعة = رصيد الاستثمارات آخر المدة

تفسير التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية:

تستخدم التدفقات النقدية من الاستثمار كمؤشر الاحتمالات النمو والانكماش المستقبلية، فصافي التدفقات النقدية السالبة من أنشطة الاستثمار يشير إلى احتمالات نمو مستقبلية واحتمال زيادة في الأرباح لأنه يعبر عن زيادة في الأصول الثابتة (زيادة الطاقة الإنتاجية)، وعلى العكس من ذلك فإن صافي التدفق النقدي الموجب من أنشطة الاستثمار يشير إلى المنشأة تلجأ إلى تسييل الأصول الثابتة¹.

الفرع الثالث: تفسير التدفقات النقدية من أنشطة التمويل:

يمول النمو طويل الأجل للمنشأة عادة من ثلاث عناصر²:

- أصول مولدة داخليا (نقدية من أنشطة التشغيل).
- اصدار أسهم.

- اقتراض أموال على أساس طويل الأجل.

ويمكن أن تختار الشركات عدد من هياكل رأس المال، ويكون لمصادر التمويل التي تستخدمها الإدارة لتمويل النمو تأثيرات هامة على العائد، ولذلك فقائمة التدفقات النقدية تبين لنا كيف تختار الإدارة تمويل النمو.

¹ عبد الحليم كراجة: الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات، دار الصفاء، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص242.

² مرجع نفسه، ص243.

خلاصة الفصل:

تمثل قائمة التدفقات النقدية إضافة هامة إلى القوائم المالية الإلزامية، لأنها تبين مقدرة المؤسسة على توليد النقدية، ومقدار ما لديها من نقدية مرة تتمكنها من التوسيع وسداد القروض.

فائدة قائمة التدفقات النقدية لمستخدمي القوائم المالية تفوق بكثير الفائدة التي كانت تعود على مستخدمي القوائم المالية تفوق بكثير الفائدة التي كانت تعود على مستخدمي القوائم المالية من قائمة مصادر الأموال واستخداماتها حيث أن هذه الأخيرة كانت تبين التغيرات في رأس المال العامل. ومن ضمن ما يشمل هذا الأخير حسابات المدنين، وقد يكون جزءا كبيرا من هذه الحسابات غير قابل للتحويل. لذا تقوم المؤسسة ب تقدير مخصصات كافية لهذه الديون. كما تتضمن بنود رأس المال العامل بند المخزون وقد يكون جزءا كثيرا منه كاسدا أو حتى تالفا مع عدم قيام المؤسسة بعمل مخصصات لازمة لذلك، أضف إلى ما تقدم أن تبويب التدفقات النقدية تحت ثلاثة أنشطة يتيح لمستخدمي القوائم المالية التعرف على صافي التدفقات النقدية الناتجة من كل نشاط على حدى بصورة مستقلة،

إن تحليل قائمة التدفق النقدي يتيح الحصول على مؤشرات هامة لمستخدمي القوائم المالية مثل عائد التدفق النقدي إلى المبيعات الربط بين المحتوى المعلوماتي لقائمة الدخل والمحتوى لقائمة التدفقات النقدية يوفر مراجعة انتقادية إضافية تبين المجالات والنقاط التي تحتاج للتحليل والتحقق من انتظام الحسابات.

الفصل الثاني

**القرارات الاستثمارية والقرارات
التمويلية**

تمهيد:

تعد عملية اتخاذ القرار في المؤسسة الاقتصادية أخطر عملية في التسيير، ويكتسي القرار الاستثماري والتمويلي أهمية بالغة من حيث أثره على بقاء وتطور المؤسسة، في هذا الفصل سوف نحاول التطرق إلى: مفهوم عملية اتخاذ القرارات، وكيفية اتخاذ القرارات الاستثمارية والتمويلية.

المبحث الأول: القرارات الاستثمارية

تعد القرارات الاستثمارية من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة ولذلك تناولنا في هذا المبحث إلى ماهية القرار، مفاهيم الاستثمار، ومراحل الوصول إلى القرار الاستثماري

المطلب الأول: ماهية القرار:

الفرع الأول: مفهوم وأهمية اتخاذ القرار

أولاً: مفهوم اتخاذ القرار

في الحقيقة توجد عدة محاولات لتفسير معنى القرار، فيقول (هوربرت سيمون): "إن اتخاذ القرارات هو قلب الإدارة، وأن مفاهيم نظرية الإدارة يجب أن تستند على اختيار إنساني¹.

وهذا التعريف يركز على العنصر الإنساني والنواحي النفسية في الاختيار، ويقول (هاري سون) أن عملية اتخاذ القرار هي "إصدار حكم معين عما يجب أن يفعله الفرد في موقف ما، وذلك بعد فحص دقيق للبدائل المختلفة، أو هو لحظة اختيار بديل معين بعد تقييم بدائل مختلفة وفقاً لتوقعات معينة لمتخذ القرار"². وهذا التعريف يركز على اختيار البدائل والمعايير كعناصر في عملية اتخاذ القرارات.

ومن خلال هذه التعاريف وتعاريف بقية الكتاب والممارسين نستخلص أن: اتخاذ القرار هو عملية اختيار بديل واحد من بين بديلين أو أكثر، لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة، في ظل معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة، و أن ما يمكن ملاحظته من خلال التعاريف السابقة أن أي قرار يتضمن ثلاثة عناصر رئيسية هي: الاختيار، البديل، الأهداف (الدوافع).

ثانياً: أهمية اتخاذ القرار

يعتبر اتخاذ القرار مهما لكونه جوهر عمل المدير (المسير) لأنه يمثل نقطة البدء بالنسبة لجميع النشاطات اليومية في حياة المؤسسة، لذلك فإن عملية اتخاذ القرار هي المحور الرئيسي والفعال في العملية الإدارية، فالوظائف

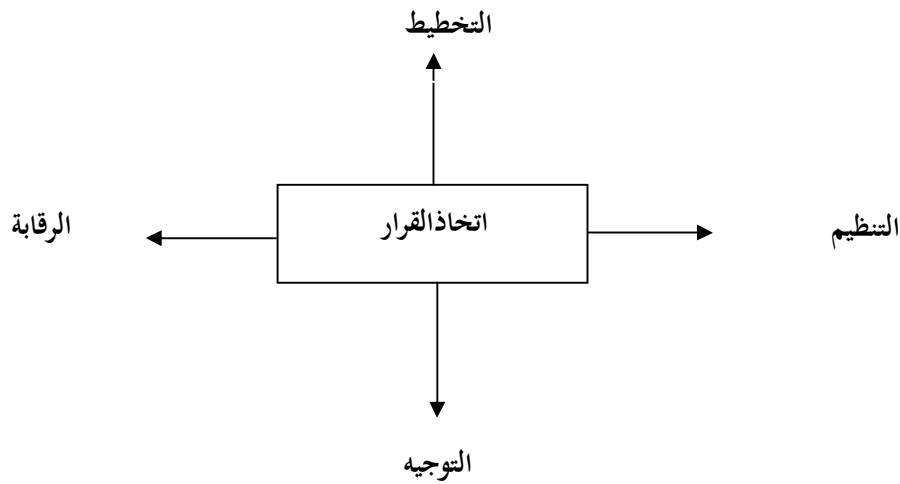
¹ علي الشرقاوي: العملية الإدارية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2002، ص 128.

² مرجع نفسه، ص 129.

الإدارية كالتخطيط، والتنظيم، والتوجيه والرقابة لن يتحقق وجودها وتنفيذها إلا إذا تم اختيار أو اتخاذ قرارات بشأنها، وشأن جميع النشاطات الأخرى بالمؤسسة.¹

والشكل رقم(4) يوضح أهمية اتخاذ القرار بالنسبة للإدارة ومدى ارتباط الأنشطة التي تدير وفقها المؤسسة بعملية اتخاذ القرار التي تشكل النواة أو المصدر الفعال الذي تشكل على أساسه كل الأنشطة.

شكل رقم:(04):أهمية اتخاذ القرار بالنسبة للإدارة



المصدر: محمد منير شاکر: التحليل المالي، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2008، ص25.

ثالثاً: تصنيف إقرارات

تصنف القرارات إلى²:

1- قرارات تنظيمية: فالقرار فيها يكون بسبب وجود، إجراءات وقواعد محدودة، فهي عبارة عن قرارات عادية.

2- قرارات شخصية: وهي قرارات تخص المدير كشخص وليس كعضو في التنظيم الإداري.

¹ علي الشرفاوي، مرجع سابق، ص 129.

² محمد منير شاکر: التحليل المالي(مدخل صناعة القرار)، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2008، ص25.

3- قرارات رئيسية: وتتميز بدرجة من الأهمية فهي تستحق المعالجة والتفكير فيها بجديّة مثال ذلك الاستثمارات التي تتطلب أموال كثيرة.

4- قرارات روتينية: وهي عبارة عن تصرفات وأعمال إدارية التي تتم بصفة تكرارية أما من ناحية مراكز اتخاذ القرارات فهناك قرارات تتخذ على مستوى السلطة العليا. وهناك قرارات تتخذ على المستوى القاعدي.

رابعاً: أنواع القرارات

هناك عدة قرارات مها¹:

1- قرارات بشأن التأسيس: عند التأسيس يحتاج المؤسسون إلى اتخاذ قرارات بشأن المشروع، والآلات التي يحتاجها وكذلك المهارات اللازمة لمواجهة المنافسين.

2- قرارات بشأن النمو: حيث تحتاج المنشآت إلى اتخاذ قرارات بشأن إضافات استثمارية، أو لشراء آلات جديدة، إدخال تحسينات رأسمالية على الأصول الموجودة، أو الدخول في أسواق جديدة، الاندماج في شركة أخرى، البدء في إنتاج خطوط جديدة لتصريف السلع وغيرها...

3- واتخاذ القرار هنا يجب أن يكون مبيناً على تقييم سليم.

4- قرارات بشأن مزاوله النشاط: يكون هذا النوع من القرارات في شكل قرارات دورية من أجل استمرارية المشروع منها: تعديل سياسة الأسعار، سياسة الأجور، سياسة الإنتاج.

الفرع الثاني: مراحل اتخاذ القرار:

القرار الجيد هو ذلك القرار الذي يعتمد في اتخاذه على أسلوب تحليلي منظم مرتكزاً على المنطق العلمي موظفاً جميع المعلومات والبيانات المتوفرة، من أجل الوصول إلى البدائل أو الحلول الممكنة لاتخاذها، ومن أجل تحقيق ذلك يستلزم إتباع الخطوات التالية:²

1- تحديد مشكلة القرار: يتطلب في هذه المرحلة تحديد المشكلة بشكل واضح ومختصر وتعتبر هذه الخطوة خطوة جوهرية لخطوات اتخاذ القرار ويتطلب في هذه المرحلة تحديد مايلي:

- تحديد المتغيرات التي يمكن التحكم فيها.

¹ محمد منير شاكر، مرجع سابق، ص 26.

² منعم زمير الموسوي: اتخاذ القرارات الإدارية، دار اليازوري العلمية، الطبعة الأولى، عمان، 1998، صص 15 - 16.

- تحديد المتغيرات التي لا يمكن التحكم فيها.
- تحديد القيود التي يجب مراعاتها عند حل مشكلة القرار.
- 2- **تحديد معايير وأهداف القرار:** يتطلب في هذه المرحلة تحديد بشكل واضح الأهداف المراد تحقيقها من اتخاذ القرار، وكذلك المعايير المستخدمة لتحقيق ذلك.
- 3- **صياغة النموذج وخلق البدائل:** إن نموذج الموضوع هو تمثيل لمشكلة القرار حيث تحول هذه الأخيرة إلى مجموعة رموز رياضية عندما يكون التحليل كمي، وترتبط المعايير المتبعة في اتخاذ القرار مع هدف القرار بشكل قابل للقياس. ومن خلال حل النموذج يمكن الحصول على حلول مختلفة لمشكلة القرار.
- 4- **تقييم البدائل واختيار أفضلها:** يتم في هذه المرحلة تقييم البدائل المتحصل عليها. حيث استفاد من ذوي الخبرة في مناقشة جوانب القوة والضعف للحلول المقترحة وإجراء تعديلات إضافية لكي يتسنى اختيار البديلا لأفضل منها.
- 5- **تنفيذ القرار:** في هذه المرحلة يتم وضع البديل الذي تم اختياره موضع التنفيذ. وفي هذه المرحلة يتم تخصيص المهام للذين يتولون تنفيذ البديل المختار.

الفرع الثالث: نظريات اتخاذ القرار

يعتبر اتخاذ القرار وظيفة أساسية يقوم بها الإنسان عند سعيه المستمر لإشباع حاجاته ورغباته المادية والمعنوية. وتسيير أموره اليومية مستخدما في ذلك تجاربه والمعلومات المتوفرة لديه في التنبؤ فيما ستكون عليه التغيرات في المستقبل، معتمدا على قدراته العقلية وإمكانياته التي تؤمن له الاختيار السليم والمناسب، والنظريات الأكثر شيوعا في دراسة القرارات هي النظرية الكلاسيكية والنظرية السلوكية¹:

أولا: النظرية الكلاسيكية لاتخاذ القرار

تعد أول من ساهم في بناء القرار والفكر الإداري، وتقوم على مبدأ أساسي وهو أن الإدارة تسعى دائما إلى تحقيق أعلى كفاءة إنتاجية ممكنة، وتفترض هذه النظرية أن المدير هو متخذ القرار الذي يسعى بصورة جدية لتطبيق مبدأ الكفاءة على جميع النشاطات في المؤسسة من أجل الحصول على أكبر قدر من الغايات والمنافع، ومن بين زعماء هذه النظرية فريدريك تايلور الذي كان هدفة الأساسي هو التعرف على كيفية رفع إنتاجية العامل

¹ عبد الغفار الحنفي، عبد السلام أبو القحف: التنظيم وإدارة الأعمال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993. ص 43.

بأسلوب علمي واقترح خمسة مبادئ هي: المعرفة المنظمة تجانس عمل الجماعة والتعاون بين الأفراد والإدارة - تدريب الأفراد- الاختيار العلمي من اجل تعظيم النواتج .أما " فرنك ويليان حليث" فقد كان هدفهما الأساسي هو محاولة اكتشاف أفضل الطرق لانجاز العمل وتقديم مبادئ خاصة بتنظيم العمل والإنتاج مثل مبدأ تقسيم العمل وأساليبه وتحسين الإنتاج وتخطيطه.

نقد النظرية:

- رواد هذه النظرية أهملوا العنصر البشري الذي يعمل كمحرك رئيسي.
- تشير التطورات الحديثة في الفكر الإداري إلى انه لا يمكن تحديد الرشد بأنه الاختيار الهادف للوسائل من أجل تحقيق الغايات، فهذه النظرية تفترض أن الإداري يعمل ضمن نظام مغلق بعيدا عن تأثير البيئة الداخلية والخارجية للمؤسسة.

ثانيا: النظرية السلوكية لاتخاذ القرار

باعتبار الإنسان أحد أهم عوامل الإنتاج في المؤسسة فقد أعطته هذه النظرية أهمية على عكس ما جاءت به النظرية الكلاسيكية، حيث أن العنصر البشري في المؤسسة يعتبر كأحد العوامل المؤثرة على عملية اتخاذ القرار بغض النظر عن مستوى عمله لأنه يرغب دائما في تحقيق أهداف المؤسسة وله سلوك عقلائي ومحدود بالمحيط فالمقرر لا يأخذ المشكلة هكذا بل يجزئها ويحللها ثم يعد لها حولا بالاعتماد على خبرته وتجربته السابقة في حل هذه المشاكل ثم يأخذ الحلول بتتابع حتى يصل إلى الحل المفضل...¹

نقد النظرية:

أنها لم تهتم بتأثير بيئة المؤسسة بالمحيط الذي تعمل فيه وهو أهم العوامل التي تحدد القرار الأمثل. كما أنها لم توضح طرق الانجاز وحاليا تطورت نظرية اتخاذ القرار نظرا للتطورات التي عرفتها المؤسسات الاقتصادية حيث أصبح للجانب السياسي والاجتماعي في المؤسسة وكل ما يحيط بها تأثيرا مباشرا في عملية اتخاذ القرار حيث أصبحت للإدارة عدة وظائف يجب ممارستها من أجل تحقيق الأهداف المرسومة وهي التخطيط، التنظيم، التوجيه الرقابة على المشروع وتنفيذه بكل، ايجابياته وسلبياته من اجل الوصول إلى أفضل القرارات ...²

¹ عبد الغفار الحنفي، عبد السلام أبو القحف، مرجع سابق، ص 347.

² مرجع نفسه، ص 347.

الفرع الرابع: العوامل الأساسية المؤثرة على اتخاذ القرار

هناك عوامل أساسية تساهم مجتمعة في تحديد الإطار العام لعملية اتخاذ القرارات وتوضيح معالمها وهي:

اولا: المناخ والبيئة التي تتم فيها اتخاذ القرار

غالبا ما يتعرض متخذ القرار لمشكلة أو مسألة تتطلب منه تحديد موقف إزاءها واتخاذ القرار المناسب، وقد تتضمن المشكلة أهداف متناقضة إلى جانب العديد من البدائل المطروحة لاختيار أفضلها وان التوصل إلى أفضل البدائل يتطلب وجود أسس وضوابط لقياس العائد أو النتيجة المتوقعة من كل بديل ومقارنة تلك النتائج المتوقعة لانتقاء العائد الأمثل، وهذه الحالة المتغيرة قد تتم في مناخ يؤثر في إجراءاتها ونتائجها إذ أن قرارات مدير أو مجلس إدارة بصدد حالة معينة قد تتأثر بالقرارات التي يتخذها مدراء آخرون أو مجالس أخرى ضمن التنظيم الهيكلي للمؤسسة التي لها الأهمية باتخاذ القرار وفي بعض الأحيان يمتد مناخ اتخاذ القرارات إلى خارج التنظيم الواحد لتشمل القرارات التي يتم اتخاذها في تنظيمات أخرى منافسة، إذا فالمناخ الذي يتم فيه اتخاذ قرار معين يتكون من القرارات المتخذة سواء داخل التنظيم أو خارجه وما قد يكون بينهما من تناقض أو اختلاف وهذه القرارات تتعلق بإحدى الجوانب التالية¹:

أ- الموارد المتاحة التي يستطيع متخذ القرار التصرف فيها حال المشكلة التي تعترضه.

ب- أنواع الأنشطة التي يمكن أن يقوم بها متخذ القرار تنفيذا للحل الذي قد يتوصل إليه.

إضافة إلى ذلك فقد يشتمل المناخ على المؤثرات والمتغيرات البيئية والتي لا يستطيع متخذ القرار التحكم فيها، وعليه يمكن تقسيم عملية اتخاذ القرار إلى ثلاثة حالات²:

الحالة الأولى: اتخاذ القرار في حالة التأكد أي أن متخذ القرار يعلم بدقة نوع الظروف المحيطة بالمشكلة التي تتطلب اتخاذ القرار بشأنها وتكون آثار القرار ونتائجه معلومة مسبقا.

الحالة الثانية: اتخاذ القرار في حالة المخاطرة يعني وجود العديد من الظروف والمتغيرات المحتمل حدوثها ومتخذ القرار يعلم فقط باحتمال حدوثها.

¹ إبراهيم نائب، أنعام باقية: نظرية القرارات، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2001، ص 36-39.

² مرجع نفسه، ص 36-39.

الحالة الثالثة: اتخاذ القرار في حالة عدم التأكد: أي أن متخذ القرار لا يعلم مسبقا احتمال حدوث الظروف أو المتغيرات المتوقع حدوثها حال اتخاذ لقرارها.

ثانيا: الهدف الذي يرمي الوصول إليه متخذ القرار

إن أي قرار يتخذ يجب أن يحقق هدف معين يسعى المدير أو المتخذ القرار الوصول إليه، إلا انه في بعض الأحيان قد تتعدد الأهداف التي يسعى المدير الوصول إليها وقد تتناقض فيما بينها وبالتالي على متخذ القرار اختيار أفضلها.

ثالثا: البدائل المتاحة أمام متخذ القرار

هناك العديد من المسائل تتصف بتعدد الخيارات التي يواجهها متخذ القرار للوصول إلى حل المشكلة وفي بعض الحالات قد يكون عدد الاستراتيجيات أو الخيارات محددا لذلك يتصف الحل البديل أو الإستراتيجية بالصفتين التاليتين:

- الإسهام في حل المشكلة المطروحة وتحقيق بعض النتائج التي يسعى إليها متخذ القرار.
- إمكانية تطبيقه ضمن الموارد المتاحة في حالة اختياره.
- وأن عدم توفر احد الشرطين ينفي عن البديل صفة الخيار القابل للانتقاء وعلى متخذه استبعاده من قائمة الحلول البديلة.

رابعا: النتائج الشرطية للقرار

بعد تحديد الأهداف التي يسعى متخذ القرار إلى تحقيقها والاستراتيجيات البديلة الممكن إتباعها، تصبح المشكلة في تحديد العائد المتوقع من كل حل بديل أو تحديد النتائج الممكن الحصول عليها حين تطبيق كل من الخيارات والبدائل ويمكن التعبير عن العائد بقيم نقدية¹.

¹ إبراهيم نائب، أنعام باقية، مرجع سابق، ص 36-39.

الفرع الخامس: أساليب اتخاذ القرارات:

أن أساليب اتخاذ القرارات تتعدد وتتنوع في صعوبة اتخاذها أو سهولتها بالنسبة للجهد والكلفة والوقت والدقة في تقدير النتائج ومن بين الأساليب المستخدمة والمعروفة في اتخاذ القرار هي:

1- أسلوب الحدس الشخصي أو بالبداهة:

يرتكز اتخاذ القرار من وجهة نظر الحدس الشخصي على نظرة متخذ القرار نفسه، أي تكون نظريته وتقديره للأمور على أساس شخصي ويتأثر هذا التقدير بشخصية متخذ القرار. في هذه الحالة يستمد المسير أفكاره عند اتخاذه لقرار معين من خبراته السابقة وخلفياته الثقافية والمعلومات المتوفرة لديه.

مزايا الأسلوب:

- يساعد في الوصول إلى قرار سريع بالنسبة للأساليب الأخرى
- يعتبر أسلوبا فعالا في معالجة المشاكل الروتينية.
- يساعد على الاستفادة من الطاقات الإبداعية والتفكير الصائب عند المسير وقدراته على التصرف.

العيوب:

- قد يعطي القرار بعد تنفيذه نتائج غير مرغوب فيها.
- قد لا تتوافر لدى متخذي القرار الطاقات الإبداعية والحكم الشخصي المناسب لاتخاذ القرار.
- قد لا تتوفر فيه أسس علمية صحيحة.

2- الأسلوب الوصفي: يعتمد هذا الأسلوب على وصف الحقائق والعلاقات الموجودة بين عوامل ومتغيرات حالة

معينة أو مشكلة قائمة. حيث يدرس متخذ القرار صفات كل عامل أو متغير على حدى ويقوم بتحديد ميزاته وعيوبه، والعناصر المكونة له ثم يحدد أوزان كل عنصر ويقارن النتائج التي تترتب على اختيار عامل من هذه العوامل ويبني على هذه النتائج قراره النهائي، ويتعرض هذا الأسلوب لصعوبات في اختيار قرار سليم دقيق بعيد عن التقدير والاختيار الشخصي لتلك العوامل وإعطاء أوزان لكل من العناصر من أجل التقدير فهي تختلف باختلاف خبرة المسير ومعرفته الفنية وظروفه النفسية والبيئية¹.

¹ منى بالعربي وآخرون، "القرارات الاستثمارية" مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة ليسانس في العلوم التجارية، جامعة مسيلة، 2006-2007، ص 10.

مزايا الأسلوب:

- تحديد ميزات وعيوب المتغيرات
- وضع أوزان ترجيحية لتسهيل مقارنة النتائج.

العيوب:

- صعوبة اتخاذ القرار العلمي السليم.
- الاختيار مبني على التقدير الشخصي للأوزان.
- تأثير القرار بنسبة التحيز لدى متخذه.

3- أسلوب مراجعة القوائم: يعتبر هذا الأسلوب من الأساليب البسيطة للإدارة في اتخاذ القرار، إذ يقوم على أساس

تحضير أو تشكيل قائمة تحتوي على عدد كبير من العوامل التي تؤثر على نتائج القرار، قد يواجه المسير في عمله اليومي الكثير من الحالات التي تتطلب اتخاذ مثل هذه القرارات مثلاً في حالة اتخاذ قرار لتصنيع سلعة جديدة وتسويقها، في هذه الحالة يقوم بإعداد قائمة لمراجعتها والتي تتطلب مايلي:

- العقد المتعلق بالتكاليف وموعد الدفع.
- توفير العنصر البشري المطلوب.
- التكاليف الثابتة والمتغيرة.
- توفير التسهيلات اللازمة مع رأس المال المطلوب
- أساليب قبول المستهلك للمنتج وكذلك طبيعة الغرامات المالية أن وجدت.

بعدها يتم فحص القائمة ويتم شطب العامل الايجابي فيها إلا أن ينتهي من مراجعة القائمة بالكامل، فإذا كانت جميع العوامل ايجابية يتم اتخاذ قرار إجراء العقد¹.

الأسلوب المعياري: يتضمن هذا الأسلوب بعض الأساليب الكمية المتخذة في اتخاذ القرار ويبنى على تحديد ما يجب أن تكون عليه المشكلة القائمة، فهذا الأسلوب يبين بتسلسل الخطوات الواجب إتباعها لوصول المسير إلى اتخاذ القرارات التي تحقق أهدافه، خاصة في حالة المخاطرة وعدم التأكد إذ يمكن من التوسع في دراسته للعلاقات

¹ منى بالعربي، مرجع سابق، ص 10.

التي تربط بين المتغيرات و العوامل المختلفة التي تؤثر في اتخاذ القرار وتحديد النتائج التي يعطيها كل قرار بشكل كمي بعيد عن تقدير الفرد أو تأثيره الشخصي و يقوم هذا النموذج على الافتراض التالي:

- أن الأهداف المطلوب تحديدها تكون محددة ومتفق عليها بصورة مسبقة.
- يمكن تحديد طبيعة المشكلة وتعريفها بصورة واضحة متفق عليها¹.

ومن بين الطرق المعيارية التي سنتطرق إليها في هذا المجال:

1- **تحليل نقطة التعادل:** يفيد هذا الأسلوب في اتخاذ القرارات المتعلقة بتحديد قيمة الأرباح المتوقعة وضبط

النفقات وتحديد الأسعار. ويشير أيضا إلى تحديد العلاقة التي تربط بين كمية الإنتاج والعوائد المحققة من بيعها، ومستوى التكاليف والربح الكلي للمؤسسة، وتمثل نقطة التعادل المستوى الذي يصل إليه النشاط بحيث يكون إجمالي النفقات يساوي إجمالي الإيرادات بحيث تغطي جميع النفقات الثابتة والمتغيرة وتحقق قيمة الربح مساوية للصفر فإذا ارتفع حجم النشاط في المؤسسة الاقتصادية على المستوى نقطة التعادل فعندها يزيد الإيراد الكلي على حجم النفقات ويبدأ الربح بالتحقق. وفي حالة انخفاض مستوى النشاط عن هذه النقطة فإن هذه التكاليف الكلية تفوق حجم الإيرادات وبالتالي تبدأ الخسارة بالتحقق وتتضمن طريقة تحليل نقطة التعادل المتغيرات الأساسية التالية:

- **التكاليف الكلية الثابتة:** وهي التكاليف التي تتحملها المؤسسة بصورة مستمرة وثابتة بغض النظر عن مستوى الإنتاج وتمثل جميع الالتزامات الواجب دفعها مثل، (أقساط التأمين، الإيجار... الضرائب على الأراضي...).

- **التكاليف المتغيرة:** وهي التي تتغير تبعاً لتغير حجم الإنتاج مثل (أجور العمال، تكاليف مواد العمل...).

- **التكاليف الكلية:** وهي إجمالي التكاليف الثابتة والمتغيرة.

- **الإيرادات الكلية:** وتمثل في الإيرادات المتحصل عليها من بيع عدد معين من الوحدات الإنتاجية.

- **الأرباح:** وتمثل في الفرق بين الإيرادات الكلية والنفقات الكلية.

- **الخسارة:** وتمثل مقدار زيادة النفقات على الإيرادات الكلية.

- **نقطة التعادل:** وهي النقطة التي تتساوى فيها الإيرادات مع التكاليف.²

¹ طلال كداوي: تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، الطبعة العربية، عمان، 2008، ص 217.

² مرجع نفسه، ص 217.

عيوب هذه الطريقة:

- افتراضها أن كمية الأرباح تعتمد فقط على عدد وحدات الإنتاج أي أن العلاقة التي تربط بين الإيرادات والنفقات وحجم الإنتاج هي علاقة خطية، وهذا قد يكون مظللاً لأن الأرباح تتأثر أيضاً بعوامل أخرى موجودة في الأسواق مثل نوعية المنتجات المنافسة وتطوير التقنية المستخدمة.
 - تفترض هذه الطريقة أن الأسعار والنفقات تبقى ثابتة، وهذا ليس صحيحاً لأن الأسعار تتعرض للتغير وفق تغير الأوضاع الاقتصادية والنشاطات القائمة.
- 2- **مصفوفة العوائد:** تساعد هذه الطريقة في المقارنة بين البدائل المختلفة المتاحة لحل مشكلة أو تحقيق هدف معين. وتستخدم هذه الطريقة لحل المشاكل المتعلقة بتقرير زيادة سعر السلعة أو تخفيضه أو القيام بأحد الاستثمارات أو الامتناع عنها.
- ونادراً ما يتم اتخاذ القرار بالاستناد إلى معلومات كاملة تبين للمدير جميع العوامل والمتغيرات المؤثرة في المشكلة والتي تحاول إيجاد حلها، وحين تتوفر المعلومات يمكن القول أن المدير يعمل في ظروف التأكد أي أنه يعلم مسبقاً حالته الطبيعية التي يتخذ فيها القرار، وبالتالي يمكن تقدير احتمال كل متغير ففي هذه الحالة يحتاج المدير إلى جزء من مصفوفة العائد فقط لأن آثار ونتائج كل قرار معروفة مسبقاً، فيقوم بترتيب البدائل المتاحة ويختار البديل الذي يحقق أعلى عائد، ويواجه المدير عند اتخاذ القرار حالات يتعين عليه فيها تحديد المتغيرات التي يمكن أن تحدث في فترة مستقبلية واحتمال حدوثها ويقال هنا أن المدير يعمل في ظل ظروف المخاطرة سواء كان تحديده للمتغيرات ومعرفة احتمال حدوثها بصورة موضوعية مبنية على معلومات وبيانات تاريخية بصورة شخصية تعتمد على الخبرة، أو يتم اتخاذ القرار باستخدام فكرة القيمة المتوقعة حيث يمكن إعطاء احتمالات لكل البدائل المتاحة وضربها في القيمة التي يعطيها كل بديل وبعد ذلك يتم اختيار البديل الذي له أكبر قيمة متوقعة التي من خلالها الوصول إلى قرار مناسب.¹

¹ طلال كداوي: مرجع سابق، ص 78.

المطلب الثاني: ماهية الاستثمار:

الفرع الأول: مفهوم وخصائص الاستثمار

أولاً: مفهوم الاستثمار

يعرف الاستثمار بأنه ارتباط يهدف لتحقيق مكاسب متوقعة على مدى فترة طويلة في المستقبل، فالاستثمار إذن هو نوع من الإنفاق ولكنه إنفاق على أصول يتوقع منها تحقيق عائد على مدى فترة طويلة من الزمن وهناك عدو مفاهيم مختلفة للاستثمار أهمها:¹

1- **المفهوم الاقتصادي للاستثمار:** هو عبارة عن قرار قبول أموال حالية في سبيل الحصول على عوائد أكبر في المستقبل وللاستثمار أهمية كبرى في الحياة الاقتصادية وخاصة في عملية التنمية، فهو يعتبر العامل الأساسي الذي يساهم في نمو الأداء الاقتصادي وذلك بتوفير فرص كبيرة للتوظيف وتحقيق مكاسب مالية تساعد في تطوير الوحدة الاقتصادية.

2- **المفهوم المحاسبي للاستثمار:** تعرف الاستثمارات على أنها مجموعة الوسائل والقيم المادية والمعنوية الثابتة المملوكة لدى المؤسسة لغرض عملية الإنتاج.

3- **المفهوم المالي للاستثمار:** هو قرار توظيف روس الأموال بمعنى آخر استخدام نفقات مباشرة لهدف الحصول على ربح خلال فترات متعددة، كما يعتبر الاستثمار كل نفقة يمكن أن يتولد عنها دخل المدى الطويل وبالتالي تعوض خلال عدة سنوات.

ثانياً: أهمية الاستثمار

تعتبر الاستثمار مهمة من الناحية الاقتصادية حيث أن قوة الدولة تقاس بمدى استقطابها للاستثمارات خصوصاً الأجنبية منها ومدى تقديم الدعم والتحقيق الكافي لها.

الفرع الثاني: خصائص الاستثمار

يتضح أن الخاصية الأساسية لأي استثمار هي المبادلة بين الإنفاق الحالي والإيرادات أو العوائد المستقبلية، وطالما أن مجموع التدفقات النقدية الداخلة أكبر من مجموع التدفقات النقدية الخارجة فإن الاستثمار في هذه الحالة يتولد عنه عائد مادي . ويعبر عن هذه الخاصية كما يلي:²

مجموعة التدفقات النقدية الداخلة < مجموعة التدفقات النقدية الخارجة

¹ السيد هواري: الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1989، ص 51.

² بوسعدة سعيدة: تحليل الاستثمارات و طرق تمويلها في المؤسسة الاقتصادية العمومية، مذكرة تخرج من متطلبات نيل شهادة الماجستير ، معهد العلوم الاقتصادية . جامعة سطيف، 1990، ص 4.

وعليه يجب معرفة الخصائص التي يتميز بها الاستثمار والتي تتمثل في:¹

- **الإنفاق المبدئي للاستثمار:** هو عبارة عن جملة المبالغ المدفوعة لاقتناء الأصول، وغالبا ماتدفع في شكل دفعه واحدة أو على فترات زمنية متباعدة، إضافة إلى مصاريف أخرى مثل مصاريف البحث و التطوير
- **التدفقات النقدية المتولدة عن استثمار:** وتعرف بأنها العوائد الناتجة عن استغلال الاستثمار خلال فترة حياته ويعتبر تحديد التدفقات النقدية من أصعب المراحل في المجال الإنفاق الرأسمالي إذ تتضمن التنبؤ بحجم التدفقات والزمن حدوثها كما يمكن الإشارة إلى أن :
 - التدفقات هي تدفقات نقدية صافية أي بعد اقتطاع كل الضرائب .
 - قرار الاستثمار يقوم على أساس التدفقات النقدية و ليس على أساس الربح المحاسبي.

وعليه فإن: **صافي التدفق النقدي = صافي الربح المحاسبي + قسط الاهتلاك السنوي**

- **فترة حياة الاستثمار:** وهي المدة التي يكون فيها الاستثمار قادرا على إنشاء تدفقات نقدية. ومن الضروري حساب مردودية الاستثمار على مدى فترة حياته الاقتصادية أو التكنولوجية، وليس على أساس الفترة المحاسبية التي تحمل التغيرات التكنولوجية و تعجل في اهتلاك الاستثمارات وفي المثال الواضح عن هذه الحالة الحواسب الآلية بحيث يرتفع اهتلاك هذه الأخير كلما ظهر اختراع جديد.
- **القيمة المتبقية للاستثمار:** من الممكن أن تكون للاستثمارات قيمة متبقية في نهاية عمرها والتي تباع بها وهذا فيما يخص الآلات والأدوات التي تبدو قيمتها الباقية قليلة بالنسبة للتكلفة الأولية وعملية التنبؤ بالقيمة المتبقية (الخردة) ليست بالسهولة المتوقعة وفي هذه الحالة تعتبر تدفقات داخلية يجب أن تضاف بجانب آخر تدفق نقدي سنوي يتوقع الحصول عليه من الاستثمار.²

¹ بو سعدة سعيدة، مرجع سابق، ص5.

² مرجع نفسه، ص 5.

الفرع الثالث: التصنيفات المختلفة للاستثمار

يمكن تصنيف الاستثمار إلى:

أولاً: حسب الهدف

وتتمثل في¹:

- 1- الاستثمارات الاحلالية: حيث يمكن التمييز بين نوعين من هذه الاستثمارات الأول يهدف إلى إحلال أصول جديدة مكان الأصول القديمة والتي انتهى عمرها الإنتاجي بالاستهلاك، أما الثاني فيهدف إلى إحلال أصول قائمة لا تزال صالحة للاستخدام إلا أنها تعتبر متقدمة فنياً. وهذا النوع من الاستثمار هو الأكثر شيوعاً ويرمي إلى تحسين الأداء ويطلق عليه أيضاً استثمارات لغرض التطوير.
- 2- الاستثمارات التوسعية: الهدف من هذا النوع هو زيادة أو توسيع الطاقة الإنتاجية وذلك بإدخال أو زيادة الإنتاج والمبيعات المحلية وهنا يجب أن تكون للمؤسسة موارد إضافية للاستثمارات.
- 3- الاستثمارات الإستراتيجية: تهدف هذه الاستثمارات للمحافظة على بقاء واستمرار المؤسسة و تتطلب عادة أموال باهظة كما أنها قد تغير من طبيعة عمل المؤسسة في المستقبل. كالأنفاق على البحوث والدراسات المختلفة .

ثانياً: استثمارات حسب طبيعتها

يتم تصنيف الاستثمارات حسب طبيعتها إلى ثلاثة أشكال هي²:

- 1- استثمارات مادية: وهي المتمثلة في شراء المعدات والآلات الخاصة بالإنتاج والتي يتم استغلالها على المدى الطويل وكذلك مشتريات تمويل المخزونات التي عن طريقها تتم عملية الإنتاج .
- 2- استثمارات معنوية: وتتمثل في المحل التجاري و العلامات التجارية و براءة الاختراع بالإضافة إلى المحلات الاشهارية والبحوث العلمية التي تساعد على تنمية المؤسسة و تحسين مكانتها في المستقبل.

¹ عبد الغفار حنفي: أساسيات التمويل والاستثمار، جامعة الاسكندرية، مصر، 2000، ص 28.

² مرجع نفسه، ص 28.

المطلب الثالث : القرارات الاستثمارية

الفرع الأول : مفهوم القرارات الاستثمارية :

هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري من بين بديلين على الأقل و يستند هذا المفهوم على مبدأ الرشاد الاقتصادية حيث يجب على متخذ القرار أن يتحلى بالقدرة على حسن التصرف والاستخدام العقلاني والأمثل للموارد الاقتصادية النادرة من اجل توظيفها في المشروع الذي يعطي أكبر عائد أخذا في الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة ويتميز القرار الاستثمار الرشيد بعدة خصائص منها:¹

- قرار غير متكرر: حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسة الجدوى لا يتم القيام بها الاعلى فترات زمنية متباعدة.
- قرار استراتيجي: يحتاج إلى التطلع للمستقبل.
- يترتب عليه تكاليف ثابتة.
- يحيط به جماعة من المشاكل التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد.
- يتطلع إلى الأنشطة مستقبلية ترتبط بدرجة معينة من المخاطرة.
- يتضمن انفاق كبير يترتب عليه ارتباط ضخم واستخدام تقنيات متقدمة لاتخاذ قرار القبول أو الرفض أو المفاضلة بين المشروعات التي هي محل الدراسة

الفرع الثاني: أنواع القرارات الاستثمارية.

إن أهم القرارات الاستثمارية مايلي:

- 1- قرارات تحديد أولويات الاستثمار: ويتم اتخاذ القرار الاستثماري في هذه الحالة من بين عدد معين من البدائل الاستثمارية المحتملة والممكنة لتحقيق نفس الأهداف، ويصبح المستثمر إما عملية اختيار البديل الأفضل بناء على ما يعود عليه من عائد خلال فترة زمنية معينة .ومن ثم يقوم بترتيب أولويات الاستثمار طبقا للأولويات التي يحددها، فإذا اعتبر العائد على الاستثمار هو الذي يحكم على تفضيلا ته فإنه سيقوم بترتيب البدائل الاستثمارية طبقا لهذا القرار.²

¹ أمين السيد أحمد لطفى: دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص ص2-5.

² عبد المطلب عبد الحميد: دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 43 .

2- **قرارات قبول أو رفض الاستثمار:** في هذه الحالة يكون المستثمر أمامه بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط معين، أو الاحتفاظ بها دون الاستثمار وهذا القرار يجعل فرص الاختيار أمام المستثمر محدودة جدا وهو يختلف عن الوضع الأول الذي يتميز بوجود فرص وبدائل كثيرة وكانت المشكلة هي اتخاذ القرار بعد وضع أولويات، ما في هذه الحالة فالمستثمر عليه أن يقبل أو يرفض البديل الاستثماري الذي تمت له دراسة جدوى تفصيلية .

3- **قرارات الاستثمار المانعة تبادليا:** وفي هذا النوع من القرارات توجد العديد من فرص الاستثمار ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص في نشاط معين فان ذلك لا يمكن للمستثمر من اختيار نشاط آخر فإذا تم اختيار الاستثمار في مشروع صناعي فان ذلك لا يمكن للمستثمر من اختيار نشاط آخر فهذا النشاط يمنع تبادليا نشاط آخر.

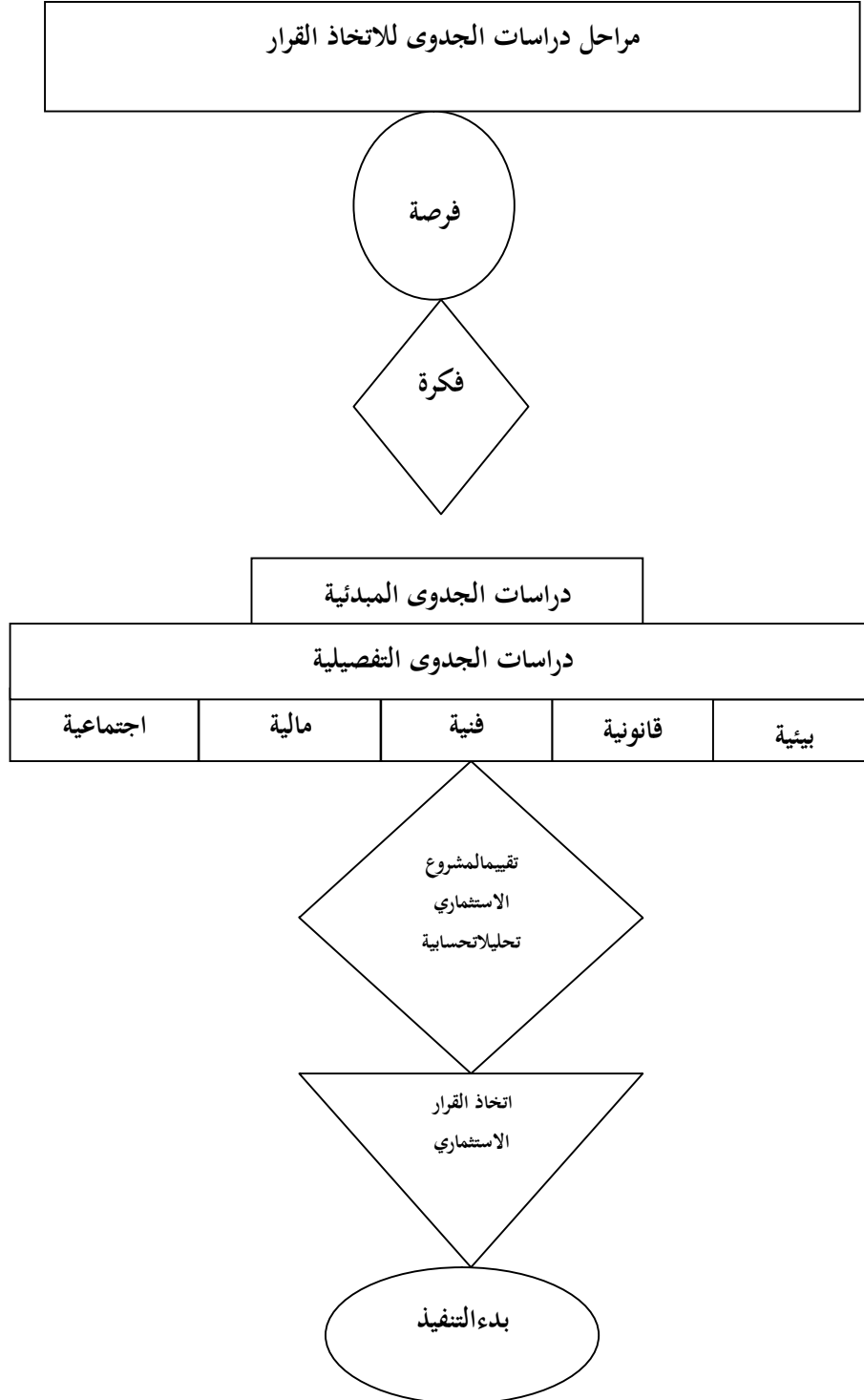
4- **القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة:** حيث ليمن أن تتخذ القرارات في ظروف التأكد تكاد تنعدم المخاطرة أو تقترب من الصغر ومن ثم تتم عملية اتخاذ القرار الاستثماري وببساطة حيث تكون لدى متخذ القرار معلومات كاملة بالمستقبل ، وهو يكاد لا يحدث إلا قليلا فيما يتعلق بالقرارات الاستثمارية لأنها دائما مصحوبة بدرجة من المخاطرة وهناك قرارات استثمارية تتم في حالة عدم التأكد وهي الحالات التي تكون درجة المخاطرة تقترب من 100% وهي القرارات تحتاج إلى خبرة عالية في إجراء دراسات الجدوى في مجال الاستثمار وتحتاج تطبيق الأساليب التي تتميز بدرجة مرتفعة من التقدم لكي يتخذ القرار الاستثماري.

5- **القرارات الاستثمارية التي تعتمد على التحليل الوصفي والكمي:** حيث يمكن أن نجد قرارات استثمارية تعتمد على التحليل الوصفي فقط وهذه قليلة الحدوث في عالم اليوم أو قرارات تعتمد على التحليل الكمي فقط وهي أيضا ليست كثيرة الحدوث. ولكن الواقع العملي يغلب على القرارات الاستثمارية أن تأخذ بالتحليلين معا.¹

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص 45.

المطلب الرابع: مراحل الوصول إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية.

الشكل رقم (05): مراحل الوصول إلى اتخاذ القرار الاستثماري.



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق ص 40.

ويلاحظ من الشكل رقم (05) أن المرحلة الأولى تبدأ بوجود فرصة استثمارية للمستثمر في مجال استثمار معين في احد الأنشطة الاقتصادية المتنوعة التي يضمها النشاط الاقتصادي، وعندما يجد المستثمر أن هناك جدوى من هذه الفرصة فإنه يتحول إلى المرحلة الثانية حيث تخضع هذه الفرصة للتفكير فتتحول إلى فكرة جديرة بالبحث والدراسة، ومن خلال تحليل المعلومات التي تم تجميعها من المصادر الخارجية و الداخلية، يحدث نوع من الاقتناع بجدوى تلك الفكرة الاستثمارية و في هذه المرحلة يتحدد الهدف من المشروع بأبعاده المختلفة، ويتحول المستثمر إلى المرحلة الثالثة ليبدأ في دراسة الجدوى المبدئية للمشروع و هي التي تشير إلى ما إذا كان سيدخل في دراسات الجدوى التفصيلية أم لا، فإذا كانت النتيجة انه لا توجد مشاكل أو عقبات أو موانع فإنه يحول إلى المرحلة الرابعة وهي الدخول في إجراء دراسات الجدوى إلى النوع التالي الا اذا أثبت النوع الذي قبله (كما هو موضح في الشكل) والمهم إذا ثبت جدوى المشروع خلال المرحلة الخاصة بدراسات الجدوى التفصيلية فيتم الانتقال إلى المرحلة الخامسة التي تنطوي على تطبيق مجموعة منذ المعايير للحكم على مدى ربحية المشروع، ويطلق عليها معايير تقييم المشروعات علما أن هذه المرحلة تنطوي أيضا على ما يسمى بتحليلات الحسابية التي تجري لاختبار قدرة المشروع على استيعاب التغيرات التي تحدث لبعض المتغيرات المؤثرة في اقتصاديات المشروع مثل سعر البيع، أو سعر الصرف أو أسعار عناصر الإنتاج وغيرها، وذلك خلال العمر الإنتاجي للمشروع ومع انتهاء تحليلات الحساسية بصورة ايجابية يمكن الوصول إلى المرحلة ما قبل الأخيرة أي المرحلة السادسة وهي اتخاذ القرار الاستثماري بإقامة المشروع ثم تبدأ المرحلة السابعة وهي البدء في توفير جانب من رأس المال العامل للبدء في التشغيل.¹

المطلب الخامس: أساليب ومعايير اتخاذ القرارات الاستثمارية.

الفرع الأول: أساليب عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية

أولا: القرار في حالة المستقبل الأكيد

يتميز هذا النوع من القرارات بعدم وجود تأثير للعالم الخارجي على نتائج عملية اتخاذ القرار، وبغياب عنصر المخاطرة فيه ويعني هذا أن كل قرار يتخذ في هذه الحالة هو القرار السليم، فإذا كان الموضوع يتعلق

¹ عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ص 41- 42.

بالوصول إلى الحد الأدنى من التكاليف فيتم اختيار اقل البدائل تكلفة وإذا كان يتعلق بالحد الأعلى من الربح فيتم اختيار أعلى البدائل ربحاً ومن الأساليب التي يمكن إتباعها في عملية اتخاذ القرار في حالة المستقبل الأكيد نذكر:¹

1- أسلوب إيجاد القيمة الحالية للتدفق النقدي : وتجرى بموجب هذا الأسلوب المقارنة بين مجموعة من المبالغ المستثمرة في فترات زمنية مختلفة، بعد أن يتم حساب قيمتها رجعياً إلى تاريخ معين محدد سلفاً، وبنسبة فائدة مقدرة، والتدفقات النقدية هي عبارة الفرق بين المداخل والمخارج المتوقعة للسنوات (س، س+1، ...، س+ن) المحددة لعمر المشروع المطلوب تقييمه وبعد أن يتم حساب القيمة الحالية للتدفق النقدي لكل من هذه السنوات، يتم جمع تلك القيم للحصول على القيمة الحالية النهائية للتدفقات النقدية وبناءً على النتيجة الأخيرة يتم مقارنة الاستراتيجيات المختلفة لاختيار أفضل سياسة استثمارية وهذه السياسة تمتاز بحصولها على أعلى قيمة حالية موجبة.

وتستخدم المعادلات التالية للحصول على ذلك: ق = ح (س+1) ^ن

وفي حالة كون قيم التدفق النقدي للسنوات المختلفة متساوية (أقساط متساوية) فإن القيمة الحالية لكل

$$\text{من تلك الأقساط تكون: } \frac{1 - (1+Y)^{-N}}{Y} \times \text{ط} = \text{ق}$$

حيث أن: (ط) قيمة القسط السنوي كما أن:

$$\text{ط} = \text{س} * \frac{Y}{1 - (1+Y)^{-N}}$$

2- مدة استيراد رأس المال: وتعين مدة استرداد رأس المال، التاريخ الذي يكون فيه مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية مساوية لقيمة الاستثمارات الموضوعة لتنفيذ المشروع، وتتم المقارنة بين مختلف الاستراتيجيات وفق هذا المعيار، باعتبار انه كلما قل عدد سنوات استعادة رأس المال كلما كان المشروع أفضل ومن ناحية أخرى فهو يشكل ضماناً أو أماناً لعمليات الاستثمار ومن الجدير بالذكر أن هذا المعيار هو أكثر معايير تقييم المشروعات استعمالاً في الاقتصاديات المخططة.²

¹ طلال كداوي: تقييم القرارات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 132.

² المرجع نفسه، ص 128.

ثانيا: القرار في حالة المستقبل المحتمل

تختلف هذه الحالة عن سابقتها لكون قيم التدفقات النقدية غير مؤكدة ولكنها مقدرة وهذا يعني وجود أكثر من حالة ربح لكل إستراتيجية، مع احتمال حدوث كل حالة من حالات الأرباح . ويعتبر أسلوب استخراج القيمة المتوقعة الأسلوب الأساسي المتبع في الوصول إلى القرار في حالة المستقبل المحتمل وبعد أن يتم حساب القيمة المتوقعة لكل إستراتيجية يتم اختيار أفضلها وهي تلك التي تملك أعلى رقم موجب في مجموعة القيم المتوقعة، وتعتبر طريقة (كوفمان) أكثر الطرق واقعية لمعالجة هذه الحالة، إذ أن ميزتها تكون في إعطاء كل حالة من حالات الأرباح مجموعة من الاحتمالات وليس احتمالا معيناً كما هو معروف، فحسبنا يكون اقرب إلى الصحة لدى قولنا مثلا بان هناك عشرين حظا من مئة للحصول على نتيجة سيئة مقارنة بقولنا بان هناك احتمالا مقررا بخمسة بالمئة للحصول على إيرادات بقيمة 5000 دينار ويمكن من خلال الجدول رقم 3 توضيح طريقة كوفمان:¹

جدول رقم (03): طريقة كوفمان لاتخاذ القرار في حالة المستقبل المحتمل.

ق / ح	ح 1	ح 2	ح 3	ح 4	ح 5	ح 6
ق 1	15	50	90	45	75	130
ق 2	10	50	70	25	60	80
ق 3	0	60	80	50	80	110
ق 4	- 20	130	220	0	170	270
ق 5	- 50	150	260	- 80	98	225
ق 6	- 40	20	30	- 50	10	22
ق 7	- 60	- 90	220	160	500	450

المصدر: عقيل جاسم عبد الله تقييم المشروعات ص 20.

حيث: ق 1.... ق 7 مجموعة الاستراتيجيات (القرارات)، ح 1.... ح 6 مجموعة حالات الأرباح.

وان الأرقام (15. 50. 450) مجموعة الإيرادات بالآلاف والدينارات ويتضح من هذا الجدول انه يحتوي على النتائج الجيدة كالأرقام (500 و 450.... الخ) ومنها ما يمكن وصفه بالنتائج الرديئة كالأرقام (90-

¹ عقيل جاسم عبد الله: تقييم المشروعات (اطار نظري وتطبيقي)، دار مجدلاوي، عمان، 1999، ص 20.

و-80 و 0...الخ) فلو رمزنا للاحتمال الحصول على نتائج جيدة بالرمز(ج) واحتمال حصول الحصول على نتائج رديئة بالرمز(ر) لكان احتمال الحصول على نتائج متوسطة ونرمز لها بالرمز(م) ويمكن التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية: $m = 1 - (ج + ر)$. وبعد القيام بتحديد المعادلات الثلاثة هذه نحاول ترتيب النتائج لكل إستراتيجية بشكل تصاعدي أو تنازلي حيث سنحصل على ¹:

ق ح	ح 1	ح 2	ح 3	ح 4	ح 5	ح 6
ق 1	15	45	50	75	90	130
ق 2	10	25	50	60	70	80
ق 3	0	50	60	80	80	110
ق 4	20 -	0	130	170	220	270
ق 5	50 -	80 -	150	98	260	225
ق 6	40 -	50 -	20	10	30	22
ق 2	60 -	90 -	220	160	500	450

المصدر: عقيل جاسم عبد الله: تقييم الاستثمارات.

وتكمن الصعوبة هنا في تحديد مفهوم طبيعة النتائج: فهل النتائج السيئة مثلا هي ذات الإشارة السالبة والموجبة قليلا؟ وهل النتائج الجيدة هي ما زادت قيمتها عن 100 مثلا.

ويمكن الإجابة على هذه الاستفسارات بدراسة كل سياسة استثمارية على حدى إلا انه يمكن تقسيم الجدول إلى ثلاثة مناطق فلو افترضنا احتمال الحصول على نتائج جيدة يساوي 40% واحتمال الحصول على نتائج رديئة يساوي 20% فان: احتمال الحصول على نتائج متوسطة يساوي 40% (من خلال تطبيق المعادلة $m = 1 - (ج + ر) = [40 = (20 + 40) - 1]$)

ويتم اختيار أفضل القرارات الممكنة بعد حساب القيمة المتوقعة لكل إستراتيجية من استراتيجيات الاستثمار كالتالي من خلال جمع النتائج الرديئة والمتوسطة والجيدة:

$$ق 1: 159 = 0.40 * (130 + 90) + 0.40 * (75 + 50 + 45) + (20 * 150)$$

¹ عقيل جاسم عبد الله، مرجع سابق، ص 23.

$$\begin{array}{l} \text{ق}2 = 116 \\ \text{ق}3 = 152 \\ \text{ق}4 = 312 \\ \text{ق}5 = 267.2 \\ \text{ق}6 = 10 \\ \text{ق}7 = 502 \end{array}$$

ويتضح من ذلك أن أفضل قرار ممكن وفق مجموعة النتائج هو الإستراتيجية رقم 7 كون قيمتها المتوقعة المحسوبة هي الأعلى.

ثالثاً: القرار في حالة المستقبل المجهول

تختلف هذه الحالة عن سابقتها بفقدان المعلومات المتعلقة بالموضوع المدروس أي أن احتمالات حالات الربح المختلفة غير معروفة أي من الاستراتيجيات وللتمكن من دراسة المشاريع في حالة عدم التأكد المستقبلي. قام علماء الإدارة والاقتصاد بوضع معايير معينة سنحاول شرحها وتطبيقها على جدول المكتسيات السابق جدول رقم(2) ومن أهم الأساليب المعتمدة في اخذ القرارات في حالة المستقبل المجهول نذكر¹:

1- معيار لابلاس (معيار الاحتمالات المتساوية): ويرتكز هذا المعيار في حالة عدم أية معلومات عن احتمال حدوث حالات الربح، فالأفضل افتراض احتمالات متساوية وبعد أخذ قيمة المتوسط الحسابي لأول مجموعة النتائج لكل إستراتيجية استثمارية، تتم عملية المقارنة باختيار أفضلها وهي التي تملك أعلى رقم في حالة الأرباح وأقل رقم في حالة التكاليف وتطبيق معيار لابلاس على المثال السابق نجد:

احتمال حدوث كل حالة من حالات الربح هو 6/1 وحساب المتوسط الحسابي لمجموعة البدائل هو:

$$\text{ق}1 = 6/1 * 405 = 67.3 \text{ حيث: } 405 = 15 + 50 + 90 + 45 + 130 + 75$$

$$\text{ق}2 = 6/1 * 295 = 49.16$$

$$\text{ق}3 = 6/1 * 380 = 63.33$$

$$\text{ق}4 = 6/1 * 770 = 128.33$$

$$\text{ق}5 = 6/1 * 603 = 100.5$$

$$\text{ق}6 = 6/1 * 80 = 13.3$$

$$\text{ق}7 = 6/1 * 1180 = 196.66 \text{ فالأختيار الأفضل هنا كما هو واضح توفره لنا الإستراتيجية رقم 7 حيث}$$

قيمة المتوسط الحسابي هي الأعلى.

¹ طلال كداوي: تقييم القرارات الاستثمارية، مرجع سابق، ص 213.

2- معيار أسوأ الأفضل: باستخدام المعطيات الواردة في المثال السابق حسب معيار أسوأ الأفضل يمكن أن نحصل على النتائج التالية: ق1=130، ق2=80، ق3=110، ق4=270، ق5=260، ق6=30، ق7=500، فالإستراتيجية الاستثمارية رقم(6) إذن هي أفضل الاختيارات وفق هذا المعيار.¹

الفرع الثاني: معايير التقييم المالي

معايير التقييم المالي تتعدد وتنوع الفرص الاستثمارية أمام المستثمر الخاص، وتختلف النتائج المحتملة لها من فرصة استثمارية إلى أخرى وفق الاختلاف نمط العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بهذا العائد وسعياً في تحقيق هدف المستثمر الخاص والذي يتمثل الحصول على أقصى عائد ممكن من استثماراته فإنه يتعين الاختيار بين نتائج تلك الفرص بما يسمح له بتحقيق هذا الهدف، وذلك عن طريق تدعى معايير التقييم أو المفاضلة المالية. وبقصد بمعايير المفاضلة بين المشاريع من وجهة نظر المستثمر بتلك المعايير التي تستخدم في القطاع الخاص كما تستخدم في القطاع العام بحيث يرتبط بهدف الربحية التجارية دون الأخذ بعين الاعتبار مدى مساهمة المشروع في تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية وهنا يمكن تقسيم أو تصنيف معايير المفاضلة إلى صنفين²:

- معايير التقييم في ظل ظروف التأكد.

- معايير المفاضلة في ظل المخاطرة وعدم التأكد

أولاً: معايير التقييم في ظل ظروف التأكد:

1- معايير المفاضلة غير المعدلة بالوقت: يمكن تقسيم المعايير المفاضلة أو الطرق الشائعة في التقييم (الطرق

غير معدلة بالوقت) إلى مايلي:

أ- معيار فترة الاسترداد: يقصد بفترة الاسترداد تلك الفترة الزمنية التي يمكن أن يسترد فيه المستثمر أمواله من خلال صافي التدفقات النقدية السنوية من المشروع الاستثماري والاسترداد هنا بالطبع للتكاليف الاستثمارية أو ما يطلق عليه الاستثمار المبدئي.

¹ عقيل جاسم عبد الله: مرجع سابق، ص26.

² ناصر داديعدون: دراسات الحالة المالية، دار الآثار، الجزائر، 1991 ص ص 175 - 176.

وهناك عدة طرق لحساب فترة الإسترداد من أهمها:

الطريقة الأولى: في حالة تساوي التدفقات النقدية السنوية الداخلة للمشروع من فترة لأخرى يمكن حساب فترة

$$\text{الاسترداد بالمعادلة التالية: فترة الاسترداد} = \frac{\text{الانفاق المبدئي (النفقات الاستثمارية)}}{\text{صافي التدفقات النقدية السنوية بعد الضريبة}}$$

ولبيان طريقة الحساب نفترض مجموعة من المشاريع الاستثمارية ا- ب- ج- د والمطلوب المفاضلة بين هاته المشاريع حسب فترة الاسترداد لكل مشروع.

الجدول رقم(04): يوضح فترة الاسترداد لعدة مشاريع استثمارية.

المشاريع الاستثمارية	أ	ب	ج	د
الاستثمار المبدئي	5000.00 دج	6000.00 دج	7000.00 دج	750000 دج
التدفقات النقدية السنوية	862.50 دج	1012.50 دج	1087.50	125000 دج
فترة الاسترداد المفاضلة	5.8 أولى	5.00 ثانية	6.4 الرابع	6 الثالث

المصدر: منى بالعربي، مرجع سابق، ص44.

الطريقة الثانية: في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية السنوية الداخلة بعد الضريبة من سنة إلى أخرى، يتم حساب فترة الاسترداد بتجميع صافي التدفقات النقدية حتى يتساوى مجموعها مع الإنفاق المبدئي (التدفق

$$\text{الخارج) فترة الاسترداد} = \frac{\text{الانفاق المبدئي}}{\text{متوسط التدفقات النقدية السنوية}}$$

■ تقييم فترة الاسترداد:

هناك عدة مزايا وعيوب لمعيار فترة الإسترداد نذكر منها مايلي:¹

المزايا:

- يتميز معيار فترة الاسترداد بالبساطة وسهولة الحساب ويعتبر بذلك أكثر الطرق شيوعا واستخداما لأنها محفزة عند المستثمر الذي يرغب في الحصول على أمواله المستثمرة في اقل فترة زمنية ممكنة.

¹ منى بالعربي وآخرون، "القرارات الاستثمارية" مذكرة تخرج شهادة ليسانس في العلوم التجارية، القرارات الاستثمارية، المسيلة، 2006-2007 ص 44.

- يعطي معيار فترة الاسترداد مؤشرا مبدئيا وسريعا ما إذا كان المشروع يستحق المزيد من الدراسة والبحث أم لا.
- يحدد مستوى السيولة المتدفقة للمشروع في كل سنة من سنوات تشغيله قبل استرداد كامل قيمة الاستثمار.

العيوب:

أن هذا المعيار يتجاهل التدفقات النقدية التي يمكن أن تتحقق بعد فترة الاسترداد حيث انه إذا كان المشروع يحقق صافي تدفق قدي سنوي بعد السنوات الأولى وتتصاعد في السنوات الأخيرة من عمر المشروع فان الاعتماد على فترة الاسترداد يؤدي إلى الاختيار الخاطئ نتيجة استبعاد المشروعات التي لا تحقق في الوقت المبكر لأموال المستثمر، وبالتالي فهو لا يجيز المشروعات التي يمكن أن تكون لها علاقة طويلة بالمجتمع والنشاط الاقتصادي¹.

ب- **معدل العائد المحاسبي**: يعبر معدل العائد المحاسبي عن الطريقة المحاسبية التي تقيس العائد الاقتصادي على الأموال المستثمرة لكل مشروع استثماري والذي على أساس تتم عملية التقييم والمفاضلة بين المشروعات لاتخاذ قرار الاستثمار.

وتعتبر هذه الطريقة بمثابة طريقة بديلة لفترة الاسترداد التي تهدف إلى تصفية الاستثمار في اقصر مدة زمنية، في حين يهدف المعدل العائد المحاسبي إلى قياس معدل العائد المتوقع تحقيقه من كل مشروع استثماري. وبصفة عامة يمكن حساب معدل العائد المحاسبي استنادا إلى احدى الطريقتين²:

الطريقة الأولى: في حالة عدم وجود قيمة متبقية في نهاية العمر الإنتاجي للمشروع.

$$\text{معدل العائد المحاسبي} = \frac{\text{صافي التدفق بعد الضريبة} - \text{الاهتلاك السنوي}}{\text{التدفق النقدي الخارج}}$$

الطريقة الثانية: في حالة وجود قيمة متبقية (لنفاية أو الخردة) في نهاية العمر الإنتاجي للمشروع، فيكون حساب معدل العائد المحاسبي كمايلي:

$$م ع م = [(\text{متوسط التدفق النقدي} - \text{التدفق النقدي}) - \left(\frac{\text{قيمة الاستثمار كقيمة متبقية}}{2} \right)] * 100$$

¹ منى بالعربي، مرجع سابق ص 44.

² محمد عثمان اسماعيل حميد: اساسيات دراسات الجدوى الاقتصادية وقياس المخاطر، دار النهضة، القاهرة، الطبعة الاولى، 1982، ص 119.

ولتوضيح ذلك نفترض المعلومات التالية عن مشروعين استثماريين علما أن التدفق النقدي الداخلي غير

متماثل والجدول الموالي يوضح ذلك من خلال المقاضلة بين المشروع الأول والمشروع الثاني:

من الجدول يمكن حساب معدل العائد المحاسبي للمشروعين كمايلي:

$$\text{المشروع الأول: } \%26.5 = 100 * 2 / [(0 - 60000) / 8000]$$

$$\text{المشروع الثاني: } \%20 = 100 * 2 / [(1000 - 60000) / 6000]$$

وعلى هذا الأساس يتم اختيار المشروع الأول لأنه يحقق أكبر معدل عائد.

جدول رقم(05): طريقة معدل العائد المحاسبي للمفاضلة بين مشروعين استثماريين

المشروع الثاني			المشروع الأول			السنة
صافي التدفق	الاهتلاك السنوي (2)	التدفق الداخلي (1)	صافي (3) التدفق 2-1	الاهتلاك السنوي (2)	التدفق (1) النقدي الداخلي	
6000	12000	18000	2000	12000	10000	01
6000	12000	18000	3000	12000	15000	02
6000	12000	18000	8000	12000	20000	03
6000	12000	18000	13000	12000	25000	04
6000	12000	18000	18000	12000	30000	05
30000	60000	90000	40000	60000	35000	المجموع
متوسط صافي التدفق النقدي الداخلي: 6000			متوسط صافي التدفق النقدي الداخلي: 8000			
التدفق النقدي الخارج: 60000 دج			التدفق النقدي الخارج: 60000 دج			

المصدر: محمد عثمان اسماعيل حميد ، مرجع سابق، ص 119

■ تقييم معيار المعدل العائد المحاسبي:

للمعيار عدة مزايا وعيوب نذكر منها مايلي¹:

المزايا:

- يتميز هذا المعيار بسهولة الفهم والحساب.

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 28

- يفيد هذا المعيار في تقييم أداء المشروع الاستثماري من خلال العائد السنوي م رأس المال المستثمر.

العيوب:

- أن من أهم عيوب هذا المعيار انه يهمل القيمة الزمنية للنفوذ وبالتالي لا يأخذ تغير الأسعار في الاعتبار ويشترك في ذلك مع معيار فترة الاسترداد.

- يتجاهل المدة الزمنية للمشروعات في المفاضلة بين المشروعات البديلة حيث أن المشروعات قصيرة الأجل قد تعطي معدل عائد سنوي متساوي مع مشروعات طويلة الأجل.

- يقوم بالتساوي بين المشروعات ذات المعدلات المتساوية من العائد وان اختلفت تدفقاتها النقدية من حيث توقيت حدوثها، حيث تكون في هذه المشروعات التي تكون صافي تدفقاتها النقدية في السنوات الأولى أعلى تكون أفضل ذلك بسبب إمكانية إعادة استثمار التدفقات النقدية خلال تلك السنوات.

ج- **دليل الربحية** يعبر دليل الربحية الغير المخصوم عن التدفقات النقدية غير المخصومة لكل مشروع استثماري وعن مدى فعاليته من الناحية الاقتصادية للمستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة ويتم حساب دليل الربحية غير المخصوم كمايلي¹:

مجمّل دليل الربحية غ مخصوم = إجمالي التدفقات النقدية الداخلة/ تكلفة الاستثمار - 1

صافي (د ر غ م) = (إجمالي التدفقات النقدية الداخلة/ تكلفة الاستثمار الرأسمالية - 1

■ تقييم طريقة دليل الربحية:

هناك بعض المزايا والعيوب التي يمكن من خلالها تقييم هذا المعيار منها:²

المزايا:

1-يساعد على اتخاذ قرار الاستثمار المناسب حيث يتم:

أ- يتم اختيار المشروع الاستثماري الذي يحقق دليل الربحية واحد صحيح.

ب- رفض المشروع الذي يقل دليل ربحيته عن الواحد صحيح لأنه يعتبر مشروع غير قادر على تغطية النفقات الخارجة من التدفقات النقدية الداخلة.

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق ص 29

² محمد قويدري "أسس دراسات الجدوى ومعايير تقييم المشروعات الاستثمارية"، رسالة ماجستير معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر 1997، ص 115.

ج- اختيار المشروع الذي يملك أكبر دليل ربحية إذا كان يزيد عن الواحد الصحيح لكل المشروعات التي تتم المفاضلة بينها.

2-يساعد على ترتيب المشروعات واتخاذ القرار المناسب أكثر من أسلوب فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي واختيار المشروع صاحب أعلى دليل ربحية.

العيوب:

- يهمل القيمة الزمنية للنقود.

- يصعب اختياره عند اتخاذ القرارات إذا ما تساوت المشروعات الاستثمارية.

- يتجاهل اثر المخاطر وعدم التأكد على التدفقات النقدية الداخلة التي لا زالت تتعلق بالمستقبل.

2- **معايير المفاضلة بين المشاريع المعدلة بالوقت:** نظرا لوجود عيوب في معيار فترة الاسترداد بدأ رجال

الإدارة المالية في البحث عن أساليب أو معايير أخرى للمفاضلة بين المشاريع بحيث تأخذ في الاعتبار

القيمة الزمنية للنقود، وكانت هذه الأساليب هي أساليب خصم التدفقات النقدية وتطرف في هذا الفرع

إلى مجموعة من المعايير والتي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ومن بين هذه المعايير نجد:

أ- **صافي القيمة الحالية:** يعرف صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع على انه عبارة عن الفرق بين

القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ستحقق على مدى عمر المشروع وبين قيمة الاستثمار في بداية

المشروع.

ويتحدد صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري بطرح القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة من

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة، فإذا كان رقم صافي القيمة للمشروع موجب يتم قبوله والعكس في حالة

أن يكون رقم صافي القيمة الحالية للمشروع سالبا فيتم رفض المشروع، وفي حالة تعدد المشاريع فيتم اختيار

المشروع الذي يتميز بصافي قيمة حالية أعلى ويمكن كتابة معيار صافي القيمة الحالية بالصيغة التالية:¹

$$Van = -I + \sum_{t=1}^n \frac{At}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^n}$$

حيث أن: **VR:** القيمة المتبقية من الاستثمار.

I: المبلغ المستثمر

¹ مدحت القرشي: دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص78.

At: التدفقات النقدية الصافية

K: معدل الخصم العائد

مثال: صافي القيمة الحالية في حالة التغير في النفقة الأولية للاستثمار:

ليكن لدينا مشروعان (أ) و (ب) يحققان التدفقات النقدية الصافية حسب الجدول التالي:

السنة	المشروع (أ)	المشروع (ب)
I ₀	166300	166300
01	165000	180000
02	135000	133000
03	170000	190000
04	168000	190000

تكلفة رأس المال $K = 10\%$ وعليه تكون القيمة الحالية الصافية للمشروعين كالتالي:

$$VAN_{(b)} = -1663000 + 149985 + 111510 + 127670 + 114744$$

$$VAN_{(b)} = 337470.02 \text{ OA}$$

$$VAN_{(a)} = -166300 + 163620 + 93338 + 142690 + 1129770$$

$$VAN_{(a)} = 363247.16 \text{ OA}$$

ومنه نختار المشروع (ب) لكونه يحقق أكبر قيمة حالية صافية.

■ تقييم طريقة القيمة الحالية:

هناك بعض المزايا والعيوب التي من خلالها يمكن تقييم هذا المعيار منها¹:

المزايا:

- تعد هذه الطريقة من أحسن الطرق في المفاضلة بين المشاريع وذلك لاتخاذها عامل الوقت أي أنها تأخذ

بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، بحيث أن هذه الطريقة تساعد متخذ القرار الاستثماري في قياس فعالية

كل مشروع استثماري.

¹ مدحت القرشي، مرجع سابق، ص 79.

- تعتبر أكثر أساليب تقييم حساسية للوقت المتوقع للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة والعمر الإنتاجي اذا توفرت الحالات التالية:

- وجود أكثر من مشروع استثماري من حيث التدفق الخارج والداخل والعمر الإنتاجي ومعدل الخصم.
- تباين هذه المشروعات من حيث وقت حدوث التدفقات النقدية الداخلة.

العيوب:

- تعتمد هذه الطريقة في خصم التدفقات النقدية على تكلفة رأس المال وحدث أي خطأ في تقدير هذه التكلفة سيكون له تأثير على القرارات الاستثمارية.
- يركز هذا الأسلوب على العائد الاقتصادي عند اتخاذ القرار الاستثماري ويهمل الاعتبارات الغير المالية التي يجب أخذها في الاعتبار مثل: استقرار العاملين... الأمن الصناعي... الخ.
- ب- **معدل العائد الداخلي (TRI):** هو القيمة القسوى والمقبولة لمعدل الاستحداث (تكلفة رأس المال) حتى يكون المشروع مهم أي المعدل الذي يجعل القيمة الحالية الصافية المنتظرة من المشروع الاستثماري مساوية للنفقة الأولية للاستثمار. ويعد هذا المعيار من أهم المعايير الذي تستخدم في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية ويمكن التغيير عنه بالعلاقة التالية¹:

$$TRI = \sum_{t=1}^n \frac{At}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^n}$$

At: التدفقات النقدية الصافية للفترة t.

K: تكلفة رأس المال.

VR: القيمة المتبقية من الاستثمار في حالة وجوده.

فعند المفاضلة بين المشاريع نختار المشروع الذي يكون فيه معدل العائد الداخلي أكبر ويمكن تحديد TRI باستخدام طريقة التجربة وذلك بإتباع الخطوات التالية²:

- نحدد معدل الخصم ونحسب على أساسه القيم للتدفقات بنوعيتها ثم نقارن بين القيمتين.

¹ سعد زكريا نصار: التقييم المالي والاقتصادي والاجتماعي للمشروعات، المكتبة الأكاديمية، بدون مكان، 1995 ص 45.

² مرجع نفسه، ص 46.

- إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة يتم اختيار معدل خصم أقل من المعدل المستخدم في إيجاد القيمة الحالية.
- إما إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مساوية للقيمة الحالية للتدفقات الخارجة أو الفرق بينهما ضئيل يكون معدل الخصم المستخدم هو نفسه المعدل العائد الداخلي TRI للمشروع الاستثماري.
- من ذلك يمكن استنتاج معدل العائد الداخلي حيث قيمته بين معدل الخصم الذي جعل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية اصغر قيمة موجبة ومعدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية اصغر قيمة سالبة ولتحديد قيمة TRI نطبق المعادلة التالية:

$$\text{معدل الخصم اصغر} + \frac{(\text{الفرق بين سعر الخصم الاصغر} + \text{صافي ح عند ق سعر خصم اصغر})}{(\text{صافي قح عند سعر خصم اصغر} + \text{صافي ح ق عند سعر خصم أكبر})}$$

■ تقييم طريقة معدل العائد الداخلي TRI:

المزايا:

- تراعي هذه الطريقة التغير في القيمة الزمنية للنقود للمشاريع المراد المفاضلة بينها.
- تعبر عن ربحية المشروع الاستثماري كنسبة مئوية مما يسهل المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية وترتيبها وفقا لمعدل العائد الداخلي الأعلى.

العيوب:

- تعتبر هذه الطريقة جد معقدة لعدم وجود طريقة رياضية مباشرة يعتمد عليها في المفاضلة بين المشاريع.
- وجود تعدد في معدلات الداخلي.

ثانيا: معايير تقييم المشاريع في ظروف المخاطرة وعدم التأكد

- كما جاء في المعايير المستخدمة للمفاضلة بين المشاريع على افتراض التنبؤ بالمستقبل وبالتالي فالاختيار يكون في ظروف التأكد ولكن التعامل مع المستقبل أمرا لا يمكن التنبؤ به بشكل مؤكد كما أن المخاطر لا يمكن تجنبها كلية وعليه يجب العمل على تقييمها واستبعاد الحد من أثرها على العائد الاقتصادي المتوقع.

1- ماهية المخاطرة وعدم التأكد وأهمية قياس مخاطر الاستثمار

تعريف المخاطرة: هناك عدة تعاريف للمخاطر نذكر منها :

المخاطرة هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد (التدفقات النقدية) الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً¹.
أن المخاطرة تصف موقف ما يتوفر فيه لمتخذ القرار من معلومات كافية سابقة تساعد في وضع احتمالات بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

لهذا يمكن تعريف مخاطر الاستثمار بأنها "درجة الانحراف في التدفقات النقدية الداخلة عن القيمة المتوقعة لها، وذلك كلما زادت درجة الانحراف ارتفعت درجة مخاطر الاستثمار."²

مفهوم عدم التأكد: تعرف هذه الحالة بعدم إمكانية متخذ القرار على التنبؤ بالمستقبل أي يشعر أنه في حاجة إلى معلومات كافية للوصول إلى تقدير احتمالي مصوب.³

2- أهمية قياس مخاطر الاستثمار وعدم التأكد: يعتبر قياس مخاطر الاستثمار من أهم المتغيرات المؤثرة في قرار

الاختيار والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية وتمثل أهميتها من خلال:

- توجد بعض المشروعات التي تحقق عائدا اقتصاديا متماثلا ولكنها تختلف فيما بينها من حيث درجة المخاطر المصاحبة لها.

- تحديد المشروعات التي تصاحبها درجة عالية من المخاطرة والعمل على تجنب هذا النوع من المشروعات.⁴

- القيام بتقدير احتمالات النجاح أو الفشل عند اختيار المشاريع.

3- المعايير المستخدمة في قياس درجة المخاطرة وعدم التأكد

3-1- معيار القيمة النقدية المتوقعة لصافي القيمة الحالية:

يقصد بالقيمة النقدية المتوقعة لحدث معين "العائد الذي ينتج عن الحدث مضروباً في احتمال حدوث الحدوث يمكن التعبير عن القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية بالمعادلة التالية:⁵

¹ إبراهيم الهندي: الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الرابعة، الإسكندرية، مصر، 1999، ص 440.

² طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 255.

³ سعيد عبد العزيز: دراسة الجدوى بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية، مصر، 1993، ص 303.

⁴ مرجع نفسه، ص 303.

⁵ جميل أحمد توفيق: أساليب الإدارة المالية، دار النهضة، بيروت، 1984، ص 428.

(التقدير التفاؤلي للتدفق * الاحتمال المرتبط بالحدث) + (التقدير الأكثر احتمالاً للتدفق النقدي الداخل * الاحتمال المرتبط بالحدث) + (التقدير التشاؤمي للتدفق النقدي الداخل * الاحتمال المرتبط بالحدث) مثال: مؤسسة تفضل بين مشروعين استثماريين يتطلب كل منها إنفاق قدره 20000 دج كما هو موضح في الجدول

الجدول: رقم (06) يبين التدفقات النقدية للمشروعين بغرض المفاضلة بينهما عن طريق معيار القيمة

النقدية المتوقعة لصافي القيمة الحالية.

صافي التدفقات		الاحتمال	الحالة الاقتصادية
المشروع (ب)	المشروع (أ)		
200	900	0.2	انكماش
1400	1500	0.6	عادي
1200	400	0.2	ازدهار

المصدر من اعداد الطالبة

المشروع (أ): القيمة النقدية المتوقعة: $0.2 \times 900 + 0.6 \times 1500 + 0.2 \times 400 = 1160$ دج

المشروع (ب): القيمة النقدية المتوقعة: $0.2 \times 200 + 0.6 \times 1400 + 0.2 \times 1200 = 1120$ دج

استناداً إلى المعيار بفضله للمشروع (ب) لكونه يملك أكبر قيمة نقدية متوقعة.

3-2- أسلوب تحليل الحساسية:

تعريف: نقصد بتحليل الحساسية تحديد الكيفية التي يتأثر بها قرار الاستثمار نتيجة التغيرات التي يمكن أن تحدث

في قيم محدداته (أي رقم المبيعات، سعر البيع، العمر المتوقع للمشروع...).

إذا فهي تقيس أثر التغير في مدخلات ومخرجات صافي العائد النقدي المتوقع.

أن استخدام أسلوب تحليل الحساسية لمواجهة المخاطرة وعدم التأكد بموجب وضع تقديرات مختلفة لنتائج

الفرص الاستثمارية في ظل الظروف الاقتصادية المختلفة، بل يمكن تطوير تحليل الحساسية بوضع قيم إجمالية

لصافي العائد المتوقع ثم يتم حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية لكل فرصة استثمارية.

ويرجع تحليل الحساسية في كون المشروعات تخضع لا محالة إلى عدم التأكد حول ما يحدث في المستقبل من تغيرات أثناء تنفيذ وتشغيل المشروع وعليه وجب إخضاع المشروعات إلى تحليل الحساسية وتجدد الإشارة إلى التركيز على المتغيرات الرئيسية التي يفترض حدوثها في المستقبل ويمكن إيجازها فيما يلي:¹

- انخفاض التدفقات الداخلة (المنافع) الفعلية عن التدفقات الداخلة المقدرة.
- تجاوز التدفقات الخارجة (التكاليف) الفعلية عن التدفقات الخارجة المقدرة.
- التأخير في تنفيذ المشروع إلى أجل ما.

■ تقييم أسلوب تحليل الحساسية:

- يسمح أسلوب تحليل الحساسية بتوفير قدر من البيانات والمعلومات التي يمكن أن تفيد المستثمر في ترشيد قراراته الاستثمارية والتركيز على المتغيرات ذات الأهمية الكبيرة.
- يعد هذا الأسلوب الخطوة الأولى في الاختيار والمفاضلة بين المشروعات في ظل ظروف المخاطرة.
- يساعد على تصنيف المتغيرات التي لها تأثير إيجابي و التي لها تأثير سلبي على التدفقات النقدية.
- يصعب إجراء تحليل الحساسية في حالات عدم التأكد.²

3-3- نظرية شجرة القرار:

تعريف: تعرف شجرة القرار على أنها: "هي أداة بيانية تصور سلسلة القرارات التي يجب اتخاذها لموقف معين، والتي تشكل بدائل مختلفة لموقف من المواقف المطروحة أمام متخذ القرار. أن مثل هذه النظرية تمكن القادة ورؤساء المؤسسات من تقدير الوضع المالي والبشري للمؤسسة، وكذلك الآفاق المستقبلية لها.³

الهيكل العام لشجرة القرارات: تتكون شجرة القرار وفروع واحتمال حدوث حالات الطبيعية والنواتج:⁴

أ- النقاط:

أ- **1: نقطة اتخاذ القرار:** وهي تمثل نقطة مفاضلة إذ يتعين عندها اتخاذ القرار بتفضيل إستراتيجية معينة،

حيث نختار القيمة الأكبر في حالة الربحية والقيمة الأقل في حالة التكلفة ويتم تمثيلها على الشجرة بمربع □

¹ سعيد عبد العزيز عثمان، مرجع سابق، ص 325.

² مرجع نفسه، ص 325.

³ سرير عبد الله رابح: القرارات الإدارية. شركة دار الأمة للطبع والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011 ص 108.

⁴ منى بالعربي، وآخرون، مرجع سابق ص 73.

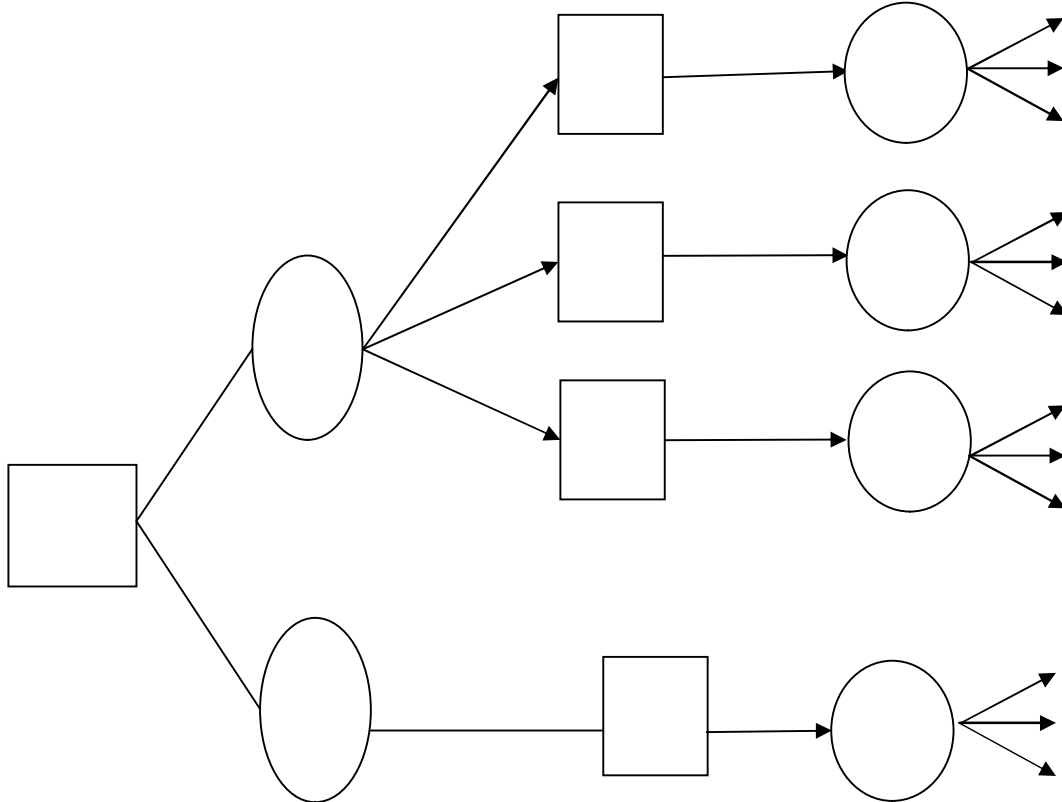
أ- 2: نقطة الأحداث: وهي تعبر عن المواقع التي تظهر فيها حالات الطبيعة إذ أن كل فرع يخرج من هذه المواقع تمثل بديل يحدث باحتمال معين، ويتم تمثيلها بدائرة. ○

ب- الفروع: وهي تنبثق من النقط المختلفة، وتتصل هذه النقط ببعضها البعض. وهي ثلاث أنواع:

- فروع القرار: وهي تمثل البدائل المتاحة لمتخذ القرار ويتم تمثيلها بخطين متوازيين ←-----
- فروع الأحداث: وهي تعبر عن احتمالات وقوع الحدث ويتم تمثيلها بخط واحد ←
- فروع نقطة النهاية: وهي الفروع التي لا تتبع بنقطة قرار أو حدث.

ج- النواتج: وهي العوائد التي تحقق من استراتيجية معينة، مع ملاحظة أن العوائد مرتبطة بفروع النهاية فهي توضع في نهاية هذه الفروع، أما النواتج المرتبطة بفروع الأحداث فإنها توضع داخل مربعات الأحداث، والنواتج المرتبطة بفروع القرارات توضع داخل مربعات القرار ويمثل الشكل التالي نموذج لشجرة القرارات.¹

الشكل رقم (6): نموذج شجرة القرار



المصدر: فركوس محمد: الموازنات التقديرية أداة فعالة للتسيير، المطبوعات الجامعية، طبعة مزينة، الجزائر، 2001، ص 204.

¹ سرير عبد الله رابع: القرار الإداري، مرجع سابق، ص 110.

1- تحليل شجرة القرارات: تتم عملية التحليل وفقا للخطوات التالية¹:

- إيجاد القيم المتوقعة لكل بديل من خلال ضرب القيم المعطاة(النتائج) لكل بديل في احتمال حدوث الظاهرة المتوقعة ثم نجمع نتائج الضرب وتوضع النتيجة للقيمة المتوقعة داخل ما يسمى بنقاط الاتصال.
- المقارنة بين القيم المتوقعة داخل نقاط الاتصال واختيار أقل قيمة في حالة التكلفة والعكس في حالة الربحية على أن توضع النتيجة داخل نقاط القرار.

المبحث الثاني: القرارات التمويلية.

المطلب الأول: مفهوم التمويل:

تعريف التمويل:

للتحويل عدة تعاريف نذكر منها مايلي:

التعريف الأول: يعرف التمويل انه كل المصادر الضرورية لإنشاء المؤسسة مما يجعلها قادرة على تحقيق تدفقات نقدية.²
التعريف الثاني: يمكن تعريف التمويل على انه عملية تجميع مبالغ مالية وجعلها في حوزة المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لها وهو ما يسمى بتكوين رأسمالي اجتماعي ويتجسد هذا الأخير في الميزانية والجانب المكونين لها:³

- جانب الخصوم ويضم موارد المؤسسة.

- جانب الأصول ويضم استخدامات هذه الموارد.

وبوجه عام يمكن تقسيم مصادر التمويل التي قسمين أساسين هما:

أولاً: التمويل الذاتي:

يعرف التمويل الذاتي بأنه الأموال المتولدة من العمليات الجارية للشركة دون اللجوء إلى مصادر خارجية. فهو يعبر عن الارتباط المباشر بين مرحلة التجميع ومرحلة الاستخدام للأموال بما يتضمنه ذلك من مصادر الادخار، ويحسب التمويل الذاتي بالطريقة التالية:

¹ سرير عبد الله رايح، مرجع سابق، ص 110.

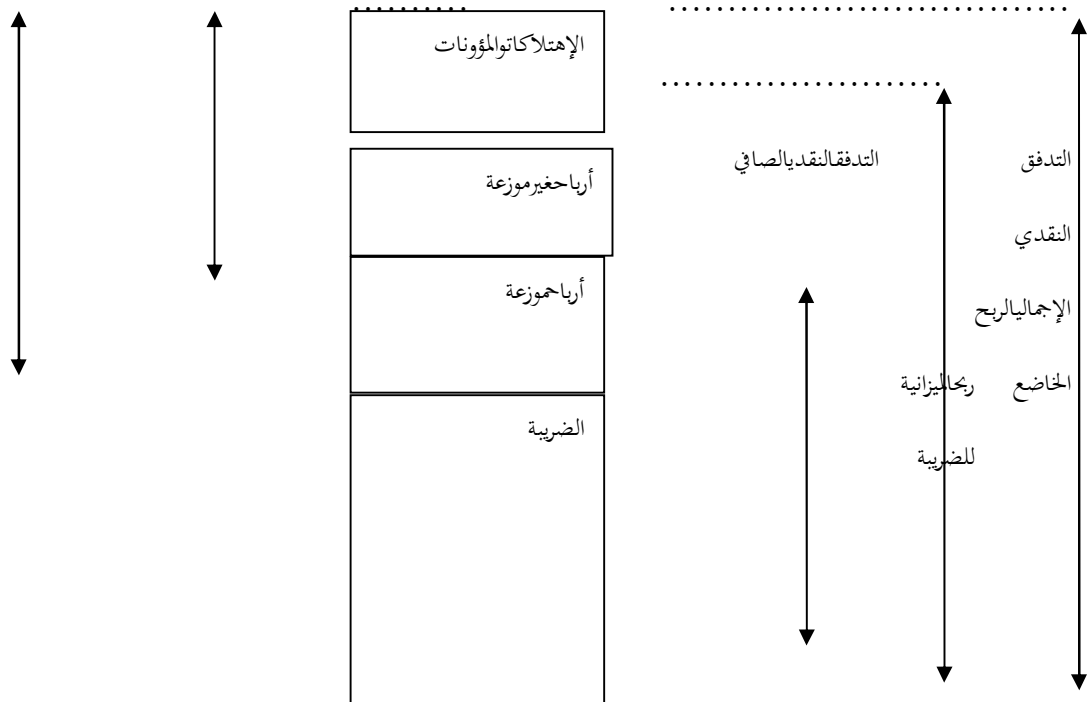
² منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 451.

³ توفيق حسون: الإدارة المالية، قرارات الإستثمار وسياسات التمويل في المشروع الإقتصادي، بدون دار النشر، الطبعة الجديدة، دمشق، 1989، ص 12.

التمويل الذاتي = أرباح قبل الضريبة + الاهتلاك + المؤونات - الضريبة على أرباح المؤسسة - أرباح موزعة.

التمويل الذاتي = أرباح غير موزعة + اهتلاك + مؤونات.

الشكل (07) يمثل نموذج التمويل الذاتي للمؤسسة



المصدر: بوسعدة سعيدة، مرجع سابق، ص 35.

ثانيا: التمويل الخارجي

قد لا تكتفي مصادر التمويل الداخلية المتوفرة لدى المؤسسون، مما يجعلها مضطرة لتمويل استثماراتها من مصادر خارجية والتي يتم تداولها في السوق المالية التي تعتبر شبكة تمويل تعمل على جمع الادخارات طويلة الأجل وتوزيعها على الجهات الطالبة لها. وتتكون السوق المالية أساسا من سوقين:

- السوق الأولية والتي تفتح فيها شبايك لأول مرة لبيع الأسهم والسندات.

- السوق الثانوية والتي يتم فيها تداول الأوراق المالية بواسطة وسطاء ماليين يقومون بجمع الأموال ممن لهم سيولة فائضة وإعادة توظيفها بإقراضها إلى بقية الاقتصاديين، ويظهر هذا القسم من التمويل في الحصص المقدمة من طرف المؤسسات والأفراد والتي تتمثل فيما يلي: القروض قصيرة الأجل، القروض طويلة الأجل.
- إلا انه يوجد تقسيم آخر لمصادر التمويل يمكن توضيحها فيما يلي:¹
- رؤوس الأموال الدائمة وهي الأموال الخاصة والقروض طويلة ومتوسطة الأجل وهذه الأموال تكون بحوزة المؤسسة بصفة دائمة.
- الديون قصيرة الأجل وهي الأموال التي تكون بحوزة المؤسسة لمدة قصيرة وتتمثل في القروض البنكية وقروض التوريد (الموردون).

المطلب الثاني: وظيفة التمويل

يعتبر التمويل الاستثمارات من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة والتي يكون لها تأثير كبير على سياستها المالية وتطورها في المستقبل، ولذا يعد من أهم الوظائف التي يقوم بها المدير المالي. حيث أنه إذا تبينت له هذه التقديرات الموضوعية أن التدفق الخارج للنقدية يفوق التدفق الداخل، وأن الرصيد النقدي لا يكفي لتغطية هذا العجز يجدر به البحث عن مصادر التمويل الخارجية ويختار أحسنها ويستخدمها استخداماً امثلاً ليحقق المعادلة الصعبة التي تواجه المؤسسة والمتمثلة في تحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة، ومن بين وظائف التمويل نذكر مايلي:²

أولاً: قابلية السداد:

ويقصد بها استعداد المؤسسة لضمان تسديد ديونها المستحقة ويعبر عنها قانوناً بإمكانية أصول المؤسسة لتغطية ديونها. لأن أي مقرض يهتم بمصير أمواله التي يهدف إلى استرجاعها بعد الحصول من ورائها على فوائد وأرباح لمدة معينة فانه يقوم بمقارنة حجم ديون المؤسسة مع أصولها ليستطيع قياس مدى ضمان أمواله ويستعمل

¹ مصطفى رشدي شيحة: الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، بيروت، 1985 ص 313.

² مرجع نفسه، ص 314.

النسبة التالية: [مجموع الديون / مجموع الأصول] وكلما كانت هذه النسبة منخفضة كان الضمان أكثر لديون الغير وبالتالي وجود حظ أكثر للحصول على ديون أخرى في حالة الطلب.¹

ثانيا: نسبة التمويل الدائم: وتعطى العلاقة التالية:

[أموال دائمة / الأصول الثابتة]. تبين هذه النسبة تمويل الأصول الثابتة بواسطة رؤوس الأموال الدائمة

- إذا كانت نسبة التمويل الدائم مساوية إلى الواحد هذا يدل على انعدام رأس المال العامل الصافي.
- إذا كانت نسبة التمويل الدائم أكبر من الواحد هذا يدل على أن رأس المال العامل الصافي موجب مما يجعل حالة المؤسسة في وضعية مربحية وملائمة.
- إذا كانت نسبة التمويل الدائم اقل من الواحد. هذا يدل على أن رأس المال الصافي سالب والمؤسسة تعتمد في تمويلها الدائم على نسبة من الديون قصيرة الأجل.²

ثالثا: نسبة التمويل الذاتي

وتعطى بالعلاقة³: [الأموال الخاصة / الأصول الثابتة]

تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تغطية أصولها الثابتة بواسطة أموالها الخاصة كلما كانت النسبة أكبر من الواحد كان الوضع مسموح. كما تمثل الضمان الممنوح أو درجة استقلالية المؤسسة بالنسبة لدائنيها.

رابعا: نسبة بنية الأصول

تحسب هذه النسبة لأجل البحث عن الطريقة المثلى التي تجعل الأموال المستثمرة مستعملة في الأغراض التي تعود بالنفع على المؤسسة ونجد هذه النسب على الشكل التالي:⁴

نسبة الأصول الثابتة: [الأصول الثابتة / مجموع الأصول]

نسبة القيم الجاهزة: [القيم الجاهزة / مجموع الأصول].

نسبة القيم المحققة: [القيم المحققة / مجموع الأصول].

¹ مصطفى رشدي شيحة، مرجع سابق، ص 314.

² مرجع نفسه، ص 315.

³ طارق عبد العال حماد: التحليل الفني للأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، عمان، 2000، ص 118.

⁴ مرجع نفسه ص 118.

خامسا: نسبة بنية الخصوم

تسمح هذه النسب بمعرفة الأموال الخاصة أو درجة الارتباط والمديونية على المؤسسة في المدى القصير والطويل ونجدها على النحو التالي:¹

نسبة الأموال الخاصة: الأموال الخاصة/مجموع الخصوم

نسبة القروض طويلة الأجل: [قروض طويلة الأجل / مجموع الخصوم].

نسبة القروض قصيرة الأجل: [قروض قصيرة الأجل / مجموع الخصوم].

المطلب الثالث: محددات التمويل.

الفرع الأول: العائد.

تعتبر التقارير المالية التي تعدها المؤسسات الوسيطة الرئيسية التي تقدم بها تلك المؤسسات وضعها المالي وآدائها. لذلك يجب أن توفر التقارير المالية المعلومات المفيدة للمستثمرين والدائنين الماليين لمساعدتهم في اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

أولا: ربحية السهم: تعبر ربحية السهم الواحد من أكثر المقاييس استخداما لقياس حامل السهم، وتمثل الأرباح المستحقة الدفع من قبل المؤسسة لحملة الأسهم العادية، وبذلك فانه عند احتساب هذا المؤشر يتم أولا خصم أرباح الأسهم التي تم دفعها لحملة الأسهم الممتازة من أرباح المؤسسات.²

ربحية السهم الواحد = صافي الربح بعد الضريبة / المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية المتداولة خلال العام.
أما في حالة وجود أسهم ممتازة فان:

$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الاسهم الممتازة}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الاسهم العادية المتداولة خلال العام}}$$

ثانيا: عائد الأرباح الموزعة للسهم: يخبر هذا المؤشر المستثمرين بمعدل توزيعات الأرباح النقدية على السهم العادي بناء على سعره الطبيعي الجاري.

$$\text{الأرباح الموزعة للسهم} = \frac{\text{الأرباح الموزعة نقدا لكل سهم نقدي}}{\text{سعر السهم العادي الواحد في السوق}}$$

¹ طارق عبد العال حماد: التحليل الفني للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 118.

² مرجع نفسه، ص 119.

وعادة ما يقوم المستثمر بمقارنة نسبة التوزيعات الحالية مع نسبة التوزيعات السابقة ونسبة التوزيعات المستقبلية المحتملة بمعرفة مدى التطور الذي تحقق أو يحتمل أن يتحقق بهذه السنة.

$$\text{ثالثا: نسبة توزيعات الأرباح الموزعة} = \left(\frac{\text{ارباح الاسهم المدفوعة لحملة الاسهم العادية}}{\text{صافي الربح بعد الضريبة - ارباح الاسهم الممتازة}} \right)$$

ويقاس هذا المؤشر النسبة المئوية في أرباح المؤسسة التي وزعت فعلا على الحملة الأسهم العادية في شكل توزيعات نقدية. وهو ما يعكس عادة زيادة أسعار الأسهم في السوق، وعموما تتأثر سياسة الأرباح لمؤسسة ما بعوامل متعددة مثل السيولة المتوفرة لدى المؤسسة الحاجة إلى التوسع هيكلية الملكية والغرض من الاستثمار...¹

رابعا: مضاعفة سعر الأرباح:

تعتبر نسبة سعر السهم السوقي إلى الربحية من أكثر المؤشرات لقياس الإمكانيات الاستثمارية للمؤسسة.

$$\text{نسبة سعر الأرباح} = \frac{\text{السعر السوقي للسهم العادي}}{\text{ربحية السهم الواحد}}$$

ويعبر مضاعف سعر السهم عن عدد المرات التي يمكن خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال ربحية السهم السنوية وفقا لآخر ميزانية معتمدة، ويمثل الاستثمار على أساس مضاعف السعر للأرباح.

ويمكن القول بان المشكلة الأساسية التي تواجه مؤشر مضاعف السعر هي الربحية أي اكتشاف مدى مناسبة المضاعف لظروف المؤسسة الحالية واحتمالات نموها المستقبلية فالمضاعف المرتفع قد يرجع إلى مضاربات على السهم التي تؤدي إلى رفع قيمته السوقية و بالتالي فإن شراؤه يعتبر صفقة خاسرة، كما قد يرجع إلى احتمالات نمو مستقبلية كبيرة وبالتالي ينعكس على تقييم السوق لهذا السهم وهذا يؤدي إلى رفع سعره.

كما أن المضاعف لسعر السهم قد يكون مناسباً في ظل الظروف العادية للسوق، ولكن يصبح غير ملائم إذا اتخذت الأسهم في السوق الاتجاه الهبوطي لعدة شهور. ولذلك يجب على المحلل المالي أو المستثمر الرشيد أن يقوم بدراسة وتحليل بعض الأمور المتعلقة بالمضاعف قبل اتخاذ أي قرار استثماري.²

¹ طارق عبد العال حماد: التحليل الفني للأوراق المالية، مرجع سابق، ص 120.

² مرجع نفسه، ص 120.

الفرع الثاني: تكوين المحفظة المالية.

إن تحقيق الربحية مع ضمان السيولة اللازمة يتوقف على السياسة التي تتبعها المنشأة في توجيه استثماراتها في الأوراق المالية وعادة ما تلجأ المنشأة في هذا الصدد إلى دراسة أنواع الأوراق المالية المتاحة، واختيار توليفة منها أي تكوين محفظة للأوراق المالية والتي يكون الغرض منها ضمان تلبية حاجة المنشأة من السيولة وتحقيق عائد مناسب وذلك بأقل المخاطر التي يمكن التعرض لها، والأمر ليس بهذه البساطة فلنكي يتحقق الاختيار الناجح لمجموعة الاستثمارات التي تظمها المحفظة بتعين على المؤسسة أن تتعرف على العائد المتوقع وأيضا المخاطر التي تنطوي عليها الأوراق المالية.¹

أولا: تقدير العائد المتوقع من محفظة الأوراق المالية

يتوقف تقدير هذا العائد على تحديد المتوقع من الاستثمارات الفردية المكونة لهذه المحفظة. ثم حساب متوسط هذه العوائد. أن تقييم الاستثمارات في الأوراق المالية لا يختلف عن غيره من الاستثمارات فهو يتطلب تحديد التدفقات النقدية الخارجة والداخلية المترتبة على أي استثمار في أي ورقة مالية.²

ثانيا: مخاطر محفظة الأوراق المالية

ان قرار الاستثمار لا يتوقف على العائد المتوقع فقط. بل كذلك المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار ويقصد بمخاطر محفظة الأوراق المالية درجة تقلب العائد المتولد من مجموع الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة. وهنا نشير إلى أن المخاطر التي تتعرض لها المحفظة لا تتوقف فقط على المخاطر التي تنطوي عليها الاستثمارات الفردية المكونة لها. بل على طبيعة العلاقة التي تربط بين عائد تلك الاستثمارات في كل نوع من أنواع الأوراق المالية.³

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياص: أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000. ص 538. 539.

² مرجع نفسه، ص 539.

³ مرجع نفسه 553.

الفرع الثالث: سعر الفائدة ومخاطره.

أولاً: سعر الفائدة.

تعتبر القروض الممول الأساسي للكثير من المشاريع الاقتصادية، لذلك يلعب سعر الفائدة السائد في السوق عن هذه القروض دوراً كبيراً في تحديد حجم الاستثمارات.¹

ثانياً: مخاطر سعر الفائدة.

تؤثر مخاطر سعر الفائدة على قيمة الاستثمارات المتمثلة في الأوراق المالية، إذ عادة ما يترتب في تغيير سعر الفائدة السائد في السوق تغير في القيمة السوقية لتلك الأوراق. كقاعدة عامة تتناسب القيمة السوقية للأوراق المالية تناسباً عكسياً مع اتجاه أسعار الفائدة في السوق.

فإذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة بحيث أصبح يقل عن سعر الفائدة على ورقة أخرى التي طرحت حديثاً للتداول فإن القيمة السوقية للورقة التي تحتفظ بها المنشأة تنخفض لأن المستثمر المحتمل لن يقبل شراء تلك الورقة بقيمتها الاسمية لأن هذا لا يعني إغراق أمواله في استثمارات يتولد عنها عائد يقل عن العائد الذي يمكن أن يحققه لو استثمر نفس المبلغ في الأوراق المالية التي طرحت حديثاً في السوق والتي تحمل سعر فائدة أعلى.²

المطلب الرابع: مخاطر التمويل وأثرها على المؤسسة الإنتاجية.

الفرع الأول: مخاطر الأعمال.

أولاً: تعريف: يقصد بمخاطر الأعمال تذبذب ربح العمليات لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط الذي تمارسه المنشأة وينظر بربحها إلى تلك المخاطر على أنها أهم متغير يحدد التشكيلة التي يتكون منها هيكل رأس المال. وتتفاوت مخاطر الأعمال من صناعة إلى أخرى بل من منشأة إلى أخرى في نفس الصناعة.³

ثانياً: أسباب تفاوت مخاطر الأعمال

1- التغير في حجم الطلب على منتجات المنشأة: ينشأ التغير في حجم الطلب إلى أسباب عديدة من

بينها إدخال المنشأة منتجات جديدة تساهم في زيادة حجم مبيعاتها أو نجاح المنافسين في تقديم منتجات

¹ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية (مدخل تحليل معاصر)، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 251 - 252.

² مرجع نفسه، ص 252.

³ مرجع نفسه، ص 618.

جديدة بديلة كما يؤدي التغير في حجم الطلب إلى الكساد الذي تتعرض له الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها تنخفض مخاطر الأعمال كلما كان الطلب على منتجات المنشأة مستقرا.

2- **التغير في أسعار بيع المنتجات:** قد يؤدي التغير في أسعار بيع المنتجات إلى حدة المنافسة أو التدخل الحكومي من وقت لآخر للتحكم في الأسعار و في هذه الحالة تزداد مخاطر الأعمال كلما زاد تقلب أسعار المنتجات.

3- **مرونة الطلب على منتجات المنشأة:** كلما انخفضت مرونة الطلب على المنتجات كلما تمكنت المؤسسة من مواجهة التغير في أسعار المدخلات بإجراء تغيير في أسعار منتجاتها وبهذا قد تستطيع تحقيق نوع من الاستقرار في صافي العمليات الذي يترتب عليه تخفيض من مخاطر الأعمال مما يشجعها على التوسع في الافتراض¹.

4- **التغير في أسعار المدخلات:** قد تنخفض أسعار المدخلات نتيجة لزيادة المعروض منها كما قد ترتفع أسعارها بسبب إضراب عمال في مصانع الموردين من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض الكميات المعروضة مثلا ومهما كان السبب في تغير تكلفة المدخلات فانه وفقا لمفهوم المخاطر تزداد مخاطر الأعمال كلما زاد التغير في تكلفة المدخلات بالزيادة أو النقصان.²

5- **نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية:** كلما زادت نسبة التكلفة الثابتة يترتب على التغير في المبيعات تغير أكبر في صافي ربح . مما يعني الزيادة في حجم مخاطر الأعمال مما يجعل القيام بالحد من الاقتراض حتى لا تزداد المخاطر التي تتعرض لها المنشأة ويطلق عن هذه الظاهرة بالرفع التشغيلي.³

ثالثا: الرفع التشغيلي:

إذا كانت نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية للمنشأة مرتفعة حينئذ يطلق على تلك المنشأة بأنها تتسم بدرجة عالية من الرفع التشغيلي أي إذا حدث تغير في نسبة التكاليف الثابتة غير المالية يترتب عليه تغير ضئيل في حجم المبيعات وهذا ما يؤدي إلى تغير كبير في صافي ربح المبيعات. وتقاس درجة الرفع التشغيلي كمايلي:⁴

درجة الرفع التشغيلي عند ن = ن (س.م) / ن (س.م). ث.

¹ منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 619.

² محمد سعيد عبد الهادي: الإدارة المالية (الاستثمار والتمويل. التحليل المالي)، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 45.

³ مرجع نفسه ص 46.

⁴ الهوا ريسيد: الاستثمار، مطابع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1982 ص 36.

حيث:

ن: عدد الوحدات المنتجة عند نقطة حساب درجة الرفع التشغيلي.

س: سعر البيع.

م: التكلفة المتغيرة.

ث: مجموع التكاليف الثابتة.

تعني هذه المعادلة أن كل تغير يطرأ على المبيعات بنسبة معينة يؤدي إلى تغير في صافي ربح العمليات بنفس النسبة.

الفرع الثاني: المخاطر المالية.

أولاً: تعريف المخاطر المالية

يقصد بالمخاطر المالية التذبذب في صافي الربح بالضريبة أي التذبذب في العائد المتبقي للملاك (أي حملة الأسهم العادية) بسبب استخدام مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة المتمثلة في القروض والأسهم العادية بالمنشأة التي تتحمل قدرًا كبيرًا من التكاليف المالية الثابتة تتعرض لتغير بمعدل كبير في العائد المتاح للملاك نتيجة التغير بمعدل أقل في صافي ربح العمليات ويطلق على هذا الظاهرة بالرفع المالي.

وكما هو الحال بالنسبة للتكاليف الثابتة بالأعمال التي تسبب الرفع التشغيلي فإن التكاليف المالية التي تسبب الرفع المالي هي الأخرى ذو حدين فارتفاع نسبتها يعني أن الزيادة محدودة في صافي ربح العمليات لا يصحبها فقط زيادة كبيرة في العائد المتاح للملاك، بل يصاحبها الزيادة في المخاطر التي يتعرض لها هذا العائد.¹

ثانياً الرفع المالي: كما هو الحال بالنسبة للرفع التشغيلي يعكس الرفع المالي التغير الذي يحدث في صافي ربح المتاح للملاك من جراء تغير معين في صافي ربح العمليات، وينشأ الرفع المالي من وجود التكاليف المالية الثابتة كما ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية الثابتة وتحسب درجة الرفع المالي بالعلاقة التالية:²

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{ع}{ع - ف}$$

حيث: ع: تمثل الإيرادات قبل العائدة والضريبة.

¹ محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية التحليل المالي للمشروعات، الدار الجامعية للنشر، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2005. ص 127.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سابق ص 625.

ف: تمثل الفائدة.

المطلب الخامس: كيفية اتخاذ قرار التمويل وأهميته.

الفرع الأول: كيفية اتخاذ قرار التمويل

اتخاذ القرار يكون لفترة لاحقة مهما كانت مدة هذه الفترة، فعنصر المستقبل (النتائج) يدخل في اتخاذ القرارات.

إن قرار التمويل هو الاختيار بين حياة الأشكال المختلفة للأموال وكذلك يركز على موقف المتعامل الاقتصادي، حيث لا يقبل هذا الأخير التنازل عن أمواله إلا بمقابل تحقيق ربح ولكن هذا لا بد أن يكون بعد مدة زمنية، وبالتالي الخيار يتصف بعدم التأكد إذا كل قرار مالي يتميز بطبيعة الاختيار: أخطاره، مدته، تكلفته وقرارات التمويل في المؤسسة عادة ما تكون حسب العملية ولكن طبيعة العمليات هي التي تميز مختلف القرارات المالية وعادة ما تنقسم إلى قسمين، قرارات مالية طويلة الأجل وقرارات مالية قصيرة الأجل.¹

الفرع الثاني: أهمية التمويل:

أصبح من الأمور المعروفة أن التمويل يقوم بدور أساسي في التنمية الاقتصادية والاجتماعية. إذ يعتبر بمثابة العصب الرئيسي في صياغة ووضع السياسات التي تهدف إلى توجيه الموارد المالية في مختلف الأنشطة. وإضافة إلى ذلك أن:

- التمويل يرفع من قدرة المؤسسة على الاقتراض والاستفادة من أموال الغير.
- يشجع المؤسسة على تنفيذ استثمارات جديدة خاصة الاستثمارات التي يكون درجة خطرها الاقتصادي مرتفعة
- التمويل يضمن للمؤسسة درجة كافية من الاستقلالية وإدارة أعمالها دون تدخل الشركات الأخرى والمؤسسات المالية بصفة خاصة.²

¹ منير شاكر محمد، مرجع سابق، ص 284.

² مرجع نفسه، ص 285.

المطلب السادس: تفاعل قرارات التمويل وقرارات الاستثمار.

تعرضنا بالدراسة السابقة لقرارات الاستثمار وقرارات التمويل في معزل عن بعضهما، غير أن هذا النمط من الدراسة لا يتيح الفرصة لإبراز التفاعل بين هذين القرارين رغم ما لهم من تأثير على الهدف الذي تسعى إليه الإدارة وهو تعظيم ثروة الملاك، ولكي نعالج هذا القصور فقد خصصنا هذا المطلب لإبراز الكيفية التي يؤثر بها كل قرار عن الآخر وذلك من خلال تناولنا لأسلوب صافي القيمة الحالية المعدل وكذا من خلال تناولنا أسلوب سعر الخصم، هذين العنصرين اللذين يمثلان صورة من صور التفاعل بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار.¹

الفرع الأول: أسلوب صافي القيمة الحالية المعدل.

أن قرار قبول الاقتراح الاستثماري ورفضه بتوقف على صافي القيمة الحالية لتدفقاته النقدية أي يتوقف على حجم التدفقات النقدية المتولدة عنه وعلى تكلفة الأموال التي تستخدم في تمويله والمقصود بتكلفة الأموال تكلفة مصادر التمويل التي تحصلت منها المنشأة على الأموال أن تطبيق المعادلة التطبيقية لصافي القيمة الحالية يحمل في طياته اعتراف صريح بتأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار.

غير أن ما يؤخذ على المعادلة التقليدية لصافي القيمة الحالية، أنها لا توضح جيدا مدى مساهمة طريقة التمويل المستخدمة (قرار التمويل) في تحقيق صافي القيمة الحالية المحقق أو بعبارة أخرى لا توضح بجلاء أثر قرار التمويل في قبول أو رفض الاقتراح الاستثماري ويعطى هذا الأسلوب بالعلاقة:²

$$ص ق ح المعدل = ق ح - ك + ق ح ي$$

حيث:

ص ق ح المعدل: القيمة الحالية الصافية المعدلة.

ق ح المعدل: القيمة الحالية للتدفق النقدي المتولد عن الاقتراح الاستثماري.

ك: تمثل التكلفة المبدئية للاقتراح.

ق ح ي: القيمة الحالية للتدفقات النقدية .

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998، ص 405.

² مدحت القريشي، مرجع سابق، ص 84.

تكشف لنا هذه العلاقة أو المعادلة عن إحدأشكال التفاعل بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار و يتمثل هذا في أن قرار الاستثمار يتأثر بالتدفقات النقدية الإضافية التي تصاحب طريقة التمويل المستخدمة غير أن هذا ليس النمط الوحيد في التفاعل بين القرارين حيث يوجد هناك نمط آخر يسمى أسلوب تعديل سعر الخصم .

الفرع الثاني : أسلوب تعديل سعر الخصم .

يقوم أسلوب القيمة الحالية المعدل على تعديل التدفقات النقدية، كما يعكس الطريقة التي تم بها تمويل الاقتراح الاستثماري، أي بما يعرف بقرار التمويل، أما أسلوب تعديل سعر الخصم بما يعكس طريقة التمويل ومما يذكر في هذا الصدد أن معدل الخصم في المعادلة التقليدية لصافي القيمة الحالية هو في الواقع معدل تم تعديله ليعكس طريقة التمويل.¹

أولاً: تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة عن استخدامها فبينما لا يصاحب التمويل بالأرباح المحتجزة أي تدفقات نقدية نجد أن التمويل بالأسهم العادية يترتب عليه تدفقات نقدية خارجة تتمثل في تكلفة الإصدار والخصومات التي قد يحصل عليها مشتري تلك الأسهم وعلى العكس من ذلك يتولد عن الأموال المفترضة وفورات ضريبية يمكن اعتبارها في حكم التدفقات النقدية الداخلية.²

ثانياً: تأثير قرار الاستثمار على قرار التمويل.

يمكن القول انه إذا ترتب على تنفيذ اقتراح استثماري ما تغير في تشكيلة الأموال التي يتكون منها رأس المال بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية فسوف يترتب على ذلك زيادة في الطاقة الافتراضية ويصلح من المتوقع قيام المنشأة بالتخطيط للحصول على قرض إضافي عندما تكون هناك حاجة مستقبلية لمزيد من الموارد المالية ، تتحدد قيمة التكاليف المبدئية للاقتراح" وهي تعادل قيمة الزيادة في حقوق الملكية" مضروبة في نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية من المعروف أن حصول المنشأة على قروض إضافية تزيد من الوفورات الضريبية ولما كان السبب الأساسي في تحقيق هذه الوفورات الضريبية الإضافية والذي هو الاقتراح الاستثماري فينبغي طبقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية المعدل أن نعتبر هذه الوفورات من بين المكاسب التي تؤخذ في الحساب عند تقييم الاقتراح الاستثماري ومن خلال تطرقنا لأهم النقاط أو الجوانب المتعلقة بقرارات التمويل والاستثمار نرى انه على المؤسسة أن تحقق التنافس بين الاستثمارات ووسائل التمويل ،ومن هذا المنطلق تتضح أهمية التمويل في كل المؤسسات وخاصة الإنتاجية التي

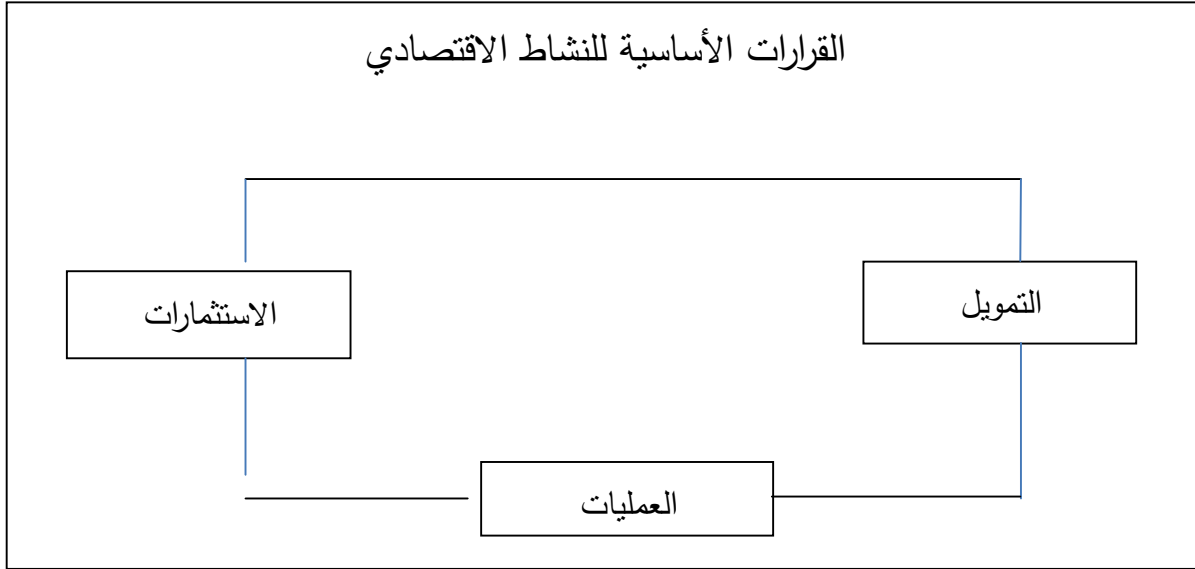
¹ منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 408.

² مرجع نفسه، ص 408.

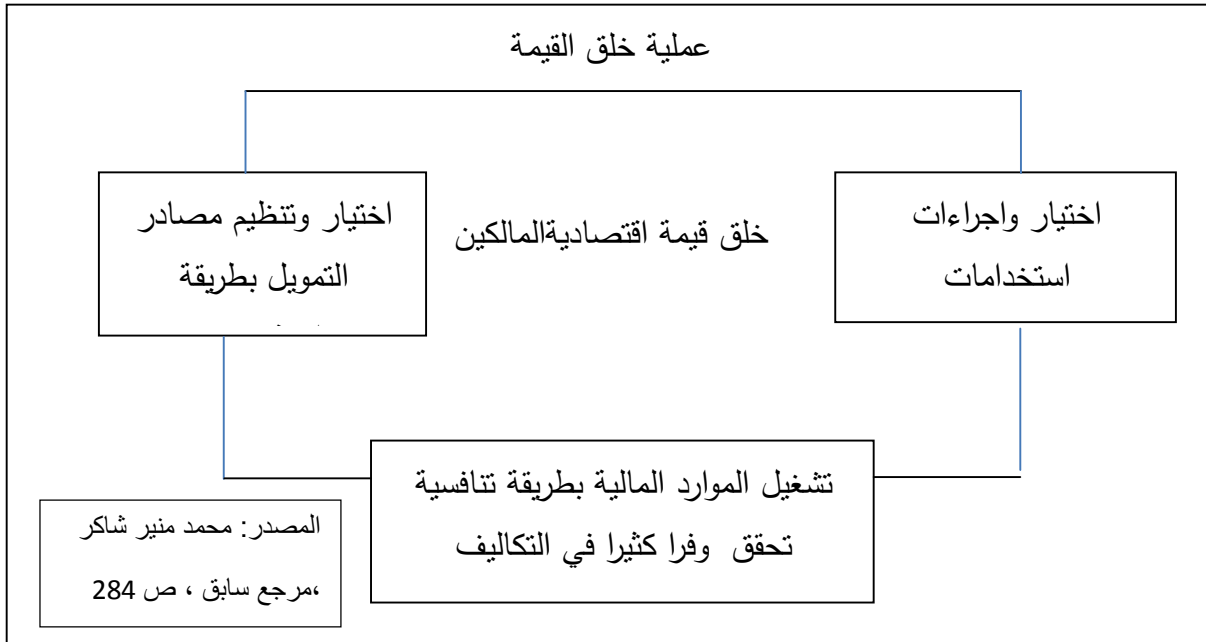
يستوجب عليها تلبية احتياجاتها من استثمارات ورأس المال العامل وذلك باللجوء إلى مصادر التمويل المختلفة والمفاضلة بينها أو ما يسمى بقرار التمويل.

وفي الأشكال التالية تمثل العلاقة المتبادلة بين هاته القرارات:¹

شكل(08): يوضح العلاقة المتبادلة بين هذه المجالات الآتية.



شكل(09): يصور العلاقة المتبادلة بين هذه مجالات القرارات الثلاثة في مجال خلق القيم.



¹ منير ابراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 827-828.

الفرع الأول: مصادر التمويل قصيرة الأجل

نعني بالتمويل قصير الأجل الحصول على أموال من المصادر المختلفة لمدة لا تزيد عن سنة وهي إما ائتمان مصرفي أي قروض لمدة سنة وإما ائتمان تجاري كالבضاعة، الدائنين وأوراق الدفع، وإما تكون أوراق تجارية كالسندات. أولاً: أسباب اللجوء إلى مصادر التمويل قصيرة الأجل:

- الاحتياجات الموسمية: ويخدم هذا النوع المنشأة التي تتجدد احتياجاتها في بداية كل موسم فتقدم المنشأة على الاقتراض و تمويل حاجاتها كبراء بضاعة، وتقوم بتغطية هذا القرض خلال السنة لتتمكن في الموسم المقبل من الاقتراض ثانية.
- انخفاض كلفة التمويل قصير الأجل عن التمويل طويل الأجل.
- إمكانية الحصول على تمويل قصير الأجل بدون تكلفة أحياناً، وخاصة في حالة الائتمان من الموردين الذين يعطون مهلة سداد بدون فوائد.¹

ثانياً: أنواع التمويل قصير الأجل

- 1- **قرض الخزينة:** يمنح هذا القرض للمؤسسة من طرف البنك من أجل مواجهة عجز الخزينة (احتياجات رأس المال العامل الأكبر من رأس المال العامل) حيث يسمح البنك للمؤسسة باقتطاع مبلغ متفق عليه مؤقتاً من خزينة البنك ويحدد البنك مع المؤسسة تاريخ تسديده، وكيفية استعماله، وتتحصل مؤسسة على هذا القرض نتيجة اختلاف نشاطها العادي، لتمويل الاحتياجات من الأصول المتداولة سواء كانت مؤقتة أو دائمة، ويشمل قرض الخزينة على القروض على بياض التي تنقسم إلى²:
 - **سهولة الخزينة:** يستعمل هذا النوع من القروض للتقليل الفارق الزمني قصير المدى بين المداخيل ومصاريف المؤسسة (أي تسيير دورة المؤسسة و المتمثلة في تحويل الأصول المتداولة إلى أصول متاحة ثم سائلة، إلا أن تسيير هذه الدورة في الواقع بطرح مشاكل التسديد في وقت استحقاق، ففي هذه الفترة يتدخل البنك لمساعدة المؤسسة لمواجهة ديونها عن طريق منحها قرضاً على بياض يسدد عندما تتحصل المؤسسة على مداخيلها، ويحدد البنك مدة هذا القرض لمدة سنة.

¹ هيثم محمد الزغبى: الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، 2000، ص 79.

² عبد الناصر رواجي: "تحليل دورة استغلال"، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، سطيف، دفعه 1993-1994 ص 17.

- **السحب على المكشوف:** يعتبر السحب على المكشوف الإذن الممنوح من طرف البنك للمؤسسة للسماح لها برصيد مدين لدى البنك لمدة طويلة نسبيا على التمويل احتياجات اللازمة للمؤسسة، وعندما تطلب المؤسسة السحب على المكشوف يقوم البنك بدراسة وضعيتها المالية بفحص دقيق للمدا خيل التي تستحق في المستقبل والتي تعتمد عليها المؤسسة لتغطية هذا السحب.

2- قرض المورد: يمثل قرض المورد مصدرا هاما للتمويل في المدى القصير للمؤسسة، فعندما يمنح المورد مهلة محددة للتسديد فإن المؤسسة تستفيد من هذه المهلة عن طريق توظيف مبلغ دين في الشراء المواد اللازمة لنشاط المؤسسة، كما يعتبر هذا النوع من القرض الأكثر استعمالا في تعامل المؤسسات فيما بينها، لذا كان تسيير هذا القرض بطريقة جديفة من الأمور التي تساعد المؤسسة على اكتساب ثقة المتعاملين الاقتصاديين، وبالتالي يصبح قرض الموارد وسيلة من وسائل التوازن المالي للمؤسسة.¹

3- الخصم: هو عملية قرض يقوم بمنحها البنك لحامل الورقة التجارية المخصومة قبل تاريخ استحقاقها، فالخصم وسيلة تمويل تستفيد منها مؤسسة قبل وصول آجال استحقاق هذه الأوراق ومقابل هذا الخصم يحصل البنك على مبلغ الخدمة المقدمة للمؤسسة وذلك بالخصم من قيمة الورقة التجارية وهو ما يسمى بعمولة التحصيل والقيمة التي يحصل عليها الحامل تسمى القيمة التجارية الحالية التي تساوي القيمة الاسمية للورقة ناقص الـ [الآجيو] هو عبارة عن مجموعة من الخدمات المدفوعة بثمن، الآجيو = قيمة الخصم + مختلف العمولات + الضرائب] ويتم تظهير هذه الورقة للبنك بعد الحصول على السيولة اللازمة و بالتالي انتقال الملكية إلى البنك، إن خصم الأوراق التجارية هو نوع من القروض المستعملة من طرف البنك، لأن هذا الأخير يقوم بشراء هذه الورقة مقابل تقديم سيولة لصاحب هذه الورقة لمواجهة صعوبة الخزينة، وبالتالي يصبح البنك مالك هذه الورقة المستحقة للدفع في تاريخ معين وقبل خصمها لدى البنك يجب على حامل هذه الأوراق الحصول على تصريح من البنك حول حجم خصومات المسموح بها.

¹ محمد سعيد عبدالهادي: الإدارة المالية والتحليل المالي، دار الحامد للنشر، دبي، الطبعة الأولى، 2008، ص 95.

4- الائتمان التجاري:

تعريف: هو نوع من التمويل المالي الذي تقدمه المؤسسات التجارية أو الموردون أو البائعون للمنشأة أو المشتري على شكل بضاعة أو تمويل شراء بضاعة بقصد بيعها، ويتم تسديد ثمنها خلال سنة، ويستثنى من هذا النوع البضاعة التي يتم شرائها بقصد الاستهلاك¹.

شروط الائتمان التجاري:

- شروط نقدية: رغم هذا النوع حسب اسمه يشترط دفع نقدا إلا أنه ينطوي على منح الائتمان ، ولكن لأيام معدودة، وشروط نقدية رغم تعدد أشكالها إلا أن كلها تعني بصفة عامة أن المشتري يمنح فترة قصيرة من 5 إلى 10 أيام وذلك ابتداء من تحرير فاتورة .
- شروط عادية : تنص هذه الشروط على منح المشتري مدة زمنية من تاريخ تحرير الفاتورة، لكي يقوم بالسداد وإذا سدد في فترة قصيرة خلال مدة ممنوحة فانه يحصل على خصم تعجيل الدفع².

حالات استخدام الائتمان التجاري:

- يستخدم عندما تكون تكلفة التمويل عن طريق الائتمان اقل منها عن طريق الائتمان المصرفي الذي سنتعرض إليه لاحقا.
- عندما تكون الطريقة الوحيدة المتوفرة للتمويل هي الائتمان التجاري.
- في حالة استثمار عروض معينة يعلن عنها البائع أو المورد³.

طرق منح الائتمان التجاري :

- فتح اعتماد مستندي (حساب جاري): وهنا يقوم المورد أو التاجر بفتح مستندي للمشتري وحساب جاري يقوم فيه المورد بتمويل المشتري ببضاعة إذ يقوم المشتري بسداد على فترات مختلفة في حسابه الجاري حتى إنهاء ثمن البضاعة لغاية سنة.

¹ هيثم محمد الزغيبي، مرجع سابق. ص 83.

² جميل احمد توفيق: أساسيات الإدارة المالية، دار النهضة، بيروت، 1984، ص 435.

³ مرجع نفسه، ص 435.

- عن طريق الكمبيالات، وهنا يمول البائع المشتري بالبضاعة مقابل كمبيالات لسداد ثمن البضاعة في شكل دفعات، ويمثل التجار إلى هذه الطريقة أكثر لأنها تعتبر إثبات قانوني بالحق النقدي، ويستطيع البائع استخدامها كنفد كأن يؤجرها أو يبيعها ويحصل على مقابل¹.

5- الائتمان المصرفي:

البنوك التجارية من أقدم منظمات مالية التي تقدم مشروعات مختلفة بما تحتاجه من أموال لتمويل عملياتها الجارية، ويلاحظ أن البنوك التجارية بصفة عامة تتعد عن منح المشروعات بالقروض طويلة الأجل نظراً لأنها بطبيعتها أداة مالية متخصصة في منح الائتمان قصير المدى²:

-اختيار البنك: يعتبر اختيار البنك من أهم المسائل الهامة بالنسبة للمنشأة التي تريد استعمال الائتمان المصرفي وهناك عدد من العوامل الرئيسية التي تلعب دوراً في مسائل الاختيار أهمها:

■ **حجم البنك:** يجب على أي مؤسسة التعامل مع البنك الذي يمدّها بكل ما تحتاج إليه من أموال لازمة لذلك ينبغي على الشركات الكبرى أن تتعامل مع البنوك الكبيرة حتى تضمن الحصول على كل احتياجاتها المالية الجارية.

■ **سياسات البنوك فيما يتعلق بمنح الائتمان:** يجب على المقرض أناطالب للأموال أن يختار البنك الذي يتبع سياسات تتماشى مع احتياجاته أو ظروفه مثل مقدار الأموال التي يمكن اقتراضها، مدة القرض ونفقة القرض.

■ **المركز المالي للبنك:** تهتم المنشأة بسلامة المركز المالي للبنك المقرض فإذا كان للمنشأة أرصدة لدى البنك فإن خسارة البنك تعني فقدان المنشأة لأرصدها.

■ **مصالح البنك الشخصية:** لاشك أن المؤسسة عند اختيارها البنك فإن هذا الاختيار سيتوقف على معرفة ذلك البنك بالنشاط التجاري، لأنه يكون قادراً على مدها بنصائح مالية لها قيمتها ولكن من ناحية أخرى الغير المرغوب فيه أن يتم التعامل مع البنك له اتصال وثيق بالمشروعات المنافسة، وذلك خوفاً من تسرب المعلومات الهامة والسرية للمنافسة.

¹ جميل احمد توفيق، مرجع سابق ص 436.

² هيثم محمد الزغيبي، مرجع سابق، صص 80-81.

- **أمان البنك:** إن فشل البنك أو إفلاسه يؤدي إلى احتمال ضياع بعض الأرصدة النقدية للمؤسسة، وكذلك حرمانها من مصادر الائتمان في وقت يصعب الحصول فيه على القروض من مصادر أخرى.
- **تعاون البنك مع البنوك الأخرى:** عندما تحتاج المنشأة لقرض ذو حجم كبير تتعاون مجموعة من البنوك لتمويله، وعندما تكون علاقة البنك سيئة مع البنوك الأخرى فإنه يفشل في تمويل مثل هذا النوع من القرض.

- **شروط الحصول على تمويل البنوك التجارية:** عادة ما تضع البنوك شروطا على المؤسسات طالبة القروض أهمها:

- قد تطلب البنوك من المنشآت تقديم رهون كما تطلب توقيع طرف ثالث كضمان.
- طلب سداد الفائدة مقدما بالإضافة إلى تسديد قيمة القرض على دفعات.¹

الفرع الثاني مصادر التمويل طويلة الأجل

تتمثل مصادر التمويل طويلة الأجل في:²

أولا : الأسهم :

- السهم عبارة عن حصة في الملكية المنشأة يحق لصاحب السهم المشاركة في أرباح بعد تسديد المنشأة التزاماتها تجاه الآخرين والأسهم نوعان هما : الأسهم العادية و الأسهم الممتازة .
- 1- **الأسهم العادية:** هذا النوع عبارة عن حصة في ملكية المنشأة يحق لصاحبها الحصول على الأرباح بعد تسديد الالتزامات تجاه الآخرين، كما يحق له حضور اجتماعات الجمعية العامة والتصويت و كل سهم يمثل صوتا واحدا يصدر هذا النوع من الأسهم شركات المساهمة العامة فقط و يكون لكل سهم نفس الحقوق و الواجبات ، و تعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيس لتمويل الشركات المساهمة في خاصة في مرحلة التأسيس إذ تقوم المنشأة بتحديد حجم رأس المال المطلوب و تقسيمه إلى عدد من الأسهم يتم طرحه للجمهور عبر بنك الاستثمار وتسمى هذه الأسهم المباعة في هذه المرحلة بالأسهم المصدرة ، تتغير قيمة الأسهم العادية وفقا لظروف المنشأة الاقتصادية و المالية و يمكن للسهم أن يأخذ قيمة من القيم التالية :³
- القيمة الاسمية:** هي القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس وهي التي توزع أرباح كنسبة مئوية فيها.

¹ هيثم محمد الزغبى، مرجع سابق، ص 82.

² عبد الوهاب يوسف أحمد: التمويل والإدارة المالية، دار الحامد للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 548.

³ ميز إبراهيم هندي: الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 408.

القيمة السوقية: وهي القيمة التي يتم التفاعل بها في البورصة وهي دائما متغيرة تبعا للسياسة التي تتبعها الشركة، ففي حالة زيادة القيمة السوقية عن القيمة الاسمية يحصل حملة الأسهم أرباحا رأسمالية عند بيع هذه الأسهم وفي حالة العكس يتكبدون خسائر، فالسعر السوقي للأسهم هو عبارة عن القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية من هذه الأسهم، وتعتمد هذه التدفقات النقدية على الاعتبارات التالية:(الطلب، الوضع الاقتصادي، سياسة الشركة...) أيضا يلعب البنك المركزي دورا هاما في ارتفاع طلب على الأسهم وذلك عن طريق تخفيض أو زيادة معدلات الفائدة¹.

القيمة الدفترية : وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات الحسابية للمنشأة، وتحسب القيمة الدفترية بقسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم إذا:

القيمة الدفترية = $\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الاسهم المصدرة}}$ وبالتالي فإن القيمة الدفترية تتأثر بزيادة عدد الأسهم المصدرة أي بزيادة رأس

المال، وتشمل حقوق الملكية رأس المدفوع (الأسهم) والأرباح المحتجزة والاحتياطيات.

امتيازات الأسهم العادية:

1- حق التصويت : يحق لكل حامل سهم عادي حضور اجتماع الجمعية العامة للمنشأة التصويت أو توكيل أي شخص لينوب عنه في حضور الاجتماعات والتصويت وبالتالي يمكن لحملة الأسهم العادية التأثير على المنشأة عن طريق التصويت وانتخاب مجلس الإدارة ويحق الموافقة أو الرفض لأي مقترحات يتقدم بها مجلس الإدارة بشأن التوسيع في عمليات المنشأة وسياسة توزيع الأرباح أو زيادة رأس المال للمنشأة هنا نشير إلى أن الأسهم العادية عبارة عن وسيلة للسيطرة على المنشأة والتحكم فيها².

2- الحق في الأرباح الموزعة: يحق لكل مساهم الحصول على حصته من الأرباح الموزعة ويكون توزيع الأرباح لحملة الأسهم العادية بعد توزيعها لحملة الأسهم المفضلة والالتزامات الأخرى³.

¹ مصطفى رشدي شبيحة: الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، بيروت، 1985، ص 364.

² عبد الوهاب احمد ، مرجع سابق، ص 83.

³ مرجع نفسه، ص 84.

3- المشاركة في أصول المنشأة عند التصفية: في حالة الإفلاس يتم تسديد الالتزامات اتجاه حملة السندات والدائنين وحملة الأسهم المفضلة وما تبقى يوزع على حملة الأسهم العادية كل حسب عدد الأسهم التي يملكها.

4- حق البيع والشراء: يحق لحملة الأسهم العادية بيع أو شراء المزيد من الأسهم، كما يجوز لهم المطالبة بأولوية في حالة إصدار أسهم جديدة.

5- مميزات الأسهم العادية: هناك ثلاث مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي:¹

- لا يمثل الأسهم العادية، التزاما للمنشأة، فإذا حققت المنشأة أرباحا تقوم بتوزيع جزء منها إذا قرر مجلس الإدارة بذلك

- ليس للسهم أي تاريخ معين للاستحقاق وبالتالي لا يتم تخصيص مبالغ لتسديدها.

- سهولة بيعها وشرائها.

عيوب الأسهم العادية:

- احتمال فقدان السيطرة على إدارة المنشأة، بسبب التبادل السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد، إصدار أسهم عادية جديدة يقسم حملة الأسهم إلى قسمين: القسم الأول لحملة الأسهم القدامى والقسم الثاني مملوك لحملة الأسهم الجديدة. نفرض أن هناك 20000 سهم لأصحاب الأسهم القديمة، وأصدرت المنشأة 5000 سهم جديدة ستصبح عدد الأسهم 25000 سهم إذا في هذه الحالة فقد حملة الأسهم القدامى السيطرة على المؤسسة بنسبة 20%(25000/5000) وسيطرون على 80% من أسهم الشركة(25000/20000).

- لا يجوز إعفاء الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة لأنها لا تعتبر تكاليف.²

2- الأسهم الممتازة: وهي تعد ضمن ديون حقوق الملكية للمشروع إلا أنها تختلف عن الأسهم العادية إذ يكون لها الأولوية على الأسهم العادية في الحصول على توزيعات الأرباح، كما لها الأولوية في السداد في حالة

¹ جميل احمد توفيق، علي شريف: الإدارة المالية، دار النهضة، بيروت، 2000، ص 112.

² مرجع نفسه، ص 113.

تصفية على أن يتم السداد بالقيمة الاسمية للأسهم فقط وفي حالة التحقق للأرباح في الشركة لا يشترط ضرورة توزيع الأرباح لحملة الأسهم الممتازة إلا أنه قد ينص بان يكون حق حملة الأسهم الممتازة الحصول على توزيعاتمجمعة تغطي الأرباح التي كانت مستحقة لهم في السنة السابقة ولم تقم الشركة بتوزيعها.¹

الأسباب اللجوء إلى إصدار الأسهم الممتازة: هناك عدد من الأسباب التي تدفع إدارة الشركة المساهمة إلى إصدار الأسهم الممتازة وأهمها²:

- زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة: إن إصدار الشركات للأسهم الممتازة يعني تنوع الشركة لمصادر أموالها وإمكان وصولها إلى طبقات المختلفة من المستثمرين.
- المتاجرة بالملكية: تستطيع الشركة المصدرة للأسهم الممتازة أن تخفف أرباحا إضافية لحاملي الأسهم العادية (الملاك الباقين) وتعتبر عملية الإصدار لعملية اقتصادية مريحة.
- استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة.

خصائص الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل:

للأسهم الممتازة عدة خصائص منها:³

- خاصية تجميع الأرباح: حيث أن عدم توزيع الأرباح على حملة الأسهم الممتازة من سنة إلى أخرى يفرض على المؤسسة دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.
- تمتاز بأن لها ثلاث قيم مثل الأسهم العادية وهي: القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية.
- قد تلجأ الشركات المساهمة إلى إصدار الأسهم الممتازة في الحالات التالية:
 - في حالة ارتفاع أعباء المؤسسة المالية فإن التمويل بالأسهم الممتازة يفضل عن التمويل بالقرض.
 - عندما لا تستطيع الحصول على القروض بسبب ارتفاع تكلفة القروض نتيجة زيادة المخاطر المالية أو المخاطر الاقتصادية المرتبطة بتنفيذ استثمارات الجديدة.

¹ حسين عطا الغنيم: دراسات في التمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999 ص 346.

² جميل احمد توفيق، مرجع سابق، ص 94.

³ مرجع نفسه، ص 95.

مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة: من المزايا نذكر ما يلي¹:

- الشركة ليست ملزمة فان بإجراء توزيعات وان هذه التوزيعات محدودة بمقدار معين وانه لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في حالات التي تعاني فيها المنشأة من مشاكل.
- أن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يهمل في تخفيض نسبة الأموال المفترضة إلى الأموال المملوكة.
- أما العيوب فتمثل فيما يلي:
- ارتفاع تكلفتها نسبيا. فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق تكلفة الاقتراض.
- إن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقترضين. ومن ثم يطلبون بمعدل أعلى للعائد.
- في حالة إفلاس وتوزيع أموال التصفية يأتي حملة الأسهم الممتازة في الرتبة الثانية.
- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في المطالبة بنصيبهم في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات.²

جدول رقم (07): المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
تتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة.	لا يتمتع حملة الأسهم العادية بحق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة.
يوجد حد أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليها.	لا يوجد حد أقصى لمقدار العائد بالنسبة لحملة الأسهم العادية.
غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت.	حملة الأسهم العادية لهم الحق الدائم في التصويت.
تصدر الأسهم الممتازة عدة مرات خلال مدة الحياة المنشأة.	تصدر الأسهم العادية مرة واحدة خلال الحياة المنشأة.

المصدر: حسين عطاء غنيم، مرجع سابق، ص 346

3-السندات: إن السندات هي عبارة عن نوع من القروض طويلة الأجل التي تنقسم إلى عدة أجزاء متساوية القيمة يسمى كل منها " سند" وتلتزم المنشأة بسداد الفائدة وأصل القرض في تواريخ معينة لحملة السندات ويرجع ذلك إلى أن السندات تمثل نوعا من أنواع الاقتراض طويل الأجل الذي تحصل عليه المنشأة بموجب عقد معين

¹ منير ابراهيم الهندي: الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، مصر، 1999، ص 546.

² مرجع نفسه، ص 548.

ما بين أصحاب السندات والمنشأة. وذلك بضمن طرف ثالث عادة احد البنوك الذي يراقب عملية الاتفاق ويمثل المقرضين (حملة السندات) ويعمل على التأكد من التزام المنشأة بالاتفاق المبرم. وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من 20 إلى 30 سنة، تتأثر أسعار السندات في الأسواق المالية بأسعار الفائدة السائدة في السوق فعندما ترتفع أسعار الفائدة بشكل يزيد عن الفائدة التي يدفعها السند. في هذه الحالة، والعكس عندما تنخفض معدلات الفائدة، لا يعتبر حامل السند من المالكين للمنشأة بل هو دائن للشركة.¹

أنواع السندات:

- 1- **السندات المضمونة بأصول:** عند طرح هذا النوع من السندات تقدم المنشأة بعض الأصول الخاصة بها كرهن ضمان لحقوق حملة السندات فإذا عجزت المنشأة عن سداد التزاماتها تجاه حملة السندات
- سواء بالنسبة لأصل القرض أو بالنسبة للفائدة
- يمكن بيع الأصول المرهونة لاستيفاء حقوق المقرضين.²
- 2- **السندات العادية (الغير المضمونة بأصول):** هذا النوع من السندات لا يكون له أي امتيازات خاصة على أصول الشركة وبالتالي فإن حملة هذا النوع من السندات هم مجرد مقرضين بضمن جميع أصول المشروع. وتتوقف قدرة المنشأة على إصدار هذا النوع من السندات على طبيعة أصول المنشأة وعلى قوة مركزها الائتماني والمنشآت ذات المركز المالي القوي تستطيع أن تجذب المستثمرين إلى الاستثمار في السندات الخاصة بها دون الحاجة إلى رهن الأصول.³
- 3- **السندات القابلة للتحويل:** هذا النوع من السندات قابل للتحويل إلى أسهم عادية مقابل سعر معين وهذا التحويل يتم وفقاً لرغبة حامل السند.⁴
- 4- **سندات الدخل:** لا يحصل هذا النوع من السندات على عائد إلا إذا حققت المنشأة أرباحاً تسمح بدفع الفائدة المستحقة على السندات وبالتالي فإن التوقف على سداد فائدة هذا النوع من السندات لا يؤدي إلى إفلاس المنشأة.

¹ محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية، ديوان المطبوعات الجامعية، مصر، 1986، ص 350.

² مرجع نفسه، ص 350.

³ عبد الحلیم كراجه: الإدارة والتحليل المالي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 92.

⁴ مرجع نفسه ص 92.

خصائص السندات:

للسندات عدة خصائص نذكر منها مايلي:¹

- تعد السندات من فئة أموال الاقتراض.
- فوائدها وضرائبها تخصم من الدخل الخاضع للضريبة.
- عند استحقاق تسديد قيمتها الاسمية يجب تسديدها حتى لو أدى الأمر إلى تصفية المنشأة.
- تعد السندات من مصادر التمويل طويلة الأجل.
- عند استحقاق وقت تسديد فوائدها يجب دفعها بغض النظر عن أموال المنشأة.
- يتم تسجيل السند وحصول مالكة على شهادة ملكية باسمه تثبت له حقوقه.

مبررات استعمال السندات:

- حاجة المنشأة إلى السيولة طويلة الأجل للوفاء بالتزاماتها.
- تجنب زيادة عدد المساهمين الدين لهم الحق بالتدخل في الإدارة.
- الإفادة من مزايا الرفع المالي بشرط أن تكون كلفة الإسناد اقل من العائد المتوقع لاستثمار الأموال المقترضة.²

الفرع الثالث: مصادر التمويل المتوسطة الأجل.

يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل الاحتياجات الدائمة من الأموال. أي لتمويل الأصول الثابتة وجزء من الأصول المتداولة لقد أصبحت البنوك التجارية تلعب دورا كبيرا في التمويل متوسط الأجل، فبعد أن كانت معظم البنوك التجارية تقتصر على التمويل قصير الأجل ظهرت دعوة جديدة لضرورة اشتراك البنوك التجارية في التمويل متوسط الأجل واهم ما يميز هذا النوع من القروض مايلي:³

- مدته تتراوح ما بين سنة إلى 10 سنوات.
- تتم بموجب عقود رسمية يحدد فيها معدل الفائدة، قيمة القرض، الضمانات وطريقة التسديد ومدة القرض التي تحدد على ضوء التدفقات النقدية المتوقعة.

¹ عبد الخليم كراجة ، مرجع سابق ،ص93.

² مرجع نفسه ،ص93.

³ هيثم محمد الزغبى: الإدارة التحليل المالي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، 2000 ،عمان،ص 92.

- جدول سداد القرض أو اهتلاكه يمثل خاصة أساسية لجميع القروض متوسطة الأجل ويكون الغرض منه هو سداد القرض تدريجياً بحماية كان من المقرض والمقترض.
 - تطلب البنوك ضمانات تتراوح ما بين 30 – 60% من قيمة القرض.
- أولاً: القروض المباشرة متوسطة الأجل:**

تمثل القروض متوسطة الأجل نوعاً من القروض التي تلتزم المنشأة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين وتخضع عملية الاقتراض في هذه الحالة بشروط الاتفاق ما بين المنشأة وما بين المقرض، وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد. وعادة تتراوح فترة الاقتراح ما بين 3- 15 عاماً وتحصل الشركات على هذا النوع من القروض من المؤسسات المالية المختلفة كالبنوك أو شركات التأمين... الخ. ويتميز هذا النوع من الاقتراض بالمزايا التالية¹:

- 1- السرعة:** نظراً لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة ما بين المقرض والمقترض، فإن الإجراءات الرسمية تكون محدودة وبالتالي تحصل المنشأة على احتياجاتها المالية بسرعة.
 - 2- المرونة:** في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة بالاتفاق المباشر مع المقترض تغيير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في حالة الأنواع الأخرى من مصادر التمويل طويلة الأجل.
- مبررات الاقتراض المصرفي المتوسط الأجل:**

- حاجة المنشأة إلى السيولة بمقدار كبير لا يمكن تغطيته بقروض قصيرة الأجل.
- عدم تأثير القروض متوسطة الأجل في السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة.
- يناسب زيادة رأس المال وتمويل الموجودات الثابتة.
- يمكن الاستفادة منه في الوفاء بالالتزامات القروض قصيرة الأجل².

العوامل المحددة لتمويل الاقتراض المصرفي المتوسط الأجل.

- الحد الأقصى الذي تستطيع المنشأة اقتراضه حسب القوانين السائدة.
- الحد الأقصى الذي يستطيع البنك أن يمول به المنشأة حسب ظروفها.

¹ محمد الصالح الحناوي: الإدارة المالية والتحليل المالي، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2005، ص 278- 279.

² مرجع نفسه، ص 278- 279.

- حجم الضمانات التي تستطيع المنشأة تقديمها.
- مركز المنشأة المالي وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.¹

ثانيا : الاستئجار

1- تشير عملية الاستئجار إلى اتفاق بين منشأتين بحيث تقوم المنشأة المستأجرة باستخدام أحد الأصول المملوكة للمنشأة الأخرى وذلك لمدة سنة أو أكثر في المستقبل التزامها بدفع مبلغ معين. ووفقا لهذا الأسلوب نستطيع المنشأة المستأجرة أن تستفيد من خدمات الأصل الذي تحتاج إليه لفترة زمنية معينة دون الحاجة إلى شرائه.²

2- أنواع الاستئجار: تستطيع الشركة المستأجرة اختيار النمط المناسب لاحتياجاتها التشغيلية وظروفها المالية وذلك من نوعين أساسيين من أنواع الاستئجار وناقش في مايلي أهم أنواع الاستئجار وهي الاستئجار التشغيلي والاستئجار المالي³:

■ **الاستئجار التشغيلي:** تعتبر الحاسبة الآلية والمعدات والسيارات والجرارات ومشابها من أهم أنواع المعدات التي يتم استئجارها في ظل هذا النوع من الاستئجار والذي يسمى **باستئجار الخدمات** ويتميز الاستئجار التشغيلي بالخصائص التالية :

- يلتزم مالك الأصل بصيانة الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها.

- تشمل عقود الاستئجار التشغيلي عادة ما يفيد بإمكانية إيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها ومن الواضح أن هذا الشرط يتقابل مع مصلحة المستأجر على حد كبير حيث يمكنه في هذه الحالة إعادة الأصل إلى مؤجر طالما انتهت الحاجة إليه.

■ **الاستئجار المالي:** يعتبر الاستئجار المالي أحد أشكال التمويل متوسط الأجل وبالتالي فإنه يستخدم كأسلوب بديل للأساليب التمويلية الأخرى المتاحة للمشروع. ويرجع أوجه الشبه بين الاستئجار المالي وبين الاقتراض إلى أن كلاهما ينطوي على مدفوعات ثابتة يلتزم بها المشروع اتجاه الغير ويعتبر توقفه عن سدادها

¹ محمد الصالح الحناوي ، مرجع سابق، ص 279.

² مرجع نفسه ، ص 280.

³ مرجع نفسه ص 281.

دليلا على سوء حالته المالية إذا يمكن القول بان الاستئجار المالي هو مصدر للأموال لأن توقيع عقد استئجار يؤدي إلى نتائج مشابهة لعملية الاقتراض. فالمنشأة المستأجرة تحصل على تدفق نقدي فوري) يتمثل في تكلفة الأصل الذي سوف تحصل عليه دون سداد ثمنه). وفي نفس الوقت تلتزم بدفع أقساط الاستئجار معنى ذلك أن المنشأة تحصل على تمويل مالي تقوم بسداده في الفترة المقبلة وهو نفس المبدأ الذي يحكم عملية الاقتراض¹.

3- خصائص الاستئجار المالي:

- تقع الأعياء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول على عاتق الشركة التي تقوم بالاستئجار.
- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار وإنما عليه الاستمرار بسداد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد.
- يستمر عقد الاستئجار المالي لفترة زمنية طويلة نسبيا تنفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة. والخصلة النهائية هي حصول مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل بالكامل مضافا إليه عائد مناسب².

أنواع الاستئجار المالي:

للاستئجار المالي عدة أنواع³:

- أ- **البيع ثم الاستئجار:** في ظل هذا النوع من الأنواع الاستئجار المالي تقوم المنشأة ببيع أحد الأصول المملوكة لها لطرف آخر وفي نفس الوقت يتم الاتفاق على الاستئجار هذا الأصل لفترة زمنية معينة ويلاحظ أن المدفوعات التي يتضمنها اتفاق الاستئجار تكفي لتعويض المنشأة المؤجرة لقيمة الأصل بالكامل .
- ب- **الاستئجار المباشر:** يشير هذا النوع إلى قيام المنشأة باستئجار أصل جديد يتم الحصول عليه عادة من الشركة المنتجة أو من بعض الشركات المتخصصة في عملية تأجير الأصول والتي تقوم بشراء الأصول من منتجها ثم تقوم بعرضها للاستئجار بأقساه.

¹ محمد صالح الخناوي، مرجع سابق، ص 282.

² مرجع نفسه، ص 283.

³ توفيق عبد الرحيم، يوسف: الإدارة والتحليل المالي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص 285.

ج- **الرفع الاستثنائي** : يستخدم هذا الأسلوب في حالة الأصول ذات القيمة الرأس مالية الكبيرة ويلاحظ أن هذا النوع من الاستئجار لا يختلف عن أي نوع آخر من أنواع استئجار المالي وذلك من وجهة نظر المستأجر. إما من وجهة نظر المؤجر فإنه يقوم بتمويل عملية شراء الأصل الذي سوف يتم تأجيره للغير من مصدرين"

المصدر الأول يتمثل في أموال الملكية الخاصة به. والمصدر الثاني يتمثل في الحصول على قرض المصرفي طويل الأجل مرهون بضمان الأصل محل الاتفاق. وبناءً على ما سبق فإن التدفقات النقدية الخاصة بالمؤجر تتخذ الأنماط التالية:

- تدفق خارج لحظة شراء الأصل (والمتمثل في جزء من أموال الملكية).
- التدفقات النقدية الداخلة المتمثلة في أقساط الاستئجار والمزايا الضريبية.
- تدفق نقدي داخل في نهاية حياة الأصل.

مراحل اتخاذ قرار الاستئجار المالي:

- تتخذ المنشأة قراراً باقتناء أحد الأصول ويتم التوصل إلى هذا القرار وفقاً للإجراءات المتبعة بشأن قرارات الإنفاق الرأسمالي.
- يبدأ المدير في المفاضلة بين مصادر التمويل التي يمكن اللجوء إليها للحصول على هذا الأصل حيث أن المنشأة العاملة لا تحتفظ عادة بأموال فائضة عن حاجاتها.
- إن الأرصدة اللازمة لشراء الأصل يمكن الحصول عليها إما عن طريق الاقتراض أو من خلال الاستئجار.¹

¹ توفيق عبد الرحيم، مرجع سابق، ص 285.

خلاصة الفصل:

إن بقاء أي مؤسسة واستمرارها مرتبط ارتباطا وثيقا بكفاءة أدائها وخاصة الأداء المالي. ولما كان الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم قيمة المؤسسة وذلك عن طريق إدارة رأسمالها بغية الوصول إلى أقصى ربحية ممكنة، فإن قرار الاستثمار خاصة طويل الأجل فهو يعتبر واحدا من أهم القرارات الإستراتيجية التي تواجهها إدارة المؤسسة، ذلك لأن الاستثمار هو المحدد لاستمرار ونمو المؤسسة، كما أن قرار تمويل تلك الاستثمارات يمثل أهم القرارات المالية في المؤسسة. ذلك لأنه هو المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة واختيار أحسنها.

لذا يجب إعطاء أهمية وعناية كبيرة لهذا النوعين من القرارات لما لهما من تأثير إيجابي على الأرباح المستقبلية للمؤسسة.

الفصل الثالث

دراسة حالة المؤسسة الجزائرية للأنسجة
والأقمشة الصناعية TINDAL
- المسيلة -

تمهيد:

في هذا الفصل سنحاول إسقاط الجانب النظري على الجانب العملي متخذين في ذلك مؤسسة الأقمشة والأنسجة الصناعية تيندال بالمسيلة كمحل للدراسة، حيث تناولنا القيمة الحالية الصافية (VAN) كطريقة للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية.

المبحث الأول: بطاقة فنية حول مؤسسة تيندال TINDAL

عرفت الجزائر في بداية السبعينات إنشاء عدة مؤسسات اقتصادية، خدمية وصناعية منها وصناعة في مختلف القطاعات، ومن المؤسسات التي انشأت في هذه الفترة مؤسسة تيندال بالمسيلة والتي تعتبر من أهم المؤسسات الرائدة في مجال صناعة الأقمشة اليوم، وهي المؤسسة محل الدراسة في هذا البحث.

المطلب الأول: التعريف بمؤسسة تيندال

أولاً: نبذة تاريخية عن المؤسسة¹

أن فكرة إنشاء مركب الأقمشة الصناعية جاءت كنتيجة إستراتيجية المتبعة من طرف الحكومة قصد تنمية الاقتصاد الوطني، وتعود أول خطوة اتبعتها الحكومة هي انجاز هذه المؤسسة سنة 1970 حيث تم دراسة الخطوات المتعلقة بالمواد النسيجية لإنتاج 235 طن سنويا أي ما يعادل (15.500.500) متر طولي من القماش منها 5 ملايين متر طولي موجهة إلى قسم التفصيل. وكان هذا من طرف وزير الصناعة والطاقة ولقد تم تسجيله في برنامج خاص بالنسبة لولاية سطيف في 1971. ولكن بعد التقسيم الإداري 1974/1975 الذي نتج عنه ميلاد ولاية المسيلة، حيث تم إنشاء هذا المشروع بولاية المسيلة الذي سجل بعقد مؤرخ في 1975/11/13 وتبلغ مساحته الكلية حوالي 329800م² منها 65561م² مغطاة، وقد بدأت الأشغال بتاريخ 1977/04/11 وانتهت سنة 1979 وفي 1980/12/01 تم الدخول الفعلي في الإنتاج.

المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية "تيندال" مؤسسة مساهمة رأس مالها الاجتماعي سنة 1970 كان يقدر ب: (290.000.000.00) وفي إطار إعادة هيكلة هذه المؤسسة أصبح المركب مؤسسة عمومية اقتصادية إما الآن فلقد انخفض رأس مالها (1.461.130.000.00) وذلك كون المؤسسة تعاني من خسائر متراكمة فقرر مجمع صناعة القطن والنسيج والجلود بالجزائر "GROUPE TEXMACO" الذي تعتبر المؤسسة تابعة إليه بشكل مطلق سابقا بتسديد كل ما عليها من ديون وإدخال شريك جديد إليها بحكم انه الزبون الأول وصاحب الحصة الأكبر من منتجاتها ويستحوذ على 80% من منتجاتها وهو القطاع العسكري وتقدر مساهمته في المؤسسة 60% والمجمع بنسبة 40% هذه النسبة الأخيرة هي حفاظا على العمال ولا غير ذلك. ومن الجدير بالذكر أن عملية تخفيض رأس المال لتسديد الديون تمت في جافني 2008².

¹ مؤسسة تيندال، منشورات دائرة المستخدمين، 2012.

² مؤسسة تيندال، تقرير، قسم المحاسبة والمالية، 2012.

ثانيا: موقع المؤسسة وممتلكاتها.

تقع بالمنطقة الصناعية لولاية المسيلة، في الجهة الجنوبية للولاية يحدها المؤسسة الوطنية للبناء ومن الجهة الشرقية سونطراك ومن الجهة الجنوبية المؤسسة الوطنية للحديد والاسمنت ومن الجهة الغربية 160 مسكن¹.
إما عن ممتلكات المؤسسة فهي تحتوي أساسا على مصنع النسيج والأقمشة محل الدراسة بقدره إنتاجية قدرها أكثر 13 مليون ط سنويا، ورغم أنها قادرة على تحقيق هذا الرقم بالاعتماد على كل إمكانياتها، إلا أنها وفي الآونة الأخير لم تقدر على تحقيق هذا الرقم وذلك للنقص في المواد الأولية المتمثلة وبشكل أساسي في مادة القطن التي ونظرا للأحداث الأخيرة في كل من مصر، سوريا ومالي التي كانت تستورد من عددهم فلم تقدر على مواكبة الطلبات الموجهة إليها، والسبب الأخر يتمثل في تقادم الآلات المستعملة سواء في عملية الصناعة أو في توصيل أو اقتناء المنتجات².

إما عن ممتلكات المؤسسة خارج المصنع فهي تمتلك:

- الإقامة الجامعية للإناث " ملحققة النسيج " بالمسيلة مؤجرة لجامعة محمد بوضياف بالمسيلة.
- سكنات وظيفية بحي 124 مسكن بولاية المسيلة لعمال المؤسسة مقابل مبلغ رمزي.
- 20 سكن فردي خاص بالإطارات يسكن بهم عمال المؤسسة فقط ويقع بجانب المؤسسة³.
- 20 سكن فردي للعمال العاديين يسكن بهم عمال المؤسسة فقط ويقع بجانب المؤسسة.

المطلب الثاني: الهيكل التنظيمي للمؤسسة.

من خلال الهيكل التنظيمي الموضح في الشكل رقم (10) يمكن لنا ملاحظة من النظرة الأولية له هو وجود مركزية في القرار، أي المدير العام وحده فقط من يحق له اتخاذ القرارات، إما المصالح التابعة له فتربطه بهم علاقات سلمية أي حسب التدرج السلمي للهيكل وبالتالي للسلطة، كما نلاحظ إتباع أسلوب التصميم الوظيفي للمهام أي الاعتماد في أعداد الهيكل على طيبة ونوعية المهام الموجودة في المؤسسة وتخصيص لكل واحدة مديرية فرعية خاصة بها وتربط بين تلك الوظائف علاقات وظيفية، لان معظم الوظائف تحتاج إلى بعضها البعض، وبالتالي ما يمكن الخروج به هو التميز الهيكل التنظيمي للمؤسسة بنوع من التعقيد وعدم التجانس في المهام وتعتمد المؤسسة في تنظيم أقسامها على الهيكل التنظيمي الهرمي والذي هو على الشكل التالي⁴:

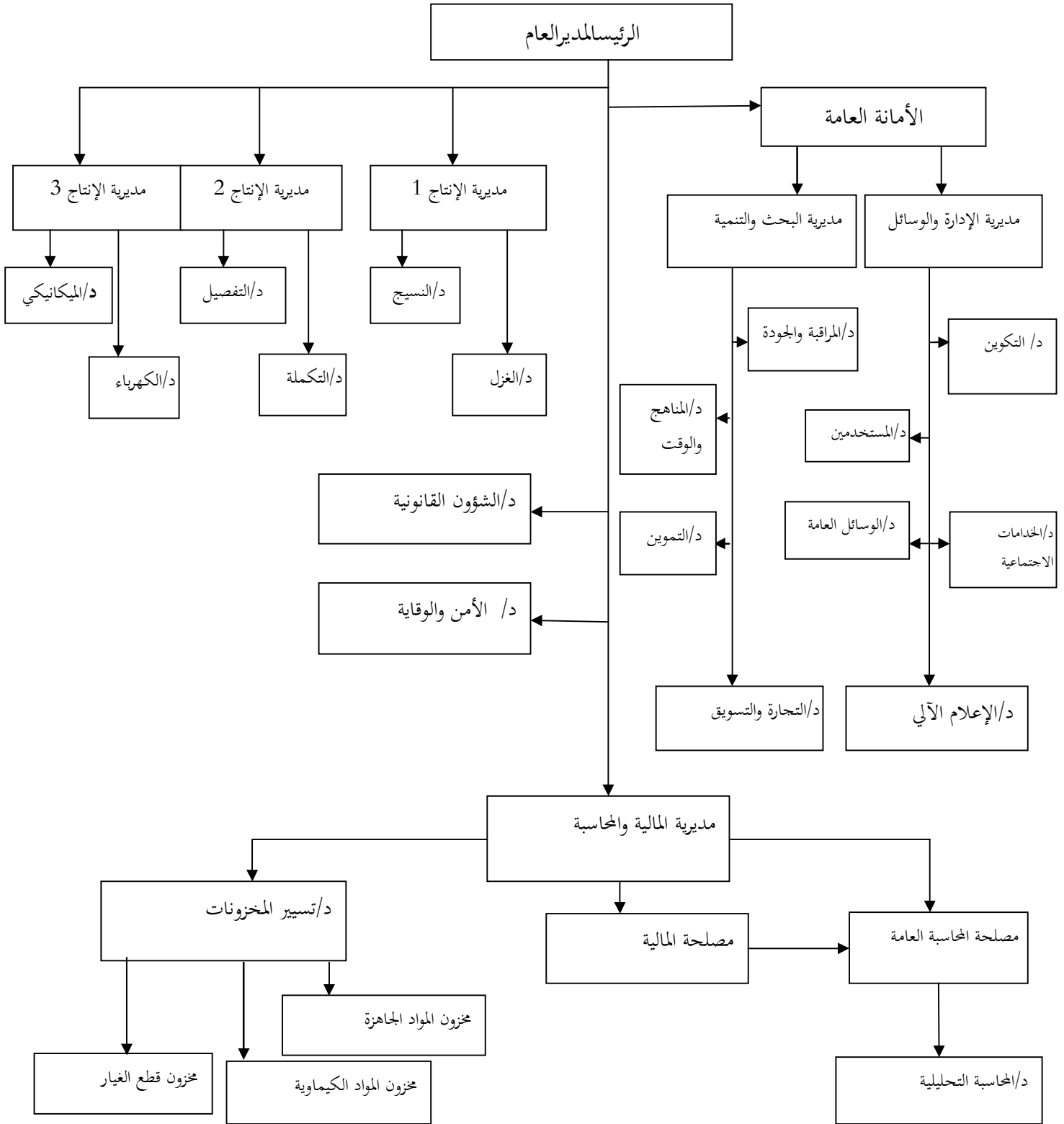
¹ مؤسسة تيندال، دائرة التنظيم، 2012.

² مؤسسة تيندال: رئيس مخزن المؤسسة، 2012.

³ مؤسسة تيندال: رئيس دائرة المستخدمين، 2012.

⁴ مؤسسة تيندال: رئيس دائرة التكوين، 2012.

الفرع الأول: شكل الهيكل التنظيمي للمؤسسة.



المصدر: دائرة الإعلام بالمؤسسة

الفرع الثاني: شرح الهيكل التنظيمي.

تمثل المهمة الرئيسية لمؤسسة تيندال في إنتاج الأقمشة الصناعية، وعليه لا بد من توفر برنامج إنتاجي يحقق كل سنة وهذا باستعمال وسائل مادية، مالية وبشرية. من خلال الهيكل التنظيمي الموضح أعلاه يتضح أن المؤسسة تضم عددا كبيرا نوعا ما من المديرين الفرعية، وهذا راجع إلى ضخامة قاعدتها الصناعية، ويمكن شرح الهيكل التنظيمي كالتالي:

1- مديرية الإدارة والوسائل:

- مصلحة المستخدمين: تهتم بشؤون كل العمال والإداريين.
- مصلحة التكوين: تتكفل بتكوين وترتيب وتحسين المستوى المهني للعاملين في مختلف الورشات الداخلية للمؤسسة.
- مصلحة الخدمات الاجتماعية: مختص بالشؤون الاجتماعية للعمال.
- مصلحة الوسائل العامة: تهتم بكل ماله علاقة مع الوسائل المادية للمؤسسة.
- مصلحة الإعلام الآلي: تعتبر من بين أهم مصالح المؤسسة لأنها تهتم بمعالجة حفظ المعلومات.

1- مديرية البحث والتنمية: تضم المصالح التالية:

- دائرة المراقبة والجودة: ودورها الرقابة على المخرجات لتحديد رتبها على جميع الأقسام.
- دائرة التموين: تهتم بتحضير المزيادات الدولي لتموين المؤسسة بالمواد الأولية مثل القطن الطبيعي والقطن الصناعي والمواد الكيماوية ومواد التلوين.
- دائرة المناهج والوقت: تهتم بتحديد وتطوير وضبط مناهج وأوقات العمل.
- دائرة التجارة والتسويق: تتكفل بالعملية التسويقية وبيع المنتجات.

2- مديرية الإنتاج الأولي: تعتبر القلب النابض للمؤسسة وتضم الأقسام التالية.

- دائرة الغزل: يعتبر القسم الإنتاجي الأولي ويتكون من مجموعة من المغازل والمقدر عددها ب29376 مغزل و72 ماكينة والوظيفة الأساسية له تتمثل في غزل القطن بمقدار 2.420.000 طن سنويا.
- قسم النسيج: يستخدم الخيوط الناتجة من مرحلة الغزل، وفي هذا القسم المخصص في نسيج الأقمشة مختلفة الألوان والأشكال وتوجد به ماكنات خاصة بالنسيج حيث يبلغ عددها 349 ماكينة.

3- مديرية الإنتاج الثانية: يحتوي على الأقسام التالية.

- **قسم التكملة:** يختص في هذا القسم صباغة الأقمشة والطلاق الصناعي والغسل والتبييض والمعالجة الكيماوية للأقمشة المضادة للحريق ونقوض الماء ومنع التآكل، حيث يوجه قسم كبير من هذا القماش العسكري.
 - **قسم الخياطة والتفصيل:** يتم به تفصيل وخياطة 30% من القماش المنتج والمعالج والباقي يسوق على حاله، حيث يتم تجهيزها على شكل خيم، أغطية سيارات، شاحنات والمضلات وغيرها من المنتجات.
 - 4- مصلحة تسيير المخزون:** يهتم هذا القسم باستقبال المواد والمنتجات وتخزينها سواء داخل المؤسسة أو خارجها وفقا للحجم الأمثل الذي يضمن استمرارية النشاط وتفاذي الانقطاع في المخزون.
 - 5- مديرية الصيانة:** هي مديرية المسؤولة عن ضمان الوضعية الجيدة للمعدات التقنية والآلات وصيانتها من التلف والعطب وهي التي تشرف على تسيير مخزن قطع الغيار الخاصة بالتجهيزات والآلات والمعدات التي تملكها المؤسسة.
 - 6- مديرية المالية والمحاسبة:** تشرف على كل مدا خيل ومصاريف المؤسسة حيث تتابع رقم الأعمال وتراقب كل وثائق الشراء والبيع و تعد الميزانيات السنوية وتعالج ديون المؤسسة ومستحققاتها لدى الغير وتمول كل مشاريع المؤسسة.
 - 7- مديرية الشؤون القانونية:** تهتم بالأمور القانونية التي تخص المؤسسة كإبرام العقود وحل النزاعات.
 - 8- مديرية الأمن والوقاية:** تهتم بالحرص على سلامة العمال وعلى المؤسسة ككل وأيضا الإشراف على التنظيف الداخلي للورشات التي تحتوي على مواد خطيرة.
- المطلب الثالث: أهداف المؤسسة.**
- أن النشاط الرئيسي الذي انشأت من اجله المؤسسة هو إنتاج الأقمشة الصناعية، لذلك فهي دائما تسعى من أجل تحقيق الأهداف التي وجدت من اجلها ومنها:
- توفير الكميات المناسبة من المنتجات لتغطية احتياجات السوق المحلية.
 - توفير مناصب الشغل وبالتالي تخفيض نسبة البطالة.
 - تكوين العمال وتأهيلهم والرفع من مستواهم المهني.
 - جلب العملة الصعبة عن طريق التصدير.

- تلبية رغبات المستهلكين على المستوى الوطني، والحرص على النوعية الجيدة للمنتجات.
- توفير الطلبات في الوقت المناسب.

وقبل إنشاء الشركة كانت الجزائر بحاجة إلى المواد النسيجية باعتبارها مهمة في الاقتصاد الوطني، وقد كانت تلي احتياجاتها الداخلية عن طريق الاستيراد من الخارج وبالتالي دفع مجموعة من المصاريف والتكاليف بالعملية الصعبة من أجل تلبية طلبات المستهلكين، لذلك قررت الدولة إنشاء مؤسسة مختصة في الأقمشة الصناعية لتلبية مختلف الاحتياجات المحلية من هذه المادة، وعليه أصبحت مؤسسة تيندال تحتل مكانة بارزة في تلبية متطلبات القطاعات من المادة التي تنتجها، خصوصا القطاع العسكري.

المطلب الثالث: طبيعة المؤسسة

أولا: نشاط المؤسسة نشاط.

من خلال اسم هذه المؤسسة تبين لنا نشاطها الأساسي هو صناعة وتوزيع الأقمشة الصناعية وهي تنتمي للصناعات الخفيفة، تقوم بإنتاج وسائل التخميم والاصطيف، الخيم بجميع أنواعها وأحجامها والألبسة البلاستيكية حيث تستعمل في إنتاج هذه المنتجات مواد أولية أساسية وذلك بنسبة 98% والمتثلة في القطن الطبيعي 80% وليقطن الصناعي 18% بالإضافة إلى مواد التلوين والمواد كيميائية التي تستعمل في العملية الإنتاجية، وتتبع المؤسسة أسلوب الإنتاج بالطلبية كما تقوم ببيع فضلات كل من القطن والخيط إلى مصنع سيدي عيش في مدينة بجاية لإعادة تصنيفها وإدخالها في منتجاتهم وذلك إما بمقابل مادي أو مقابل اقتناء مواد من عندهم مثل حبل الجلود... الخ إما فيما يخص التصدير فان المؤسسة لم تقوم بهذه العملية إلا مرتين كانتا ضمن تسوية الديون تجاه روسيا وبلغاريا¹.

ثانيا: مراحل إنتاج الأقمشة

تنطلق عملية إنتاج الأقمشة من المخزن حيث توجد المادة الأولية وصولا إلى المصنع ومن ثم المرور بمجموعة من المراحل الإنتاجية داخل المصنع والتي يتم شرحها بشكل مختصر كالتالي في الأقسام الإنتاجية التالية بمديرية الإنتاج:

1- قسم الغزل: هذا القسم يتم فيه إنتاج ومعالجة جميع أنواع الخيوط القطنية والاصطناعية وتقدر طاقته الإنتاجية بـ 1800 طن سنويا بنسبة استغلال تقدر بـ 45%، يضم هذا القسم 29376 مغزل و 131 ومهمتهم

¹ مؤسسة تيدال: رئيس مصلحة المبيعات، 2012.

غزل القطن الذي يقوم أولاً بوضعه في درجة رطوبة معينة لتسهيل عملية غزله ثم بوضع في آلة البشم ليخرج في آلة أخرى لتصفيته من الغبرة وتنقيته من القطن الرديء، وبعد ذلك يوضع في آلة أخرى تشبه آلة (القرداش التقليدية) ليخرج في شكل خيط غليظ، تأتي الآن مرحلة التحضير والتي يتم فيها دمج الخيط المتحصل عليه كل ستة خيوط في خيط واحد ويوضع في إلى تسمى (bonc a broche) لكي يعطي في الأخير خيط متوسط وغليظ نوعاً ما، بعد ذلك يدخل في إلى أخرى (continuéafine) وهنا يوضع الخيط في كبة كبيرة تدور حول نفسها بسرعة كبيرة لتعطي خيط رقيق في كبة متوسطة الحجم، ثم يأتي فرع البرم توضع الكبة المتوسطة الحجم في آلة (bobinenoire) ثم تدور حول نفسها بسرعة أكبر من السابقة لتعطي لنا خيط رقيق جداً وفي القسم نجد تلك الفضلات التي تقوم المؤسسة بإعادة بيعها، وينتج هنا أنواع من الخيط حسب نوع الجلد فكلما كان هذا الأخير من الدرجة الأولى وغليظ كلما كان الخيط جيد، وما تم ملاحظته في هذا القسم اغلب الآلات معطلة نظراً لقدمها وعدد العمال كذلك قليل جداً¹.

2- قسم النسيج: هذا القسم يتم فيه إنتاج جميع أنواع الأقمشة الصناعية القطنية والاصطناعية كمنتوج خام من النوع الرفيع، وطاقته الإنتاجية تقدر بـ(3.500.000) متر طولي سنوياً أي بنسبة استغلال لطاقة الإنتاجية تقدر بـ 35% ويضم هذا القسم 158 عامل منها 25 عامل متقاعد ولنسج الأقمشة المختلفة يتم استعمال الخيوط التي يتم صنعها في قسم الغزل وفي شكلها النهائي ثم تمرر في آلة (MAVCOTTON) لتخرج خيوط القطن المبرومة في شكل جلد، ولوحظ أن عدد الآلات التي تعمل هي فقط 140 إما الباقي فهو معطل، في هذا القسم يوجد قسم آخر يسمى قسم فحص الجودة حيث يتخصص هذا القسم بمراقبة جودة الجلد المتحصل عليه من قسم النسيج والجلد الجيد الذي لا توجد فيه عيوب ويكون بأمتار كبيرة فهو يوجه إلى تلبية طلبات القطاع العسكري، إما الجلد الذي هو من الدرجة الثانية فيوجد إلى الزبائن الآخرين.

3- قسم التكملة: في هذا القسم يتم إجراء عمليات التكملة والتمثلة في الغسل والتبييض الصباغة والطلاء الصناعي والمعالجة الكيميائية للأقمشة المضادة للحريق ولننفوذ الأمطار... الخ ويشمل هذا القسم 129 عامل، يقوموا بصباغة الأقمشة واللون الغالب هو اخضر زيتوني وذلك لقطاع العسكري وهنا يتم تبييض الجلد إما اصفر B3 أو ابيض B4، وهذا راجع للطلب على اللون وبعد عملية الصيغة يوجه إلى التحفيف تحت درجة حرارة معينة

¹ مؤسسة تيندال: مقابلة مع رئيس قسم الغزل، 2012.

وبعد ذلك يشمع الجلد لمنع تسرب المياه منه، كما يخضع هذا القسم بمراقبة جميع الأقمشة للتأكد من نوعية وجودة المنتج بإجراء فحوصات مدققة عليه وتقدر الطاقة الإنتاجية لهذا القسم بـ(3.500.000) متر طولي، أي نسبة استغلال للمعدات تقدر بـ30% يمكن أن نعتبر أن مرحلة الفحص ومراقبة الجودة آخر مرحلة إذ قامت المؤسسة ببيع جلد خام دون تفصيله وخياطته.¹

4- قسم التفصيل والخياطة: يتم في هذا القسم تفصيل وخياطة وتلحيم 30% من القماش المنتج والباقي يسوق على حاله، يشتغل في هذا القسم 73 عامل منها 01 عامل متقاعد، يختص هذا القسم في صناعة (الخيم بجميع أنواعها، المضلات الشمسية، أغطية الشاحنات والسيارات، لباس العمال، ستائر...) ولإنتاج ذلك يتم شراء مواد تدخل في هذه العملية الإنتاجية تسمى باللواحق مثل (الأزرار، أزرار الستائر، خيط للخياطة...) تقدر طاقته لإنتاجية حوالي (200.000) ساعة.²

¹ مؤسسة تيدال: رئيس قسم البحث والتنمية والتطوير، 2012.

² مؤسسة تيدال: رئيس قسم التفصيل والخياطة، 2012.

المبحث الثاني: استخدام الأرباح و الاهتلاكات السنوية في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية

كان من المقرر أن نقوم في هذا المبحث بعملية استخدام إحدى وسائل أو أدوات مراقبة التسيير المتمثلة في صافي القيمة الحالية (VAR) للمفاضلة بين بديلين استثماريين أو أكثر للمؤسسة محل الدراسة. غير أن عدم توفر معلومات متعلقة بذلك فقد وقع اختيارنا على استخدام الأرباح و الاهتلاكات السنوية لهذه المؤسسة على أساس أنها تدفقات نقدية متأتية من رأس المال المستثمر (أي مجموع الأصول) و اعتبار سنة السنوات التالية 2010، 2011، 2012 سنوات مستقبلية. و اعتبار 7% كمعدل خصم. كذلك اعتمدنا على الميزانيات المحاسبية للمؤسسة لهاته السنوات لتقدير التدفقات النقدية بحسب المعلومات السالفة الذكر.

المطلب الأول: التدفقات النقدية للسنوات الثلاثة

البيان	سنة 2010	سنة 2011	سنة 2012
مجموع الإيرادات السنوية	533 231 085.19	774 234 749.48	517 308 826.82
الاهتلاكات السنوية (1)	116 663 006.34	131 091 637.64	89 198 754.50
مجموع الأعباء السنوية(2)	1 074 741 102.11	607 441 039.63	555 463 509.81
مجموع الأعباء (1)+(2)	1 191 404 108.45	738 532 677.27	644 662 264.31
النتيجة	-658 173 023.26	35 702 677.27	-127 353 437.50
الضريبة 19% (4)	00	67883508.681	00
النتيجة الصافية 5=(4-3)	-658 173 023.26	28919168.59	-127 353 437.50
التدفقات النقدية (1+5)	-541 510 016.92	160010806.2	-38 154 683

لتكن:

VAR: التدفقات النقدية

VAN: القيمة الحالية الصافية.

معدل الخصم t المطبق: 7%.

1. حساب VAR لكل سنة من السنوات الثلاثة:

حيث VAR تعطى بالعلاقة:

$$VAR = (1+t)^{-n} \times \text{مجموع التدفقات}$$

حيث n: عدد السنوات.

- حساب VAR لسنة 2010:

$$\text{VAR} = -541\,510\,016.92 (0.17)^{-1} = -541\,510\,016.92 \times 0.934\,579\,439$$

$$\text{VAR (2010)} = -506\,084\,127.825\,974$$

- حساب VAR لسنة 2011:

$$\begin{aligned} \text{VAR} &= \text{VAR (2010)} + (\text{التدفقات لسنة 2011}) \times (1+t)^{-2} \\ &= -506\,084\,127.825\,974 + (1.07)^{-2} 139\,759\,635.1 \\ &= -506\,084\,127 + 157\,868\,645.5925 (0.873\,438\,728) \end{aligned}$$

$$\text{VAR (2011)} = 645\,843\,762.1$$

- حساب VAR لسنة 2012:

$$\begin{aligned} \text{VAR} &= \text{VAR (2012+2011)} + (\text{التدفقات لسنة 2012}) \times (1+t)^{-3} \\ &= -506\,084\,127.825\,974 + 645\,843\,762.1 + (-38\,154\,683) \times (1.07)^{-3} \\ &= 645\,843\,762.1 + (-31\,145\,586.6\,923\,533) \end{aligned}$$

$$\text{VAR (2012)} = 614\,698\,175.4$$

المطلب الثاني: حساب صافي القيمة الحالية للسنوات الثلاثة

حساب VAN لكل سنة من السنوات الثلاثة

حيث VAN تعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{VAN} = \text{VAR} - I_0$$

حيث I_0 : رأس المال المستثمر لسنة الأساس 2010

$$I_0 = 4\,200\,674\,961.62$$

1. حساب VAN لسنة 2010

$$\text{VAN لسنة 2010} = \text{VAR لسنة 2010} - I_0$$

$$\text{VAN}_{(2010)} = -506\,084\,128.825\,974 - 4\,200\,674\,961.61$$

$$\text{VAN}_{(2010)} = -4\,706\,759\,089.44\,597$$

2. حساب VAN لسنة 2011

$$\text{VAN (2011)} = \text{VAR (2010+2011)} - I_0$$

$$= 139\,759\,634.4 - 4\,200\,674\,961.61$$

$$VAN_{(2011)} = -4060915327$$

3. حساب VAN لسنة 2012

$$\begin{aligned} VAN(2012) &= VAR(2010+2012+2011) - I_0 \\ &= -330645751.7 - 4200674961.62 \end{aligned}$$

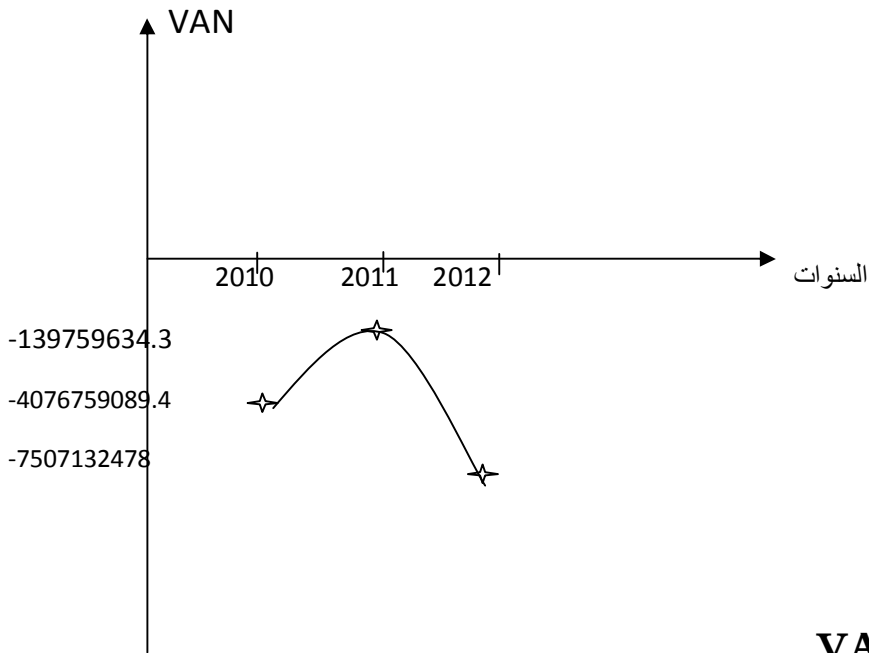
$$VAN_{(2012)} = -7507132478$$

نلاحظ أن بتطبيق معدل خصم إيرادات قدره 7% فإن القيمة الصافية الحالية (VAN) لسنة 2010 كانت (-4706759089.44597) وهي قيمة سالبة دلالة على أن المؤسسة لا يمكنها أن تحقق العائد المتولد على الاستثمار خلال السنة الأولى.

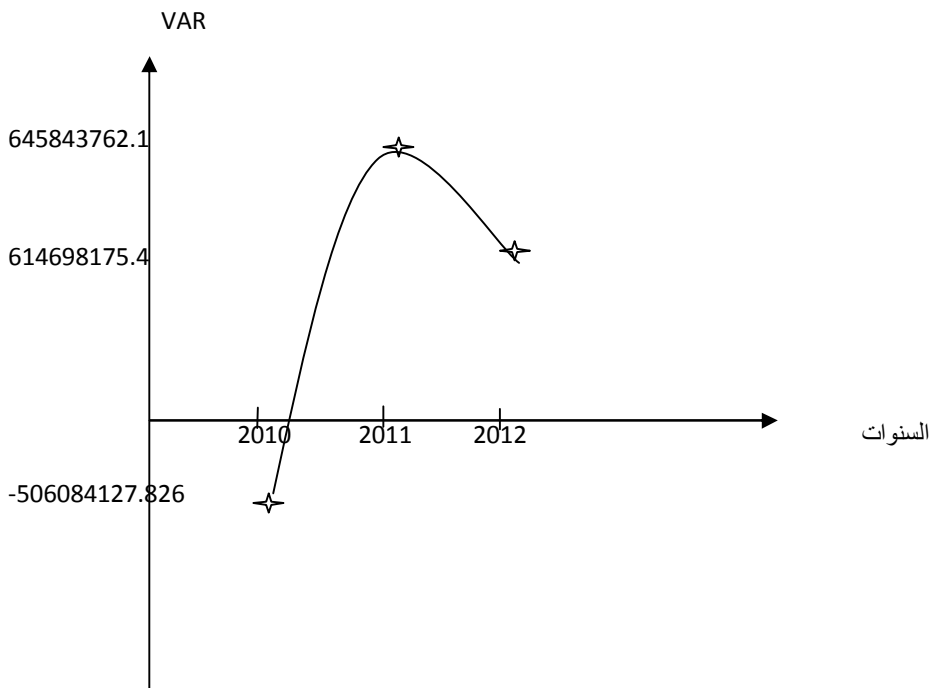
وفي حين أنه بتطبيق نفس معدل الخصم للإيرادات (7%) فإن القيمة الحالية الصافية (VAN) لسنة 2011 كانت (-4060915327) هي قيمة سالبة دلالة على أن المؤسسة لا يمكنها أن تسترجع القيمة المستثمرة خلال السنة الأولى بسبب التدفق النقدي المحقق خلال السنة الأولى (2010)

في حين أنه وجدنا القيمة الحالية الصافية لسنة 2012 (-7507132478) هي قيمة سالبة دلالة على المؤسسة لا يمكنها أيضا ان تسترجع القيمة المستثمرة خلال السنة الأولى بسبب التدفق المحقق خلال سنة 2011، ومن خلال ما تم التوصل اليه من حساب صافي القيمة الحالية السالبة للسنوات الثلاثة 2010، 2011، 2012. يمكن القول بأن المشروع يحقق خسارة .

التمثيل البياني لصافي القيمة الحالية VAN



التمثيل البياني للتدفقات النقدية VAR



خلاصة الفصل:

في هذا الفصل والذي كان عبارة عن تطبيق عملي للجانب النظري متخذين في ذلك مؤسسة الأقمشة والأنسجة الصناعية تيندال بالمسيلة محل الدراسة، قد وجدنا أن النشاط الرئيسي الذي أنشأت من أجله المؤسسة هو نشاط انتاجي، أي انتاج الأقمشة والأنسجة حسب الطلبات المقدمة لها، والتي كانت تملك منذ السبعينات رأس مال قدره 290.000.0000. بينما الآن انخفض رأسمالها وأصبح 1461.13000.00.

أما فيما يخص استخدام صافي القيمة الحالية (VAN) كوسيلة للمفاضلة بين المشاريع الإستثمارية واتخاذ القرارات التمويلية بشأنها، وجدنا أنه لا يمكننا المفاضلة باستخدام هذا المعيار وذلك لعدم توفر المعلومات الكافية، وباستخدامنا هذا المعيار وجدنا أن صافي القيمة الحالية للسنوات الثلاثة 2010.2011.2012، ذات القيم السالبة على الترتيب: (-4060915327)، (-4706759089.45)، (-7507132478) فهذا يعني أن العائد المتولد عن المشروع الاستثماري أقل من العائد المطلوب، ولذلك يمكن القول أن المشروع قد حقق خسارة في السنوات الثلاثة السابقة الذكر .

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة:

تمحور موضوع المذكرة في محاولة التعرف على دور وأهمية التدفقات النقدية في صناعة القرار الاستثماري والتمويلي في المؤسسات الاقتصادية.

حيث تم التعرف على قائمة التدفقات النقدية على أنها قائمة تعرض مختلف مصادر التدفقات النقدية الداخلة و استخدامات التدفقات النقدية الخارجة للوحدة الاقتصادية، و تم أيضا التعرف على ماهية القرار التي تعتبر عن اختيار بين مجموعة البدائل المختلفة، و كذلك توضيح كيفية اتخاذ القرار الاستثماري الذي يعتبر من أهم القرارات الاستراتيجية و كيفية تفاعله مع القرار التمويلي، و كذلك تم التعرف على طرق المفاضلة بين الاستثمارات والتي من بينها معدل العائد الداخلي، و معدل العائد المحاسبي،

و بعد ذلك تمت عملية إسقاط الجوانب النظرية على أرض الواقع من خلال محاولة تطبيق معيار القيمة الحالية الصافية في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية.

و وجدنا أنهم يقومون باقتناء آلات جديدة بقصد تطوير و تحسين الإنتاج و ذلك بحكم انتقال ملكية المؤسسة TINDAL إلى الجيش الوطني.

كذلك اصطدنا بأنهم لا يقومون بالمفاضلة بين مختلف البدائل باستخدام التدفقات النقدية أو أية طريقة أخرى، لذلك نوصي أن يقوموا بالمفاضلة و الاهتمام بموضوع التدفقات النقدية كأساس في صناعة القرار.

النتائج و التوصيات

لاحظنا في مؤسسة الأنسجة والأقمشة الصناعية تيندال بالمسيلة عدم الاهتمام بموضوع التدفقات النقدية لذلك نوصي باستخدام التدفقات النقدية كمعيار للمفاضلة بين المشاريع.

قائمة المراجع

أولاً: باللغة العربية

• الكتب:

1. إبراهيم نائب، أنعام باقية: نظرية القرارات، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2001.
2. أمين السيد، أحمد مصطفى لطفي: دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
3. توفيق حسون: الإدارة المالية و سياسات التمويل في المشروع الاقتصادي، جامعة دمشق كلية التجارة و الاقتصاد، دمشق، طبعة جديدة، 1989.
4. توفيق عبد الرحيم يوسف: الإدارة والتحليل المالي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2000.
5. جميل أحمد توفيق: الإدارة المالية، دار النهضة، بيروت، 2000.
6. جميل أحمد توفيق: أساليب الإدارة المالية، دار النهضة، بيروت، 1984.
7. حامد العربي الحضري: تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر، القاهرة، 2000.
8. حسين عطا غنيم: دراسات في التمويل، الدار الجامعية، مصر، 1999.
9. سرير عبد الله رايح: القرار الإداري، شركة دار الأمة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الجزائر، 2011.
10. سعيد زكريا نصار: التقييم المالي والاقتصادي والاجتماعي للمشروعات، المكتبة الأكاديمية، 1995.
11. سعيد عبد العزيز: دراسة الجدوى بين النظرية والتطبيق، جامعة الإسكندرية، مصر، 1993.
12. طارق عبد العال حماد: التحليل الفني للأوراق المالية، كلية التجارة جامعة عين الشمس، عمان، 2000.
13. طارق عبد العال حماد: الموازنات التقديرية (نظرة متكاملة)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
14. طارق عبد العال حماد: تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار و الائتمان، عين الشمس للنشر، عمان، 2006.
15. طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
16. طارق عبد العال حماد: موسوعة المعايير المحاسبية، الجزء الأول، الدار الجامعية، القاهرة، 2004.
17. طلال كداوي: تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، الطبعة العربية، عمان، 2008.
18. عبد الحلیم كراجه: الإدارة والتحليل المالي، دار الصفاء للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2000.
19. عبد الغفار الحنفي: أساسيات التمويل و الاستثمار، جامعة الاسكندرية، مصر، 2000.
20. عبد الغفار الحنفي، عبد السلام أبو قحف: التنظيم و إدارة الأعمال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1993.
21. عبد الغفار حنفي و رسمية قرياص: أساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.
22. عبد المطلب عبد الحميد: دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
23. عبد الوهاب يوسف أحمد: التمويل و الإدارة المالية، دار الحامد للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
24. عقيل جاسم عبد الله: تقييم المشروعات (إطار نظري تطبيقي)، دار مجدلاوي، عمان، 1999.
25. علي الشرفاوي: العملية الإدارية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، مصر، 2002.
26. فركوس محمد: الموازنات التقديرية أداة فعالة للتسيير، ديوان المطبوعات الجامعية، طبعة مزيدة، الجزائر، 2011.

27. كمال الدين الدهراوي: تحليل القوائم لأغراض الاستثمار و منح الائتمان، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، بيروت، 2005.
28. محمد سعيد عبد الهادي: الإدارة المالية (الاستثمار و التمويل، التحليل المالي)، دار الحامد للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
29. محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية (التحليل المالي للمشروعات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
30. محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية، ديوان المطبوعات الجامعية، مصر، 1986.
31. محمد عثمان، اسماعيل حميد: أساسيات دراسات الجدوى الاقتصادية وقياس المخاطر، دار النهضة، القاهرة، الطبعة الأولى، 1982.
32. محمد منير شاكر : التحليل المالي مدخل صناعة القرار، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2008.
33. مدحت القريشي: دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل للنشر، الأردن، 2009.
34. مصطفى جاموس: في مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول.
35. مصطفى رشدي شيحة: الاقتصاد النقدي والمصرفي، الدار الجامعية، بيروت، 1985.
36. منعم زمير الموسوي: اتخاذ القرارات الإدارية، دار اليازوري العلمية، الطبعة الأولى، عمان، 1998.
37. منير إبراهيم هندي: الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ط 4، 1999.
38. منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1998.
39. ناصر دادي عدون: دراسات الحالات المالية، دار الآثار، الجزائر، 1991.
40. الهواري السيد: الإدارة المالية (مدخل تحليلي معاصر)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1989.
41. الهواري السيد: الاستثمار، مطابع الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية، القاهرة، 1982.
42. هيثم محمد الزغي: الإدارة والتحليل المالي، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
43. هيثم محمد الزغي: الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، الأردن، 2000.

• قائمة المجالات:

1. محمد بشارة: فهم قائمة التدفقات النقدية، في مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، بدون ذكر السنة.
2. مصطفى جاموس: المعاملات النقدية وغير النقدية، في مجلة جامعة دمشق، المجلد الأول، العدد الأول، بدون ذكر السنة.

• التقارير الرسمية:

1. الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، العدد 19، 25 مارس 2009.
2. المعيار الدولي السابع، نشرة شهرية إلكترونية، كانون الثاني، العدد الثاني، الأردن، 2002.

• قائمة المذكرات والرسائل:

1. بوسعدة سعيدة: تحليل الاستثمارات و طرق تمويلها في المؤسسة الاقتصادية العمومية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 1990.
2. سالمى محمد الدينوري: قائمة التدفقات النقدية في ظل اعتماد الجزائر معايير المحاسبة الدولية دراسة حالة مؤسسة اقتصادية، مذكرة ماجستير في قسم التسيير، محاسبة، جامعة باتنة، 2009/2008
3. شناي عبد الكريم: تكيف القوائم المالية في المؤسسات الجزائرية وفق معايير المحاسبة الدولية، مذكرة ماجستير في العلوم التسيير، جامعة العقيد حاج لخضر، باتنة، 2009/2008.
4. عبد الناصر رواجي: تحليل دورة الاستغلال، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة سطيف، 1994/1993.
5. عمر عبد الحميد محمد العليمي: قائمة التدفقات النقدية كأداة في التنبؤ بالفشل المالي للبنوك التجارية، مذكرة ماجستير في معهد العلوم الاقتصادية و المالية، القاهرة، 2010.
6. منى بالعربي و آخرون: القرارات الاستثمارية، مذكرة تخرج لنيل شهادة ليسانس في العلوم التجارية، جامعة المسيلة، 2007/2006

• قائمة الملتقيات والمؤتمرات:

1. جهاد صبحي، عبد العزيز محمد القطيط: نحو معدل خصم التدفقات النقدية بديل عن معدل الفائدة لأغراض تقويم المشروعات الاستثمارية في البنوك الإسلامية، ورقة بحثية، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول جامعة الأزهر، 31مايو-3 يوليو، 2009

ثانيا: قائمة الكتب باللغة الأجنبية

1. Georges Langlois Et Mecheline Friedrich:Entroduction Ala contabilité : edition foucher,5e edition,venves, 2009.
2. ALCPA AB opinion N19 RePorting changes in financial position,1981.
3. FASB,seas,N95,statement of cach flows,FASB,2008.