



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علو التسيير



رقم المطبوعة:/2022

مطبوعة بيداغوجية بعنوان :

ندوة في المالية

.....

موجهة لطلبة السنة ... الثالثة....، طور ليسانس، شعبة : علوم التسيير.....، تخصص: ..ادارة المالية

من إعداد الدكتور:..هشام حريز...
الرتبة:..استاذ محاضراً

السنة الجامعية:2022/2023

الفهرس

2.....	مقدمة
3.....	المحور الأول: أسس الإدارة المالية
15-4.....	المحاضرة 1: الوظيفة المالية ووظيفة التمويل في المؤسسة
28-16.....	المحاضرة 2: مصادر الحصول على الأموال
45-29.....	المحاضرة 3: الوساطة المالية وعلاقة المؤسسة بالمؤسسات اخرى
46.....	المحور الثاني: تمويل المؤسسات
61-47.....	المحاضرة 4: الهيكل المالي وتكلفة رأس المال
68-62.....	المحاضر 5: تمويل المشاريع المصغرة
69.....	المحور الثالث: قرارات المالية
82-70.....	المحاضرة 6: ماهية القرارات المالية
90-83.....	المحاضرة 7: علاقة العائد و المخاطرة
99-91.....	المحاضرة 8: مؤشرات تقييم الأداء المالي
101-100.....	خاتمة
107-102.....	المراجع

مقدمة:

تعد الإدارة المالية من أساسيات إنشاء وتشغيل وتوسيع المؤسسات بمختلف أنواعها وأحجامها، إذ تحتاج المؤسسات إلى أدوات التمويل بأشكالها المختلفة، وهذا من أجل تغطية مختلف احتياجاتها المالية للقيام بأنشطتها ووظائفها المعتادة.

وان كيفية أو الطريقة التي تحصل بها المؤسسات على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطها هي أول ما يفكر فيه كل مسير ، وبقدر ما يكون حجم التمويل كبيرا ويحسن استثماره بقدر ما يكون العائد أو الربح الذي يعتبر هدف أي نشاط اقتصادي كبير.

تتضمن هذه المطبوعة سلسلة من المحاضرات في مقياس ندوة في المالية تم إعدادها طبقا للبرنامج

الرسمي للتسيير وتنقسم إلى ثلاثة محاور:

المحور الأول: أسس الإدارة المالية

المحور الثاني: تمويل المؤسسات

المحور الثالث: القرارات المالية

المحور الأول: أسس الإدارة المالية

محاضرة 1: الوظيفة المالية والوظيفة التمويل في المؤسسة

اولا: ماهية الوظيفة المالية

يستعمل مصطلح " الإدارة المالية " بكثرة، فقد نجده أحيانا يعبر عن وظيفة أو نشاط، أو يعبر عن المصلحة أو القسم المسؤول عن هذه الوظيفة، والإدارة المالية كوظيفة تعنى بالنواحي المالية للمؤسسة، أما الإدارة المالية كوحدة إدارية فتعني الوحدة المسؤولة عن هذا النشاط (هذه الوظيفة).

1- تعريف الوظيفة المالية:

للوظيفة المالية عدة تعريف تختلف حسب المرجع والباحث، ومن بين هذه التعاريف نذكر:

- هي الوظيفة التي تهتم بتجميع الأموال الضرورية لتغطية احتياجات المؤسسة من أجل تحقيق أهدافها المسطرة، هذا بالتنسيق مع الوظائف الأخرى، فهي تهتم بدراسة واتخاذ القرارات المالية التي من شأنها تعظيم ثروة الملاك للمؤسسة.
- هي مجموعة المهام والأنشطة التي تقوم بها عدد من المصالح والأقسام وتهدف إلى إدارة التدفقات المالية والبحث عن الموارد المالية الضرورية، والاستخدام الأمثل لها.
- يعرفها Upton et Howard Melor ابتونو هاورد ميلور على أنها الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى الأموال والرامية لتمكين المؤسسة من تحقيق أهدافها، ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد له مع تخطيط مجرى هذه الأموال ورقابتها.
- هي عملية تشمل التنبؤ والتخطيط للحصول على الأموال وتوظيفها وتنظيم أنشطتها المختلفة، وتحفيز العاملين ماليًا، وممارسة الرقابة على الأداء المالي للشركة، إضافة إلى إعداد الموازنات التقديرية المتعلقة بالتمويل والاستثمار والتفاعل مع الأسواق المالية (البيئة الخارجية).

إذن يمكننا القول أن :

الوظيفة المالية من أهم الوظائف في المؤسسة باعتبارها تعمل على وضع خطط للتمويل، والحصول على الموارد المالية، وكذا تحديد طرق استخدامها في سبيل تحقيق أهداف المؤسسة.

2- الخصائص المميزة للوظيفة المالية

تتميز الوظيفة المالية بما يلي :

- التغلغل في جميع أنشطة المؤسسة، حيث يصعب تصور المنظمة بأداء مهامها أو تحقيق أهدافها بمعزل عن الاحتياجات المالية؛
- القرارات المالية قرارات ملزمة للمؤسسة في غالبية الأحوال؛
- بعض القرارات المالية مثل قرارات الإدماج أو شراء المؤسسات الأخرى أو الإقراض أو الاستثمار تعتبر قرارات مصيرية قد تؤثر في نجاح المؤسسة أو قدرتها على الاستثمار في السوق؛
- تستغرق نتائج القرارات المالية زمنا طويلا نسبيا حتى يمكن معرفتها مما قد يؤدي إلى صعوبة إصلاح الخلل أو إمكانية تداركه، وهو ما يعكس الحاجة مهارات خاصة وقدرات تحليلية مرتفعة لاتخاذ هذه النوعية من القرارات.¹

3- التطور التاريخي للوظيفة المالية .

شهدت الوظيفة المالية منذ ظهورها عدة مراحل تاريخية نجسدها فيما يلي:

- **في فترات الثلاثينيات:** والتي شهدت أزمة الكساد الكبير 1929 التي أدت إلى إفلاس عدد كبير من المؤسسات باختلاف أنواعها وأحجامها ونشاطاتها ،ومن ثم اهتمت الوظيفة المالية بالتركيز على إجراءات الإفلاس وإعادة التنظيم وإلى توفير السيولة للمؤسسات ووضع القواعد المسيرة لأسواق الأوراق المالية
- **خلال الأربعينيات ومع بداية الخمسينيات:** تم التركيز على الجانب المؤسسي منها وتميزت قواعدها بالوصفية بالإضافة إلى أنها كانت تهتم بوجهة النظر الخارجية وليست بوجهة النظر الداخلية
- **بداية الستينيات:** انتقل التحليل إلى التركيز النظري وإلى عملية اتخاذ القرارات المرتبطة بالأصول والخصوم بالشكل الذي يعظم من قيمة المؤسسة
- **في الثمانينيات:** شكلت قيمة المؤسسة المحور الرئيسي الذي يركز عليه التحليل المالي في كل جوانبه.²

¹أنور عبد الخالق ،محمد صديق، الإدارة المالية و اتخاذ لقرار لمنشآت الأعمال ، مطابع مجلس الدفاع الوطني ، الطبعة الأولى ،1987،ص70.

²إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التفسير المالي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2007 ، ص25.

4- أهمية الوظيفة المالية

يتميز القرار داخل المؤسسة مهما كان شكله بأن له تأثيرات مالية و عليه فإن اي قرار يسبق بإجراء دراسة مالية سابقة لعملية اتخاذه ، وذلك من أجل الإطاحة بكل الظروف والنتائج المحتمل وقوعها بعد تنفيذه . ويمكن تلخيص أدوار الوظيفة المالية كالآتي :

- ضمان التمويل لمختلف نشاطات المؤسسة، خاصة بالقروض قصيرة و متوسطة وطويلة الأجل ؛
- وضع أسس التخطيط المالي والموازنات التقديرية ؛
- مراقبة التدفقات النقدية وتسييرها بما يتوافق مع قواعد التوازن المالي ؛
- دفع النفقات والمصاريف وتلقي المستحقات والحقوق عن جميع الأنشطة
- مساعدة المسيرين في الإدارة العليا.³

ثانيا: مهام وأهداف الوظيفة المالية

في هذا المبحث سوف نتطرق إلى معرفة مختلف مهام وأهداف الوظيفة المالية عن طريق المطالب التالية:

1- وظائف الوظيفة المالية

تضطلع الوظيفة المالية في المؤسسات بوظائف متعددة ومتنوعة مهمتها تحقيق الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها هذه الوظائف باختلاف طبيعة عمل هذه الشركة وحجمها ونشاطها، ومن بين أهم وظائف الوظيفة المالية ما يلي:

- **التحليل المالي:** يقوم المحلل بالتحليل المالي للمكشوفات المالية بهدف التخطيط و اتخاذ القرارات ولتنفيذ هذه القرارات، ومقارنتها مع ما هو مخطط تستلزم أدوات لقياس الأداء ويعتبر التحليل المالي هو أفضل أداة للكشف عن أداء المؤسسة.
- **الحصول على الأموال:** إن الرصيد النقدي لا يكفي لتغطية العجز، فإن المدير المالي يجد من الضروري الالتجاء إلى مصادر خارج شركته للحصول على هذه الأموال من مصادر مختلفة، كما أنها تعرض تحت أنواع متنوعة من النفقات والشروط ولفترات زمنية متفاوتة، والمشكلة

³إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، مرجع سبق ذكره، ص26.

الرئيسية التي يواجهها المدير المالي في هذا المجال، وباختصار وظيفة الحصول على ⁴الأموال هي تخطيط للاحتياجات المالية والتنبؤ بها ومراقبتها هي أساس نشاط المدير المالي.

- **التخطيط المالي:** هو مجموعة الخطط اللازمة للحصول على الموارد المالية و استخدامها، ولهذا فإن التخطيط المالي يشير إلى تحديد المتطلبات المالية، الاستثمارات، النمو، الأداء، خلال مدة محددة من الزمن ، يعد التخطيط المالي عنصر أساسي لنجاح المؤسسة فهو دليلها المالي بالمستقبل، فمن خلال التخطيط المالي تحدد الشركة إمكانية الحصول على الأموال وكيفية الاستخدام لهذه الأموال. ولهذا فإن التخطيط المالي يتضمن التنسيق للنشاطات المالية من أجل تعظيم ثروة المساهمين ⁵.

- **اتخاذ القرارات المالية:** إن الوظيفة المالية تساعد اتخاذ قرار في تحديد أي الأصول التي تحتاجا في الاستثمارات المؤسسة وطريقة تمويل شراء هذه الأصول.
- **التنسيق و الرقابة المالية:** ويقصد بذلك إن الوظيفة المالية تتبع دراسة الأعمال الماضية وكذلك الحالية لتأكد من أن حركة الأموال تسير طبق للخطط الموضوعة ويعتمد ذلك على معايير ومقاييس رقابية محددة لمقارنة الإنجاز الفعلي مع معايير وتحديد الانحرافات المتوقعة ومعرفة أسبابها قصد وجود علاج لازم.
- **إدارة المخاطر:** تواجه المؤسسة العديد من المخاطر النظامية التي تؤثر على البيئة التي تعمل فيها مثل مستويات التضخم، النمو الاقتصادي، الركود.

2- أهداف الوظيفة المال

ترتبط أهداف الوظيفة المالية بأهداف المؤسسة عامة فالنهايات التي تسعى إلى تحقيقها هي نفسها وتتجسد من خلال إستراتيجياتها العامة والتي تنفرع إلى إستراتيجيات فرعية منها الإستراتيجية المالية فمن أهداف المؤسسة نجد:

- يأتي تعظيم الربح في أول الرتب وهو هدف تقليدي للإدارة المالية لكن هذا الهدف لازال يمثل أولى الأهداف للمؤسسات الاقتصادية، وتنشأ أهمية هذا الهدف من كون الربح يمثل التبرير الاقتصادي لاستمرارية أي شركة في الحياة الاقتصادية، كما أنه يمثل مؤشرا مهما لتقييم الأداء الاقتصادي

⁵محمد العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007، ص 45 .

بالإضافة إلى كونه مصدرا مهما من مصادر التمويل الداخلية وبالتالي فإن تحقيق هذا الهدف والدعوة لتغطيته إنما يعبر عن فاعلية القرارات المالية؛

- هدف تعظيم الثروة كهدف إستراتيجي بالمقارنة بهدف تعظيم الربح، ذلك أن المساهم يفضل تعظيم الثروة في الأجل الطويل بدلا من زيادة الأرباح في الأجل القصير وقد يكون تعظيم الربح جزءا من إستراتيجية تعظيم الثروة وقد يتم الجمع بينهما ولكن لا يحدث العكس؛
- تعظيم القيمة الحالية لثروة الملاك في المشروع أيا كان الشكل القانوني أي تعظيم القيمة البيعة لحصة الملاك أنصاف الثروة؛
- دراسة الحاجة المالية المرتبطة بنشاط المؤسسة طبقا لخططها الإستراتيجية وذلك لتحديد الوسائل المالية الضرورية لتغطية هذا النشاط والوقت المناسب للحصول عليها،
- دراسة الإمكانيات المتوفرة أمام المؤسسة للحصول على الأموال المطلوبة بحيث تعمل على المقارنة بين الاختيارات الممكنة واقتراح أحسنها مرد ودية وأقلها تكلفة ومخاطر؛
- اختيار أحسن طرق التمويل حيث تكون عادة في شكل مزيج بين مختلف المصادر وتحقيق أحسن مرد ودية مالية؛
- يعتبر تسير خزينة المؤسسة وسيولتها من أهم المهام وأعدها حيث تلتقي فيها مختلف العوامل والجوانب المتعلقة بالوظيفة المالية.⁶

ثالثا: مهام المدير المالي

1- تعريف المدير المالي:

- هو ذلك الشخص الذي يستطيع القيام بالأعمال وإنجاز المهام والمخطط والمراقب وله سلطة في اتخاذ القرارات وهو المسؤول عن الوظيفة المالية.
- المدير المالي هو الذي يتخذ القرارات المالية المهمة، وهو يقوم بتخطيط مالي وتنمية المعايير الرقابية للوقوف على حقيقة المركز المالي وربحية المؤسسة من أجل تعظيم ربحية، كما يقوم بإعداد المقترحات التي تعرض على مجلس الإدارة في شأن الاستثمارات ومصادر التمويل المعتمد وإدارة التدفقات النقدية.

⁶ محمد العامري، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره، ص 47.

2- وظائف المدير المالي:

يتمتع المدير المالي بمسؤولية الاشراف على الشؤون المالية للمؤسسة وان له عدة وظائف منها: التخطيط المالي، التحليل المالي، تحليل البيانات المالية.

3- صلاحيات المدير المالي:

- تحديد الهيكل المالي الأمثل من وجهة نظر للمؤسسة.
- تحديد كلفة كل مصدر من مصادر التمويل .
- إنشاء علاقات مع المصارف المختلفة وتطويرها.
- تقدير الأموال المطلوبة للاستثمار.
- انشاء علاقات مع المصارف المختلفة وتطويرها.
- تقييم البدائل المختلفة للاستثمارات لاختيار أفضلها.
- المفاضلة بين مصادر التمويل القصيرة الأجل والمتوسطة والطويلة الأجل.
- الإشراف على تنفيذ السياسة المالية المعتمدة في كافة نشاط المؤسسة ومراقبتها.
- الدراسة والتحليل وتفسير النتائج المالية للاستفادة الإدارة منها في التعرف على النواحي الايجابية والسلبية في الأنشطة.
- مساعدة المدير العام في تفهم نتائج وتقارير النتائج المالية.
- الإشراف على إعداد حسابات ختامية للمشروع حسب المدة الزمنية سواء كانت شهرية أو سنوية
- تخطيط الأرباح.

رابعاً: علاقة الوظيفة المالية بمجالات المعرفة الأخرى

1- الاقتصاد:

إن النظرية المالية تعتمد كثيراً على النظرية الاقتصادية بشقيها الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي فمن جهة الوظيفة المالية تحتاج إلى المستوى الجزئي حيث يهتم فرع الاقتصاد بالأداء الاقتصادي لمنظمات الأعمال لاسيما الألية العرض والطلب وإستراتيجيات التشغيل وتخطيط عوامل الإنتاج ومما لاشك فيه أن الإلمام بهذه الجوانب الاقتصادية من طرف المدير المالي تساعد على ترشيد قراراته المالية.

ومن جهة تحتاج المنشآت المالية إلى معلومات من الاقتصاد الكلي من ناحية معرفة المشكلة الاقتصادية مثل التضخم والانكماش والركود الاقتصادي والازدهار من ناحية الاستثمارات ومبادرات البلد وقوته الاقتصادية

2- المحاسبة:

ترتبط الوظيفة المالية بالمحاسبة ارتباطا وثيقا حيث أنها كانت جزءا من هذا الحقل ثم انفصلت المحاسبة وليست بدلا عنها، والمحاسبة تعني إعداد المكشوفات المالية الميزانية العامة وكشف الدخل، وتعتمد الوظيفة المالية هذه المكشوفات باستخدامها كمؤشرات الأداء وكذلك كأدوات رئيسية تقوم بها للرقابة المالية ونتيجة لأهمية المفاهيم والمقاييس المحاسبية للمحلل أو للمدير المالي، فمن الضروري أن يكون على معرفة بهذه المفاهيم والمقاييس المحاسبية حتى يتمكن من اتخاذ قرارات سليمة.

3- الإحصاء:

كما ترتبط بعلم الإحصاء نظرا لاستخدامها استخداما فعالا للمعطيات الإحصائية وقوانين الإحصاء مثل: الانحراف المعياري ومعاملات الارتباط والوسط الحسابي وغيرها التي تخدم الوظيفة المالية في عملية اتخاذ القرارات .

4- التسويق:

يعد التسويق علما وثيق الصلة بالوظيفة المالية حيث أن إنتاج السلعة وزيادة حجم المبيعات وطرح منتجات جديدة يتطلب مبالغ إضافية كبيرة بغرض إنجاح عملية تسويق المنتجات المنشئة وتوجيهها نحو الأسواق.

5- التكنولوجيا:

لعبت التكنولوجيا دورا كبيرا في تطور الوظيفة المالية من خلال تسريع إنجاز العمليات المالية المصرفية وحفظ المعلومات بسرعة الحصول عليها ونقلها وتعدد الفرص المتاحة في التمويل والاستثمار من حيث التنوع الجغرافي والتنوع في الأدوات المتاحة ولذلك اتخذت برامج الكومبيوتر باحتياجات الوظيفة المالية وتطويرها .⁷

⁷ محمد العامري ، الإدارة المالية المتقدمة، مرجع سبق ذكره ص51.

اولا: ماهية الوظيفة التمويلية.

1- الوظيفة التمويلية:

1- تعريف التمويل:

تعددت التعريفات الخاصة بالتمويل باختلاف المدارس والمفكرين والكتّاب، ووجهات النظر، ومن بين هذه التعريفات نذكر ما يلي:

- هو مجموعة الوسائل والأساليب والأدوات التي تستخدمها المؤسسة من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتغطية مختلف نشاطاتها (استثمارية، استغلالية).
- هو الإمداد بالأموال في أوقات الحاجة إليها، سواء كان هذا التمويل خاص بمشروع ما أو تدبير ما، فإنه يواجه بصورة متوقعة للنفقات النقدية الداخلية من المتحصلات من جهة والتدفقات النقدية الخارجية، ومسؤولية الممول التأكد من حسن تدبير المتحصلات والمدفوعات من أجل تسيير مالي مناسب للوفاء بالمدفوعات في آجالها المحددة.
- عرفه Upton et Howard على أنه الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف المتعلقة بإدارة مجرى النقد، والزامه لتمكين المؤسسة من تنفيذ أنشطتها وتحقيق مهامها، مواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد لها.
- ويعرف التمويل أيضا أنه البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشأة المالية.⁸

ومن خلال التعاريف السابقة يمكننا القول أن التمويل عبارة عن ذلك النشاط أو مجموعة الأنشطة التي تمكن المؤسسة من الحصول على تدفقات نقدية من مختلف المصادر، من أجل تسيير أنشطتها ومختلف مصالحها، لتحقيق الأهداف المرسومة.

⁸معراج هواري، حاج سعيد عمر، التمويل التاجيري المفاهيم والأسس، كنوز المعرفة للنشر، الجزائر، 2013، ص15.

2- خصائص التمويل:

لكل نوع من أنواع التمويل خصائص يتميز بها، ويمكننا إجمال معظم هذه الخصائص في النقاط التالية:

- **تاريخ الاستحقاق:** ويقصد به تاريخ التسديد (الدفع)، كل نوع من أنواع التمويل أجل استحقاق ماعدا أموال الملكية، ويمكننا التمييز بين 3 أنواع من فترات السداد والتي تكون محددة حسب الاتفاق بين المؤسسة والمقرض أو المقترض حيث قد تكون قصيرة الأجل (أقل من سنة)، متوسطة الأجل (بين سنة وسبع سنوات)، أو طويلة الأجل (لا تتعدى عشر سنوات).
- **الدخل:** لكل مصدر تمويلي مهما كان نوعه مردود (دخل) والذي يمتاز بالأولوية (أي أولوية الحصول على المردود من المقرضين)، المقدار (لكل مقرض دخل يتحدد مسبقا ماعدا أموال الملكية) ، التأكد (إذ لكل مقرض دخل محدد مضمون بغض النظر عن النتيجة التي حققها المقرض).
- **السيطرة:** إذ يتمتع المقرضين الخارجيين بإمكانية طلب تصفية المؤسسة أو بيعها، من أجل تحصيل أموالهم في حال تأخرت المؤسسة عن الآجال المحددة، أو رفضت دفع ما عليها.
- **الأداء:** أي أنه لا يحق للمقرضين الخارجيين (من خارج المؤسسة) المشاركة في إدارة المؤسسة أو التدخل في سياساتها.

4- أهمية الوظيفة التمويلية.

تتمثل أهمية الوظيفة التمويلية فيما يلي:⁹

1. تساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني.
2. تحرير الأموال والموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.
3. تعتبر الوظيفة التمويلية كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.
4. تساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء واستبدال المعدات.

⁹ رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، للنشر والتوزيع القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص96.

5. المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.

ثانيا: أهداف وعوامل محددة و أنواع التمويل.

1- أهداف التمويل:¹⁰

- دراسة وتحليل الاحتياجات المالية للمشاريع تنفذها المؤسسة تبعا لسياستها وإستراتيجيتها وخططها المتبناة.
- دراسة الفرص المتاحة للحصول على الأموال اللازمة بمختلف مصادرها ومقارنتها ببعضها البعض لتحديد أحسن مصدر من حيث التكلفة والمردودية.
- تسيير الخزينة النقدية للمؤسسة وضمان الحفاظ على السيولة المالية المتوفرة.
- التسجيل المحاسبي لتدفق الأموال بالمؤسسة ومتابعتها وتحديد طرق استخدامها.
- المساهمة في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة التي من شأنها ضمان تعظيم الأرباح على المدى القصير والمتوسط والطويل.
- معرفة مدى قدرة المؤسسة على تسديد ديونها وفقا للآجال الزمنية المحددة.
- تحديد مختلف العوائد الممكن تحقيقها بالنسبة لكل منتج ومستويات المخاطرة المرافقة لها.

2- عوامل محددة للتمويل

توجد عدة عوامل محددة في نوع التمويل نذكر منها:

- **الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام:** القاعدة العامة في التمويل هي انه يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل أما المصادر قصيرة الأجل فهي ملائمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة لهذه الأموال.
- **الخطر والدخل:** من المعروف أن الدائنون يتقدمون على أصحاب المؤسسات في الحصول على الدخل وفي ناتج تصفية المشروع، لهذا فالمساهمون العاديون هم أول من يشعر بالخطر ذلك أن أي انخفاض في المبيعات قد يؤدي إلى عدم حصولهم على الدخل، أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين.

¹⁰ حيدوشي أحمد ،مرجع سابق، ص55.

- **الإدارة والسيطرة:** إن بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل وكثيرا ما نجد المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض ، وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية ، لأن الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يهددون مثل هذه السيطرة بصورة مباشرة ، لأنهم لا يملكون التدخل في الإدارة.
- **حجم المؤسسة:** تتخذ المؤسسة عدة أحجام صغيرة، متوسطة أو كبيرة، وللحجم أثر كبير في اختيار مصادر التمويل فكلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنويع مصادر التمويل وكلما قل حجمها كلما قلص من إمكانية ذلك ، فالمؤسسات الكبيرة بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريبا على عكس المؤسسات الصغيرة التي تعتمد في حد كبير في تمويلها على أموال أصحاب المشروع.
- **نمط التدفق النقدي:** المقصود بنمط التدفق النقدي الفترة الزمنية التي تنقضي على المؤسسة حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها مع مواعيد دخول النقد إلى المؤسسة.¹¹

3- أصناف التمويل.¹²

يمكن أن نقسم التمويل إلى عدة أنواع تبعا لعدة اعتبارات نلخص أهمها في النقاط التالية:

- **من حيث الملكية:** ويقصد بها ملكية الأموال، أو الأصول المراد استعمالها وتقسم بدورها إلى:
 - تمويل من المالكين: ويتم ذلك عادة من خلال عدم توزيع أرباحهم، إضافة إلى رأس المال (أموال الملكية).
 - أموال الاقتراض: أي تمويل من غير المالكين، والاعتماد على أموال الغير مثلا، الموردين والبنوك.
- **من حيث النوع:** وتنقسم إلى:
 - تمويل مصرفي: وهو ذلك التمويل الذي تحصل عليه من البنوك.

¹¹ركيبي فوزية، الوظيفة المالية ووسائل التمويل في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ليسانس في العلوم الاقتصادية. كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير . الجزائر، 2010، ص36.

¹² بشير عباس العلاق، إدارة المصارف، الأردن، 1998، ص180.

- تمويل تجاري: ويمثل ذلك التمويل الذي تتحصل عليه من التجار.
- من حيث المدة: أي تبعا للفترة الزمنية و التي يمكن تقسيمها الى:
 - تمويل طويل الأجل: والذي تكون مدته أكبر من 10سنوات، وقد يكون مثلا عن طريق القرض البنكية و السندات الطويلة الأجل.
 - تمويل متوسط الأجل: والذي تكون مدته بين سنة وعشر سنوات مثلا القروض البنكية.
 - تمويل قصير الأجل: وهو ذلك التمويل الذي يغطي احتياجات مدة زمنية لا تتعدى سنة، قد يكون من القروض البنكية أو التمويل التجاري.

محاضرة 2: مصادر حصول على الأموال

أولاً: المصادر الداخلية للحصول على الأموال (التمويل الداخلي)

1- تعريف التمويل الذاتي:

هناك عدة تعاريف نذكر منها:

- التمويل الذاتي (الداخلي) هو القدرة المؤسسة على تغطية احتياجاتها المالية اللازمة السداد الديون وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية وكذلك زيادة رأسمالها العامل من الأموال الذاتية للمؤسسة".¹³
- التمويل الذاتي هو تمثيل الثروة التي تحوزة المؤسسة المالية ، وهو تحقيق للاستثمارات بفضل الموارد الداخلية للمؤسسة ، والتي عادة ما تكون الأرباح محققة.¹⁴
- كما يمكن تعريف التمويل الداخلي على أنه الأموال المتولدة عن العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر ثانوية دون اللجوء إلى مصادر الخارجية وهنا يجب التمييز بين التدفق النقدي والتدفق المالي، فالأول هو كل العمليات التي يترتب عنها عملية دخول وخروج النقود وبالتالي التغيير في الرصيد النقدي ، والثاني هو قيد لا يترتب عنه عملية الدخول أو الخروج.
- إن التمويل الذاتي هو تلك الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر الخارجية.

2- خصائص التمويل الذاتي

إن التمويل الذاتي الفعال يرتبط بالعديد من الظروف الداخلية والخارجية هذه التي لها علاقة و مباشرة بالمؤسسة في حد ذاتها أو بظروف السوق التمويلية.

- الظروف المتعلقة بالمؤسسة (الظروف الداخلية) : إن اعتماد المؤسسة على التمويل الذاتي و نجاعة دوره في تمويلها يتطلب أن تتوفر لديها الأموال النقدية السائلة باستمرار و بالقدر اللازم و

¹³ منير شاكر محمد، اسماعيل عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات ، دار وائل للنشر ،الأردن، ص 289 .

¹⁴ يوسف حسين يوسف ،التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2012، ص 225.

الكافي لتحقيق الإشباع للمتطلبات الاستثمارية ، الذي يتوقف بدوره على مقدار الحجم المادي للمؤسسة أي طاقتها الإنتاجية.

- **الظروف المتعلقة بالسوق التمويلية (ظروف خارجية) :** إن السوق التمويلية أو السوق المالي يتكون من السوق النقدية وسوق رأس المال ، فالسوق الأولى هي تلك السوق التي تتعامل بالائتمان قصير الأجل ويكون أقل من سنة ، أما السوق الثانية فهي تلك السوق التي تتعامل بالائتمان طويل الأجل . يرتبط التمويل الذاتي بطريقة مباشرة بالظروف السائدة في السوق النقدية وسوق رأس المال وبمدى مرونة هذه الأسواق وقدرتها على تجميع الإدخارات وتقسيمها واستعمالها وتوظيفها توظيفا استثماريا أمثل.

3- أنواع التمويل الذاتي

- **تمويل ذاتي خاص بالمحافظة على مستوى النشاط :** هو عبارة عن التمويل الذاتي الذي هدفه المحافظة على الطاقة الانتاجية للمؤسسة حيث أنها تخصص أموالها لتحقيق الأهداف المسطرة لا أكثر ولا يتكون عموما من الاهتلاكات .
- **تمويل الخاص بالتوسع :** في بعض الأحيان نجد أن التمويل الذاتي يفوق الانخفاض الذي يحدث في عناصر الأصول وفي هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى استعمال ذلك الفائض في شراء استثمارات جديدة أو زيادة مخزونها أو زيادة رأس مالها ومنه فإن هذا النوع من التمويل الذاتي يتشكل من الأرباح بعد اقتطاع الضريبة والتوزيع.¹⁵

4- مكونات التمويل الذاتي.

- **الأرباح المحتجزة :** إن تحقيق الربح هو هدف الأساسي لكل مؤسسة وهذا الربح تقو المؤسسة بتجزئته إلى عدة أقسام منه يكون للمساهمين ليوزع عليهم ، والآخر تحتفظ به وهو ما يسمى الأرباح المحتجزة ، وتتمثل الأرباح المحتجزة أحد مصادر تمويل الذاتي فالمؤسسة بدلا من توزيع كل فائض المحقق على المساهمين يقوم بتجنيب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم الاحتياطي
- **الاهتلاكات :** هو تسجيل محاسبي للخسارة التي تتعرض لها الاستثمارات التي تنقص قيمتها مع الزمن بهدف اظهارها بالميزانية بقيمة صافية ، وهو عبارة عن مقياس للنقص الذي يحدث لقيمة الأصل الثابت عبر الزمن وهو نوعين:

¹⁵ أسامة عبد الخالق الأنصاري، إدارة مالية، جامعة الإسكندرية، مصر، ص 12-14.

- **اهتلاك المادي** : هو الاهتلاك الناتج عن تلف الممتلكات والتآكل أو العفن وينتج عن ذلك عجز الممتلكات من المبادرة عن تأدية أعمالها.
- **الاهتلاك الوظيفي** : ينتج عن النوع من الاهتلاك بسبب عجز الأصول أو الممتلكات التي تواكب التطور التكنولوجي.
- **المؤونات** : هي أموال تقتطع من الأرباح لمواجهة الخسائر أو الأخطار المحتمل وقوعها، وهي أنواع :
 - **مؤونة الأعباء والخسائر** : تخص المؤسسة لمواجهة حوادث متوقعة مثل خسائر القضايا و المنازعات ، الضمانات الممنوحة ، الغرامات المالية.
 - **مؤونة الأعباء الموزعة على عدة سنوات** : وهي التكاليف التي لا يمكن تحملها في دورة واحدة وهذا نظرا لطبيعتها ، والمبالغ المطلوبة لتنفيذها مثل ترميم أشغال الإصلاحات الكبرى.
 - **مؤونة التقاعد الإجبارية للأشخاص المشتغلين** : توفر للمساهمين حق التقاعد الاجباري على المؤسسة.
- **الاحتياطات** : هي الأموال التي جمعت من طرف المؤسسة وهي جزء من أرباح المحققة والغير الموزعة ، فهي مهما كان نوعها هي عبارة عن أرباح صافية قابلة للتوزيع ولكنها حجزت في حساب احتياطي خاص لذلك فهي تعتبر حقا من حقوق أصحاب المشروع وهي أنواع:
 - **الاحتياطات القانونية** : هي احتياطات اجبارية حددها المشروع وفق المادة 721 من القانون التجاري الجزائري
 - **الاحتياطات النظامية** : يتم انشائها طبقا للنظام الأساسي للشركة وذلك بتعيين أو تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها النظام الأساسي ، ولا يمكن استخدامه في غير الأغراض المخصصة له ، إلا بقرار من الجمعية.
 - **الاحتياطات التعاقدية** : مثل العقود التي تبرمها المؤسسة مع الموردين أو الدائنين حيث تمثل الاحتياطات التعاقدية مبالغ من احتياط المشكل لبنود عقود أخرى غير النظام الأساسي للمؤسسة.¹⁶

¹⁶ أسامة عبد الخالق الأنصاري، مرجع سابق، ص 16.

- **الاحتياطات الاختيارية :** يقترح هذا من قبل مجلس الادارة على الجمعية العامة للمساهمين مع توزيع أرباح الدورة ، حيث أن هذا النوع لا يكون تعاقدى ولا قانوني ولا نظامي . إن التمويل الذاتي له مزايا من بينها:

✓ يعتبر التمويل الذاتي المصدر الأول والوسيلة المستخدمة لتمويل رأس المال بأقل تكلفة ممكنة
✓ إن زيادة رأس المال المؤسسة عن طريق الاكتتاب العام أو طرح أسهم للبيع قد يؤثر سلبا على اتخاذ القرار في تلك المؤسسة.

✓ يعطي التمويل الذاتي نوع من الحرية في اختيار نوعية الاستثمار دون تقييد بشروط المختلفة التي يصب منها تنفيذها مقابل الحصول على أموال من مصادر خارجية .
✓ انخفاض تكاليف المؤسسة عن طريق الاحتفاظ بالأرباح دون توزيعها ومن ثم تجنب اقتراض والذي يكلف المؤسسة عادة أعباء كبيرة .

كما أن له عدة عيوب من بينها:

✓ حرمان أصحاب الحقوق من الأرباح التي حققتها المؤسسة .
✓ يؤدي الاعتماد على التمويل على التمويل الذاتي إلى تعطيل التوسع وتقويت فرص استثمار.¹⁷

ثانيا: المصادر الخارجية للحصول على الأموال (التمويل الخارجي)

1-تعريف مصادر الخارجية:

هناك عدة تعاريف مقدمة للتمويل الخارجي نذكر منها:

• يتضمن التمويل الخارجي كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية عن المؤسسة، تبعا لأوضاع وشروط تحددها هذه المصادر، ويتوقف حجم التمويل الخارجي على حجم التمويل الداخلي واحتياجات المؤسسة، أي أنه مكمل للتمويل الداخلي في تغطية المتطلبات المالية.

• يمثل التمويل الخارجي تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من خارج نطاقها (هيكلا التنظيمي) وبعبارة عن مالكيها قد يكون اقترض من البنوك أو تمويل تجاري وغيرها.
التمويل الخارجي هو عبارة عن تلك السيولة أو التسهيلات المالية والنقدية التي تحصل عليها المؤسسة من مختلف المصادر الخارجة عن إدارتها ومالكيها ومسيريها.

¹⁷ منير شاكر محمد، إسماعيل إسماعيل، عبد الناصر نور، مرجع سبق ذكره، ص280.

2- مصادر التمويل الخارجي:

عندما تلجأ المؤسسة إلى التمويل الخارجي، فإنها تختار بين إحدى الطرق التالية (أو أكثر):

- مصادر تمويل قصيرة الأجل.
- مصادر تمويل طويلة الأجل.
- مصادر تمويل متوسطة الأجل.

أ- مصادر تمويل قصيرة الأجل:

هو أحد أنواع مصادر التمويل الخارجي، ويمثل التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات الجارية في المؤسسة، ويرتبط عادة بتحقيق أهدافها في السيولة والربحية، وذلك لمدة قصيرة الأجل (لا تتعدى سنة).

ومن أهم المصادر الأساسية للتمويل القصير الأجل نذكر:

• الائتمان التجاري:

هو عبارة عن تمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تستخدمها المؤسسة في نشاطها . بمعنى أنه عندما تقوم المؤسسة باقتناء بضاعة أو خدمة أو مواد أولية من مؤسسة أخرى ومن مورد، فإنها لا تضطر إلى دفع ثمن هذه المشتريات نقدا وحالا، وإنما يتم الاتفاق بينهما على تاريخ تسديد قيمة الفاتورة رغم أن استلام المشتريات يكون فوراً.

ويعتبر الائتمان التجاري أكبر مصدر للديون قصيرة الأجل، خاصة إذا كانت المؤسسة لا تستطيع الحصول على التمويل من مصادر أخرى، كما أنه سهل بمعنى الحصول عليه أسهل بكثير من معظم المصادر الأخرى لأنه لا يستلزم تقديم طلبات ودراسة المركز المالي وبدون ضمانات كما أنه مرن ويمكن الحصول عليه وقت الحاجة.

• الائتمان المصرفي:

ويعتبر شكل من أشكال التمويل القصير الأجل، ويعتمد توفيره على البنوك التجارية، وتعتمد

المؤسسات على هذا الائتمان من أجل تمويل عملياتها الجارية، ويأتي في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وفي هذا النوع تحصل المؤسسة على التمويل نقدا مما يمكنها من استعماله في مختلف المجالات. ويتحدد نجاح هذا الائتمان على نجاح المؤسسة في اختيار المصرف من حيث حجمه

من خلال ما سبق يمكننا تقديم أهم نقاط الاختلاف بين الائتمانيين التجاري والمصرفي من خلال ما يلي:

ب- مصادر التمويل متوسط الأجل:

يستخدم هذا النوع من التمويل لتغطية احتياجات دائمة للمؤسسة كأن يكون لتمويل أصول ثابتة أو مشروعات قيد التنفيذ، والتي تستغرق عددا من السنين تكون ما بين سنة وخمسة سنوات، ومن المتفق عليه أن يتم الاعتماد على التدفقات النقدية التي تتولد خلال هذه السنوات (مدة القرض)، وأهم المصادر المعتمدة في التمويل المتوسط الأجل هي:

• القروض المصرفية المتوسطة الأجل:

يتم تسديد هذا النوع من القروض على شكل أقساط يتم تحديد مواعيد استحقاقها وقيمها التي تكون متساوية في العقد المبرم بين البنك والمقترض، تلعب البنوك التجارية دورا كبيرا في التمويل متوسط الأجل فبعد إن كانت فلسفة معظم هذه البنوك هو اقتصارها على التمويل قصير الأجل لاعتبارات السيولة التقليدية للبنوك التجارية ظهرت دعوى جديدة لضرورة اشتراك البنوك التجارية في تمويل متوسط الأجل ومن أهم ما يميز القرض المصرفي متوسط الأجل ، هو انه يستحق بعد أكثر من سنة ، وعادة ما يتم سداد هذه القروض على مدار عدد من السنوات بصورة منتظمة و يطلق عليها أقساط السداد بالإضافة لذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى ، وتكون هذه القروض موجهة أساسا لتمويل الاستثمار في تجهيزات ومعدات الإنتاج ويصاحب تقديم هذا النوع من القروض إلزام المؤسسة المقترضة لمجموعة من الشروط نذكر منها¹⁸:

¹⁸ حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الاردن ، 2004، ص 960.

✓ شروط استخدام القروض بالكيفية المتفق عليها وفي الأغراض المحددة كضمان لاسترجاع الأموال.

✓ شروط تحديد سقف المديونية حفاظا على ملائمة وقدرة المؤسسة على التسديد مستقبلا.

✓ شروط على توزيع الأرباح على المساهمين لا تتعدى نسبة معينة للحفاظ على نسبة معينة بين الأموال المملوكة والقروض ضمن الهيكل المالي للمؤسسة.¹⁹

3- مصادر التمويل الطويلة الآجال:

إن التمويل الذاتي عادة ما يكون غير كافٍ لتلبية متطلبات الاستثمارية، وهذا ما يدفعها إلى اللجوء إلى المصادر الخارجية ومن ثمة مصادر طويلة الآجال والمتمثلة في:

- **الأسهم:** وهي نوعان:
 - **الأسهم العادية :** هي الأكثر الأوراق المالية شيوعا وتداولها في الأسواق رأس المال، وتعطي صاحبها جملة من الحقوق ، فالسهم العادي هو وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ، قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة ولحاملي الأسهم حقوق من بينها :
 - ✓ حقوق الجماعية للمساهمين يتمتع حاملو الأسهم العادية بحقوق جماعية كملاك مجتمعين.
 - ✓ حق تعديل عقد تأسيس الشركة بعد موافقة الجهة الحكومية المختصة .
 - ✓ حق الانتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة .
 - لكل مساهم يتمتع بحق التصويت وحق في نقل ملكية الأسهم التي يحملونها، حيث أن الأسهم العادية لها مزايا ولها عيوب.

- **المزايا:**

- ✓ يفضل المستثمرين التمويل عن طريق هذا المصدر لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل، ويعتبر هذا المصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الاستثمارات:
- ✓ إن الزيادة في التمويل عن طريق هذا المصدر تؤدي إلى مقدرة شركة على الاقتراض.
- ✓ إن لهذا المصدر تاريخ استحقاق غير محدد.

- **العيوب :**

- ✓ لا تخضع التوزيعات من الضريبة أي لا تحصل على أي إعفاءات ضريبية

¹⁹المرجع السابق، ص 962.

- ✓ تكلفة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من تكلفة الاقتراض.
- ✓ إصدار الأسهم الجديدة يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم في الأرباح المتوقعة.²⁰
- **الأسهم الممتازة** : هو ورقة مالية تجمع بين سمات السهم العادي والسند وله أيضا قيمة اسمية ، قيمة دفترية وقيمة سوقية ، وتلجأ مؤسسة إليه في حالتين :
- ✓ حالة ارتفاع الأعباء المالية للمؤسسة، فإن التمويل بالسهم الممتاز يكون أفضل من تمويل بالقروض .
- ✓ عندما لا تستطيع المؤسسة اصدار بسبب وصولها إلى حد قانوني .
- و في جدول سيتم توضيح أهم الفرق الموجودة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة .

الجدول رقم (1): المقارنة ما بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة²¹

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
• تكون عسيرة مقارنة بالعادية • أصحاب هذه الأسهم لهم حق أولوية في الحصول على الأرباح الموزعة. • يصدر عدة مرات خلال فترة حياة المؤسسة. • هذا النوع من التمويل يصدر مرة واحدة. • غالبا لا يكون لحملة هذا النوع الحق الدائم.	• إمكانية بيع الأسهم العادية بسهولة وسرعة • لا يتمتع حملة الأسهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة • هذا النوع من التمويل يصدر مرة واحدة • حملة هذا النوع لديهم الحق في التصويت في التصويت.

- **السندات كمصدر للتمويل** : السند عبارة عن قرض طويل الاجل يستحق الدفع في أوقات محدودة ويحمل سعر فائدة ثابت، وتلتزم المؤسسة بدفع قيمة السند عند الاستحقاق بالإضافة الى دفع فوائد سنوية ويجب على المؤسسة ان ترفع القيمة الاسمية للسند كاملة عند الاستحقاق ويختلف السند عن القروض بان يباع الى فئات مختلفة سواء للجمهور العادي او المؤسسات أيضا ويمكن بيع السند الى شخص اخر او مؤسسة قبل تاريخ استحقاقه ولكنه بسعر اقل من قيمته عند الاستحقاق.

²⁰المرجع السابق، ص 965.

²¹يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، مصر، 2012، ص 265.

تتأثر السندات بالظروف في الأسواق المالية وبأسعار الفائدة السائدة في السوق، فعندما ترتفع الأسعار الفائدة بشكل يزيد عن الفائدة التي يدفعها السند تنخفض القيمة السوقية للسندات وذلك لان المستثمرون لا يرغبون في السند في هذه الحالة والعكس عندما تنخفض معدلات الفائدة ،ولا يعتبر حامل السند من المالكين للمؤسسة بل هو دائن.

• **القروض المصرفية طويلة الأجل:** تعد إحدى مصادر التمويل المتاحة طويلة الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي كالمصاريف والشركات او من مؤسسات خارجية وتكون مدتها أكثر من سنة، وبخلاف السندات تمثل القروض وسيلة عن طريق التفاوض المباشر يتم من خلال انتقال الأموال من المقرض الى المقترض وفقا لشروط محددة بالعقد المبرم بينهما.

• **شروط القروض المصرفية:** يتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية:

- قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحقة عليه وتاريخ استحقاقه.
- الرهونات او الضمانات المرتبطة بالقرض.
- فترة السماح المرتبطة والجدول الزمني للسداد أعباء القرض.
- أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

4- التمويل بالاستئجار

• **التمويل باستئجار الأصول:** كما يطلق عليه الاستئجار التمويلي، و هو عقد غير قابل للإلغاء من جانب المستأجر يتعهد بموجبه القيام بدفع أقساط للمؤجر مقابل حرية استخدام هذا الأصل، وعليه فان المستأجر يحصل على القيم الاقتصادية المرتبطة بملكية الأصل بالرغم من أن ملكية هذا الأصل من الناحية القانونية مازالت مرتبطة بالمؤجر، كما أنه لا يمكن للمستأجر إجراء أي تعديل على الأصل دون موافقة المؤجر.

ومن أهم أنواع هذا التمويل نذكر²²:

- **الاستئجار التشغيلي:** هذا النوع يمكن اعتباره كتمويل قصير الأجل، أو متوسط الأجل، أو طويل الأجل، حسب طبيعة العقد المبرم بين المؤجر و المستأجر، و خلال هذا النوع يتم تأجير الأصل لمدة معينة غير أن المستأجر ملزم بخدمة و صيانة الأصل طوال مدة استعماله، كما يحقق له إلغاء هذا

²²المرجع السابق ، ص 240-271.

العقد و فق ما يشاء .

- الاستئجار التمويلي: في هذا النوع من عقود التأجير لا يتولى المؤجر خدمة و صيانة الأصل، كما أن العقد غير قابل للإلغاء و يتم تغطية الأصل بالكامل خلال مدة استئجاره.

ثالثا: أهمية وتقييم مصادر الحصول على الأموال الداخلية والخارجية

من خلال هذا المبحث سيتم تقييم مختلف مصادر التمويل التقليدية من خلال المزايا والعيوب التي يتميز بها كل مصدر من هاته المصادر .

1- أهمية التمويل الداخلي

يعتبر التمويل الداخلي من المصادر الأقل تكلفة لكن من الصعب أن تعتمد المؤسسة بصفة كاملة على التمويل الداخلي لتمويل استثماراتها، فعادة ما يتجاوز حجم الاستثمارات هذا المورد فتظهر الضرورة للجوء إلى المصادر الخارجية عند عدم كفايتها. وقد دلت الدراسات أن نسبة التمويل الداخلي إلى إجمالي التمويل يتراوح ما بين 70 % و 80 % في الدول الغربية الكبيرة. ففي فرنسا الربح يغطي 5%.²³

2- أهمية التمويل الخارجي

يمكن حصر أهمية التمويل الخارجي في النقاط التالية:

- أفضل ميزة من مزايا التمويل الخارجي هو أنه يسمح لك باستخدام الموارد المالية الداخلية لأهداف أخرى .
- إذا تم الحصول على استثمار له نسبة فائدة أعلى من القرض البنكي الذي حصلت عليه الشركة، فمن المنطقي المحافظة على الموارد الخاص بها، ووضع المال في الاستثمارات المختلفة، باستخدام التمويل الخارجي لعمليات الأعمال .
- كما أنه يمكنك أيضًا تخصيص بعض مواردك المالية الخاصة للمدفوعات النقدية للبايعين، مما يمكن أن يساهم في تحسين التصنيف الائتماني لشركتك .
- بالإضافة إلى أنه من الممكن للمنظمات الراغبة في تمويل نشاطك التجاري أن تكون مصادر مفيدة لنصائح الخبراء .

²³ عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي و دراسات الجدوى ، الدار الجامعية الإسكندرية ، مصر، 2009 ، ص331 .

3- تقييم التمويل الداخلي:

● **مزايا التمويل الداخلي :** المؤسسة بلجؤها إلى التمويل الذاتي تكون قد تحصلت على عدة مزايا

نذكر منها:²⁴

أهم مورد بالنسبة إلى المؤسسات الصغيرة و المتوسطة التي يصعب عليها الحصول على أموال من مصادر أخرى.

استخدام الأرباح المتحققة في تمويل المؤسسات يمنحها الاستقلالية النسبية والحركة فاستخدام جزء من الأرباح المحتجزة في شكل احتياطي غير معلن يعفي المؤسسة من اللجوء إلى أعباء القروض الخارجية -يتبعها من شروط تسديد وفوائده، ويصبح لدى المؤسسة رصيد نقدي مناسب لمواجهة الاحتياجات المعتمدة و المتغيرة من ، الأموال ، ويتحسن إيراد المؤسسة بانخفاض الفوائد المدفوعة (فهي تحصل عليها مجانا) مع الأخذ بعين الاعتبار حسن استخدام حيث لا يقل الإيراد فيه عن تكلفة الفرصة البديلة.

✓ مخصصات الإهلاك تمثل حصة كبيرة من التمويل الداخلي. فهي أموال معفية من الضريبة.
✓ زيادة مقدار الربح المحتجز في المؤسسة يعطيها قدرة كبيرة على زيادة حق الملكية فيمكنها من رفع مقدار الاستثمارات.

✓ استقلالية اتجاه البنوك و المؤسسات المالية.
✓ السرعة في اتخاذ قرار الاستثمار فهي لا تحتاج إلى مفاوضات ولا عقود ولا شروط أخرى.
✓ تحقيق الاستثمارات بأقل تكلفة ممكنة ، وتقادي المخاطر المالية عند الضائقة المالية.
✓ يعطي للمؤسسة أكبر في اختيار الاستثمارات دون قيد أو شروط أوضمان.

● **عيوب التمويل الداخلي :** المساوئ التي تتجر عن التمويل الداخلي نذكر منها:
✓ إذا كانت الأرباح الموزعة محدودة ، فهو وضع يؤدي إلى عدم رضا أصحاب الأسهم.
✓ عند الاعتماد الكلي على هذا المورد المحدود ، يعني عدم الاستفادة من الموارد المالية.
✓ قد يصاحب إعادة الاستثمار الأموال من التمويل الداخلي فكرة أنها بدون تكلفة مما جعلها تستعمل بشكل غير عقلاني مقارنة بباقي الموارد، من الإجمالي.

4- تقييم التمويل الخارجي:

● **مزايا الاقتراض كمصدر للحصول على الأموال :**

²⁴المرجع السابق، ص 332.

يتميز التمويل بالاقتراض طويل الأجل ببعض المزايا التي تشجع المنشآت على استخدامه وفيما يلي أهم هذه المزايا:

✓ يعتبر التمويل بالاقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه وبسبب تعرض المقترضين أقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية و الممتازة.

✓ أن تكلفة الاقتراض المتمثلة في معدل الفائدة ولا تتغير مستوى الأرباح.

✓ ليس للمقترضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية.

✓ تعتبر تكلفة التقاعد على القروض تكلفة وإصدار السندات منخفضة مقارنة مع تكلفة إصدار الأسهم.

• عيوب الاقتراض كمصدر لتمويل:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية :

✓ قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المنشأة إلى الإفلاس.

✓ يؤدي الاقتراض إلى تعويض المنشأة إلى نوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر التالية : ففي حالة وجود القروض يترتب على انخفاض المبيعات بنسبة معينة انخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر.

✓ القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثمة ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل أجله.

✓ قد يعطي عقد الاقتراض الحق المقترض في فرض القيود على المنشأة ومن الأمثلة تلك القيود حظر على الحصول على قروض جديدة وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو على أقل تخفيض نسبتها.

✓ لا تعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحا للعديد من المنشآت فالمنشآت الصغيرة وبل بعض المنشآت الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.²⁵

²⁵زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية،، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، ط4 ، 1996، ص 161.

من خلال هذه الدراسة سنظهر الفرق بين التمويل بالأموال الخاصة و اللجوء إلى الاستدانة وذلك من خلال الجدول:

جدول (2) : الفرق بين الأموال الخاصة واللجوء للاستدانة²⁶

أموال خاصة	الاستدانة
• لا تنتج أي أعباء مالية ثانية. • لا نخفاض توزيعات الأرباح من الضرائب. • تكلفة الاستعمال أعلى من تكلفة الاستدانة. • يرفع من طاقة الاستدانة في المؤسسة كما أنه يخفض من رقابة المقاولين.	• الفوائد المدفوعة عن الديون تخفض من الضرائب. • تكلفة الاستعمال اقل من تكلفة الأموال الخاصة. • هذا المصدر يرفع من مستوى الخطر المالي للمؤسسة كما يخلق أعباء ثابتة.

²⁶عبد الغفار خلفي ، مرجع سابق ذكره ، ص 475.

محاضرة 3: الوساطة المالية وعلاقة المؤسسة بالمؤسسات المالية

ظهرت الوساطة المالية بسبب النقص الذي وجد بين المتعاملين في النشاط الإقتصادي، فهي توجه الأفراد ومدخراتهم نحو التوظيف الأمثل، وكذلك أصحاب العجز لسد احتياجاتهم. لذلك فهي تعتبر أفضل وجهة يمكن للمستثمر أو طالب التمويل أن يقصدها.

أولاً: ماهية الوساطة المالية:

1- تعريف الوساطة المالية:

هناك العديد من التعاريف المتعلقة بالوساطة المالية نذكر منها:

- تعرف الوساطة المالية بأنها: مجموع تعاملات الوسطاء في الأسواق المالية والنقدية التي يتم فيها شراء وبيع الأسهم والسندات وتمويل عمليات الوساطة المالية عن طريق رؤوس الأموال المملوكة أو الإقراض من البنك.²⁷
 - تعرف الوساطة المالية كذلك بأنها: عبارة عن جلب موارد مالية من أحد الوحدات الإقتصادية مثل الشركات والمنظمات الحكومية والأفراد وذلك بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات إقتصادية أخرى، فالمؤسسة المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة.²⁸
 - ويمكن تلخيص طبيعة عمل الوساطة المالية في مجال الإقتصاد بأنها: عمل يتضمن التقريب بين طرفين بقصد الربح وفائدتها ووظيفتها الإقتصادية هي تخفيض تكلفة التبادل أو التعامل بين الوحدات الإقتصادية، وما يترتب عن ذلك من تشجيع العمل والإنتاج والتجارة.²⁹
- ومن خلال هذه التعاريف يمكننا القول أن: الوساطة المالية هي مجموع العمليات التي تقوم بها أجهزة الوساطة المالية سواء تعلق الأمر بالمؤسسات المالية البنكية أو غير البنكية، وتشمل هذه العمليات الجمع بين المقرضين والمقترضين وتسمى هذه المؤسسات بالوسطاء الماليين.

²⁷فلاح حسن الحسني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، " إدارة البنوك " الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2003، ص15.

²⁸ محمد صالح الحناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 1998، ص203.

²⁹ محمد الصالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 209.

2- أهمية الوساطة المالية:

يمكن في حقيقة الأمر تسجيل أهمية وجود الوساطة المالية بالنسبة لكل طرف من أطراف التمويل وكذا الإقتصاد القومي ككل، وذلك كما يلي:³⁰

• أهمية الوساطة لأصحاب الفائض المالي:

سمحت الوساطة المالية بتحقيق مزايا عديدة بالنسبة لهذه الفئة من المتعاملين نذكر منها ما يلي:

- مصداقية الوسيط المالي مضمونة، وليس السبب في ذلك هو حجم السيولة التي يسيرها فحسب إنما بصفة رئيسية نظرا للقوانين والتنظيمات المعدة خصيصا لحماية المودعين، فأموال المودع هي إذا مأمونة الحفظ وهو ما لا يتوفر دائما في حالة علاقة التمويل المباشر.
- يتيح وجود الوساطة المالية لصاحب الفائض إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت، فالمؤسسة المالية الوسيطة مجبرة على الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل سائل لمواجهة هذه الاحتمالات.
- يتجنب صاحب الفائض المالي مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر، فالمؤسسة المالية الوسيطة لما تتوفر عليه من أموال ضخمة ولما تتمتع به من مركز مالي قوي تكون على العموم في وضعية مالية تسمح لها بتنفيذ كل التزاماتها إتجاه المودعين الذين يعتبرون ودائعهم مبالغ صغيرة مقارنة بما يحتفظ به في حوزتها.
- يعطي وجود الوساطة المالية أصحاب الفائض المالي في إنفاق الجهد والوقت في البحث عن المقترضين المحتملين، فهم يعرفون مسبقا الجهات التي يودعون فيها أموالهم، فالوساطة المالية بحكم طبيعة نشاطها تتيح إمكانية مستمرة لقبول الأموال في أي وقت.

• بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

يستفيد أصحاب العجز المالي من وجود الوساطة المالية في الجوانب التالية:³¹

- تقوم الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب لأصحاب العجز المالي، وهي تحقق هذه العملية نظرا لما تتوفر عليه من أموال ضخمة تجمعها بطريقة مستمرة،

³⁰ الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، الجزائر، 2010، ص 08.

³¹ بن عزوز عبد الرحمان، "دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس"، مذكرة الماجستير في علوم التسيير إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012، ص ص 77-78.

وبما أن هناك تيارات من الودائع فإن الأموال المطلوبة من طرف أصحاب العجز المالي تكون دائما متوفرة في الوقت المناسب.

- وجود الوساطة المالية يسهل للمقترض عملية البحث عن أصحاب الفوائض المالية على افتراض أن المصاعب الأخرى غير موجودة، فالوساطة المالية باعتبارها هيئة قرض تكون دائما مستعدة لتقديم مثل هذا الدعم.

- وجود الوساطة المالية يسمح بتوفير قروض بتكاليف أقل نسبيا، فعلاقة التمويل المباشرة تدفع المقرضين إلى فرض فوائد مرتفعة ترتبط بحجم المخاطر العالية وبمدة تجميد الأموال، ولكن نظرا للتقنيات العالية المستعملة من طرف الوساطة المالية، والاستفادة من طفرة الحجم من جهة أخرى ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة من جهة ثالثة، تجعل الفوائد المفروضة على القروض ليست مرتفعة بالشكل الموجود في علاقة التمويل المباشرة.

• بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:

إذا كانت الوساطة المالية تؤدي كل هذه الخدمات لأصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، في الواقع فهي تستفيد من كل هذا بمقابل عن طريق الكثير من المكاسب، يمكن ذكر أهمها فيما يلي:³²

- نستفيد أولا من الفائدة على القروض وتعتبر هذه الفائدة من المداخل التي تعظم عائداتها، وهي بذلك الأساس الذي تقوم عليه نشاطها.

- إستعمال موارد غير مكلفة في الغالب، فالودائع الجارية هي الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية، ويجب أن نعلم أن هذا النوع من الودائع لا يكلفها أي شيء، حيث أن معظم الأنظمة النقدية العالمية تمنع منح فوائد على هذا النوع من الودائع.

- يسمح الحصول على ودائع للوساطة المالية بتوسيع قدرتها على منح القروض وذلك بإنشاء نقود الودائع. ويعني هذا أن البنوك تستطيع أن تمنح قروض أكثر ما تحصل عليه حقيقة من الودائع، وهو بطبيعة الحال يزيد من إمكانياتها في زيادة الأرباح.

• بالنسبة للإقتصاد ككل:

³² الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص10.

إذا كانت الولايات المتحدة الأمريكية قد سمحت لأصحاب الفائض والعجز المالي بتفادي الكثير من المصاعب المرتبطة بالتمويل المباشر، والاستفادة من العديد من المزايا المترتبة عن الانتقال إلى علاقة التمويل غير المباشرة، فإن الاقتصاد بدوره يستفيد من وجود الوساطة المالية في الكثير من الجوانب نذكر منها:³³

- تفادي احتمال عرقلة النشاط الاقتصادي لعدم توافق الرغبات بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض. إن وجود الوساطة المالية يوفر الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة الإذخارات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.
- وجود الوساطة المالية يمكن من تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي الجديد (ذو الطبيعة التضخمية) بتعبئة السيولة الموجودة، ولكن القدرة على هذه التعبئة ترتبط إلى حد كبير بدي فعالية الوساطة المالية ذاتها في أداء دورها كجامعة للأموال.

3- أهداف الوساطة المالية:

تتمثل أهداف الوساطة المالية من ما يلي:³⁴

- تتمثل أهداف الوساطة المالية في تجميع المدخرات من أصحاب رؤوس الأموال وإعادة توزيعها من جديد إلى من لديهم عجز مالي، حيث تحاول تحقيق التوازن في السوق المالي من خلال المساهمة في إصدار أوراق مالية أكثر جاذبية للمدخرين.
- وتهدف الوساطة المالية من خلال إعادة توزيع رؤوس الأموال والاستثمار من خلال التمويل الجيد للمشروعات الإستثمارية وتشجيع النمو التجاري وسد العجز المالي.
- كما تؤدي الوساطة المالية إلى تعزيز المنافسة داخل السوق وتحسين مستوى الكفاءات والإرتقاء بأداء عمل القطاعات التجارية والمالية المختلفة وتقديم مزيد من الخدمات المالية التي تؤدي إلى انخفاض معدلات التضخم.
- بجانب دورها في منح مزيد من الفرص الإستثمارية وتوفير آليات العمل وإدارة المخاطر المالية المحتملة وتحسين المنتجات والتعامل المناسب مع الصدمات وغيرها من الأهداف والأدوار التجارية الإيجابية.

³³ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 79.

³⁴ - <https://www.fekra.com> (le 03/03/2021- 10 :20)

- تتمثل الوظيفة الأساسية للوسطاء الماليين في تحويل الأصول، وذلك من خلال إصدارهم لأوراق مالية أكثر جاذبية للأفراد المدخرين مقارنة بالمالية التي تصدر مباشرة عن طريق الشركات، حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بشراء أوراق مالية، كذلك جلب وجمع المدخرات من أصحاب رؤوس الأموال وإعادة توزيعها إلى من هم بحاجة إليها.
- كذلك تمويل الإستثمارات وتشجيعها إحدى أهم الأهداف التي تسعى الوساطة المالية لتحقيقها وذلك من خلال إعادة توزيع عوائد الإستثمار. وتقوم شركات الوساطة المالية بتنفيذ أوامر العملاء بالبيع والشراء للأصول المالية المتداولة في السوق أيًا كان نوعها عملات وعقود آجلة ومستقبلية وأوراق مالية إما أسهم أو سندات، وذلك حسب قرار العميل.
- فرغم التحديات الكبيرة لشركات الوساطة المالية وخطورة نشاطها، إلا أنه يتضمن أيضا العديد من المزايا الملموسة، فأولا سيؤدي عمل الوساطة إلى تعزيز المنافسة وتحسين كفاءة أداء القطاعات مما سيؤدي إلى تقديم خدمات مالية تتم بانخفاض تكلفتها وتحسين نوعيتها، وتزايد تنوعها سيؤدي إلى تحسين خدمات الوساطة المالية والفرص الإستثمارية من خلال التوزيع القطاعي الفعال للموارد بتوفير آليات أفضل لإدارة المخاطر وإستيعاب الصدمات.

ثانيا: وظائف وآليات الوساطة المالية:

تحتل الوساطة المالية مكانة كبيرة وهامة بفضل ما تقوم به من وظائف وآليات.

1 - وظائف الوساطة المالية:

يلعب الوسطاء الماليون دورا أساسيا في التقليل من حجم المخاطر أمام راغبي الإستثمار أو تهيأ أفضل الظروف لهم، وفيما يلي سنتطرق إلى أهم الوظائف التي تقوم بها معظم أجهزة الوساطة المالية حاليا وهي كما يلي:

• تقديم المعلومات المالية وتحليلها:

إن العديد من الأفراد الذين ليست لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الأوراق المالية، قد لا يستطيعون أن يقوموا بجمع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الأوراق المالية غير المباشرة خصوصا إذا كانت لديهم مجرد مبالغ نقدية صغيرة يرغبون في إستثمارها، ومن يأتي دور الوسطاء الماليين فهم يستطيعون الإستعانة بالخبراء في ميدان التحليل المالي، (وهو ما لا يستطيع المدخر العادي عمله بإمكانياته).

وستكون تكلفة استخدام هؤلاء الخبراء بالطبع منخفضة جدا إذا تم توزيعها على الحجم الكبير والمتنوع من الأصول التي يجمعونها ويحللون المعلومات الخاصة بها، وفضلا عن ذلك يدّعي بعض الوسطاء أن الإستعانة بهؤلاء الخبراء يمكنهم من إتخاذ قرارات أفضل كثيرا من تلك القرارات التي كان أصحاب المدخرات سوف يتخذونها بأنفسهم، وغالبا ما تصادف صحة هذا الإدعاء ولو جزئيا، وحتى إذا لم يكن هذا صحيحا في بعض الحالات، فالأمر المؤكد هو أن تكلفة جمع وتحليل البيانات من قبل الوسطاء الماليين تكون غالبا أقل مما لو قام بذلك المدخرون الأصليون.³⁵

• تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة:

ويقصد بها التكاليف التي تنطوي عليها عمليات شراء الأصول المالية المباشرة والإحتفاظ بها وبيعها، وهنا يستطيع الوسطاء الماليين تحقيق وفورات اقتصادية في ناحيتين، من ناحية حجم العمليات المالية التي يقومون بنا، ومن ناحية أخرى عدد مرات قيامهم بهذه العمليات.

بالنسبة للناحية الأولى نجد أن الوسطاء يكون حجم عملياتهم كبيرا فإن توزيع التكاليف المصاحبة لهذه العمليات على هذا الحجم الكبير من الأصول المتعامل فيها يجعل نصيب كل واحد من هذه الأصول (الأوراق المباعة والمشتراة) من إجمالي هذه التكاليف (التكلفة المتوسطة) صغيرا جدا بالمقارنة مع التكلفة المتوسطة التي تتحملها كل واحدة من الأصول (الأوراق المالية) في العمليات الصغيرة المناظرة التي يقوم بها المدخرون النهائيون بأنفسهم، أما بالنسبة للناحية الثانية فنجد أن عدد المرات التي يقوم فيها الوسطاء الماليون بعمليات شراء أو بيع أصول مالية يكون أقل من عدد المرات التي يقوم فيها المدخرون النهائيون بعمليات متشابهة، وبالطبع فإن تخفيض عدد العمليات يعني تخفيضا في تكاليف القيام بها، والسبب في انخفاض عدد العمليات التي يقوم بها الوسطاء الماليون عما يقوم به المدخرون النهائيون هو أن المدخر النهائي يتعين عليه أن يبيع قدرا من الأصول المالية التي في حوزته كلما إضطرت حاجته إلى السيولة إلى تحرير جزء من أرصده المحبوسة في تلك الأصول، أما الوسيط المالي فلا يقوم بمثل هذه العمليات عددا كبيرا من المرات، لأن حاجته إلى السيولة لا تكون مفاجئة ومتكررة، فضلا عن أنه يتوقع باستمرار أن التيارات النقدية المتدفقة إليه (متحصلاته الكلية) تكون كافية لسد حاجته إلى السيولة، ومن

³⁵عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي للنشر الإكندرية، مصر ، 2007، ص 133.

ثم لا يضطر إلى إحداث نقص صافي في أصوله الكلية عن طريق بيع مقادير منها بصفة مستمرة وبالصورة التي يكررها المدخرون النهائيون.³⁶

• توفير السيولة وتدنية المخاطر:

يتميز الوسطاء الماليون بأنهم يخلقون سيولة حيث يجعلون بإمكان المقرضين أن يقدموا قروضا قصيرة وطويلة الأجل للمقرضين، ورغم حقيقة أنهم إستخدموا أموال المودعين لتقديم قروض طويلة الأجل فإنهم يستطيعون أن يعدوا المودعين بأنهم يستطيعون سحب ودائعهم في أي وقت.

أما الفائدة الأخرى فتمكن من تدنية المخاطر، فالمدخر النهائي مهما كانت قيمة الفوائض المتاحة لديه لغرض الإستثمار لن تمكنه إلا من شراء عدد صغير من الأصول غير المتنوعة، وبالتالي فإن حجم المخاطرة الذي يواجهه كبير إذا ما حدث وانخفضت أسعارها السوقية وأراد التخلص منها قبل إستحقاقها، فإن الوسيط المالي نظرا لما يستطيع أن يجمعه من فوائض يصبح حجمها في النهاية كبيرا جدا، فإنه يستطيع شراء أحجام كبيرة ومتنوعة من الأصول، وهو بهذا يحقق قدرا من الأمان ضد مخاطر إنخفاض قيمة بعضها نظرا لإحتمال أن ترتفع قيمة البعض الآخر في نفس الوقت مما يلغي الأثر الأول.³⁷

• توفير الائتمان وتقديمه إلى راغبه:

إرتبط ظهور الوسطاء الماليين في البداية بعملية نقل فوائض المدخرين (الودعات ذات الفائض) إلى المستثمرين والمستهلكين (الوحدات ذات العجز)، ثم مع تزايد الحاجات الاقتصادية إلى الائتمان تطورت وظيفة الوسطاء الماليين فلم تعد تنص فقط على تسهيل عمليات الائتمان المباشر بل أصبحت تحاول توفير مقادير إضافية جديدة (خلق دين جديد) عن طريق خلق (إصدار) الأصول المالية المباشرة، ومن الواضح أن الوسطاء الماليين يعملون بهذا على سد الفجوة بين الإنتاج والإستهلاك وهو شرط لضمان نمو الدخل القومي بمعدل مستقر، ولقد كان هذا التحول في طبيعة وظيفة الوساطة المالية من الناحية العملية مقترنا بتحول على مستوى الفكر النظري أيضا، فلقد كانت النظرية الكلاسيكية تنظر إلى القطاع المالي - بصفة عامة - على أنه مجرد قطاع محايد كل ما يقوم به هو جمع الموارد المالية ليمول

³⁶ محمد يونس، عبد المنعم مبارك، " مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية "، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 121 122.

³⁷ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 81.

بها القطاعات الإنتاجية حسب إنتاجياتها، ولقد ظلّ الفكر الاقتصادي أسير هذه التعاليم، حتى ظهر (كينز) وحاول جذب الإنتباه حول أهمية القطاع المالي حيث قرر أن التوازن العام للاقتصاد القومي لا يتحقق إلا إذا تحقق التوازن العام في مختلف القطاعات بما فيها القطاع المالي فشرط التوازن العام في النظرية الكينزية هو توازن سوق النقد والمال وسوق الإنتاج وسوق العمل. وفي الآونة الأخيرة ظهرت كتابات مختلفة تؤكد على أهمية السوق المالي وتظهر بوضوح الكيفية التي يرتبط بها التطور الاقتصادي للسوق بتطوره المالي، كما تظهر إرتباط كمية النقود ورأس المال العامل من جهة بحجم الناتج القومي وثرثرة الأفراد من جهة أخرى.³⁸

2- آليات الوساطة المالية:

تتمثل الوساطة المالية من خلال العديد من الآليات نذكر من بينها ما يلي: ³⁹

- **الحسابات:** يمكن تعريف الحسابات من الناحية المجردة أنه عبارة عن رمز (رقم) تقترن به معظم العمليات المالية لصاحبه في علاقته مع البنك، إما من الناحية العملية والقانونية عبارة عن معاهدة أو إتفاق بين البنك الذي يفتحه الشخص الذي يفتح له وتتمثل العمليات التي يمكن لصاحب الحساب إجراءها.
- **عملية الإيداع (versement):** تغذية الحساب بأموال توضع في البنك لتزيد في رصيد حساب الزبون.
- **عملية السحب (retrait):** عبارة عن جمع الإقتطاعات التي يقوم بها الشخص من حسابه أو لفائدة شخص آخر، وتنقص هذه العملية من رصيد الحساب.
- **عملية التحويل (transfert):** تتمثل هذه العملية في نقل الأموال من حساب إلى آخر داخل نفس البنك أو بين حسابين مفتوحين في بنكين مختلفين، وتتجسد هذه العملية باقتطاع مبلغ معين من حساب المدين وإضافته إلى حساب الدائن، وتتم هذه العملية بما يسمى الشيك مسطر (chèque barré) أو ما يسمى بأمر التحويل.
- **الودائع البنكية:** يمكن تعريف الوديعة على أنها تمثل كل ما يقوم الأفراد والهيئات بصفة مؤقتة قصيرة أو طويلة على سبيل الحفظ أو التوظيف، تتجسد هذه في غالب الأحيان على شكل نقود

³⁸ محمد يونس، عبد المنعم مبارك، مرجع سبق ذكره، ص 124.

³⁹ - <https://9alam.com/community/treads/ausatamali.5030/> (le 05/03/2021- 14 :02) .

قانونية، والبعد الزمني بين لحظة الإيداع ولحظة السحب فهو يسمح بتحديد مردودية الوديعة بالنسبة إلى المودع، وبالنسبة للبنك يمكن تقدير مدى التوظيفات اللازمة لهذه الأموال، أنواعها: ودائع جارية التصرف المطلق لصاحبها، وتوجد فوائد، ودائع الأجل، التوظيفات.

ثالثاً: مؤسسات الوساطة المالية وأشكالها:

من خلال التطور الذي حصل خلال العقدين الأخيرين في القرن العشرين بالنسبة لإختصاصات الوسطاء الماليين أصبحت مؤسسات الوساطة المالية تصنف إلى صنفين: مؤسسات ودائعية وأخرى غير ودائعية، حيث كان يطلق عليها في القديم الوسطاء النقديون والغير نقديون.

1- المؤسسات الدائعية (مدخل للمؤسسات الدائعية):

جاء هذا المطلب للتعرف على أنواع المؤسسات الدائعية ومنه سنتعرف على المفهوم العام لهذه المؤسسات ثم نتعرف على هذه العناصر:

هي مؤسسة مالية تصدر مطالبات أو حقوق ذات قيمة ثابتة على نفسها، وهي تشمل الودائع تحت الطلب والودائع لأجل.⁴⁰

حيث تقوم هذه المؤسسات بدور هام في عملية خلق الودائع والمتمثلة فيما يلي: بنوك الإيداع، البنوك التجارية، مؤسسات الإيداع والإقراض، إتحاد الإئتمان.

• البنوك التجارية:

تعريف: هي تلك المؤسسات التي تتيح خدمات مصرفية متنوعة للجمهور دون تمييز فهي تقدم للمدخرين فرص متنوعة لإستثمار مدخراتهم من خلال الودائع التقليدية أو شهادات الإيداع قصيرة الأجل، وكذلك تتيح فرص عديدة للمقترضين من خلال تقديم قروض قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.⁴¹

⁴⁰ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 83.

⁴¹ سامر جلدة، البنوك التجارية والتسويق المصرفي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص 14.

- **خصائصها:** تتميز بعدة خصائص والمتمثلة فيما يلي:⁴²
- إن البنوك التجارية تقوم بقبول الودائع ومنح القروض وتسمح لأصحاب الودائع بالسحب عليها من خلال الشيكات، وتترتب على ذلك أن الإلتزامات على البنوك التجارية في صورة ودائع هي إلتزامات قصيرة الأجل لإمكانية السحب عليها بالشيكات وهي تعتبر جزء من عرض النقد.
- إن البنوك التجارية تساهم في إيجاد ودائع جديدة مشتقة من خلال قيام المصرف بعمليات منح القروض والإستثمار في الأوراق المالية.
- **وظائفها:** تتمثل فيما يلي:⁴³
- قبول الودائع التي يكون بعضها تحت الطلب (ودائع جارية) وبعضها ودائع لأجل أو ودائع إيداعية.
- خلق النقود والإئتمان.
- خلق الأوراق التجارية.
- إصدار الأوراق المالية في شكل أسهم وسندات نيابة عن عملائها وتسويق هذه الأوراق في سوق المال.
- بيع وشراء الأوراق المالية لحسابها ولحساب عملائها الذين ليس لديهم من الخبرة أو الوقت بما يمكنهم من مباشرة عمليات الإستثمار بطريقة مضمونة وبدرجة كافية.
- **بنوك الإيداع:**

هي مؤسسات مالية تعتمد على الودائع الإيداعية للحصول على الموارد المالية من أجل استخدام هذه الموارد في تقديم قروض عقارية، فهي مؤسسات مالية تتشابه إلى حد كبير مع المصارف الإقراض والإيداع، ولكن هيكل هذه المؤسسات يختلف عن هيكل مصارف الإيداع والإقراض في أنها تأخذ شكل تعاونيات يمتلكها المودعون، ولقد تعرضت هذه المؤسسات إلى مشاكل مثل مصارف الإيداع والإقراض نتيجة لإقتصار نشاطها على تقديم القروض العقارية فقط، ولذا سمح لها القانون بإصدار ودائع شيكية وتقديم قروض إلى المستهلكين بجانب قروض الرهونات العقارية. رغم أن بداياتها كانت بسيطة وذات

⁴² هيل عجمي جميل، رمزي ياسين يسع أرسلان " النقود والمصارف و النظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص 110.

⁴³ محمد إبراهيم عبد الرحمان، إقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، مصر، 2014، ص 128-129.

طابع إجتماعي كونها ملاذا لذوي الدخل المنخفضة والمدخرات البسيطة إلا أنها تطورت مع الوقت وأصبحت توفر مجموعة من المميزات، كما أن إمتلاكها لقائمة متنوعة من الأصول جعلت أصولها غير مركزة إل حد ما في الرهونات مثلما هو الحال مع المدخرات والقروض، ولكن الرهونات ما زالت إلى حد بعيد هي الأصل الرئيسي والتزامها الرئيسي هو الودائع المؤقتة.⁴⁴

• مؤسسات الإذخار والإقراض:

هي تختلف عن البنوك في أن معظم قروضها هي قروض رهنية وتقريبا كل ودائعهم هي ودائع مؤقتة، كما يختلفان مع البنوك من ناحية التراخيص القانونية وهي تقوم أساسا بتعبئة الموارد المالية من الودائع الإذخارية وتسمى عادة مساهمات، وتستخدم الموارد لديها في تقديم القروض العقارية بضمان العقار، ونظرا لأنّ القروض التي تمنحها طويلة الأجل قد تصل إلى 52 سنة فإن معظم هذه المؤسسات قد تمت بشكل كبير عندما كان سعر الفائدة منخفضا منذ عقد الخمسينات إلى نهاية الستينات، ولكن عندما إرتفعت أسعار الفائدة تعرض العديد منها إلى الإفلاس بسبب إرتفاع تكلفة تعبئة الموارد المالية لديها بالمقارنة مع العائد المحقق، ما أدى للسماح لهذه المؤسسات بإصدار ودائع جارية.⁴⁵

• إتحاد الإئتمان:

وهي عبارة عن مؤسسات تعاونية صغيرة للإقراض، تم تنظيمها لتشمل مجموعات إجتماعية معينة، فمثلا يوجد منها إتحاد الإئتمان لإتحاد العمال وإتحاد الإئتمان للعمال في مؤسسات معينة وتقوم هذه المؤسسات بتعبئة الموارد المالية من الودائع التي يقدمها الأعضاء في الإتحاد في شكل مساهمات ثم تقوم باستخدام هذه الموارد المالية في تقديم قروض إستهلاكية، ولقد سمح القانون في الولايات المتحدة الأمريكية لهذه المؤسسات المالية بفتح حسابات إيداع جارية تتداول باستخدام الشيكات، كما يمكنها تقديم قروض عقارية بجانب القروض الإستهلاكية وتعد إتحادات الإئتمان أصغر أنواع المؤسسات الوداعية ولكنها الأكثر نموا، ففي عام 1994 كانت أصولها أربع مرات ونصف ما كانت عليه عام 1980 في الولايات المتحدة الأمريكية.⁴⁶

⁴⁴ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 85-86.

⁴⁵ خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في نهاية التعاملات المالية، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص 57.

2- المؤسسات غير الوداعية:

تعتبر المؤسسات غير الوداعية مؤسسات متعددة يجمع بينها عامل مشترك يتمثل في تقديم الخدمات المالية فيما عدا تلقي الودائع وعدم توفر هذه الخدمة لدى هذه المؤسسات يعتبر هو الفرق الجوهرى بينها وبين المؤسسات الوداعية.

• شركات الإستثمار:

- هي شركات متخصصة في شراء وبيع الأوراق المالية مثل الملكيات والسندات.⁴⁷
- تعرف أيضا: هي مؤسسات مالية تقوم بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وبصفة خاصة من صغار المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم موارد كافية لتكوين تشكيلات مختلفة من محافظ الأوراق المالية ثم إستثمارها من قبل إدارة محترفة، بحيث يمكن لكبار المستثمرين وصغارهم المشاركة في صناديق شركات الإستثمار، فهذه الشركات وجدت أساسا لمساعدة صغار المستثمرين الذين ليس لهم المعرفة اللازمة لإدارة محافظهم الإستثمارية، وأيضا من أجل مساعدة كبار المستثمرين الذين لا يتوفر لديهم الوقت الكافي لإدارة محافظهم الإستثمارية.⁴⁸

- نصلها إلى نوعين من الشركات كما يلي:

- شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة:

تشكل هذه الشركات صناديق إستثمار يطلق عليها الصناديق ذات النهاية المغلقة التي يخول لها المشروع الحق في إصدار أسهم تباع للجمهور، ويكون عدد هذه الأسهم محددا حيث لا تستطيع الشركة زيادة عدد هذه الأسهم إلا في حالة إصدار أسهم جديدة لغاية زيادة رأس مالها.⁴⁹

- شركات الإستثمار ذات النهاية المفتوحة:

حيث تقوم هذه الشركات بتشكيل صناديق إستثمار يطلق عليها الصناديق المشتركة، وكما هو واضح في إسم هذه الشركات وهي ذات النهاية المفتوحة، أي أن رأس مال المستثمر في هذه الصناديق غير محدد إذ تستطيع الشركة زيادة رأس المال كما تشاء، ولهذا لا تتداول أسهم هذه

⁴⁷ محمد صالح القرشي، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، إثناء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص 119.

⁴⁸ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار)، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2001، ص 387.

⁴⁹ غازي فلاح المومني، " إدارة المحفظة الإستثمارية الحديثة "، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 29.

الشركات في الأسواق المالية لأن الشركة تقوم بشراء أسهم من يريد الإنسحاب ويكون عكس شركات الإستثمار ذات النهاية المغلقة والتي يتم تداول أسهمها في أسواق الأوراق المالية.⁵⁰

- حتى تقوم شركات الإستثمار بوظيفة الوساطة المالية، تستعمل أداة هامة تعرف بصناديق الإستثمار، وقبل أن تتعرض لأنواع هذه الصناديق يجب تعريف صندوق الإستثمار أولاً.

أ- تعريف صناديق الإستثمار ومزاياها:

هي محافظ إستثمار غير تقليدية تعمل على تجميع المدخرات الفردية والأموال الفائضة عن حاجة الأفراد، المؤسسات المالية والشركات وإستثمارها في الموجودات المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تحويل أكبر قدر ممكن من الفوائض المالية المعطلة من وحدات الفائض إلى وحدات العجز.⁵¹

وتتمثل مزايا صناديق الإستثمار في:

هي تلبي إحتياجات فئتين من المستثمرين:

- الأولى تتمثل في المستثمرين الذين يصعب عليهم بمفردهم إدارة أموالهم والقيام باستثمار متنوع مبني على تحليل إتجاهات السوق والتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتحقيق أقصى ربح، ولذلك تتجه هذه الفئة من المستثمرين إلى شراء وحدات في صناديق الإستثمار.

- أما بالنسبة للفئة الثانية فهي تتمثل في أصحاب المدخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من الأموال لتكوين محافظ إستثمارية متنوعة لذلك يتم تجميع مدخرات في صناديق الإستثمار وتوجيهها نحو إستثمارات مناسبة تسير إلى حد كبير حركة السوق صعوداً وهبوطاً لتحقيق أهداف المستثمرين في الحصول على الربح.⁵²

⁵⁰ نفس المرجع، نفس الصفحة.

⁵¹ محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الإستثمار، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013، ص 329.

⁵² زينب حسن عوض الله، إقتصاديات النقود والمال، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 1994، ص 20.

ب-أنواع صناديق الإستثمار: والمتمثلة فيما يلي:⁵³

- صناديق الأسهم العادية:

تشمل على الأسهم العادية فقط وعلى الرغم من ذلك فإن هذه الصناديق تختلف فيما بينها بسبب إختلاف خصائصها ونجد منها:

- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات الرائدة في مجال معين.
- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات التي تتمتع بدرجة عالية من النمو.
- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات في منطقة جغرافية معينة.
- الصناديق التي تركز على الأسهم العادية للشركات ذات النسبة المنخفضة في التوزيعات والتي تعيد إستثمار الجزء الأكبر من دخلها.

- الصناديق المتوازنة:

تشتمل هذه النوعية من الصناديق على أسهم عادية وأدوات مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات، حيث تهدف هذه الصناديق إلى الزيادة الرأسمالية في قيمة الصندوق، وكذلك ضمان تحقيق دخل محدد، وتختلف نسبة الأسهم العادية في الصندوق باختلاف أهدافه، فإذا كان الهدف هو تحقيق نسبة مرتفعة من الدخل مع تحمل مخاطر مقبولة، فإنه من المتوقع أن ترتفع نسبة الأسهم العادية إزاء النسب الخاصة بالأوراق المالية الأخرى، بينما إذا كان الهدف الأساسي هو تدنية المخاطر، فسوف تزيد نسبة الأموال المستثمرة في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات.

- الصناديق المتخصصة:

تتعدد وتنوع الصناديق المتخصصة، وواحد من أهم هذه الصناديق هو صندوق السندات والذي تطور ونما في السنوات الأخيرة، حيث يركز إهتمامه الأساسي على توليد دخل من خلال الإستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، يضاف إلى ذلك محاولة زيادة القيمة الرأسمالية للصندوق من خلال إدارة محترفة لمحفظة الصندوق.

- صناديق الإستثمار ثنائية الهدف:

⁵³ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 418، ص 420.

تسمى أيضا بالصناديق المزدوجة، وهي تتميز بأن إستثماراتها موزعة بين نوعين من الأسهم هما أسهم الدخل وأسهم النمو، يضاف إلى ذلك أن الصناديق المزدوجة (وهي عادة تنتمي إلى الصناديق ذات النهاية المغلقة) لها تاريخ إنقضاء يتم بعد تصفية إستثمارات الصندوق وتوزيع حصيلته على المساهمين.

• شركات الحماية ضد المخاطر (شركات التأمين):

هي مشروعات وظيفتها تأمين الأفراد ضد خطر معين، ولكنها تلعب دورا غير مباشر كواحدة من أهم مؤسسات الوساطة المالية، حيث تقوم هذه الشركات بتجميع فوائض من الوحدات ذات الفائض في صورة أسهم وأقساط تأمين وتقوم بنقلها إلى الوحدات ذات العجز من المشروعات تحت التأسيس أو مشروعات قائمة بالفعل.⁵⁴

وتعدّ كذلك شركات التأمين من الوسطاء الماليين التي تقوم بدفع مدفوعات لحامل بوليصة التأمين ضدّ حوادث تحصل أثناء العمل كون ذلك الفرد مؤمن، مقابل العوائد التي تحصل عليها الشركات بوصفها أقساط التأمين.⁵⁵

وهناك نوعين رئيسيين لهذه الشركات هما:

- شركات التأمين على الحياة: life insurance companies

ينهض هذا النوع من الشركات بتقديم خدمات مالية عديدة فهي تبيع تأمين محدّد المدّة أي تأميننا خالصا، وسياسات تأمين أخرى ذات الملامح الإيداعية تماما مثل المعاشات، وتقوم هذه الشركات بتقديم مدفوعات طارئة بحكم كونها تقدم تأمين ومعاشات، وفيما يتعلق بملامح الإيداع في سياسات التأمين فإنها تستثمر المبالغ الزائدة المؤقتة فهي تعمل كوكالات للمدخر لأنها شركات مشتركة وكمرجي تجزئة للإستثمار لكونها شركات مساهمة، ونظرا لأن التزاماتها طويلة الأجل فإنها تستثمر في أصول ليست سائلة مثل السندات طويلة الأجل والأسهم.⁵⁶

- شركات التأمين ضد الكوارث:

⁵⁴ عادل أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004، ص 160.

⁵⁵ محمد صالح القرشي، مرجع سبق ذكره، ص 114.

⁵⁶ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص - ص 88 - 89.

يقدم هذا النوع من الشركات خدمات التأمين ضد الحوادث، الحرائق، السرقة، وغيرها من الخسائر كما يقدم هذه الخدمات لتأمين بعض الحوادث مثل: حوادث السيارات التي تولد مسؤوليات معروفة ومتوقعة بينما البعض الآخر مثل: التأمين ضد العواصف، الأعاصير والتي تسفر عن خسائر غير متوقعة، ولكي يستطيع هذا النوع من الشركات تغطية مثل هذه الخسائر فإنها تحوز كميات كبيرة من الأصول المالية والأصول ذات السيولة الكبيرة من أصول شركات التأمين.⁵⁷

• شركات التمويل: Finance companies

هي نوع من المؤسسات المالية، تتكون مواردها من حصيله ما تصدره من أسهم وسندات، إضافة إلى ما تحصل عليه من قروض من بنوك تجارية، أما استخدامات تلك الموارد فتتمثل في تقديم العروض قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل للأفراد ومنشآت الأعمال.

كما تؤجر بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكلفها ويسمى بعض هذه الشركات بشركات التمويل المحدودة والمملوكة بواسطة صانعي السلع المعمرة مثل شركة "جنرال موتورز"، ولقد نمت هذه الشركات على نحو سريع، وفي الوقت الحالي فإن الحجم الكلي لقروض أعمالها القائمة يساوي ثلثي الأعمال التي تقدمها المصارف.⁵⁸

• أشكال الوساطة المالية:

تأخذ الوساطة المالية ثلاثة أشكال أساسية هي:

- الوساطة المالية التمثيلية (أصل مالي/أصل مالي) (titre/titre):⁵⁹

في هذه الحالة يقوم الوسطاء الماليون بإصدار أوراق مالية، ولتكن مثلاً سندات بقيمة 1000 مليون دج لفائدة أعوان إقتصاديين ماليين أو غير ماليين، مما يسمح لهم بالحصول على موارد مالية (نقود) ليمنحوها فيما بعد في شكل قروض لأعوان العجز مقابل أوراق مالية تثبت مديونيتهم.

- قيام الوسطاء الماليين بالتوسط بين الطرفين من شأنه أن يقلل من مخاطر عدم التسديد من طرف المقترض.

⁵⁷ محمد سويام، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1992، ص 28.

⁵⁸ بن عزوز عبد الرحمان، مرجع سبق ذكره، ص 94.

⁵⁹ Mario Dehove : institution et théorie de la monnaie, mars 2001, P:01, disponible dans le site : <http://perso.organe.fr/mario.dehove/chapitre02.pdf>, le 20/03/2021, 10 :00

- الوساطة النقدية أو وساطة التحويل (وديعة أصل مالي/وديعة أصل مالي):

يسعى البنك في هذه الحالة للحصول على ودائع الجمهور مقابل معدل الفائدة، لتتمكن فيما بعد من متابعة ومنح قروض.⁶⁰

- وساطة خلق النقود (قروض/ودائع):

هذه الحالة عكس الحالتين السابقتين فإن الإتجاه في هذه الحالة يكون من الإستخدامات إلى الموارد، لأن منح القروض من طرف البنوك يؤدي إلى خلق ودائع جديدة لدى نفس البنك وب نفس القيمة، الأمر الذي يؤدي إلى تشكيل وسائل دفع جديدة تؤدي إلى خلق النقود.

⁶⁰- mario Dehove : op cit. p : 02.

المحور الثاني: تمويل المؤسسات

محاضرة 4: الهيكل المالي وتكلفة رأس المال

بناءً على قرار التمويل يتم تحديد الهيكل المالي المناسب للمؤسسة الاقتصادية، لذلك فإنه يتطلب أولاً معرفة ما هو الهيكل المالي ومصادره، ومن هنا حاولنا في هذا المبحث إعطاء مفهوم شامل للهيكل المالي والتطرق إلى مكوناته والعوامل المؤثرة فيه .

أولاً: ماهية الهيكل المالي

1- تعريف الهيكل المالي:

- يعرف الهيكل المالي (Financial Structure) بأنه: "مجموع الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المنشأة، وهو يتضمن التمويل المقترض (Debt Financing, D) ، والتمويل الممتلك (Equity Financing, E) ، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية. أي أن الهيكل المالي يتكون من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض (D) الذي يتضمن التمويل المقترض قصير الأجل (Short-Term Debt Financing) والتمويل المقترض طويل الأجل (Long-Term Debt Financing) . والتمويل الممتلك (E) الذي يتضمن رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة⁶¹ .
- يعرف أيضاً: "أنه توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية استثماراتها ويكون من مجموعة من العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العامة سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل ، و سواء كانت أموال دين أو أموال خاصة⁶² .
- يعرف أيضاً "أنه تشكيلة المصادر التي تحصلت منها المؤسسة على الأموال المطلوبة لفرض تمويل استثماراتها ، فهو يتكون من جميع أشكال و أنواع مصادر التمويل من حقوق الملكية و قروض قصيرة وطويلة الأجل⁶³ .

⁶¹ محمد علي إبراهيم العامري ، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2013، ص 307

⁶² غراب زينب، الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010/2011 ص 51.

⁶³ نجمي نذير، لعروسي محمد، تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة أدرار، الجزائر، 2019/2020، ص 5.

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرف الهيكل المالي بأنه مصادر التمويل من أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية .

2- خصائص الهيكل المالي:

لتحقيق التوازن المناسب بين العائد والمخاطرة ،يجب تحديد الهيكل التمويلي المناسب لكل مؤسسة ، والذي من شأنه أن يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي إلى تحقيق النمو والتوسع المستمر من خلال⁶⁴: (تغطية الاحتياجات المالية بأقل التكاليف، تخفيض المخاطر المالية، تحقيق معدلات عائد متزايدة على الأموال المستثمرة)، ومما سبق يمكننا تحديد أهم الخصائص و السمات التي يتسم بها الهيكل المالي فيما يلي⁶⁵ :

- **الربحية:** يجب أن يعود الهيكل المالي بالنفع على المؤسسة من خلال الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرفع المالي مع الالتزام بأقل تكلفة ممكنة .
- **القدرة على الوفاء بالدين:** حيث يجب أن لا يتجاوز اقتراض المؤسسة الحد الذي يهدد قدرتها على الوفاء بالالتزامات، وفي نفس الوقت يجنب الملاك (حملة الأسهم العادية) أي مخاطر إضافية .
- **المرونة:** بمعنى قدرته على مواجهة مختلف التغيرات التي تحدث وتعديل المؤسسة لخططها التمويلية بما يتلائم واحتياجاتها المختلفة وبأقل تكلفة ممكنة .
- **الرقابة:** يجب أن يتضمن الهيكل المالي مخاطرة أقل من أجل تسهيل الرقابة على إدارة المؤسسة.

3- مناهج اختيار الهيكل المالي

هناك ثلاث مناهج تستخدم في تحديد هيكل التمويل المناسب وهي⁶⁶:

⁶⁴سليم مجلح، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية ، المجلد6، العدد 1 جوان 2019، الجزائر، ص 121.

⁶⁵بن الزغدة مفيدة ، بن بخمة ميادة، أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2018/2019، ص ص 7-8.

⁶⁶أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2012/2011، ص ص 4-5 .

- **منهج التوازن:** يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة مالية للهيكل المالي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مصادر التمويل المختلفة، في ظل افتراضات محددة وهي أن هناك عائد متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي، والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل.
- **منهج التوازن المقارن:** يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة إلى تكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال، وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن اختيار المزيج التمويلي المناسب لمؤسسة.
- **منهج التوازن الحركي الديناميكي:** يفترض وجود متغيرين يؤثران في اختيار المزيج التمويلي، وهما المخاطر المالية ومخاطر الأعمال، حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة، وبمجموعة من العوامل المتمثلة في: مدة الائتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم اتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الاستغناء عنه مثل التكلفة، المركز الائتماني لمؤسسة، مجال استخدام الأموال، والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي.... الخ. وفي ضوء العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة استغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزيج التمويلي المناسب ما يجعله منهج متكامل.

ثانيا: محددات الهيكل المالي والعوامل المؤثرة عليه

1- محددات الهيكل المالي:

هناك مجموعة من المبادئ والعوامل التي يجب أن تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار عند اختيار نوع التمويل المناسب من بين هذه العوامل ما يلي⁶⁷:

- **الملائمة:** مبدأ الملائمة يقتضي بتحويل احتياجات المؤسسة القصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل لأن تحويلها من مصدر طويل الأجل وهدف الربحية قد لا يكون بمستطاع المؤسسة إعادة

⁶⁷ بن الزغدة مفيدة، بن بخمة ميادة، مرجع سابق، ص ص 9-10.

الأموال للمقترضين عند انتهاء الموسم القادم أو لوجود غرامات على التسديد المبكر، حيث يكون الأمر عكس ذلك في حالة التمويل من مصدر قصير الأجل إذ يصفى الدين بانتهاء الدورة التجارية وتحول المؤسسة موجوداتها من البضائع والديون إلى نقد وبذلك ينخفض مقدار ما تدفعه المؤسسة من فوائد على قروضها.

- **الخطر:** ينظر للخطر في مجال العوامل المحددة من منظورين هما: خطر التشغيل، خطر التمويل ويرتبط الخطر الأول بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي فيها مخاطر التشغيل مرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها، وقد يتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها.

أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين من غيرهم لأنهم آخر من يستوفي حقه عند التصفية.

- **السيطرة:** غالبا ما يحرص أصحاب المؤسسات مما يجعلهم يعزفون عن استخدام أموال الملكية لزيادة رأس مال المؤسسة وفي هذه الحالة فهم يفضلون استخدام أموال الاقتراض بدلا عنها لأن استعمالهم لأموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مالكين جدد يشاركون في السيطرة على المؤسسة ومثل هذا الأمر لا يمكن أن يحدث لأن التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة وعجزها عن القيام بتسديد دينها، وبالتالي إفلاسها لذا يكون من الأفضل التضحية لجزء من رأس المال ودخول بعض الملاك الجدد .

- **المرونة :** وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال ،وينتج توافر المرونة للمؤسسة إمكانية استخدام الأموال المتاحة عند الحاجة ،وكذلك المفاضلة بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها.

- **نمط التدقيق النقدي :** المقصود به الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته ، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها كأثار سلبية

على السيولة، لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها و مواعيد دخول النقد إلى المؤسسة.

ومن أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة رأس المال ، فبالإضافة إلى عدم الحاجة إلى إعادته إلى أصحابه كما الاقتراض فإن بالإمكان تعديل الأرباح الموزعة حسب الظروف .

2- العوامل المؤثرة على الهيكل المالي:

إن اعتماد التمويل المقترض ضمن الهيكل المالي له آثاره الإيجابية في العائد على حق الملكية عندما تكون القروض المستخدمة في التمويل غير مبالغ فيها. إلا أن هذا الاستخدام للتمويل المقترض غير متساوي لجميع المنشآت ، فهو متفاوت من منشأة لأخرى ومن صناعة لأخرى ، لأنه يتوقف على عدة عوامل أو متغيرات مؤثرة في القرارات الخاصة بالهيكل ، يمكن طرح أهمها فيما يلي⁶⁸:

- **المخاطر التشغيلية :** المنشأة ذات العوائد التشغيلية المستقرة نسبيا يمكنها أن تزيد من التمويل المقترض في هيكلها المالي ، لأن احتمال تعرضها للمخاطرة أقل قياسا بتلك التي تتصف بالتقلب في العوائد التشغيلية ، وبالتالي فإنها تتمتع بحالة أمان عالية اتجاه تسديد فوائد القروض.
- **تركيبه الموجودات :** تؤثر تركيبة الموجودات في طريقة التمويل ، فالمنشأة التي تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الأجل تفضل التمويل المقترض طويل الأجل ، بينما تمتاز المنشأة ذات رأس المال العامل الكشف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل .
- **معدل نمو المبيعات :** يمكن للمنشأة التي تتصف بنمو مضطرب في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض لدرجة أكبر، إذ من المتوقع أن يترتب على ذلك زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها المالية (الفوائد) .
- **حجم المنشأة :** تتوقف قابلية المنشأة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها ، فالمنشآت صغيرة الحجم تعتمد على التمويل الممترك بشكل أساسي ، بينما يزداد اعتماد المنشآت على التمويل المقترض كلما توسعت وكبر حجمها ، ويتباين مقياس الحجم فأما أن يكون موجودات المنشأة أو مبيعاتها .
- **المرحلة المعينة من حياة المنشأة :** تقسم دورة الحياة المنشأة عادة إلى أربع مراحل هي: الدخول ، التوسع ، النضوج ، التدهور ، ويساعد هذا التقسيم لدورة الحياة في تحديد إستراتيجيات التمويل ،

⁶⁸ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق ، ص ص، 309-310.

- ففي المرحلة الأولى يكون الاعتماد على المقترض قليل ، يرتفع جدا في مرحلة التوسع ، ويتناقص في مرحلة النضوج نظرا لتوافر الأموال الذاتية ، وينخفض جدا في المرحلة الأخيرة.
- **موقف الإدارة :** إدارة المنشأة التي تتصف بالحيطة وتتحفظ في استخدام التمويل المقترض على عكس من الإدارة المجازفة والتي تتوسع في استخدامه .
 - **موقف الدائنين :** يمنح الدائنون القروض عندما تكون المعايير المالية للمنشأة المقترضة سليمة ، لذلك ينبغي عليها أن تتمتع بمؤشرات مالية إيجابية لتشجيع الدائنين على اقراضها .

ثالثا: النظريات المفسرة للهيكل المالي

هناك عدة نظريات لتفسير الهيكل المالي وقد بدأت الدراسات حول الهيكل المالي بالتبلور بشكل علمي مع بداية الخمسينات بظهور أول نظرية في هذا المجال التي تعرف الآن بالنظرية التقليدية للهيكل المالي ثم تليها باقي النظريات ، فأغلب هذه النظريات تتحدد حول إمكانية وجود هيكل مالي أمثل و سنتطرق في هذا المبحث بالتفصيل لكل من هذه النظريات .

1- النظرية التقليدية للهيكل المالي⁶⁹:

وفقا لهذه النظرية يوجد هيكل مالي أمثل للمؤسسة ، حيث يسمح بتعظيم قيمة أصولها الاقتصادية بفضل استخدام عقلاني للمديونية من خلال أثر الرافعة ، وهو ما يسمح للمؤسسة بتخفيض متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال .

تقوم هذه النظرية على تحليل سلوك كل من كل المقرضين و الملاك، من خلال تفسير ردود أفعالهم على ارتفاع مستوى المديونية، فعند المستويات المنخفضة للدين تبقى تبقى تكلفة الاقتراض ثابتة ، وفي هذه الحالة تتجه التكلفة الإجمالية لرأس المال نحو الانخفاض، وبإمكان المؤسسة الاستفادة من استخدام الدين من خلال أثر الرافعة و عندما يصل الدين إلى مستوى معين يشعر فيه المقرضون و الملاك بارتفاع درجة المخاطرة، تبدأ المطالبة بمكافأة أعلى ، وهنا يمكن التمييز بين مستويين :

⁶⁹محمود فاطيمة ،نظوري منى ، تأثير الهيكل المالي على القرارات الاستراتيجية في المؤسسة في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، تخصص إدارة مالية ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير،المركز الجامعي ميلة ، الجزائر ، 2021/2020، ص 22 .

المستوى الأول: تستمر التكلفة الكلية للتمويل في الانخفاض، و السبب هو أن تأثير ارتفاع تكلفة الأصول الخاصة يقابله تأثير أكبر بالانخفاض لتكلفة الاقتراض .

المستوى الثاني: عند هذا المستويين الدين تبدأ تكلفة الأموال الخاصة بالارتفاع إلى مستويات عالية بقدر يفوق الوفرات الضريبية المحققة، من خلال الاقتراض وبالتالي تتجه التكلفة الكلية للتمويل إلى الارتفاع وتنخفض معه القيمة السوقية للمؤسسة .

2- نظرية انعدام الهيكل المالي الأمثل⁷⁰:

يقوم هذا المنظور على ما يسمى بنظرية أرباح الاستغلال الذي تولد عنها أعمال كل من Miller & Modigliani، حيث نميز هنا بين مرحلتين في تصور هذا النموذج الذي يعتمد على نظرية السوق المالي البحث ، لذلك تسمى نظريتها أيضا بنظرية " السوق المتوازنة" وتعتبر هذه النظرية من أبرز الانجازات في دراسات التمويل ، إذ تنفي هذه النظرية أي علاقة للهيكل المالي بالقيمة السوقية للمؤسسة ، وذلك يعني أن القرار التمويلي لا يرتبط بانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة ، و إنما يحدده القرار الاستثماري فقط ، وقد جاءت هذه النظرية على شكل مقترحين ظهر أولهما في عام 1958 وظهر الثاني في عام 1963 .

يرى هذان الاقتصاديان أنه لا وجود لهيكل مالي أمثل ، حيث أن تكلفة رأس المال وقيمة المؤسسة مستقلتان عن هيكلها المالي ، ففي ظل تواجد سوق مالية كفؤ، وغياب الجباية يوجد تكافؤ بين مختلف أنماط التمويل ، وقد بنيت نظريتهما على ما يسمى ب " التحكيم" نميز في هذه النظرية بين حالتين حالة وجود الضرائب وحالة عدم وجودها ، حيث أن هذه الأخيرة تعتبر وهمية .

3- تكلفة التوازن :

تنطلق هذه النظرية من أعمال Myers S.(1984) وقد عرفت هي الأخرى مرحلتين في إعدادها⁷¹:

- المرحلة الأولى أو ما يعرف ب Trade-off statique حيث تم إدخال تكلفة الإفلاس على نموذج Modigliani و Miller وخلصت في تحديد معدل استئانة أمثل ، في هذه الحالة ارتفاع

⁷⁰ أنفال حدة خبيزة، مرجع سابق ، ص ص 22-24 .

⁷¹ إلياس ساسي ، د. يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن ، 2011، ص ص 413-414 .

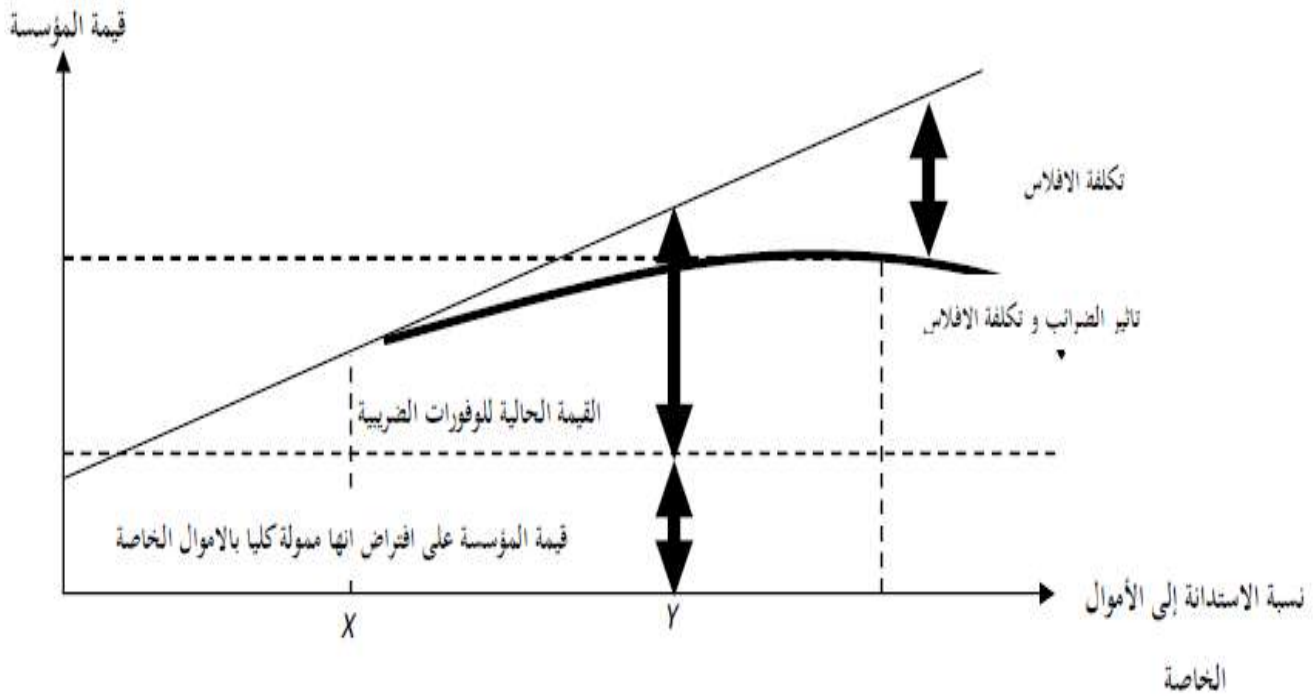
الاستدانة تؤدي إلى ارتفاع أثر الرافعة المالية وظهور تكلفة الإفلاس التي لها انعكاس سلبي على قيمة المؤسسة .

- المرحلة الثانية والتي عرفت تعديلا في هذا النموذج أخذ في الاعتبار تكلفة الوكالة ، وهذا كاستجابة إلى الانتقادات الشهيرة التي وجهت للمرحلة السابقة فعلاقة الوكالة تقود إلى صنفين من التكاليف : تكاليف وكالة الأموال الخاصة أي النفقات التي يقوم بها المساهمون من أجل تأمين الانحرافات التي قد يقع فيها المسكرون ، تكاليف وكالة الديون أو النفقات التي يقوم بها المدينون من أجل ردع المساهمين .

تكلفة الإفلاس : حسب (1984) Malécot فإن تكاليف الإفلاس من الصعب تجاهلها باعتبار أنها تشمل مجموعتين من التكاليف: المجموعة الأولى التي تضم تكاليف مباشرة (تكاليف إدارية، تكاليف إعادة التنظيم، تكاليف مالية، تكاليف الإنابة، تكاليف البيع القيصري و المستعجل للأصول والتكاليف الاجتماعية)، بينما تضم المجموعة الثانية من التكاليف تكاليف غير مباشرة (تكاليف الصورة أي المصادقية المالية والتجارية وتكاليف ضياع الفرصة)، كما يدل Harris et Raviv على أهمية هذه التكاليف أي أنه في العديد من الدول يعتبر القانون المتعلق بالتصفية بعدا متضمنا في عقد الدين، فالتشريعات المتعلقة بالإفلاس من جهة و التطبيق الصارم نسبيا لحقوق

المدينين من جهة ثانية زاد من احتمال متابعة مسيري المؤسسات المستدينة .

الشكل(1): العلاقة بين نسبة الهيكل وقيمة المؤسسة في ظل وجود تكلفة الإفلاس



المصدر: أنفال حدة خبيزة مرجع سابق، ص30.

عندما كانت نسبة الاستدانة أقل من x لم تكن هناك تكلفة الإفلاس ، ومن ثم فإن تكلفة رأس المال خضعت فقط لتأثير الضريبة على الربح (الوفورات الضريبية) الأمر الذي أفرز انخفاضا مصطرد في تلك التكلفة ، فقد بدأت تكلفة الإفلاس في الظهور بعد النقطة x إلا أن حجم هذه التكاليف كان أقل من الوفورات الضريبية التي صاحبت الزيادة في نسبة الاستدانة ، الأمر الذي أدى إلى استمرار انخفاض تكلفة رأس المال وإن كان ذلك بمعدل أقل إلى أن وصلت نسبة الاستدانة إلى النقطة Y .

وفي هذه النقطة فقط ازدادت تكلفة رأس المال نحو الارتفاع ، وعليه يمكن القول بان النسبة المثلى للاستدانة إلى الأموال الخاصة (هيكل التمويل الأمثل) في ظل وجود تكلفة الإفلاس ، تتحدد بالنقطة Y التي تكون عندها تكلفة رأس المال في حدها الأدنى .

نظرية الوكالة⁷²: أدخل Jensen et Meckling (1976) على التخمين الأكاديمي المتعلق بنظرية المشروع عامل تعدد الأهداف لشركاء المؤسسة التي قد تكون متناقضة في أغلب الأحيان و انعكاس ذلك

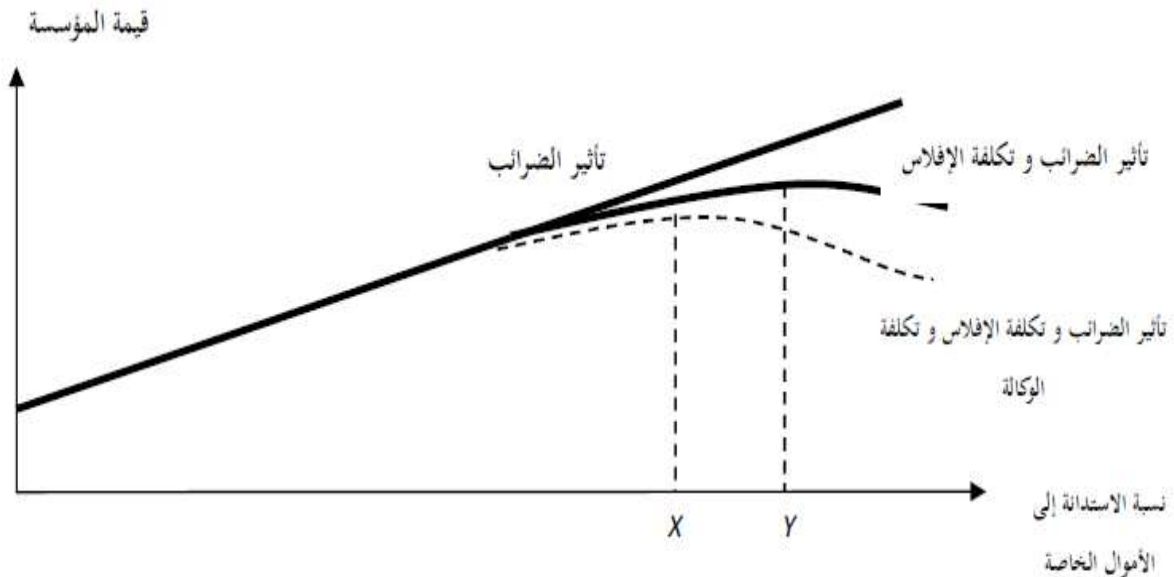
⁷² إلياس بن الساسي، يوسف قريشي ، مرجع سابق، ص ص 417-419 .

على مسألة اختيار الهيكل المالي، حيث تفترض هذه النظرية وجود مصالح خاصة بمسيري المؤسسة تدفعهم إلى سلوك يكون مغاير فيما لو كانوا مساهمين .

تقترح هذه النظرية تفسير السلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المسيرين المساهمين ، المقرضين والمدنيين بشكل عام ، ومحاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل ، وتطلق هذه النظرية من فرضيتين : أولاً ليس بالضرورة أن تكون أهداف المسيرين و المساهمين متطابقة ، ثم إن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة و محيطها .

فنظرية الوكالة تحاول البحث عن تصور العقود المثلى بين الأطراف و تفسير سلوك هؤلاء و أولئك بمجرد أن تكون هناك علاقة وكالة ، حيث ينجم عن علاقة الوكالة نوعان من تضارب المصالح ، فهي تؤدي إلى بروز التناقض في المصالح بين المسير والمساهمين من جهة ، وبين المساهمين و المقرضين من جهة ثانية

الشكل(2): قيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة للضريبة ووجود تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة .



المصدر: أنفال حدة خبيرة مرجع سابق، ص32.

4- النظرية متعددة الأشكال⁷³:

أهم التيارات التي تنطوي تحت هذا المنظور حسب الأدبيات العلمية والتي تستهدف بشكل صريح دراسة استكشافية اختيار الهيكل المالي هي:

- **منظور نظرية الإشارة:** مضمونها أن مستوى الاستدانة يعتبر كإشارة من قبل المسيرين في المؤسسة يدل على حالة المؤسسة وقيمة مشاريعهم المستقبلية.
- **نظرية الالتقاط التدريجي للتمويل:** هذا التيار يذهب إلى ترسيخ مبدأ وجود ترتيب تفصيلي طبيعي لنماذج تمويل المؤسسة أي: حسب هذه النظرية فإن المؤسسات تفضل تمويل استثماراتها عن طريق التمويل الذاتي ثم بعد ذلك تلجأ إلى الاستدانة ولا تستعمل الرفع من رأس المال إلا بشكل استثنائي .
- **نظرية الإشارة:** تستند هذه النظرية على مفهوم انعدام التناظر في المعلومة التي تتميز بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست هي بالضرورة المتغيرات الحقيقية فتذهب هذه النظرية إلى تأكيد أن مسيري المؤسسات الأحسن أداءاً هي التي تستطيع إصدار مؤشرات وفعالة نميزها عن غيرها من المؤسسات الأقل أداءاً وخصوصية هذه المؤشرات هي صعوبة نشرها من قبل المؤسسات الضعيفة، نستطيع أن نذكر من بينها هذه المؤشرات المتعددة هيكل رأس المال، سياسة مكافآت رأس المال أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة .
- تقترح هذه النظرية نموذجاً يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها المالي فالمستثمرون يصنعون المؤسسات الموجودة في السوق إلى فئتين A و B ، بحيث تكون المؤسسات من الصنف A أحسن أداءاً من المؤسسات من الصنف B.
- من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B ، يحدد المستثمرون في السوق مستوى من الاستدانة . D^* يسمى الاستدانة الحرجة، حيث أن المؤسسات ذات النوعية الرفيعة (A) لها قدرة على الاستدانة أعلى من D^* وهكذا .
- اللجوء إلى هذا النموذج يكون مجدياً في سوق مالي متميز بانعدام التناظر في المعلومة الناتج خاصة مع امتلاك هذه الأخيرة من قبل المسيرين .

⁷³ إلياس بن الساسي، يوسف قريشي ، مرجع سابق، ص، ص 429-430.

• **نظرية الانتقال التدريجي للتمويل:** يعالج نموذج Myers 1984 ، الرهانات التي تستخدمها المؤسسة في المدى البعيد ، نحن فرضية أن الهدف الأساسي الذي يسعى المسكرون إلى تحقيقه هو تعظيم أرباح المؤسسة ،⁷⁴ عند اختيار المؤسسة للتمويل الذاتي، فإنها تحدد مستوى معين من توزيعات الأرباح وذلك حسب الفرص الاستثمارية الممكنة.

عند الاعتماد على التمويل الخارجي، فإن الأولوية تكون مع القروض، ثم الأموال شبه الخاصة تقع بين الأموال الخاصة و القروض ثم أخيرا الأسهم .

سبب ذلك أن اللجوء إلى التمويل الذاتي يجنب المؤسسة تكاليف إصدار الأسهم و تكاليف الوكالة، وحرية التصرف في أي استثمار، وعند عدم كفاية التمويل الذاتي فإن المؤسسة تلجأ إلى القروض ، لأن المسكرين على علم بقيمة السهم فهم على علم بالمعلومات المتوفرة في السوق المالي ، وإن تم إصدار أسهم جديدة فتكون قيمتها أعلى من القيمة الفعلية ، و بالتالي انتقال الثروة إلى المساهمين الجدد .وعليه فإن إصدار الأسهم يعتبر مؤشرا سلبيا عن وضعية المؤسسة المالية.

و بالتالي يترتب على المؤسسة حجز الأرباح و تأجيل توزيعها قصد إعادة استثمارها من جديد ما يحقق للمؤسسة الوقت حول قرار رفع رأس المال ، الذي يترتب عليه إلزامها بدفع الأرباح للمساهمين الجدد.

وعليه ونظرا للأسباب سابقة الذكر تكون قرارات الهيكل المالي حسب الأولوية كالتالي:

التمويل الذاتي .اللجوء إلى الاقتراض .قرار رفع رأس المال .

رابعا: نسب تحليل الهيكل المالي

يعتبر التحليل بواسطة النسب المالية من أقدم الأدوات المستخدمة في تحليل المركز المالي للمؤسسة، والحكم على نجاعتها.

وتعرف على أنها دراسة العلاقة بين متغيرين أحدهما يمثل البسط و الآخر يمثل المقام أي دراسة العلاقة بين عنصر و عنصر آخر ،

⁷⁴أنفال حدة خبيزة ، مرجع سابق ، ص 35 .

1- نسبة التمويل الدائم و التمويل الذاتي⁷⁵:

• نسبة التمويل الدائم:

تشير هذه النسبة إلى مستوى تغطية الاستثمارات الصافية بالأموال الدائمة، فهذه النسبة تعتبر صياغة أخرى لرأس المال العامل أو ما يسمى هامش الأمان بالعلاقة:

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

يكون رأس المال العامل سالبا إذا كانت هذه النسبة أقل من الواحد الصحيح، فهذا يدل على أن جزءا من الأصول الثابتة مغطى بقروض قصيرة الأجل و تكون المؤسسة في هذه الحالة بشرط الملائمة بين إستحقاقية الخصوم وسيولة الأصول .

• نسبة التمويل الخاص (التمويل الذاتي) :

وتعتبر هذه النسبة مكملة للنسبة الأولى و تحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة التمويل الذاتي} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$$

تقيس هذه النسبة مدى تغطية المؤسسة لأصولها الثابتة بأموالها الخاصة، وإذا ساوت الواحد فإن رأس المال العامل الخاص يكون معدوما أي أن الأصول الثابتة مغطاة بالأموال الخاصة ، أما الديون طويلة الأجل وإن وجدت فهي تغطي الأصول المتداولة مكونة بذلك صافي رأس المال العامل .

2- نسبة المديونية العامة ونسبة القابلية للسداد⁷⁶:

• نسبة المديونية العامة:

تظهر هذه النسبة مدى استخدام الديون في المؤسسة مقارنة بحقوق الملكية ، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما زادت مطالبة الدائنين مقارنة بحقوق المالكين فهي في حالة تصفية المؤسسة تزيد من معدل المخاطر بالإضافة يمكن لهذه النسبة أن تحدد مدى استقلالية المؤسسة حاليا ويستحسن أن لا يزيد عن الواحد كنسبة معيارية و حتى تكون للمؤسسة اتخاذ القرارات الخاصة لأن ارتفاع هذه النسبة تقيد عمليات المؤسسة و يجعلها عرضة للتدخلات و الضغوطات الخارجية للدائنين منها: رفع تكلفة الأموال المقرضة ، وإذ فمن الضروري أن يكون توازن مناسب بين استعمال الديون و حقوق الملكية و تحسب بالعلاقة التالية:

⁷⁵ إبراهيم بومزير، أثر الهيكل المالي على الخيار الإستراتيجي في المؤسسة الصناعية ،مذكرة ماستر، تخصص مالية

مؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير ، جامعة ورقلة، الجزائر ، 2014/2013، ص 4 .

⁷⁶ بلمسعود إيمان ،فرشيش مريم ، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة ، مذكرة ماستره، تخصص إدارة مالية ،

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ، جامعة برج بوعرييج، الجزائر ، 2020/2019، ص 27 .

نسبة المديونية العامة = الديون / حقوق الملكية

= قروض طويلة ومتوسطة و قصيرة الأجل / حقوق الملكية

• نسبة القابلية لسداد:

تحدد هذه النسبة هامش الأمان للمقرضين ، وتحسب بالعلاقة التالية :

نسبة القابلية لسداد = مجموع الديون / مجموع الأصول

تجيب هذه النسبة على مدى مقدرة المؤسسة على تسديد ديونها في حالة الإفلاس إذ ما تم بيع أصولها ،

وكلما كانت النسبة صغيرة كلما كان ذلك أفضل ، ويستحسن أن لا تتجاوز 0.5 .

حيث أنه كلما انخفضت هذه النسبة زاد هامش الأمان بالنسبة للدائنين في حالة إشهار إفلاس المؤسسة و

بيع أصولها ، وعلى العكس من ذلك يفضل الملاك نسبة الاقتراض مرتفعة لأحد السببين : زيادة نصيبهم

من الأرباح ، أو زيادة أموال الملكية تعني التنازل عن جزء من السيطرة و ارتفاع هذه النسبة تعني ارتفاع

مساهمة الاقتراض في تمويل الأصول .

3- نسبة الأصول لحقوق الملكية ونسبة الاستقلالية المالية⁷⁷

• نسبة الأصول لحقوق الملكية:

من أهم المؤشرات التي تلجأ إليها الإدارة المالية هو نسبة الأصول إلى حقوق الملكية ، حيث يمثل جميع

الالتزامات على المؤسسة ، ولذلك كلما كان هذا المؤشر كبيرا كلما دل على زيادة الرفع المالي و انخفاض

حقوق الملكية في مجموع التمويل الداخلي ، مما يزيد من مجموع المخاطر التي يتعرض لها الدائنون .

كما يفيد أيضا هذا المؤشر في التعرف على أهمية مساهمة الرفع المالي في بحية المؤسسة .

وتحسب هذه النسبة بالعلاقة التالية :

نسبة الأصول لحقوق الملكية = مجموع الأصول / حق الملكية .

• نسبة الاستقلالية المالية:

ونقيس هذه النسبة مدى استقلالية المؤسسة عن دائنيها . وتحسب بإحدى الطريقتين التاليتين:

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الأصول

أو:

نسبة الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / مجموع الخصوم

⁷⁷أنفال حدة خبيزة ، مرجع سابق ، ص، ص 38-39

وتشير هذه النسبة إلى وزن الديون داخل الهيكل المالي للمؤسسة و بالتالي درجة استقلاليتها ، إذ أن الحجم الكبير للديون يجعل المؤسسة بمرونة مع الدائنين في شكل اقتراض و تسديد الديون ، أما إذا كانت النسبة صغيرة فهذا يعني أنها في وضعية مثقلة بالديون ، ولا تستطيع الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها من قروض إضافية إلا بتقديم ضمانات و قد تكون هذه الضمانات مرهقة.

محاضرة 5: التمويل المشاريع الصغيرة

أولاً: ماهية المشاريع الصغيرة

1-تعريف المشاريع الصغيرة:

- **المشروع Projecr:** هو نشاط تستخدم فيه موارد معنية وتنفق من أجل الأموال للحصول على منافع متوقعة خلال فترة زمنية معينة.
- **المشروعات الصغيرة:** توجد معايير عدة لتعيين المشروعات الصغيرة منها حجم رأس المال وعدد العاملين، وحجم المبيعات وشكل الملكية، فمثلاً هناك معيار تعدد العاملين ينظر المشروع الذي يستوعب عدداً من العمال بدءاً من عمال إلى أربعة عمال على أنه مشروع تنبناه في الصغر والمشروع الذي يستوعب من خمسة عمال إلى أربعة عشر عاملاً على أنه مشروع صغير أما المشروع الذي يستوعب من خمسة عشر عاملاً إلى تسعة وأربعين عاملاً على أنه مشروع متوسط وما زاد على ذلك فهو مشروع كبير.
- يعرف على أنه منظمة العمل الدولية: فقد عرفت المشروعات الصغيرة بأنها وحدات صغيرة الحجم تنتج وتوزع سلعا وخدمات وتتألف من منتجين مستقلين يعملون لحسابهم الخاص في المناطق الحضرية من البلدان النامية وبعضها يعتمد على العمل من داخل العائلة وبعضها الآخر قد يستأجر عمالاً وحرفيين ومعظمها يعمل برأس مال ثابت صغيرة أو ربما بدون مال ثابت.⁷⁸
- ويمكن القول بأن المشاريع تتضمن 03 عناصر أساسية:
 - **الموارد المادية:** ويتمثل بالآلات والمعدات والمواد الخام.
 - **الموارد البشرية:** يتمثل بالمهارات الشخصية في العمل
 - **الموارد الربح:** حيث يعتبر الهدف الأساسي من فتح أي مشروع تجاري ويتحقق عندما تتجاوز الأموال الواردة إلى المشروع للأموال الصادرة عنه.⁷⁹

⁷⁸ سيد سالم عرفة، الجديد في إدارة المشاريع الصغيرة ، دار الراية، الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص 63-63.

⁷⁹ كليفور.ميومباك، أسس إدارة الأعمال التجارية الصغيرة، مركز الكتاب الأردني، الأردن، 1989، ص 04.

2- خصائص المشاريع الصغيرة

هناك خصائص معينة تميزها عن غيرها من الصناعات وهي كما يلي:

- ملائمة أنماط الملكية من حيث حجم رأس المال وملائمته لأصحاب هذه المشروعات، حيث أن تدني رأس المال يزيد من إقبال من يتصفون بتدني مدخراتهم على مثل هذه المشروعات نظرا لانخفاض كلفتها مقارنة مع المشروعات الكبيرة.
- انخفاض الحجم المطلق لرأس المال اللازم لإنشاء المشروعات الصغيرة وذلك في ظل تعدي حجم المدخرات هؤلاء المستثمرين في المشروعات الصغيرة والمتوسطة.
- هناك النشأة هو مديرها إذ يتولى العمليات الإدارية والفنية وهذه الصفة غالبية على هذه المشروعات كونها ذات طابع أسري في أغلب الأحيان.
- الاعتماد على الموارد المحلية الأولية، مما يساهم في خفض الكلفة الإنتاجية وبالتالي يؤدي إلى انخفاض مستويات معامل رأس العمل.
- الارتقاء بمستويات الادخار والاستثمار على اعتبار أنها مصدرا جيدا للإدخارات الخاصة وتعبئة رؤوس الأموال.
- صعوبة العمليات السوقية والتوزيعية نظرا لارتفاع كلفة هذه العمليات وعدم قدرتها على تحمل مثل هذه التكاليف.
- تدني قدراتها الذاتية على التطور والتوسع، نظرا لإهمال جوانب البحث والتطوير وعدم الاقتناع بأهميتها وضرورتها.
- المرونة والمقدرة على الانتشار نظرا لقدرتها على التكيف مع مختلف الظروف من جانب مما يؤدي إلى تحقيق التوازن في العملية التموينية.
- صناعات مكملية للصناعات الكبيرة وكذلك مغذية لها.
- الإفتقار إلى هيكل إداري كونها تدار من قبل شخص واحد مسؤول إداريا وماليا وفي.
- تكلفة خلق فرص العمل فيها متدنية مقارنة بتكلفتها في الصناعات الكبيرة.⁸⁰

⁸⁰ سيد سالم عرفة، الجديد في إدارة المشاريع الصغيرة، مرجع سابق ، ص ص 64-65.

3- أهمية المشاريع الصغيرة

الأهمية الاقتصادية والاجتماعية للمشروعات الصغيرة:

- المساهمة في الحد من البطالة من خلال توفير فرص العمل بشكل مستمر؛
- المساهمة في تنمية المواهب والإبتكارات التقنية والإدارية وغيرها؛
- الإعتماد على الموارد المحلية ومخرجات المشروعات الكبيرة وبذلك تساهم في الحد من هدر تلك الموارد وتقليل الإستيراد؛
- مصدر هان لتزويد الصناعات الكبيرة بالعديد من الإحتياجاتها؛
- وسيلة للإستثمار المواد الأولية المحلية.⁸¹

4- أنواع المشاريع الصغيرة

• **إنتاجية صناعية:** هي مصانع الصغيرة وورش إنتاج سلع إستهلاكية تقوم بتحويل المواد الخام إلى منتجات نهائية.

• **خدمية:** كل مشروع يقدم خدمة للمستهلك مثل (إصلاح السيارات، خدمات سياحية... إلخ)

• **تجارية:** المشروعات التي تقوم بشراء سلع وإعادة بيعها لتحقيق ربح سواء تجارة الجملة أو التجزئة.

• **صناعة مغذية:**

كل مشروع ينتج قطع غيار أو أجزاء من منتج يحتاجه المصنع الكبير مثل صناعة قطع السيارات، صناعات مغذية للملابس.

• **زراعة وإنتاج حيواني:**

كافة المشروعات المرتبطة بإستصلاح الأراضي لزراعتها والأنشطة الزراعية وتربية الحيوانات والطيور والنحل والإنتاج الأول للموارد الغذائية بصفة عامة.⁸²

⁸¹المرجع السابق، ص 69.

⁸²المرجع السابق، ص 70-71.

ثانياً: أهم المصادر والعوامل والمعوقات وأسباب فشل المشاريع الصغيرة.

1- مصادر تمويل المشاريع الصغيرة:

تتمثل مصادر تمويل المشروعات الصغيرة في:⁸³

- **مصادر تمويل بنكية:** مثل الحصول على قرض تمويلي من أحد البنوك المحلية، أو الإستعانة بأحد برامج الإئتمان Credit، لكن الإختيار الأخير يضع قيوداً على المبالغ المتاحة للإستخدام في عملية التمويل.
 - **مصادر تمويل من جهات حكومية:** وهي قروض ومنح توفرها جهات حكومية لدعم المشروعات الصغيرة، أشكال هذا التمويل قد تكون نقدية أو أصول أو تسهيلات.
 - **مصادر تمويل من جهات خاصة مثل شركات القطاع الخاص:** وهي منح تمويلية بفوائد منخفضة ومميزات مختلفة تقدمها شركات القطاع الخاص.
 - **منصات التمويل الجماعي:** وهي منصات تربط بين أصحاب المشروعات والمستثمرين المهتمين بتمويل مشروعات معينة.
 - **رأس المال المخاطر:** يعرف أيضاً برأس المال المجازف وفيه يقوم المستثمر بتمويل المشروع من خلال شراء جزء من الأسهم الخاصة به.
- وطريقة إسترداده للتمويل تكون من خلال بيع هذه الأسهم فيها بعد عندما ترتفع قيمتها.
- **المستثمر الملاك:** يقوم هذا المستثمر بتمويل المشروع من ماله الخاص مقابل الحصول على حصة فيه أو سندات مالية قابلة للإسترداد.

2- العوامل الواجب توفرها لإدارة المشاريع الصغيرة :

يجب توافر عناصر أساسية لإدارة المشاريع الصغيرة منها:

- **الإطار التنظيمي:** وذلك يتمثل في تحديث الوظائف الإداري الرئيسية اللازمة للمشروع الصغير ومنها:
 - التخطيط للأعمال الصغير؛
 - التنبؤ بالسوق والطلب وتحديد الأهداف والأولويات؛
 - وضع البرامج والميزانيات والمعايير والمقاييس والخطط؛

⁸³المرجع السابق، ص 72.

- التنسيق بين الموارد والأنشطة والمتابعة والرقابة عليها؛
- حسن قيادة العاملين بما يحقق الأهداف الموضوعية.

● نظام المعلومات:

- معلومات عن السوق؛
- معلومات عن الطلب؛
- معلومات عن العملاء؛
- معلومات عن الموردين؛
- معلومات عن التجار؛
- معلومات عن الأسعار؛
- معلومات عن المنافسين؛
- معلومات عن النواحي الفنية وفرض التمويل؛
- معلومات عن أسواق المال.

وتفيد هذه المعلومات بعد تحليلها في:

- وضع نظم الأجور والحوافز والدوافع والتدريب؛
- تطوير المشروع؛
- فاعلية وظائف المشروع؛
- فاعلية القرارات.

● دراسة السوق:

نقل المشروعات الصغيرة عادة في تسويق منتجاتها بسبب عامل وأكثر من الآتي:

- عدم دراسة السوق؛
- عدم وجود نظام المعلومات التسويقي؛
- كمية إنتاج أكثر نسبيا مما سيستوعبه السوق المحلي؛
- ارتفاع تكاليف الإنتاج؛
- عدم المطابقة للمواصفات؛
- انخفاض الجودة؛
- عدم مناسبة المنتج للأذواق.

● الدراسة الفنية:

وتشمل الآتي:

- الأسلوب التكنولوجي المستهدف؛
 - المواد الخام والأجزاء الداخلة في العملية الإنتاجية؛
 - أنماط العدد والأدوات المستخدمة؛
 - نظم الشراء والتخزين المستخدمة.
- الدراسة المالية: كل الدراسات السابقة تحتاج إلى تمويل عن طريق صاحب المشروع (التمويل الذاتي) أو القروض، ولذا يحتاج إلى ترشيد في قراراته المالية من حيث:
- دراسة التوقعات النقدية؛
 - التنبؤ المالي؛
 - تحليل التكلفة والعائد.⁸⁴

3- معوقات المشاريع الصغيرة:

- يجب التعرف على معوقات التمويل وأثرها على تحقيق أهداف المشاريع الصغيرة حيث أنه دائماً المستثمر يلجأ إلى المصارف للإستدانة أو التمويل.
- وعند فشل المشروع أو عدم توفر السيولة لسداد أقساط القروض يصبح المستثمر عرضة للمساءلة القانونية، وقد تتوقف المشاريع وتفشل وظهرت مشاكل منها:
- افتقار الثقة بين القائمين على المشروع؛
 - عدم توفر ونقص الضمانات البنكية؛
 - مشكلة ارتفاع الضرائب؛
 - ندرة المواد الأولية؛
 - نقص الخبرة الإداري والإنتاجية؛
 - ضعف الرقابة المالية والمؤسسات الداعمة.
- ولذلك بالشروط التمويلية المسيرة تؤدي إلى زيادة حجم التمويل في مجال المشروعات الصغيرة وبالتالي تساهم في نجاح المشروعات، وتحسين مستويات المعيشية وزيادة فرص الاستثمار.

⁸⁴ سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص 73.

ويجب على البنوك التسهيل إجراءات منح التمويل لاعداد وتحقيق أهداف المشاريع.⁸⁵

4-أسباب فشل المشاريع الصغيرة

أن يبدأ صاحب المشروع بطريقة عشوائية وبرأس مال غير كافي أو بعدم الاهتمام بطريقة توزيعه (الاهتمام بالديكور والأثاث بالمظهر واهال الجوهر).

- إنعدام خبرت صاحب المشروع في نوع العمل الذي يزاوله واعتمادة على التعليق أو التكرار؛
- عدم وجود دراسة جدوى للمشاريع تتضمن المقدرة المالية لصاحب المشروع وأيضا المقدرة على إدارة المشروع بطريقة صحيحة وتقدير درجة المخاطر وتقسيم الفرص التي قد تصاحب المشروع؛
- عدم تدارك ما قد يكون محميا من متغيرات ذات تأثير سلبي على المشروع.⁸⁶

لكي تنجح المشاريع الصغيرة لابد من مراعات العديد من العوامل وهي:

- الدعم الحكومي والمصرفي؛⁸⁷
- توفر الريادة والإبداع لدى صاحب المشروعات (الإلتزام بالعمل، الثقةبالنفس..)؛
- الرقابة عن طريق مسك السجلات التي توضح نفقات المشروع وإيراداته والرقابة على الإنتاج لضمان كفاءة رأس المال.

⁸⁵سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص 74-75.

⁸⁶سيد سالم عرفة، مرجع سابق، ص 76.

⁸⁷ نبيل أو دياب، تعريف المنشآت الصغيرة والمتوسطة وأهميتها في التنمية الاقتصادية والاجتماعية ومتطلبات نجاحها والمعوقات التي تواجهها، ملتقى الدولي السادس بعنوان " دور المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية، عمان 2003، ص 12.

المحور الثالث: قرارات المالية

محاضرة 6: القرارات المالية

اولا: ماهية القرارات المالية

1- تعريف القرار المالي

القرار المالي هو القرار الذي يهدف إلى تعظيم قيمة المؤسسة، سواء كان يتعلق بالاستثمار أو التمويل أو توزيع الأرباح، ومن مميزات القرار المالي أنه ملزم للمؤسسة في غالبية الأحيان، الأمر الذي يستلزم الحرص الشديد عند اتخاذ هذا النوع من القرارات، بعض القرارات المالية تعتبر قرارات مصيرية قد تؤثر في نجاح المؤسسة وقدرتها على الاستثمار في السوق، تستغرق نتائج القرارات المالية زمنا طويلا نسبيا حتى يتمكن التعرف عليها، مما قد يؤدي إلى صعوبة إصلاح الخلل وإمكانية تداركه وهو مما يعكس الحاجة إلى مهارات خاصة وقدرات تحليلية مرتفعة لاتخاذ هذا النوع مع من القرارات المالية.⁽⁸⁸⁾

-**القرار المالي:** هو كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك الأصول (طبيعية، مالية) بحيث تهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى ربح وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.⁽⁸⁹⁾

2- خصائص القرارات المالية⁽⁹⁰⁾:

إن لعملية اتخاذ القرارات المالية عدة أهداف وخصائص سنتطرق إليها في هذا المطلب .

خصائص القرارات المالية:⁽⁹¹⁾

ومن خصائص القرارات المالية مايلي:

- القرارات المالية تتغلغل في جميع أوجه نشاط المنشأة.
- القرارات المالية هي قرارات ملزمة للمؤسسة ولذا وجب الحذر الشديد عند اتخاذ هذه القرارات.
- إن بعض القرارات المالية هي قرارات مصيرية.

⁸⁸ بالمختار يوسف ،دور نظم المعلومات والاتصالات في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أدرار ، 2016، ص14.

⁸⁹ سمية لزغم، أثر الهيكل المالي عمى القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، 2012، ص14.

⁹⁰إسماعيل السيد، نظم المعلومات لاتخاذ القرارات الإدارية، المكتبة العربية الحديثة، مصر، 2000، ص41.

⁹¹ زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط4، الأردن، 1996، ص16-17.

- إن نتائج القرارات المالية لا تظهر سريعا بل تستغرق زمنا قد يطول مما يؤدي إلى صعوبة إصلاح الخطأ إذا كانت القرارات خاطئة مما يتطلب من متخذ القرار الحذر والفتنة واستغلال المعلومات استغلالا عقلانيا.

3- أهداف القرارات المالية:

يتطلب المجال المالي كغيره من المجالات الإدارية الصلاحية في اتخاذ القرار أي أن المدير المالي يمتلك من المؤهلات والمهارات والصفات التي تمكنه من اتخاذ النسبة العظمى من القرارات، ونظريا فإن القرار السليم هو القرار الذي يترتب عنه زيادة الأرباح، وإذا ما تم إدخال عامل الوقت أو الزمن فهذا معناه أن القرار المتخذ قد يكون سليم في أي لحظة معينة حيث يكون خاطئ في أي لحظة أخرى.

لتقسيم القرارات المالية فلا بد أن ندرك أن اهتمام المسيرين لا يوجه فقط للأرباح في حد ذاتها، بل يوجه أيضا إلى توقيت هذه الأرباح، كما أن هدف تعظيم الربح هو هدف غامض لا يؤخذ بعين الاعتبار عنصر التوقيت أو عنصر الخطر، بالتالي يجب البحث عن هدف آخر للقرارات المالية وهو ما يتعامل مع التوقيت والخطر ليصبح الهدف هو تعظيم القيمة الحالية في المؤسسة وتنعكس في زيادة السعر السوقي للسهم في حال تداول أسهم المنشأة في سوق الأوراق المالية، لتحقيق هذا الهدف هناك منهج يجب إتباعه مع الأخذ بعين الاعتبار كل القوى التي تعرقل تحقيق الهدف وهذا المنهج هو:

- دراسة وتحليل البيانات الماضية أو التاريخية المتعلقة بالمشكلة الحالية والمستقبلية أيضا.

- تقييم هذه المعلومات والبيانات.

- تعتبر هذه الخطوة الأكثر أهمية لأنها تتعلق باتخاذ القرار.

- متابعة القرار.

إن الهدف الرئيسي الذي تهدف إليه القرارات المالية هو تعظيم القيمة الحالية للمنشأة كما ذكرنا سابقا وهناك أهداف أخرى تسعى الإدارة لتحقيقها وراء هذه القرارات وتتمثل في:

- 1- تحقيق مستوى ملائم من الأرباح وهو المستوى الذي لا يقل عن المستوى الذي تحققه المنشأة المماثلة والتي تتعرض لنفس الظروف ونفس الدرجة من المخاطر.

2- تحقيق سيولة نقدية كافية.

3- التشغيل وتحمل مصاريفه وأعبائه النقدية بشكل ملائم يضمن استمرار العمل.

4- سداد الديون في مواعيد استحقاقها بدون تباطؤ.

ثانياً: أنواع القرارات المالية

1- القرارات الاستثمارية:

• مفهوم القرارات الاستثمارية: يمكن القول أن القرار الاستثماري هو القرار الذي يقوم على اختيار

البديل الاستثماري الذي يعطي أبر عائد استثماري من بدلين أو أكثر.

تتخصر قرارات الاستثمار في اختيار نوع الموجودات التي يجب أن تستخدم من قبل إدارة الشركة

لتحقيق عوائد مستقبلية . (92)

• أنواع القرارات الاستثمارية. (93)

للقرارات الاستثمارية الكثير من التصنيفات ومن أهم هذه التصنيفات وأكثرها شيوعاً التصنيف

الآتي:

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 أمام عملية اختيار البديل

الأفضل بناء على مدى ما يعود عليه من عائد أو منفعة خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم يقوم بترتيب

أولويات الاستثمار طبقاً الذي يحكم تفضيلاً فإنه سيقوم بترتيب البدائل طبقاً لهذا المدخل.

قرار قبول أو رفض قرار الاستثمار: وفي هذه الحالة يكون أمام المستثمر بديل واحد لاستثمار أمواله في

نشاط معين أو الاحتفاظ بها، أي قبوله للفرصة أو رفضها لعدم إمكانية التنفيذ.

قرارات استثمار المناعة تبادلياً: وفي هذا النوع من القرارات توجد العديد من فرص الاستثمار ولكن في

حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص في نشاط معين فإن ذلك لا يمكن للمستثمر اختيار نشاط آخر.

⁹² عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2001،

ص38.

⁹³ حمزة محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن ، 2004 ، ص69.

القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة وعدم التأكد: يمكن اتخاذ القرارات في ظروف التأكد حيث تكاد تنعدم المخاطرة وذلك راجع لتوفر المعلومات والدراسة بالمستقبل ونتائجه، أما في ظروف المخاطرة فيتم اتخاذ القرارات الاستثمارية في ظل المخاطرة وذلك يرجع لقلة المعلومات المتوفرة، أما القرارات الاستثمارية التي تتم في ظروف عدم التأكد تعتبر مغامرة وغير مستحبة حيث تعتمد على الخبرات وذلك يعود لعدم توفر الحد الأدنى للمعلومات.

2- قرار التمويل:

- **مفهوم قرار التمويل:** هو القرار الذي يبحث في الكيفية التي تتحصل عليه الشركة على الأموال الضرورية لاستثمار، هي تلك القرارات المتعلقة بتحديد وصياغة هيكل التمويل لشركة الأعمال والتي تصل من خلالها إلى اختيار هيكل التمويل الأمثل لتعظيم القيمة السوقية للسهم.⁽⁹⁴⁾
- **مصادر التمويل⁽⁹⁵⁾:**

تقسم مصادر التمويل إلى مصادر أموال قصيرة الأجل ومصادر طويل الأجل:

مصادر التمويل قصيرة الأجل: إن التمويل قصير الأجل ذلك النوع من التمويل الذي يستخدم لتمويل الاستثمارات الجارية قصيرة الأجل، توجد عدة مصادر للتمويل قصير الأجل ويمكن إجمالها بنوعين أساسيين هما :

الائتمان التجاري: هو عبارة عن تمويل قصيرة الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامه كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، ويحتاج المشتري إلى هذا النوع من التمويل في حالة عدم كفاية رأس المال العامل.

الائتمان المصرفي: تحتاج المشاريع عادة خلال دورتها الاستثمارية إلى التمويل قصير الأجل خلال فترة زمنية محددة لتغطية الاحتياجات خلال هذه الدورة أو التوسع في نشاط المشروع، وعادة يشترط المصرف أن يتم تسديد قيمة القرض في فترة أقل من سنة .

⁹⁴ملكية زغيب وإلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 14-15/04 / 2009 ، ص1.

⁹⁵محمد عبد العزيز عبد الكريم، الإدارة المالية والتخطيط المالي، مكتبة عين شمس، مصر، 1995، ص96.

مصادر التمويل طويلة الأجل: هي تلك المصادر التي تكون مدتها أكثر من سنة وتستخدم في الاستثمارات الطويلة، أو لتلبية الاحتياجات الدائمة لبعض الأصول المتداولة ومنها :

أموال الملكية:

- **الأسهم العادية:** السهم وثيقة ذات قيمة اسمية واحدة تطرح للاكتتاب العام ولها القابلية على التداول وغير قابلة للتجزئة من قبل حاملها ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد، أي أنها أبدية على طول عمر المشروع .

- **الأسهم الممتازة:** وهي أسهم تمنح لحاملها مجموعة من الامتيازات التي تظهر الفرق بينها وبين الأسهم العادية المتمثلة في حصول حاملها على نسبة أرباح ثابتة ، حصول حامل السهم على حقه أولاً في حالة التصفية، وعلى غرار الأسهم العادية لا يحق لصاحب الأسهم الممتازة للتصويت عند انعقاد الجمعية العمومية.

الأموال المقترضة:

- **السندات:** هي أوراق مالية ذات قيمة اسمية واحدة تصدرها الشركة وتطرح للتداول إلى الأفراد والمؤسسات بهدف الحصول على تمويل طويل الأجل وبفائدة سنوية ولها تاريخ استحقاق.

- **القروض المصرفية طويلة الأجل:** إحدى مصادر التمويل طويل الأجل والتي تمنح مباشرة من الجهاز المصرفي وتكون مدتها أكثر من سنة، وتمنح مثل هذه القروض من البنوك ومؤسسات الأموال الأخرى المحلية من داخل البلد أو خارجية، ويتم تحديد مبلغ القرض وسعر الفائدة وطريقة الدفع بالاتفاق مع المقترض وكذلك أسلوب إعادة المبلغ المقترض.

3-قرارات توزيع الأرباح.

تصاحب قرارات الاستثمار وقرارات التمويل نوعاً ثالثاً من القرارات وهي قرارات توزيع الأرباح، وتتضمن مجموعة قرارات هذا النشاط كافة الأمور التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي على المساهمين من حملة الأسهم العادية، وزمن توزيع الأرباح.

• سياسة توزيع الأرباح:

تتضمن سياسات التوزيعات اتخاذ قرار بتوزيع أو احتجاز الأرباح عادة لإعادة استثمارها في المنشأة، وهناك سياسات عديدة نذكر منها:

- **سياسة فائض التوزيعات:** وتقوم هذه السياسة على أساس أن المستثمر يفضل قيام المنشأة باحتجاز الأرباح بدلا من إجراء توزيعات، إذا كان العائد الذي يحققه المنشأة على الأرباح المعاد استثمارها يفوق العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر بإعادة استثماره لأموال عند مستويات خطر مماثلة.
- **التوزيعات الثابتة:** والتي تنطوي على توزيع نسبة ثابتة من الأرباح، وتقوم الإدارة بزيادة النسبة إلا إذا كانت لها رؤية واضحة عن مستقبل أرباح المنشأة.
- **سياسة الحد الأدنى زائد الفائض:** والتي تنطوي على قيام المنشأة بإجراء حد أدنى من التوزيعات الثابتة وفي فترات التي ترتفع فيها أرباح المنشأة تقوم بإجراء توزيعات إضافية.
- **خطة إعادة استثمار التوزيعات:** تتيح هذه الخطة قيام المنشأة بطريقة مباشرة باستخدام التوزيعات في شراء أسهم إضافية لبعض الشركات، وتتلاءم هذه السياسة مع المستثمرين الذين لا يرغبون في الحصول على دخول حالية.
- **تجزئة الأسهم والتوزيعات في صورة أسهم:** تقوم المنشأة بزيادة الأسهم المصدرة، وغالبا ما يؤدي ذلك لتخفيض سعر السهم، بينما تدير عملية إجراء توزيعات في صورة أسهم إلى قيام المنشأة بدلا من دفع توزيعات نقدية على المساهمين بدفع أسهم إضافية.
- **إعادة شراء الأسهم:** تتضمن هذه العملية قيام المنشأة بشراء بعض الأسهم التي أصدرتها من قبل، وهو ما يترتب عليه تخفيض عدد أسهم المنشأة، ومن ثم زيادة ربحية السهم، وغالبا ما يؤدي ذلك إلى زيادة سعر السهم وهناك نوعين من عمليات شراء الأسهم الأولى عندما يتاح للشركة أموال نقدية لتوزيعها على المساهمين، حيث تقوم بتوزيع هذه الأموال من خلال شراء الأسهم بدلا من دفع توزيعات نقدية، أما النوع الثاني فقد ترى إدارة المنشأة أن نسبة حق الملكية مرتفعة في هيكل رأس مال المنشأة، وهو ما يدفعها إلى إصدار سندات واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم. (96)

⁹⁶ محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العيد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص 397.

رابعاً:مراحل اتخاذ القرار.

تمر عملية اتخاذ القرار بعدة مراحل كل مرحلة تحتاج إلى عدة خطوات وإجراءات بهدف الوصول إلى قرارات سليمة ، ويختلف عدد هذه الخطوات وطريقة ترتيبها باختلاف المفكرين وهناك عدة تصنيفات وكل تصنيف يمثل وجهة نظر معينة.

1- المرحلة التحضيرية: تتألف هذه المرحلة من ثلاث خطوات:

- إدراك المشكلة: تنشأ المشكلة نتيجة وجود خلاف بين الحالة القائمة والحالة المرغوب الوصول إليها أي تفاوت بين الأهداف أو النتائج المرجوة وبين مستوى الإنجاز أو الأداء الفعلي فيقوم الرجل الإداري بإتباع أسلوبين لحل المشكلة القائمة يهدف من خلالهما إما لتغيير الحالة القائمة أو تغيير الحالة المرغوب في تحقيقها.
- فهم المشكلة: يعني اكتشاف طبيعة المشكلة وارتباطها مع جوانب إدارية أخرى وغالبا ما تكون المشكلات في شكل :مشاكل تقليدية أو روتينية .مشاكل حيوية . وقد تكون مثل هذه المشاكل راجعة إلى ضعف التخطيط أو التنظيم أو السياسات الموضوعة.
- تحديد الأهداف: يتوجب على المدير من أجل حل المشكلة تحديد الأهداف التي سوف يتخذ القرار المناسب لتحقيقها . (97)

2- المرحلة التطويرية: وتتألف من خطوتين وهما:

- تحديد البدائل: البدائل هي الحلول أو الوسائل والأساليب المتاحة أمام الرجل الإداري لحل المشكلة القائمة وتحقيق الأهداف المطلوبة بحيث يجب القيام بدراسة كافية لتحديد البدائل معتمدا على خبرته السابقة في هذا المجال وعلى نتائج وتجارب الآخرين في نفس المجال وهذا في حدود الموارد المتاحة أمام متخذي القرار .
- تقييم البدائل: تعد هذه المرحلة صعبة جدا قياسا بالمرحل السابقة لأنها تتطلب تنبأ بحدوث المستقبل والظروف والعوامل التي تؤثر على القرار وهذا يقوم على معلومات يغلب عليها صفة عدم التأكد.

⁹⁷ خليل محمد السماع وآخرون، مبادئ إدارة الأعمال، مؤسسة دار الكتب للنشر والتوزيع، العراق، 102.

كما تتمثل صعوبة هذه المرحلة في أن المزايا وعيوب هذه البدائل لا تتضح بصورة واضحة أثناء دراسة المشكلة، لا كنها تظهر فعليا في المستقبل ويفترض أن يكون التقييم وفقا لمعايير وأسس موضوعية من أجل تبين مزايا وعيوب كل بديل من هذه البدائل وفي حالة المفاضلة يجب الأخذ بعين الاعتبار النواحي التالية:

- إمكانية تنفيذ البديل ومدى توفر الإمكانيات المادية والبشرية الملائمة اللازمة لتنفيذه .
- التكاليف المالية لتنفيذه والأرباح التي يتوقع تحقيقها والخسائر المحتملة الحدوث .
- الانعكاسات النفسية والاجتماعية لتنفيذه ومدى استجابة المرؤوسين للبديل وحسن توقيت تنفيذه. (98)

3- المرحلة النهائية: تتشكل من ثلاث خطوات:

• **اختيار البديل الأنسب:** في هذه المرحلة يتم اختيار البديل الأفضل من بين البدائل المتاحة للحل، وهنا يقوم المدير الإداري باتخاذ القرار إسنادا إلى البديل الأفضل الذي تم اختياره، ولكن قبل ذلك يجب التأكد من أن هذا البديل يلاءم كافة المتطلبات والعوامل الأخرى للمشكلة والتي لم تؤخذ بعين الاعتبار خلال المرحلة السابقة فقد يفضل أحيانا حلا آخر غير الحل أو البديل الأفضل لاعتبارات يراها المدير ضرورية مثل سهولة التنفيذ أو أن تكون الظروف الحالية للمنظمة لا تسمح بحل يتوقع أن يجب المقاومة كبيرة من قبل العاملين المسؤولين عن التنفيذ وهكذا فإن هذه المرحلة يراعى فيها عدة عوامل أهمها :

- الأخذ بعين الاعتبار الآثار المترتبة عن تنفيذ البديل الأنسب.

- مراعاة اختيار البديل الذي يساهم في تحقيق الأهداف الكلية للمنظمة. (99)

• **تنفيذ القرار:** تعد هذه المرحلة تابعة للمرحلة السابقة رغم أن القرار قد صدر والتنفيذ يأتي لجعل القرار واقعي وملمس خاصة بعد أن يضمن متخذ القرار تعاون وتفاعل الجميع على تنفيذ القرار، وهذا يتطلب دورا مهما من الرجل الإداري لانجاز تنفيذ القرار مثل القيام بأعمال التحفيز للعاملين ويعتبر القرار عديم القيمة والفائدة ما لم يتم تنفيذه.

⁹⁸ خليل محمد السماع وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص103.

⁹⁹ أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة "الاتصالات، المعلومات والقرارات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 2000، ص330.

- **المتابعة والملاحظة والمراقبة:** تتطلب هذه الخطوة من المدير متابعة تنفيذ القرار والتوجيه الذي يمارسه على رؤوسه المنفذين وعليه أن يقوم بأعمال الملاحظة لكيفية التنفيذ وهذا يتطلب المزيد من الأعمال الإدارية مثل الاتصال و الإرشاد، وبعد ذلك يعمل المدير على تسجيل كل معوقات تنفيذ القرار ويستخلص الأخطاء لتطوير الحلول في المستقبل.

خامسا: معايير اتخاذ القرارات المالية.

1- معايير اتخاذ القرارات في حالة المخاطرة وعدم التأكد:

- ثمة عدة أساليب يمكن استخدامها لتقييم المشاريع في ظروف الخطر وعدم التأكد من بينهما الانحراف المعياري والتباين ومعامل الاختلاف وغيرها .

• حالة المخاطرة:

- **التباين :** يعتبر التباين أحد المقاييس الإحصائية التي تستخدم في مجال تقييم المشاريع الاستثمارية فبحالة المخاطرة ،وهو يستخدم لقياس درجة الاختلاف بين المتغير العشوائي و القيمة المتوقعة وذلك حسب الظروف الاحتمالية ، وعلى هذا الأساس كلما كانت قيمة الانحراف المعياري صغيرة كان ذلك معناه انخفاض درجة الخطورة للمشروع والعكس.
- **الانحراف المعياري:** هو احد مقاييس التشتت للتوزيعات الاحتمالية، فالانحراف المعياري عبارة عن الجذر التربيعي للتباين.
- خلال المفاضلة بين المشاريع نختار المشروع الذي يحقق أكبر توقع رياضي بالقيمة الحالية الصافية وأضعف انحراف معياري، فإذا كان المشروع الذي يحقق أكبر توقع رياضي الصافي القيمة الحالية له انحراف معياري أكبر من الانحراف المعياري للمشروع المنافس، ففي هذه الحالة يتم اللجوء إلى حساب ما يسمى بمعامل الاختلاف أو معامل التباين.

- **معامل الاختلاف:** هو مقياس نسبي للمخاطر حيث يزودنا بحجم المخاطر للقيمة المتوقعة للتدفقات النقدية ويمكن حسابه بالعلاقة التالية:

CV: تمثل معامل الاختلاف حيث:

X : المتوسط الحسابي.

ثانياً: حالة عدم التأكد:

هناك عدة معايير لعل من أبرزها ما يلي:

- **معييار التشاؤم: max min :**

خلال هذا المعيار يختار البديل الذي يحقق أدنى قيمة لصافي القيمة الحالية لكل بديل، ثم نفاضل بينها لنختار البديل الذي يحقق أقصى قيمة حالية صافية.

- **معييار التشاؤم التام: (min min)**

ويتم من خلاله تحديد البديل الذي يمثل أدنى قيمة ثم يختار البديل الذي يحقق أدنى قيمة حالية.

- **معييار الندم: min max :**

تهدف هذه الطريقة إلى تخفيض معدل الندم متخذ القرار عند اختياره لبديل دون آخر تحت حالات الطبيعية المختلفة.

- **معييار التفاؤل: maxmax :**

في ظل الاعتماد على هذا المعيار في المفاضلة بين البدائل يفترض متخذ القرار أفضل الحالات التي سوف تحدث، وبالتالي يختار أفضل قيمة في كل بديل ثم يختار أفضل هذه القيم، وكذا يطلق على هذا المعيار أكبر قيمة للحدود القصوى.

2- معايير اتخاذ القرارات المالية في حالة التأكد:

وهي التي تفترض أن التدفقات الداخلة والخارجة للمشروع الاستثماري ويمكن معرفتها بدقة كاملة وبالتالي تحدد التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، وكذلك لكل عنصر من عناصر التدفقات في شكل رقم واحد تحمل معنى التأكد ويقصد بذلك أن يكون متخذ القرار على علم تام بالظروف التي سوف تحقق مستقبلاً.

ومن المعايير التي سوف تتخذ في حالة التأكد نجد:

- **معايير التقييم التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود.**

- **معييار فترة الاسترداد: DR**

- **تعريفها:** هي الفترة التي يستطيع المشروع إعادة رأس المال المستثمر، كما تعرف بأنها الفترة التي تتساوى في نهايتها إجمالي المنافع التراكمية للمشروع مع التكاليف الكلية التراكمية.⁽¹⁰⁰⁾

- **تقييم معيار فترة الاسترداد:**

يمكن القول أن معيار فترات الاسترداد يعتبر من أكثر المعايير استخداما وشيوعا، نظرا لسهولة توفر المعلومات اللازمة لاستخدامه، لذا بوسعنا القول أن هذا المعيار يمكن أن يعطي المستثمر الأفضلية للمشروع الذي يمكنه من استرداد رأس ماله بفترة أقصر، تجنباً للمخاطر، التي تزيد كلما طالت فترة الاسترداد ولكن على الرغم من المزايا التي يتسم بها معيار فترة الاسترداد إلا أنه تشويه عدة مساوئ أو عيوب أبرزها:

- لا يأخذ هذا المعيار الآثار المترتبة على تشغيل المشروع خلال عمر كامل بل يأخذ من الحساب فقط السنوات الأولى التي تسترد خلالها التدفقات النقدية الاستثمارية، ويهمل النتائج التي يؤدي إليها المشروع بعد ذلك

- يهمل معيار فترة الاسترداد القيمة الزمنية للنقود، أي اختلاف قيمة المبلغ النقدي نفسه باختلاف الزمن الذي يتحقق فيه

- **معدل العائد المحاسبي :**

- **تعريفه:** هو ذلك المعدل الذي يسمح بتحديد معدل معين لمردودية المشروع.

- **تقييم معيار العائد المحاسبي:** يتميز معيار معدل العائد المحاسبي بالبساطة والسهولة لهذا يستخدم بواسطة عدد من المنشآت كأداة لتقييم الاقتراحات الرأسمالية، وكذلك يعتبر أحد الوسائل الرقابية الذاتية على كفاءة المشروعات الاستثمارية، إذا ما تمت مقارنته بمعدل العائد المطلوب تحقيقه أو معدل الخصم أو تكلفة رأس المال، كما يمكنه من تحديد قيمة العائد الاقتصادي المتوقع تحقيقه من كل مشروع استثماري، إلا أنه توجد به مجموعة من النقائص نوجزها فيما يلي:

- لا يأخذ في الحساب القيمة الزمنية للنقود

¹⁰⁰ يوسف مبروك، تقييم فعالية الربحية التجارية للمشروع الاستثماري بمعيار VAN، مذكرة ماستر، تخصص مالية وبنوك، جامعة القاهرة، 2015، ص38.

- يعد مقياس غير عادل وثابت عند المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية

- يتجاهل العمر الإنتاجي للمشروع

- يعد أقل فائدة عند ترتيب المشروعات لأنه لا يراعي التوقيت الزمني للتدفقات النقدية الداخلة . (101)

3- معايير التقييم التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود:

• القيمة الحالية الصافية:

- **تعريف القيمة الحالية:** هي الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلية للمشروع وتكلفة الاستثمار أي رأس المال المستثمر كمقياس لقبول أو رفض أي مشروع ، وتكون أمام حالة رفض المشاريع VAN يعتبر سالبة أما إذا كانت موجبة فإنه سوف يقبل المشروع VAN المشاريع الاستثمارية إذ كان البدائل المقترحة، أما في حالة إذا كانت القيمة الحالية الصافية معدومة هذا يعني تساوي التدفقات النقدية والقيمة الأولية للاستثمار هي أيضا حالة رفض المشاريع الاستثمارية . (102)

- **تقييم معيار صافي القيمة الحالية الصافية:** في عملية التقييم والأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، فإنه يأخذ VAN رغم أهمية عليه مجموعة من النقائص منها:

- يفترض هذا المعيار ضمناً أن صافي التدقيق سوف يعاد استثماره بمعدل عائد مساوي لمعدل الخصم، ولا يوجد ما يضمن صحة هذا الافتراض.

- يتطلب احتساب هذا المعيار تحديد معدل الخصم المناسب مسبقاً. (103)

• معدل العائد الداخلي:

- **تعريفه:** هو ذلك المعدل الذي يجعل القيمة الحالية الصافية تساوي الصفر ، أي أن ذلك المعدل هو معدل العائد الداخلي ويكمن تعريف معدل العائد الداخلي لمشروع ما بأنه ذلك المعدل الذي

¹⁰¹ يحي غني الفخار، تقييم المشروعات، تحليل معايير ومؤشرات دراسة الجدوى وتقييم كفاءة الأداء، دار النشر الدجلة، العراق، 2010، ص185.

¹⁰² حفصة، زيرار، دورة دراسة الجدوى المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة ورقلة، 2013، ص12.

¹⁰³ مدحت القرشي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص91.

غذا تم استخدامه في خصم قيم المنافع والتكاليف المتوقعة خلال سنوات الإنتاج فإنه يساوي بين القيمة الحالية للمنافع الصافية والقيمة الحالية لتكاليف الاستثمار، وبعبارة أخرى فإن معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية للعوائد المتوقعة من المشروع مساوية للقيمة الحالية للتكاليف المتوقعة خلال عمره الاقتصادي .

- **تقييم معدل العائد الداخلي:** يتميز بمجموعة من الخصائص نذكر منها:
- يعد من أهم المعايير المستخدمة في المفاضلة بين الاقتراحات الاستثمارية المختلفة ويستخدمه البنك الدولي حالياً في كل أنواع التحليل المالي والاقتصادي للمشروعات وكذلك تستخدمه معظم المؤسسات التمويلية الدولية عند قبولها أو رفضها للمشروعات المقدمة إليها بغرض التمويل.
- إنه يسهل المفاضلة بين البدائل الاستثمارية على أساس معدل العائد.
- يعد من المعايير اللازمة والمفضلة للاستخدام في الحالات الآتية:
- عند تماثل المشروعات من حيث عناصر الاستثمار.
- عند عدم تقدير معدل العائد المرغوب تحقيقه إلا أنه يعاب عليه مجموعة من النقائص:
- لا يأخذ في الاعتبار فرص الاستثمار المتاحة للمشروع بعد انتهاء عمره الاقتصادي.
- الصعوبة في تكثف حساب هذا المعدل، لما يتطلبه ذلك من عمليات ومحاولات حسابية ورياضية لا تتطلبها المعايير الأخرى. (104)

محاضرة 7 : العائد والمخاطر وعلاقتها بالقرارات المالية

سنقوم بداية بدراسة العائد والمخاطر ثم ندرس طرفا علاقة العائد والمخاطر بالقرارات المالية

اولا: ماهية العائد

1- تعريف العائد:

لقد ذهب العديد من الباحثين والكتاب إلى إعطاء تعارف متعددة حول مفهوم العائد منطلقين بذلك من الزاوية التي ينظرون إليها.

- من وجهة النظر الاقتصادية فيعرف العائد على انه "الغلة" أو العائد هو المكافأة الذي يمني المستثمر نفسه بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع في المستقبل .
 - أما من وجهة النظر المحاسبية والمالية فينظر إلى العائد بأنه الزيادة في الإيرادات المتحققة عن تكاليف الموجودات المستخدمة في خلقها وهو الربح المحاسبي الظاهر بكشف الأرباح والخسائر وبهذا فإن الفرق بين الإيرادات الفعلية والنفقات الفعلية وهو ما يعبر عنه بالعائد إما صافي ربح أو صافي خسارة .¹⁰⁵
 - وينظر إليه Nothrup على انه ما يحصل عليه المستثمر من مبالغ بعد عودة مبلغ الاستثمار مضافا إليه مبلغ معين يمثل الربح وهي نتيجة عادلة نتيجة تحمله للمخاطر.
 - أما رياضيا فان مجموع العائد على الاستثمار هو مجموع التوزيعات النقدية أي على سبيل المثال، الأرباح أو دفعات الفائدة ، بالإضافة إلى التغيير في قيمة الاستثمار ، مقسوما على قيمته من بداية المدة .¹⁰⁶
- من خلال التعارف السابقة للعائد فيمكن أن يعرف العائد على انه بالإضافة إلى رأس المال المستثمر أو الأرباح التي يحصل عليها المستثمر في أصل معين وخلال مدة زمنية معينة كمكافأة عن تحمل مخاطرة الاستثمار.

¹ مطر محمد، " إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر ، ط4،الأردن 2009 ص66.

²الحضيري حامد العربي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع ، مصر، 2000، ص24.

2- خصائص العائد:

الدراسة الحالية أن العائد يحمل الخصائص الآتية :

- ان العائد يرتبط بنتيجة النشاط وقد يكون ربحاً أو خسارة.
 - يعتبر العائد بمثابة التعويض الذي يحصل عليه كمكافأة تحمل للمخاطرة التي قد ترافق العمل.
 - يتسم العائد بحالة عدم التأكد لان تحققه غير مضمون قد يتعرض العمل إلى خسارة بدلا من الربح.
- ويمكن تقسيم عوائد الموجودات إلى ثلاثة أشكال وهي كالآتي:
- **توزيعات الأرباح:** قد يكون العائد على شكل أرباح موزعة إذ ما كان الأصل المستثمر يمثل حق ملكية وبالتالي فان حامل السهم هو شريك في الحصول على الأرباح الموزعة إذا كانت سنة مربحة وكذلك يتحمل المخاطرة المتمثلة بالخسارة إذ ما تعرض الاستثمار في سنة معينة إلى خسارة
 - **الفوائد :** قد يأخذ العائد شكل دفع الفائدة على فترات متقطعة إذا كانت الأصول تمثل أموالاً مقترضة مثل السندات، وان دفع الفائدة قد يكون ثابت أو متغير، ولكن سواء كان ثابت أو متغير، فانه سوف يدفع للمقرض لطالما القرض غير مسدد.¹⁰⁷
 - **الأرباح الرأسمالية:** أما الشكل الثالث للعائد، والذي قد يكون أقل وضوحاً من أي من هذه الأشكال، وهو العائد الذي يأتي من التقدير في القيمة الرأسمالية للأصل. وان كثير من المستثمرين يستثمرون بأسهم المنشآت ليس فقط للحصول على الأرباح الموزعة على الأسهم سنوياً ولكن لأنهم يتوقعون قيمة الأسهم سوف ترتفع مع مرور الوقت ، وبعبارة أخرى إذا استطاع المستثمر بيع السهم بسعر أعلى من مبلغ الشراء فان الفرق بينهما يمثل الربح الرأس مالي

3- أنواع العائد:

هناك أنواع متعددة من العائد ، وان أكثر التقسيمات شيوعاً وقبولاً من المفكرين والباحثين هي كالتالي:

- **معدل العائد المتحقق أو الفعلي:** يشير معدل العائد السنوي المتحقق أو الفعلي على الاستثمار إلى معدل العائد الفعلي المتحقق عن النشاط التشغيلي للمنشأة الذي يحسب من بيانات كشف الدخل السنوي والميزانية العمومية السنوية للمنشأة ، وكما عرف بأنه التغير في ثروة المستثمر في نهاية

1- Howells Peter & Bain Keith " Financial market and institution" 5thed, published , prentice hall , 2007. P 193

المدة عما كانت عليه في بداية المدة . وعرف أيضا على انه المبلغ الفعلي المستلم من الاستثمار بالأسهم العادية والاحتفاظ بها لفترة زمنية معينة .

- **معدل العائد المتوقع :** يعرف العائد المتوقع على انه المتوسط الموزون لنتائج العائد المحتمل إذ تكون كل نتيجة مرتبطة باحتمال حدوثها , وعرف العائد المتوقع أيضا بأنه القيمة التي يتوقعها المستثمر للعوائد المحتملة حدوثها عند الاستثمار في مشروع معين أو هو العائد الدوري الذي يتوقع الحصول عليه من كل دينار مستثمر في موجودات المنشأة .
- **معدل العائد المطلوب :** هو أدنى عائد يمكن أن يقبل به المستثمر مقابل تحمله للمخاطرة وان هذا العائد يعتمد على درجة المخاطرة التي يصاحبه، أو هو الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول من المستثمرين قبل أن يذهب المال إلى الاستثمار وفي مستوى معين من المخاطرة.
- **العائد الرأس مالي:** يعرف العائد الرأسمالي بأنه العائد الذي ينتج عن الفرق بين سعر الشراء الحالي وسعر البيع في فترة لاحقة، وكذلك يعرف بأنه العائد المتحقق نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للموجود المستثمر، في نهاية المدة عما كانت عليه عند شراء الموجودات في بداية المدة .¹⁰⁸
- **العائد الدوري:** هو العائد المتحقق للمستثمر من خلال امتلاكه للموجود، أو هو العائد الإجمالي للوحدة الاقتصادية والذي يحصل عليه المستثمر على شكل أرباح موزعة بشكل دوري.

ثانيا: ماهية المخاطر

1- تعريف الخاطر:

لقد تم تعريف المخاطرة في اختصاصات متعددة ومختلفة

- **في اللغة** فإن الخطر مستوحى من كلمة لاتينية هي RESCARE أي RISQUE والتي تدل على الارتفاع في التوازن و حدوث تغير ما بالمقارنة مع ما كان منتظرا و الانحراف عن المتوقع
- **أما مصطلحا** هو ذلك الالتزام الذي يحل في جوانبه الربية وعدم التأكد المرفقين باحتمال وقوع النفع أو الضرر حيث يكون الضرر إما تدهورا أو خسارة.

1- Howells Peter & Bain Keith " Financial market and institution " , le meme reference p194

• بينما في قاموس الخطر فقد عرفت بأنها التعرض للخسارة أو الضرر أو تعرف المخاطرة بأنها نتائج القرارات المالية والاقتصادية التي هي دائما تكاد تكون غير معروفة في الوقت الذي يتم اتخاذ القرارات¹⁰⁹.

- بصورة عامة تعرف المخاطر على أنها درجة من عدم اليقين من قبل المستثمر حول العائدات المستقبلية التي يمكن الحصول عليها من قبل المستثمر من خلال الاستثمار في أصل معين.
- عرفت المخاطرة أيضا على أنها الحالة التي يوجد فيها احتمال الانحراف عن النتائج المرجوة التي يتوقع أو يأمل بالحصول .

2- أنواع المخاطر:

إن التقسيمات العامة للمخاطرة التي اعتمد عليها عدد من الباحثين هي:

- **المخاطرة النظامية:** يمكن تعريف المخاطر النظامية أو ما تسمى بمخاطرة السوق هي المخاطر التي لا يمكن القضاء عليها ولا يمكن توقع وقت وقوع الحدث فيها، وبالتالي فإن هذا النوع من المخاطرة لا يمكن تخفيضها أو القضاء عليها عن طريق عملية التنوع . ويشتمل هذا النوع من المخاطرة بالضرر وف الاقتصادية و السياسية والاجتماعية لان المنشآت سوف تتأثر جميعها بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة.

- **مصادر المخاطرة النظامية:** يمكن تصنيف أو تحديد مصادر المخاطرة المنتظمة كالتالي:
مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة: هي حساسية التغير في قيمة الموجود للتغيرات في أسعار الفائدة في السوق، وبالتالي فإن التغير في سعر الفائدة يؤثر ارتفاعا أو انخفاضاً على الأصول الاستثمارية المتاحة وتعرض للمخاطرة الناتجة عن الاختلاف بين العائد المتوقع ومعدلات العائد الفعلية نتيجة تأثير التغير في سعر الفائدة في السوق خلال مدة الاستثمار.

مخاطر انخفاض القوة الشرائية : إن السبب الرئيسي لانخفاض القوة الشرائية هو معدلات التضخم التي قد يعاني منها بلد معين، وهذا يعني أن القوة الشرائية بالنسبة لرأس المال المستثمر في الوقت الحالي

¹ بريكهام اوجين و ايرهارت ميشيل " الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي " ترجمة سرور علي إبراهيم سرور , الكتاب الأول , دار المريخ للنشر , الرياض، 2009، ص22.

تختلف عن قدرته بعد مرور سنة أو أكثر على الاستثمار نتيجة ارتفاع معدلات التضخم، وإن الاستثمارات التي تكون معدلات الفائدة فيها ثابتة مثل السندات تكون أكثر عرضة لهذا النوع من المخاطرة

المخاطرة الغير نظامية : هي المخاطرة التي تصيب شركة معينة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن النشاط الاقتصادي، وتتمثل هذه العوامل بالإضراب العمالي في شركة محددة و الأخطاء الإدارية وبذلك يكون هذا النوع من المخاطرة مستقلة ليس لها علاقة بالسهم .

إن المخاطرة الغير نظامية تتسم بالخصائص الآتية:

- يمكن تجنب المخاطرة الغير نظامية بالتنوع.
- تنشأ المخاطرة الغير نظامية عن عوامل تنفرد بها المنشأة ويقتصر تأثيرها على المنشأة نفسها فقط .
- تقاس المخاطرة الغير نظامية بمعامل التباين.¹¹⁰

• مصادر المخاطرة الغير نظامية :

- **مخاطر الإدارة :** وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب سوء تصرف إدارة المنشأة أو هي مقدار الأخطاء التي ترتكبها الإدارة التي تؤثر على العوائد المستقبلية للمنشأة بالرغم من قوة المركز المالي للمنشأة وجودة المنتجات أو الخدمات التي تقدمها
- **مخاطر الصناعة :** تعرف مخاطر الصناعة بأنها المخاطر التي تنتج نتيجة عوامل عديدة تؤثر على قطاع صناعي معين ويكون هذا التأثير واضح وملحوس دون أن تؤثر هذه المخاطرة على قطاع آخر
- **مخاطر الرفع التشغيلي :** تقاس مخاطر الرافعة التشغيلية من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة، فترتفع مخاطرة الرافعة التشغيلية كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في رأس مال المشروع .

¹ريكهام اوجين و ايرهارت ميشيل " الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي"، مرجع سبق ذكره، ص 228.

- **مخاطر الرفع المالي:** تزيد مخاطر الرافعة المالية أي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، و تقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون و إجمالي الأصول، و مع افتراض تثبيت كافة الأمور و الأشياء الأخرى فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام المنشأة للرافعة المالية، و هو ما يطلق عليه مخاطر الرافعة المالية. مع قيام المنشأة باستخدام المزيد من الرافعة المالية ترتفع مصاريف الفائدة الثابتة بها، و هذه الزيادة تؤدي إلى رفع نقطة التعادل الخاصة بها ، وتنقسم مخاطر الرفع المالي إلى قسمين هما التمويل الداخلي أو تمويل الملكية و التمويل الخارجي أو تمويل الاقتراض.
- **المخاطرة الكلية:** وتعرف بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية أو أي استثمار آخر ،وتشمل هذه المخاطرة حاصل جمع كل من المخاطرة النظامية والمخاطرة الغير نظامية لأي استثمار ¹¹¹.

ثالثا: علاقة العائد والمخاطر بالقرارات المالية

باعتبار أن الهدف الرئيسي الذي تسعى إليه الإدارة المالية هو تعظيم ثروة الملاك، والتي تأتي من تعظيم القيمة السوقية لهذه الثروة، وتعظيم هذه الثروة هو محصلة القرارات المالية سواء كانت قرارات التمويل أو الاستثمار، وتؤثر القرارات المالية من خلال تأثيرها على حجم العائد المتوقع الحصول عليه، وأيضا بتأثيرها على حجم المخاطر التي تتعرض لها .

1-العلاقة بين العائد والمخاطرة :

لقد تم تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة وفق نظريتين وهما نظرية المنفعة ونظرية المبادلة :

- **نظرية المنفعة للعلاقة بين العائد والمخاطرة :** يعتبر قانون المنفعة من بين الأساليب التي قدمت تفسير جيد لهذه العلاقة في ظل السلوكيات المختلفة للمستثمرين وكيفية اختيار الاستثمار الأمثل، فالمستثمر عندما يحقق عائد فإنه يحقق منفعة ويلبي إشباع من إشباعاته .
- كما أن هذه النظرية بنيت على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار وبنص هذا الافتراض على انه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يبين ميل وسلوك المستثمر اتجاه عائد الاستثمار والمخاطر

¹بريكهام اوجين و ايرهارت ميشيل، مرجع سبق ذكره، ص 228.

المرتتبة عليه، ومن خلال منحني العلاقة بين العائد والمخاطر نجد أن هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطر، بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة في العائد، وتتوقف درجة العوائد والمخاطر على نوعية وطبيعة المستثمر .

• **المبادلة بين العائد والمخاطر**: لا بد لأي قرار مالي سواء كان قرار استثمار أو قرار تمويل إن يتحمل قدر من العوائد والمخاطر، ويختلف حجمها حسب درجة قبول المستثمر للمخاطرة، ومن أهم العوامل التي تتحكم في هذه القرارات ما يلي :

- نوعية المستثمر
- أهداف المستثمر من العملية
- حجم الأموال المتاحة
- حجم المحفظة الاستثمارية

ولاتحاد القرار لا بد من القيام بعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة ، فعلى المستثمر أن يحدد توليفة الموازنة لديه بين العائد والمخاطرة، من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق الرضا وفقاً لدرجة الخطر المقبولة لديه، لذا يعتبر العائد من أهم العوامل التي تدخل في عملية اتحاد القرارات المالية، ومما سبق نجد أن العلاقة بين العائد والمخاطر هي علاقة تعويضية أو توازنية وذلك انه كلما ارتفعت المخاطر المترتبة عن القرار المالي لا بد من تعويضه .¹¹²

2- نماذج اختيار القرارات المالية:

ظهرت مجموعة من النماذج التي قدمت تفسيرات مقبولة لاختيار القرارات المالية على أساس الموازنة في العلاقة بين العائد والمخاطرة نذكر منها :

• **نموذج تسعير الأصول الرأس المالية CAPM**: قدم هذا النموذج "وليامشارب" سنة 1964 م، وقيس هذا النموذج مخاطر الورقة المالية عن طريق تحديد حساسية التغير في عائد الورقة المالية بالنسبة للتغير في عائد السوق

1- GITMAN, LAWRENCE J PRINCIPLE OF MANAGERIAL FINANCE 9TH ED NY DONNELLEY AND SONS COMPANY, 2000 P 239

- **خط سوق الأوراق المالية SML :** هو المنحنى الذي يمثل معادلة نموذج تسعير الأصول الرأس المالية ,وهو عبارة عن خط مستقيم الذي يوضح العائد المطلوب لكل مستوى من مستويات المخاطر السوقية (بيتا)
- **نموذج تسعير المراجعة :** يقوم هذا النموذج على أساس إدخال تأثير العوامل الخارجية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية وكذا العوامل الداخلية الخاصة بكل شركة .¹¹³

1- GITMAN, LAWRENCE J **PRINCIPLE OF MANAGERIAL** ,OP, cit , P 240.

المحاضرة 8: مؤشرات تقييم الاداء المالي

أولاً: ماهية تقييم الأداء المالي

يحتل موضوع تقييم الأداء أهمية كبرى للمؤسسات خاصة في الفترة الحالية نظراً لما يشهده العالم من تغيرات متسارعة وإفلاس العديد من المؤسسات الكبرى، ويهدف تقييم الأداء في المؤسسات إلى قياس مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة لديها. وسنتطرق في هذا المبحث إلى مفهوم تقييم الأداء وأهميته وخطوات وأهداف تقييم الأداء المالي، وكذلك مصادر معلومات تقييم الأداء المالي في المؤسسة.

1- تعريف الأداء المالي:

- يكمن في فعالية تعبئة واستخدام الوسائل المالية المتاحة.¹¹⁴
- يتمثل في قدرة المؤسسة على بلوغ أهدافها المالية بأقل التكاليف الممكنة.¹¹⁵
- ومن التعريفين نستنتج أن الأداء المالي هو مدى قدرة المؤسسة على تخفيض تكاليفها وزيادة الإيرادات من أجل الوفاء بالتزاماتها، وبذلك تكون المؤسسة حققت أهدافها المالية.
- تقييم الأداء هو عبارة عن وصف لوضعيتها المالية الحالية، و تحديد الاتجاهات التي ستخدمها بغية الوصول لتحقيق أهدافها المسطرة ، بالاستعانة بالقوائم المالية و مدى قدرة المؤسسة في استغلال مواردها المختلفة لتغطية ثروتها.¹¹⁶

2- خصائص تقييم الأداء المالي

- مدى تحقيق الربحية في ظل الإمكانيات المادية و المالية المتاحة.
- تحديد أفضل مزيج مرغوب فيه من الأصول وذلك يتضمن إفراز حجم ونوع الاستثمار المناسب وتحديد الحجم المناسب من رأس المال والديون سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل .
- مدى قدرة المؤسسة على تبيد التزاماتها أن فترتها المالية هذا المؤشر ضروري لأي مؤسسة لاكتساب السمعة الجيدة مع الزبائن وبالتالي تحقيق النمو والاستمرارية .

¹¹⁴تالي رزيقة، تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة البويرة، 2011-2012، ص17 .

¹¹⁵فتيحة حجاج، تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التحليل المالي، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013-2014، ص03.

¹¹⁶عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس و تقييم، مذكرة الماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2001 ، ص 27 .

- مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة .
- أثر السياسات المالية المتبقيات من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة .

3- أهمية تقييم الأداء المالي

- متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعته والعمل على تحسينه.
- متابعة ومعرفة الظروف المالية والاقتصادية المحيطة.
- المساهمة في إجراء عملية التحليل والمقارنة وتقييم البيانات المالية.
- المساعدة في فهم البيانات المالية .

4- أهداف تقييم الأداء المالي

تتعدد الأطراف التي تقوم بعملية التقييم، فقد يقوم بها المسير داخل المؤسسة، أو مكتب دراسات خاص، أو البنك الذي يجري دراسة مسبقة قبل إقراضه لزبونه مبلغ من المال، ولكل طرف أهدافه الخاصة إلا أن أهداف عملية التقييم تتمثل عموماً في مايلي :¹¹⁷

- الوقوف على مستوى إنجاز المؤسسة، مقارنة بالأهداف المدرجة في خطتها الإنتاجية .
- اتخاذ القرارات حول الاستثمار، أو التمويل، أو توزيع الأرباح أو تغير رأس المال.
- الوقوف على مدى كفاءة استخدام الموارد المتاحة بطريقة رشيدة، تحقق أكبر عائد بتكاليف أقل.
- تبيان أهم نقاط القوة والضعف للمؤسسة، والتي تساعد المقيم على تقييم المؤسسة.

ثانياً: مصادر معلومات تقييم الأداء المالي

إن أول مرحلة في عملية التقييم هي مرحلة جمع المعلومات، فجمع المعلومات هي نقطة الانطلاق ، فيشترط للمعلومات أن تكون بالجودة وفي الوقت المناسب، تقسيم مصادر المعلومات يختلف حسب كل باحث، فمنهم من يقسمها إلى مصادر داخلية وخارجية ويقسمها باحث آخر إلى المعلومات العامة، المعلومات القطاعية، المعلومات الخاصة بالمؤسسة... الخ.

التقسيم الذي سيتم انتهاجه في هذا البحث هو :مصادر خارجية وتضم المعلومات العامة والمعلومات القطاعية ومصادر داخلية تظم المعلومات التي تتعلق بنشاط المؤسسة .

1- المصادر الخارجية

¹¹⁷ليندة غربة، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام نسب النشاط و الربحية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014-2015، ص05 .

تتحصل المؤسسة على هذا النوع من المعلومات من محيطها الخارجي، وهذه المعلومات يمكن تصنيفها إلى نوعين من المعلومات.

- **المعلومات العامة :** تتعلق هذه المعلومات بالظرف الاقتصادي حيث تبين الوضعية العامة للاقتصاد في فترة معينة وسبب اهتمام المؤسسة بهذا النوع من المعلومات هو تأثر نتائجها بطبيعة الحالة الاقتصادية للمحيط كالتضخم والتدهور، حيث تساعد هذه المعلومات على تفسير نتائجها والوقوف على حقيقتها.
- **المعلومات القطاعية :** فهذا النوع من المعلومات عموما تتحصل عليه المؤسسة من إحدى الأطراف التالية: النقابات المهنية، النشرات الاقتصادية، المجلات المتخصصة، بعض المواقع على الانترنت... الخ. لكن هذا النوع من المعلومات يظل غائبا في معظم الدول النامية كالجزائر، وبالتالي القيام بدراسة اقتصادية أو مالية وافية تعد عملية صعبة جدا.¹¹⁸

2- المصادر الداخلية:

- **الميزانية :** هي تصوير الوضع المالي أو الحالة المالية للمؤسسة وذلك في لحظة زمنية معينة . وهي جدول يظهر في جانبه الأيمن مجموعة الأصول وجانبه الأيسر الخصوم التي تمتلكها المؤسسة بحيث تحافظ على تساوي الطرفين .
- **جدول حسابات النتائج :** ولقد عرف النظام المحاسبي المالي جدول حسابات النتائج بأنه (بيان ملخص للأعباء والمنتجات المنجزة من الكيان خلال السنة المالية، ولا يأخذ في الحساب تاريخ التحصيل أو تاريخ السحب، ويبرز بالتمييز النتيجة الصافية للسنة المالية (ربح أو خسارة)).
- **جدول تدفقات الخزينة :** يعتبر جدول تدفقات الخزينة لوحة قيادة أمام قمة الإدارة المالية بحيث تتخذ على ضوءها القرارات الهامة و الإستراتيجية كتغيير النشاط أو توسيعه أو الانسحاب منه.
- **الملاحق :** وهي وثائق تحتوي على تفاصيل ضرورية ومعلومات مكملة لتلك الموجودة في الميزانية و جدول حسابات النتائج حيث يشترط في الملاحق أن تقدم توضيحات عن العناصر الضرورية و ذلك احتراما لمبدأ الصورة الوافية .¹¹⁹

¹¹⁸تالي رزيقة، مرجع سبق ذكره ، ص ص 23-24 .

¹¹⁹فتيحة حجاج، مرجع سبق ذكره ، ص 06 .

ثالثاً: خطوات تقييم الأداء المالي

يمكن تلخيص عملية تقييم الأداء المالي بالخطوات التالية:¹²⁰

- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية وقائمة الدخل، حيث إن من خطوات الأداء المالي إعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء الشركات خلال فترة زمنية معينة.
- احتساب مقاييس مختلفة لتقييم الأداء مثل الربحية والسيولة والنشاط و الرفع المالي والتوزيعات، وتتم بإعداد وإختيار الأدوات المالية التي ستستخدم في عملية تقييم الأداء المالي.
- دراسة وتقييم النسب، وبعد إستخراج النتائج يتم معرفة الإنحرافاتو الفروقات و بواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي و مقارنته بالأداء المتوقع أو مقارنته بأداء الشركات التي تعمل في نفس القطاع
- وضع التوصيات الملائمة معتمدين في عملية تقويم الأداء المالي من خلال النسب، بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على الشركات للتعامل معها ومعالجتها .

¹²⁰ محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، دار الجامد للنشر و التوزيع الطبعة الأولى، الأردن، 2010، ص ص 51-52 .

رابعاً: مؤشرات تقييم الأداء المالي

مؤشرات تقييم الأداء المالي هي مؤشرات كمية تسهل عملية حسابها، و هي في مجملها مؤشرات مالية أو نقدية و هذا يعود إلى طبيعة المعلومات المعتمد عليها في تقييم الأداء المالي. بالإضافة إلى كون المؤشرات مالية فهي في صيغ نسبية .

1-التوازن المالي:

- **تعريف التوازن المالي:** يمكن تعريف التوازنات المالية بأنها النقابل ألقيمي والزمني بين الموارد المالية في الميزانية من جهة واستعمالاتها من جهة ثانية، حيث تختلف عناصر الموارد في مدة استعمالاتها التي ترافق استحقاقها وكذلك تختلف عناصر الاستعمالات التي توافق درجة ثبوتها.

- **الميزانية المالية و الميزانية الوظيفية:**

- **الميزانية المالية (سيولة-استحقاق):** تقوم الميزانية المالية على التمييز بين درجة سيولة الأصول من جهة ودرجة استحقاق الخصوم من جهة ثانية، حيث ترتب الأصول وفقاً لدرجة سيولتها المتزايدة أما الخصوم فترتب وفقاً لدرجة استحقاقاتها المتزايدة، الأمر الذي يسمح بتقييم الخطر المالي للمقرض (خطر عدم الملاءة) وقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل.¹²¹

- **الميزانية الوظيفية :** عرف المؤلف Hubert de la Bruslerie الميزانية الوظيفية بأنها : ميزانية تقوم على أساس إحصاء للموارد والاستخدامات في المؤسسة وفق مساهمتها في مختلف الدورات الاقتصادية، حيث تعبر خزينة المؤسسة في لحظة ما عن صافي الموارد والاستخدامات المتراكمة، ويقصد بالدورات الاقتصادية : دورة الاستثمار، دورة التمويل، دورة الاستغلال .

2-مؤشرات التوازن المالي:

- **رأس مال العامل :**

- **تعريفه :** رأس المال العامل هو الفائض الأصول المتداولة على ديون قصيرة الأجل، إن هذا التعريف يعطي الطابع الديناميكي لرأس المال العامل بحيث يسمح لنا بملاحظة الفرق بين الأصول المتداولة والديون بـ قصيرة الأجل في وقت معين، من هذا يستنتج أهمية رأس المال العامل في :

¹²¹ لزعر محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماستر، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012، ص ص 89 - 90 .

- كونه مؤشر يهدف لتجسيد التوازن المالي
- كونه هامش أمان يحقق الملاءة (قدرة المؤسسة على التسديد) على المدى القصير.

- حالات رأس المال العامل الصافي :

بصفة عامة هناك ثلاث حالات لرأس المال العامل و هي :

أ. رأس المال العامل الصافي موجب $FR > 0$

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

ب. رأس المال العامل الصافي سالب $FR < 0$

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

ت. رأس المال العامل الصافي معدوم $FR = 0$

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

• الاحتياج في رأس المال العامل BFR:

- تعريفه: مرتبط بدورة الإستغلال وبالتسيير في المدى القصير، وتحليل التطور لما تملكه المؤسسة وما

تحتاج له، فاحتياجات رأس المال العامل هو ذلك الجزء من إحتياجات دورة الإستغلال.

ويمكن تجزئة الاحتياج في رأس المال العامل إلى :

أ-الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال BFR_{ex}: هو الجزء من إحتياجات رأس المال العامل المرتبط بالنشاط العادي للمؤسسة .

ب- الاحتياج في رأس المال العامل خارج للاستغلال BFR_{hex} : هو الجزء من إحتياجات رأس المال العامل الذي يخص النشاط الغير العادي للمؤسسة .

• الخزينة الصافية:

- تعريف: يمكن تعريف خزينة المؤسسة على أنها { مجموع الأموال التي تكون تحت تصرفها خلال دورة الإستغلال، وتشمل صافي القيم الجاهزة أي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة }.

خامسا: تقييم الأداء المالي عن طريق المؤشرات و النسب

النسب المالية كثيرة ومتنوعة بتنوع تصنيف كل باحث، وعلى كل مسيراختيار أهم هذه النسب، وعليه حاولنا أن نركز في دراستنا على النسب التي نراها أكثر أهمية فعالية.

1-تقييم الاداء المالي عن طريق مؤشرات السيولة و نسب الهيكلية المالية :

• نسب السيولة:

يقصد بنسب السيولة تلك النسب التي تقيس مقدرة المؤسسة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) لديها من نقدية وأصول أخرى يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة نسبيا (الأصول المتداولة)، وتعد نسب السيولة من الأهمية بمكان الإدارة للإدارة والملاك والمقرضين الذين يقدمون للمنشأ ائتمان قصير الأجل.¹²²

• نسبة السيولة العامة :

تشير نسبة السيولة العامة أو نسبة التداول إلى قدرة الشركة على مواجهة الخصوم المتداولة ويتم حساب هذه النسبة بقسمة الأصول المتداولة والخصوم المتداولة .

وتسمى هذه النسبة أحيانا بنسبة رأس المال العامل لأنها عبارة عن نسبة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة وهما مكونات رأس المال العامل .

• نسبة السيولة السريعة (المختصرة) :

تعتمد هذه النسبة على أن الأصول سريعة التحويل إلى النقدية لقياس درجة سيولة المنشأ ويرجع ذلك إلى أنه عادة ما تواجه المنشأ بعض الصعوبات عند قيامها بتصريف المخزون بل إن البعض يرى أن المشاكل النقدية التي تواجه المشروعات تكون عادة ناتجة عن فشل المؤسسة في بيع مخزونها من المنتجات تامة الصنع بقيمة التصنيع .

¹²² منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة، مصر، 2003

• نسبة السيولة الفورية :

تعتبر هذه النسبة السيولة أكثر النسب صرامة لتقييم المؤسسات من ناحية السيولة، حيث تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد كل ديونها القصيرة الأجل بالاعتماد على السيولة الموجودة حالياً تحت تصرفها فقط، دون اللجوء إلى كل قيمة غير جاهزة، لأنه من الصعب على المؤسسة أن تتوقع المدة الأزمة لتحويل المخزون إلى سيولة جاهزة، كما يصعب عليها تحويل القيم غير الجاهزة إلى السيولة دون أن تفقد مكانتها وسمعتها في السوق .

إذا ارتفعت هذه النسبة عن الواحد الصحيح فهذا يعني أن الاحتمالات التالية :

- تراجع نشاط المؤسسة.

- نقص تجديد الاستثمارات.

- فائض في النقديات غير مستغل و عرضة للتدهور في القيمة.

ملاحظة : هناك من يعطي للنسبة السيولة السريعة و السيولة الجاهزة المجال بين 30% إلى 50% و 20% إلى 30% على الترتيب .

2- نسب التمويل و الإستقلالية المالية:

• نسبة التمويل الدائم :

تعتبر هذه النسبة عن مدى تغطية الأموال الدائمة للأصول الثابتة في المؤسسة و حتى تكون هذه النسبة كمؤشر إيجابي للمؤسسة فإنه يجب أن تكون قيمتها تساوي الواحد على الأقل، أي قيمة الأموال الدائمة مساوية لقيمة الأصول الثابتة وهو ما يجعل رأس المال العامل معدوما .¹²³

• نسبة التمويل الخاص :

توضح هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على الاعتماد على أموالها الخاصة في تمويل الاستثمارات، وكلما كانت النسبة أكبر من الواحد دل ذلك على القدرة الاستقلالية للمؤسسة في التمويل الذاتي لاستثماراتها .

• نسبة التمويل الخارجي :

تقيس هذه النسبة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي، و كلما قلت هذه النسبة زادت ثقة الممولين في المؤسسة أكثر و زاد يقينهم بقدرة المؤسسة على سداد ديونها .

¹²³ منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، مصر،

- **نسبة الاستقلالية المالية :**

تقيس هذه النسبة درجة استقلال المؤسسة عن دائئيتها ، عادة ما يفضل المليون أن تكون هذه النسبة محصورة بين 1 و 2 ، إذا كانت كذلك فإن البنك يوافق على إقراض المؤسسة .

3-تقييم الأداء المالي عن طريق نسب المردودية و نسب النمو:

- **نسب المردودية :**

تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستمر في تحقيق النتائج المالية، والمردودية قيد أساسي لكل مؤسسة ترغب في البقاء والنمو في ظل واقع تنافسي مستمر .

- **المردودية الإقتصادية :** وتعتبر هذه النسبة عن حسن تسيير وكفاءة المؤسسة في استخدام الأمثل

لمواردها لتحقيق الأرباح، وكلما ارتفعت كلما دلت أن مردودية المؤسسة جيدة .¹²⁴

- **المردودية المالية :** وتفيد هذه النسبة في معرفة الربح المتحصل عليه في كل دينار مستعمل من

الأموال الخاصة ، ويستحسن أن تكون هذه النسبة مرتفعة حتى تمكن المؤسسة من اجتذاب أكبر عدد من المساهمين عند الحاجة .

- **نسب النمو:**

تقيس نسب النمو مدى التوسع والتقدم الذي تحققه الشركة على مر الزمن. فالنمو هدف مرغوب فيه إذ أنه يمكن من توسيع الشركة، تطوير منتج، تحسين طرق إنتاجها، زيادة عدد الوظائف فيها أفقيا وعموديا مما يسمح بتدرج المدراء إلى الأعلى وخلق وظائف جديدة، وزيادة أرباحها مما يوفر دخل أكبر للعاملين في الشركة عن طريق المكافآت وزيادة الرواتب، وعائد أعلى للمساهمين. ولحجم معدل النمو أهمية خاصة حيث أنه يمكن المحلل المالي من تحديد طبيعة نمو الشركة. فإذا كانت الشركة تنمو بمعدلات تتناسب مع معدلات نمو الإقتصاد القومي، فإنه هذا يدعى نمو طبيعي .

- **نسبة تطور رقم الأعمال :** وهي نسبة تطور رقم الأعمال المحقق خلال سنة مالية معينة .

- **نسبة تطور الإنتاج :** تمثل تطور إنتاج المؤسسة .

- **نسبة تطور القيمة المضافة :** تمثل نسبة تطور نشاط المؤسسة المرتبط بالوسائل الخاصة بها

المستخدمة سواء البشرية منها أو المادية .

¹²⁴Josette Peyrard, *Analyse financiers*, librairie Vuibert, 8ème éd, Paris, 1999, p: 181-182

خاتمة

ان هدف من هذه ندوة في المالية عرض وتحليل الوظيفة المالية، وهي تستهدف طلاب ادارة مالية، لقد كان لنا اختيار وتناول مجموعة من مواضيع الندوات تتعلق بالادارة المالية، والمفاهيم شديدة ومرتبطة ارتباطا شديدا فيما بينها من الاسس الادارة مالية الى القرارات المالية، وذلك من اجل تحقيق الأهداف التي صممت لاجلها هذه ندوة.

المراجع

1. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2007.
2. محمد العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2007..
3. معراج هوارى، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري المفاهيم والأسس، كنوز المعرفة للنشر، الجزائر، 2013.
4. أنور عبد الخالق، محمد صديق، الإدارة المالية و اتخاذ لقرار لمنشآت الأعمال، مطابع مجلس الدفاع الوطني، الطبعة الأولى، 1987.
5. رابح خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، للنشر والتوزيع القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008.
6. منير شاكر محمد، اسماعيل اسماعيل عبد الناصر نور، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الاردن،
7. يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، مصر، 2012.
8. أسامة عبد الخالق الأنصاري، إدارة مالية، جامعة الإسكندرية، مصر، .
9. حمزة الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، مؤسسة الوراق، الاردن، 2004.
10. يوسف حسين يوسف، التمويل في المؤسسة الاقتصادية، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، مصر، 2012.
11. عبد الغفار حنفي، تقييم الأداء المالي و دراسات الجدوى، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2009.
12. زياد سليم رمضان، أساسيات في الإدارة المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الاردن، ط4، 1996.
13. فلاح حسن الحسني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، " إدارة البنوك " الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، الأردن، 2003.
14. محمد صالح الحناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام، المؤسسات المالية (البورصة والبنوك التجارية)، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 1998.
15. الطاهر لطرش، " تقنيات البنوك "، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، الجزائر، 2010.
16. بن عزوز عبد الرحمان، " دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية مع الإشارة لحالة بورصة تونس "، مذكرة الماجستير في علوم التسيير إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2011-2012.

17. عاطف وليم أندراوس ، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها ، دار الفكر الجامعي للنشر والإسكندرية، مصر ، 2007.
18. محمد يونس، عبد المنعم مبارك، " مقدمة في أعمال البنوك والأسواق المالية "، الدار الجامعية، مصر، 2005.
19. سامر جلدة، البنوك التجارية والتسويق المصرفي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
20. هيل عجمي جميل، رمزي ياسين يسع أرسلان " النقود والمصارف و النظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
21. محمد إبراهيم عبد الرحمان، إقتصاديات النقود والبنوك، دار التعليم الجامعي بالإسكندرية، مصر، 2014.
22. خالد عيجولي، وظيفة الوساطة المالية في البورصة ودورها في تنهية التعاملات المالية، دراسة مقارنة لبلدان المغرب العربي، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
23. محمد صالح القرشي، النقود والبنوك والمؤسسات المالية ، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الاردن، 2009..
24. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية (بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار)، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2001.
25. غازي فلاح المومني، " إدارة المحفظة الإستثمارية الحديثة "، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
26. محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الإستثمار ، إثراء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
27. زينب حسن عوض الله، إقتصاديات النقود والمال ، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 1994.
28. عادل أحمد حشيش، أساسيات الإقتصاد النقدي والمصرفي، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2004.
29. محمد سويام، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية ، الشركة العربية للنشر والتوزيع، مصر، 1992.
30. محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية الحديثة، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2013.
31. غراب زينب، الهيكل المالي وتأثيره على قيمة المؤسسة المسعرة، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية وعلوم التسيير، جامعة ورقلة، الجزائر، 2010/2011 .
32. نجماي نذير، لعروسي محمد، تحديد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماستر، تخصص مالية مؤسسة ، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير ،جامعة أدرار، الجزائر، 2020/2019.

33. سليم مجلخ، وليد بشيشي، محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية، دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 6، العدد 1 جوان 2019، الجزائر، 2019.
34. بن الزغدة مفيدة، بن بخمة ميادة، أثر الهيكل المالي على اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماستر، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة جيجل، الجزائر، 2018/2019.
35. أنفال حدة خبيزة، تأثير الهيكل المالي على إستراتيجية المؤسسة الصناعية، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد صناعي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، الجزائر، 2012/2011.
36. إلياس ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، دار وائل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2011.
37. سيد سالم عرفة، الجديد في إدارة المشاريع الصغيرة، دار الراية، الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
38. كليفورد.ميومباك، أسس إدارة الأعمال التجارية الصغيرة، مركز الكتاب الأردني، الأردن، 1989.
39. نبيل أودياب، تعريف المنشآت الصغيرة والمتوسطة وأهميتها في التنمية الاقتصادية والإجتماعية ومتطلبات نجاحها والمعوقات التي تواجهها، ملتقى الدولي السادس بعنوان " دور المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية في تمويل المنشآت الصغيرة والمتوسطة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية، عمان 2003.
40. بالمختار يوسف، دور نظم المعلومات والاتصالات في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أدرار، 2016.
41. سمية لزغم، أثر الهيكل المالي على القرارات المالية في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماستر، جامعة ورقلة، 2012.
42. إسماعيل السيد، نظم المعلومات لاتخاذ القرارات الإدارية، المكتبة العربية الحديثة، مصر، 2000.
43. زياد سليم رمضان، أساسيات الإدارة المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط4، الأردن، 1996.
44. عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، مصر، 2001.
45. حمزة محمد الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004.
46. مليكة زغيب وإلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 14-15/04/2009.
47. محمد عبد العزيز عبد الكريم، الإدارة المالية والتخطيط المالي، مكتبة عين شمس، مصر، 1995.

48. محمد الصالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، الإدارة المالية مدخل القيمة واتخاذ القرارات، الدار الجامعية، مصر، 2010.
49. خليل محمد السماع وآخرون، مبادئ إدارة الأعمال، مؤسسة دار الكتب للنشر والتوزيع، العراق.
50. أحمد محمد المصري، الإدارة الحديثة "الاتصالات، المعلومات والقرارات"، مؤسسة شباب الجامعة للنشر، مصر، 2000.
51. يوسف مبروك، تقييم فعالية الربحية التجارية للمشروع الاستثماري بمعيار VAN، مذكرة ماستر، تخصص مالية وبنوك، جامعة القاهرة، 2015.
52. يحيى غني الفخار، تقييم المشروعات، تحليل معايير ومؤشرات دراسة الجدوى وتقييم كفاءة الأداء، دار النشر الدجلة، العراق، 2010.
53. حفصة، زرار، دورة دراسة الجدوى المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مذكرة ماستر، تخصص مالية المؤسسة، جامعة ورقلة، 2013.
54. مدحت القرشي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الصناعية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2002.
55. مطر محمد، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية"، دار وائل للنشر، ط4، الأردن 2009.
56. الحضيرى حامد العربي، تقييم الاستثمارات، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 2000.
57. بريكهام اوجين و ايرهارت ميشيل " الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي " ترجمة سرور علي إبراهيم سرور ، الكتاب الأول ، دار المريخ للنشر ، الرياض، 2009.
58. تالي رزقة، تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية، مذكرة ماستر، جامعة البويرة، 2011-2012.
59. فتيحة حجاج، تقييم الأداء المالي باستخدام مؤشرات التحليل المالي، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013-2014.
60. عادل عشي، الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية قياس و تقييم، مذكرة الماجستير في علوم التسيير، تخصص تسيير المؤسسات الصناعية، كلية الحقوق و العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2001.
61. ليندة غربة، تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام نسب النشاط و الربحية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2014-2015.
62. محمد محمود الخطيب، الأداء المالي و أثره على عوائد أسهم الشركات المساهمة، دار الجامد للنشر و التوزيع الطبعة الأولى، الأردن، 2010.
63. لزعر محمد سامي، التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي، مذكرة ماستر، جامعة منتوري قسنطينة، 2011-2012.

64. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الطبعة الخامسة مصر، 2003 .

65. منير شاكر محمد و آخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، 2008.