



جامعة 20 أوت 1955 – سكيكدة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

محاضرات في مقياس ندوة في المالية

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

من إعداد:

الدكتورة منال خلخال

السنة الجامعية: 2023 / 2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

يقول الله سبحانه وتعالى في محكم
تنزيله ﴿... يرفع الله الذين آمنوا منكم
والذين أوتوا العلم درجات والله بما
تعملون خبير﴾

سورة المجادلة الآية 11

من أقوال القاضي عبد الرحيم بن علي

البيساني:

إِنِّي رَأَيْتُ أَنَّهُ مَا كَتَبَ أَحَدُهُمْ فِي يَوْمِهِ كِتَابًا
إِلَّا قَالَ فِي عَدِهِ، لَوْ غَيْرَ هَذَا لَكَانَ أَحْسَنَ
وَلَوْ زَيْدَ ذَاكَ لَكَانَ يُسْتَحْسَنُ، وَلَوْ قُدِّمَ
هَذَا لَكَانَ أَفْضَلَ، وَلَوْ شَرِكَ ذَاكَ لَكَانَ
أَجْمَلَ، وَهَذَا مِنْ أَعْظَمِ الْعِبَرِ، وَهُوَ دَلِيلٌ
عَلَى اسْتِيْلَاءِ النَّقْصِ عَلَى جُمْلَةِ الْبَشَرِ.

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
أ	تقديم
14-01	المحور الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة
02	تمهيد
02	أولاً: تعريف الوظيفة المالية
03	ثانياً: التطور التاريخي للوظيفة المالية
05	ثالثاً: أهمية الوظيفة المالية
06	رابعاً: أهداف الوظيفة المالية
07	خامساً: وظائف الوظيفة المالية
09	سادساً: تعريف المدير المالي وصلاحياته
10	سابعاً: علاقة الوظيفة المالية بالوظائف والعلوم الأخرى
13	خلاصة
14	أسئلة المحور الأول
56 – 15	المحور الثاني: تمويل المؤسسات الاقتصادية
16	تمهيد
16	أولاً: تعريف التمويل وأهميته
18	ثانياً: معايير تصنيف مصادر التمويل
20	ثالثاً: مصادر التمويل وفقاً لمعيار الملكية
47	رابعاً: القيود المتحكمة في عملية التمويل
50	خامساً: معايير اختيار مصادر التمويل
51	سادساً: تمويل المشاريع المصغرة
55	خلاصة
56	أسئلة المحور الثاني
80 -57	المحور الثالث: الهيكل المالي وتكلفة الأموال
58	تمهيد
58	أولاً: تعريف الهيكل المالي
59	ثانياً: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي
62	ثالثاً: تعريف تكلفة الأموال
62	رابعاً: أهمية تكلفة الأموال
63	خامساً: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال

64	سادسا: تقدير تكلفة العناصر المكونة للهيكل المالي
76	سابعا: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
79	خلاصة
80	أسئلة المحور الثالث
109-81	المحور الرابع: القرارات المالية في المؤسسة
82	تمهيد
82	أولا: ماهية اتخاذ القرارات
85	ثانيا: قرار التمويل
89	ثالثا: قرار الاستثمار
102	رابعا: قرار توزيع الأرباح
108	خلاصة
109	أسئلة المحور الرابع
132-110	المحور الخامس: تقييم الأداء المالي في المؤسسة
111	تمهيد
111	أولا: ماهية الأداء المالي
115	ثانيا: ماهية تقييم الأداء المالي
118	ثالثا: تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات التقليدية
123	رابعا: تقييم الأداء المالي باستخدام أدوات السوق المالي
126	خامسا: تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة
131	خلاصة
132	أسئلة المحور الخامس
146-133	المحور السادس: المؤسسات المالية ودورها في عملية الوساطة
134	تمهيد
134	أولا: تعريف المؤسسات المالية
134	ثانيا: تقسيمات المؤسسات المالية
136	ثالثا: أنواع المؤسسات المالية
138	رابعا: مفهوم الوساطة المالية ومبرراتها
139	خامسا: أهمية الوساطة المالية
140	سادسا: خصائص الوساطة المالية
140	سابعا: وظائف الوساطة المالية
142	ثامنا: أنواع الوسطاء الماليين

143	تاسعا: علاقة المؤسسات المالية بالمؤسسة الاقتصادية
145	خلاصة
146	أسئلة المحور السادس
148	قائمة المراجع

فهرس الجداول والأشكال

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
02	مفهوم الوظيفة المالية عبر المدارس الثلاث	01
28	تقييم التمويل بالأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة لها والمستثمر	02
35	مقارنة بين السند والسهم	03
41	أشكال التمويل بالاستئجار	04
43	مزايا وعيوب التمويل بالاستئجار	05
45	أنواع التمويل قصير الأجل	06
75	طرق حساب سعر الفائدة على القروض المصرفية	07
84	أنواع القرارات	08
120	نسب السيولة	09
121	نسب النشاط	10
122	نسب الربحية	11
123	نسب المديونية	12
125	نسب السوق	13
135	التقسيمات الرئيسية للمؤسسات المالية	14

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
08	الوظائف المالية المتكررة وغير المتكررة للوظيفة المالية	01
19	تصنيفات مصادر التمويل	02
51	أثر الاستدانة على المردودية	03
137	أنواع المؤسسات المالية	04

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على أشرف الأنبياء والمرسلين محمد المصطفى وعلى آله الطيبين الطاهرين، أما بعد:

يعتبر موضوع تمويل المؤسسات من المواضيع التي شغلت اهتمام الباحثين والدارسين في مجال العلوم المالية والمحاسبية، ولا تزال كذلك في ظل تزايد احتياجات المؤسسة وقصور الآليات المتاحة وتغير بيئة الأعمال وتجدها، فتوفر الأموال يعتبر المحرك الأساسي لتحريك نشاط المؤسسة، فلا يمكن لأي مؤسسة أن تقوم بالإنتاج أو التسويق دون توفر الأموال لتمويل مختلف أوجه النشاط، فضمن الوظيفة المالية يتم اتخاذ قرار التمويل الذي يعد قرارا استراتيجيا في المؤسسة ومحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية، من خلال البحث عن مصادر التمويل المناسبة وتنويعها واختيار أحسنها وتوجيهها نحو الاستخدام الأمثل بما يتوافق مع تحقيق أهداف المؤسسة ويحقق لها أكبر عائد ممكن بأقل تكلفة وبأدنى المخاطر. ففي حقيقة الأمر كل القرارات المتخذة داخل المؤسسة في أي وظيفة كانت، هي في جوهرها تعود إلى قرارات مالية في جانب معين من جوانبها، لذلك نجاح المؤسسة ونموها واستمرارها يرتبط بمدى فعالية أداء الإدارة في التحكم بإدارة وتسيير الأموال في مختلف الوظائف، وهذا ما يفسر نظرة الكثير من المحللين الماليين حول فشل المؤسسات وسوء الأداء المالي كعامل أساسي في حدوثه.

من هذا المنطلق سنسعى من خلال هذه المطبوعة إلى الإحاطة بمختلف المفاهيم المتعلقة بتمويل المؤسسات واتخاذ القرارات المالية وانعكاساتها على الأداء المالي، بغرض تزويد طلبة كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بالمعارف الأساسية المتعلقة بتخصص الإدارة المالية، مما يساعدهم على تكوين حلقة متسلسلة من المعارف المتكاملة بين هذا المقياس وباقي المقاييس الأخرى ذات الصلة ببعضها كمقياس تمويل المؤسسات، تقييم المشاريع، التسيير المالي.

وعليه فقد جرى تقسيم هذه المطبوعة إلى ستة محاور، تم صياغة محتوياتها لتتفق مع جوهرها وغايتها، حيث تناول المحور الأول الوظيفة المالية في المؤسسة كمدخل للتعرف على مراحل تطورها ووظائفها وعلاقتها بمختلف الوظائف الأخرى، وبعده المحور الثاني الذي خصص لدراسة مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، يليه المحور الثالث الذي تضمن الهيكل المالي وتكلفة الأموال، أما المحور الرابع فقد ركز على طبيعة القرارات المالية والمتمثلة في قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح. وفي المحور الخامس تم التطرق إلى عملية تقييم الأداء المالي من خلال الاعتماد على المؤشرات التقليدية والحديثة في التعرف على وضع المؤسسة واتجاهاتها المستقبلية. وأخيرا خصص المحور السادس للتعرف على دور المؤسسات المالية في عملية الوساطة وعلاقتها بالمؤسسات الاقتصادية.

وفي الأخير نرجو من الله عز وجل أن نكون قد وفقنا في إعداد هذا المرجع ولو بشكل غير معمق، وأن يكون مرجعا مفيدا للقراء في هذا التخصص، ويكون إضافة لطلبة الكلية.

تم بعون الله وتوفيقه / د. منال خلخال

المحور الأول: الوظيفة المالية في المؤسسة

- تعريف الوظيفة المالية
- التطور التاريخي للوظيفة المالية
- أهمية الوظيفة المالية
- أهداف الوظيفة المالية
- وظائف الوظيفة المالية
- تعريف المدير المالي وصلاحياته
- علاقة الوظيفة المالية بالوظائف والعلوم الأخرى
- أسئلة المحور الأول

تمهيد:

كثيرا ما يتم تداول مصطلح الإدارة المالية للتعبير عن مفهومين، فالبعض يستخدمه للتعبير عن النشاط أو الوظيفة التي تعنى بإدارة الأموال، أي الأنشطة المالية اللازمة للحصول على الأموال واستخدامها بالشكل الأمثل لتحقيق أهداف المؤسسة بكفاءة، كما يستخدمه البعض الآخر للتعبير عن الوحدة التنظيمية أو القسم المسؤول عن إدارة هذه الوظيفة (الدائرة المالية). وفي هذا المحور ما يهمنا هو المعنى الأول لمصطلح الإدارة المالية، حيث سنحاول التطرق إلى أهم الأسس النظرية التي تقوم عليها الوظيفة أو الإدارة المالية.

أولا: تعريف الوظيفة المالية

اختلف المتخصصون والباحثون في مجال الإدارة المالية حول تقديم تعريف موحد للوظيفة المالية، لذلك ظهرت عدة تعريفات تستند في طياتها على المدارس التي ينتهي إليها كل باحث، ويمكن تقسيم هذه المدارس إلى ثلاث مدارس كما يلي:

الجدول رقم (01): مفهوم الوظيفة المالية عبر المدارس الثلاث

التعريف	المدرسة
عرف أصحاب المدرسة القديمة " Dougall & Guthman " الإدارة (الوظيفة) المالية على أنها الفعالية المتعلقة بتخطيط وتجهيز الأموال ورقابتها وإدارتها في المؤسسة.	المدرسة القديمة
رواد هذه المدرسة "Upton & Howard" عرفها على أنها الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد والرامية إلى تمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما يستحق عليها من التزامات في الوقت المحدد لها.	المدرسة المجددة
يرى " Johanson " أنها تلعب دورا مهما في التخطيط المالي وإدارة الأصول ومواجهة المشاكل الاستثنائية لضمان استمرار بقاء المؤسسة بالإضافة إلى تجهيز وسائل الدفع. كما أن " Weston & Brighahm " يصوران الإدارة (الوظيفة) المالية وكأنها تشمل على أربعة أجزاء أساسية من وظائف المدير المالي وهي التخطيط والرقابة وإدارة رأسمال التشغيل ومعالجة المشاكل المالية المنفردة.	المدرسة الحديثة

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: جواد العبيدي، "مقدمة في الإدارة المالية"، دار أمجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2017، ص 09.

من خلال التعاريف الواردة في الجدول السابق نلاحظ أن مفهوم الوظيفة المالية تغير من مدرسة إلى أخرى، فقد كان ينظر إليها من منظور ضيق يقتصر على توفير الأموال وتجهيزها مع استبعاد دورها في تخصيص الأموال بين مختلف أوجه الاستخدام الممكنة في المؤسسة (المدرسة التقليدية)، ومع جملة

التغيرات والتطورات التي حدثت في فترات لاحقة وتسارع نمو الأعمال تغير مفهوم الوظيفة المالية إلى مفهوم شامل وأصبح ينظر إليها على أنها مكملة لباقي الوظائف الأخرى (المدرسة المجددة)، وأنها لا تقتصر فقط على تدبير الأموال وإنما أيضا على استخدامها في أوجه مختلفة، أي أنها أصبحت وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الاستثمار والتمويل وتهتم بالتخطيط المالي والرقابة (المدرسة الحديثة).

وبمفهوم بسيط يمكن القول أن الوظيفة المالية هي مجموعة المهام والعمليات التي تهدف إلى البحث عن الأموال من مصادرها الممكنة بالنسبة للمؤسسة وفي إطار محيطها المالي، بعد تحديد أوجه استخدام هذه الأموال من خلال برامجها وخططها الاستثمارية وكذا برامج تمويلها وحاجاتها اليومية، ومن ثم اتخاذ القرار باختيار أحسن البدائل وما يتماشى معها من إمكانيات تسمح بتحقيق خططها ونشاطها بشكل عادي والوصول إلى أهدافها في جوانب الإنتاج والتوزيع والنتائج أو الأرباح⁽¹⁾.

مهمة الوظيفة المالية تنحصر في:

- توفير الأموال بالكمية المناسبة والتكلفة الملائمة وفي الوقت المناسب؛
- تحديد أوجه إنفاقها بالطريقة المثلى لتحقيق أهداف المؤسسة؛
- اختيار المزيج التمويلي للمؤسسة.

ثانيا: التطور التاريخي للوظيفة المالية

واكبت الوظيفة المالية التطور الفكري في مجال الإدارة المالية والتقدم التكنولوجي في مجال الحاسبات والمعلوماتية، وقد مرت الوظيفة المالية بالمراحل التالية:⁽²⁾

1- مرحلة ما قبل القرن 20:

شهدت الوظيفة المالية تغيرات كبيرة خلال السنين الماضية، ففي بداية التطور الاقتصادي كانت المشاريع صغيرة والبدائل قليلة والتمويل شخصي، لذلك لم تكن الوظيفة المالية واضحة المعالم، واكتفت المؤسسة بالوظيفة المحاسبية. ومع تطور الاقتصاد تطورت المؤسسات وبدأت الوظيفة المالية تتشكل لتستجيب بشكل ملائم لحاجات المؤسسات الملحة.

2- مرحلة العشرينات من القرن 20:

في بداية العشرينات من القرن 20 ظهرت مشاريع أكبر وظهرت معها الحاجة إلى مال أكثر، وسرعان ما تضاعفت الحاجة إلى المال بعد الحرب العالمية الأولى (1914-1918) لإعادة البناء، في وقت عزف فيه الجمهور عن شراء الأوراق المالية، لأن أسواق رأس المال كانت بدائية، حيث القوائم المالية المنشورة عن

¹ جواد العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 92.

² سليمان أبو صباح، "الإدارة المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2009، ص 22 - 25.

المؤسسات موضع شك، والأوراق المالية المتداولة في الأسواق تتميز بتلاعب كبير نتيجة المعلومات الداخلية التي يحصل عليها المتداولون. وفي مثل هذه البيئة توجه اهتمام الوظيفة المالية إلى الأمور القانونية مثل الاندماج والاتحاد وكذلك إلى الأدوات المالية التي تصدرها المؤسسات وبقي التركيز على الأوراق المالية طيلة العشرينات.

3- مرحلة الثلاثينات من القرن 20:

في هذه المرحلة قاد الكساد الكبير الذي حصل في أواخر العشرينات (1929) إلى فشل العديد من المؤسسات مما حفز الوظيفة المالية للتركيز على إجراءات الإفلاس وإعادة التنظيم وإدارة السيولة وعلى التحليل المالي لمعرفة أسباب الفشل ومحاولة التنبؤ به قبل وقوعه وعلى القوانين الحكومية للأسواق المالية، فكانت الوظيفة المالية خلال هذه المرحلة معنية بالبقاء وليس التوسع مهتمة بالوصف والمواضيع القانونية.

4- مرحلة الأربعينات من القرن 20:

أدت المنافسة المتزايدة على الأموال إلى توجيه الاهتمام نحو الهيكل الأمثل للتمويل، الذي أصبح من أهم مسؤوليات المدير المالي. فبدأ الاهتمام بتكلفة التمويل قبل وبعد الضريبة واختيار المصدر الأنسب، دمج المؤسسات وإعادة تنظيمها، دراسة سوق المال بأبعاده المختلفة، وبالتالي يمكن القول أن محور الوظيفة المالية خلال هذه الفترة هو التركيز على جانب الموارد من الميزانية.

5- مرحلة الخمسينات من القرن 20:

توسعت اهتمامات الوظيفة المالية خلال هذه الفترة، وذلك نتيجة لتسارع النمو الاقتصادي والتغير التكنولوجي الذي بدأ في الولايات المتحدة الأمريكية بعد الحرب العالمية الثانية، فزادت منتجات المؤسسات وتوزعت جغرافياً، ومع التقدم السريع في الاتصالات والمواصلات قربت المسافات وظهرت معها المؤسسات الدولية وزادت عمليات الرقابة عليها. كما زاد الاهتمام بشكل خاص بوضع نظم لتخصيص الأموال بين البدائل أي كيفية إدارة واستخدام رؤوس الأموال والقيام بالتخطيط لها، وقد ساعدها في ذلك التطورات التي حدثت في حقول أخرى منها جمع وحماية البيانات الاقتصادية، واستخدام الحواسيب في تخزين واستعادة البيانات وتحليلها وكذا تطور طرق الإدارة العلمية الحديثة المهتمة بالأساليب الكمية.

6- مرحلة الستينات من القرن 20:

استمر نمو الأعمال خاصة مع تطور طرق التحليل المالي وبداية استخدام الأساليب الكمية والنماذج الرياضية، مما جدد مجال الاهتمام بالسيطرة في عمليات الدمج بين المؤسسات، وبتكلفة التمويل وامتد الاهتمام إلى دراسة التوليفة المثالية للأموال.

7- مرحلة السبعينات وحتى وقتنا الحاضر:

في السبعينات بدأ الاهتمام بإدارة المحافظ الاستثمارية أو اختيار الأصول، وبدأ التضخم يأخذ حجماً لا سابق له، فارتفعت الأسعار وكان لذلك أثراً كبيراً على العمليات المالية للمؤسسات. وفي الثمانينات تفاقم مشكل التضخم وزاد ارتفاع الأسعار والأجور ومعدل الفائدة في الوقت الذي بقيت فيه أسعار الأسهم قليلة نسبياً، فكان جل التركيز على قضية التضخم وكيفية التعامل معه.

وبذلك تحولت معالجة الإدارة المالية من وجهة نظر الأفراد الخارجيين إلى معالجتها من وجهة نظر إدارة المؤسسة، حيث كان الاهتمام في الماضي على جانب الخصوم وحقوق الملكية ثم أضيف له الاهتمام بجانب الأصول، وأصبح القرار المالي الركيزة الحرجة في تمويل المؤسسة وإدارتها وبقيت الناحية الوصفية لدراسة الأسواق المالية لكن أخذت هذه المواضيع ضمن القرارات المالية للمؤسسة. واليوم الوظيفة المالية تهتم بمراجعة ومراقبة القرارات لربط الأموال الجديدة باستخدامات جديدة، كما تختص بالتخطيط المالي والرقابة المالية إضافة إلى اهتمامها بالإنتاج والتسويق والأقسام الأخرى التي تتخذ قرارات امتلاك أو بيع الأصول. وكل هذا يعكس الهدف الرئيسي للمؤسسة وهو زيادة قيمة المؤسسة.

ثالثاً: أهمية الوظيفة المالية

إن اتخاذ أي قرار في المؤسسة مهما كان شكله وأياً كان متخذه له تأثيرات مالية، لذلك قبل اتخاذ أي نوع من القرارات يجب إجراء دراسة مالية سابقة للإحاطة بكل الظروف والنتائج المحتملة وقوعها بعد تنفيذ هذا القرار. ويمكن تلخيص أهمية ودور الوظيفة المالية في النقاط التالية:⁽¹⁾

- ضمان التمويل لمختلف نشاطات المؤسسة خاصة بالقروض سواء كانت قصيرة الأجل متوسطة أو طويلة؛
- 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 المديرين في الإدارة العليا على وضع الخطط طويلة الأجل وبناء سياسة مالية تمكن من تنفيذ هذه الخطط وخاصة فيما يتعلق بحياسة الأصول الثابتة ووضع سياسة توزيع الأرباح والسياسة المالية وغيرها.

¹ إلياس بن سامي، يوسف قريشي، "التسيير المالي - الإدارة المالية -"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006، ص ص 34-

رابعاً: أهداف الوظيفة المالية

تسعى الوظيفة المالية إلى تحقيق أهداف المؤسسة وفقاً للمنظور الشامل، وهو دراسة كل هدف من خلال النتائج التي تحصل عليها المؤسسة ككل حالياً ومستقبلاً، ويمكن تلخيص هذه الأهداف فيما يلي: (1)

- هدف الربحية:

يعتبر هدف تعظيم الربحية هدفاً تقليدياً، وهو يعبر عن مقدار العائد المتحقق الذي تحصل عليه المؤسسة نتيجة تشغيل الأموال في المجال الاستثماري، والربحية مؤشر مهم في الحكم على كفاءة وقدرة المؤسسة على تحقيق عوائد، وخاصة من وجهة نظر المساهمين الذين يطمحون للحصول على أكبر ربح يوزع عليهم، ولكنه يعد هدفاً غير شامل من وجهة نظر المالكين في تقييم إدارة المؤسسة لأنه قد لا يعبر بصورة واضحة عن زيادة ثروة المؤسسة وتعظيم قيمتها، وهذا لانطوائه على عدة عيوب منها: إنه يهمل وقت وحجم التدفق النقدي للمؤسسة، يتجاهل القيمة الزمنية للنقود (لا يأخذ عنصر الزمن بعين الاعتبار)، لا يعطي إجابة واضحة عن المقصود بتحقيق أكبر عائد فهل المقصود في المدى القصير أو البعيد وهل يتم قياس مقدار الربح أو معدل الربح، كما أن معدل الربح نفسه يقاس بطرق مختلفة، فقد يتم اعتماد معدل العائد على رأس المال العامل أو الثابت أو على حقوق الملكية أو على المبيعات فأياً من هذه المعدلات تستخدم كهدف للمؤسسة وأي الأرباح ترغب بزيادتها إضافة إلى عدم أخذ مخاطر الاستثمار بعين الاعتبار؛

- تحقيق السيولة:

السيولة تعني قدرة المؤسسة على توفير النقد لتسديد الالتزامات قصيرة الأجل المتوقعة وغير المتوقعة في مواعيدها بتكلفة مناسبة، ومواجهة الظروف الطارئة من خلال الحصول على الإيرادات الناتجة عن نشاط المؤسسة العادي، وتختلف مصادر الإيرادات المولدة للسيولة فقد تكون من تحويل المخزون إلى مبيعات وتحصيل الذمم المدينة ومن مصادر أخرى عديدة بهدف تعزيز ثقة الآخرين بقدرة المؤسسة على التسديد في الوقت المناسب، إذ أن الحكم على درجة سيولة الأصل تكون من خلال الوقت الذي يستغرقه عند تحويله إلى نقد دون أي خسائر أو تكلفة إضافية. فالسيولة التامة تولد عنصر الأمان والحماية للمؤسسة وتبعدها عن خطر التوقف عن الدفع والإفلاس، وتجنب المؤسسة تحمل تكاليف إضافية نتيجة الاضطرار إلى تسيل بعض الأصول بصورة سريعة، وتعمل الوظيفة المالية على الموازنة بين السيولة والربحية الذين يرتبطان بعلاقة عكسية؛

1 دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص 33-36.

- هدف تعظيم الثروة:

يعتبر هذا الهدف إستراتيجية بعيدة الأجل ويقصد به تعظيم القيمة الحالية للمؤسسة وقيمتها في السوق المالي (تعظيم أسهم المؤسسة في السوق)، وهو يعد معيارا للأداء ومقياس لكفاءة الإدارة، كما أنه مكمل لهدف تعظيم الأرباح لأنه يأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية ودقة تقديراتها والفترة الزمنية لهذه التدفقات، ويعد مهم لقياس كفاءة القرارات المتخذة ونتائجها لعدم اهتمامه الكبير بالأرباح المحاسبية فقط وتجنبه اختيار أو احتساب الأرباح ونسبها، ويركز على التدفقات النقدية واستخدام أدوات القيمة الحالية الصافية كوسيلة لاحتساب هذه التدفقات، وبحسب كمية العوائد النقدية ودرجة الخطر المصاحبة والقيمة الزمنية للنقود. وكل هذا ينعكس على تقييم سعر السهم في السوق الذي يتأثر بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، مع الإشارة إلى أن قيمة السهم في السوق تخضع لتقديرات واختبارات ومساهمات وجهات نظر من جهات مختلفة ومتعددة؛

- تقليل الخطر المالي والإداري:

إن هدف تخفيض الخطر يعد مرافق للحصول على الأرباح للعلاقة بين الربحية والخطر، ولغرض تعزيز مسيرة المؤسسة واستقرارها لا بد أن تعمل الوظيفة المالية على تخفيض الخطر الذي تتعرض له سواء كان الخطر خارجي أي خطر السوق أو داخلي يتعلق بكفاءة استخدام الأصول، إدارة مديونية المؤسسة أو بكفاءة عملية التشغيل؛

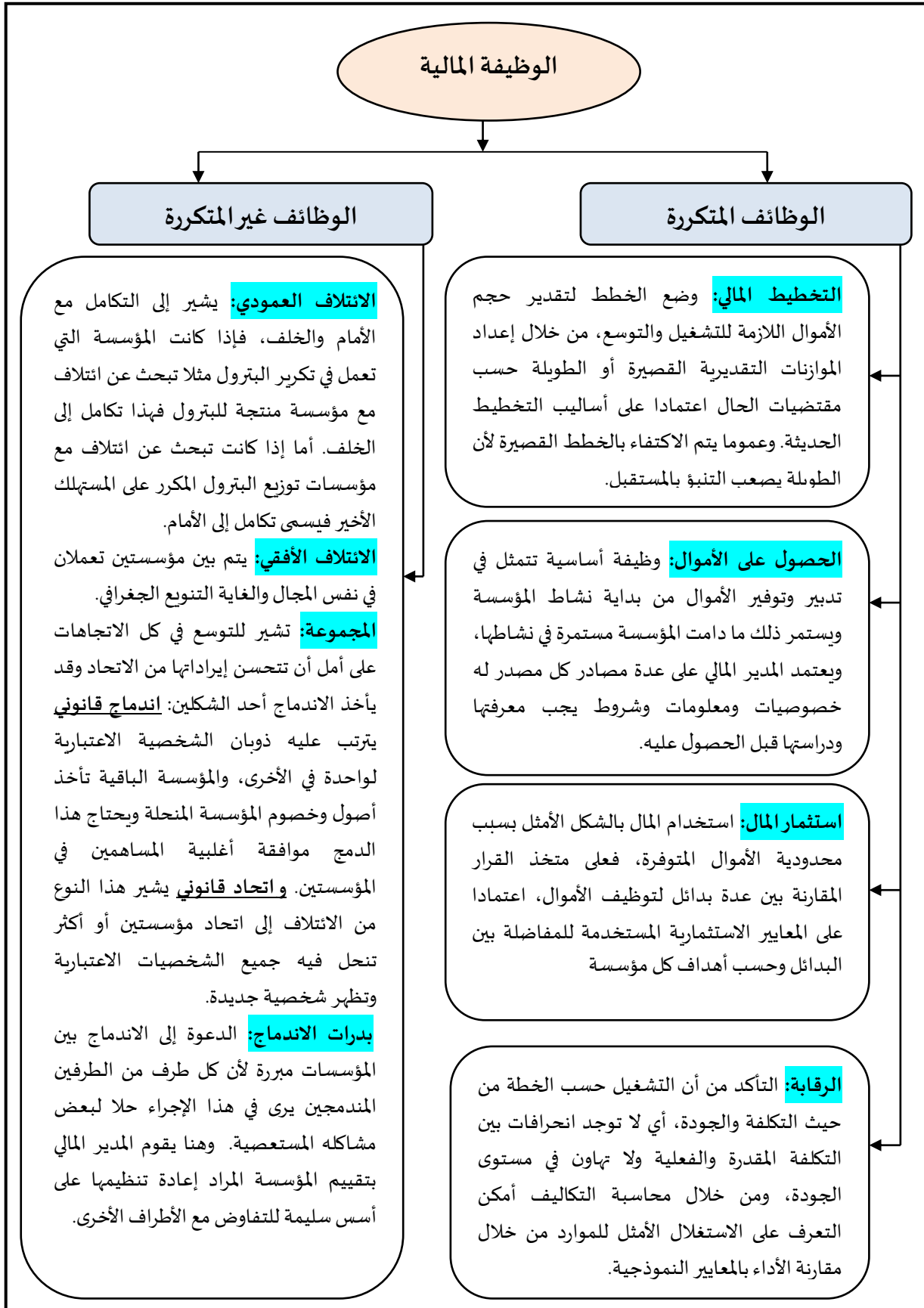
- تحقيق الاستثمار الأفضل:

يعتبر من أهم الأهداف التي تسعى الوظيفة المالية إلى تحقيقها، وذلك نظرا لارتفاع حجم المبالغ المستثمرة في النفقات الاستثمارية، حيث يتم اختيار البديل المناسب والأفضل من بين البدائل المتاحة باستخدام طرق اختيار الاستثمارات الرأسمالية، والتي تؤكد على كيفية اختيار الأصول والإنفاق عليها وتحليل الخطر، كما يدخل ضمن هذا الهدف زيادة العائد الاجتماعي إلى أقصى حد وتعميم الفائدة المرجوة من الاستثمار على المجتمع ككل.

خامسا: وظائف الوظيفة المالية

تتضمن الوظيفة المالية مجموعة من الوظائف، إذ يجب على المدير المالي أن يكون مهتما بمختلف الأنشطة المالية من تخطيط وحشد وتخصيص ورقابة، كما يجب عليه أيضا أن يكون ملما بإجراءات التصفية وحالات الاتحاد وإعادة التنظيم الذي قد تحدث في بعض الأحيان نتيجة لتعرض المؤسسة لمشاكل مستعصية. وعليه يمكن تقسيم هذه الوظائف إلى مجموعتين عريضتين، المجموعة الأولى تمثل الوظائف المالية المتكررة أو اليومية والمجموعة الثانية تمثل الوظائف المالية غير المتكررة أو العرضية وهي المهام التي تأتي على فترات متباعدة تتعرف على كليهما من خلال المخطط الموالي.

الشكل رقم (01): الوظائف المالية المتكررة وغير المتكررة للوظيفة المالية



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: سليمان أبو صبحا، مرجع سبق ذكره، ص 39 - 45.

سادساً: تعريف المدير المالي وصلاحياته

يعرف المدير المالي على أنه الشخص المسؤول مالياً في المؤسسة أمام مجلس الإدارة، ويتربط عليه معرفة كل صادرة وواردة في المؤسسة، فيكون لديه التبريرات في الميزانيات النهائية والحسابات الختامية، وهو من يضع دراسات الجدوى ويشرف على إدارة المصادر المالية. كما يجب أن يكون على علم بالمعايير المحاسبية وكل المستجدات التي تطرأ عليها. إضافة لما سبق يقوم المدير المالي بتحديد الأهداف التنظيمية والتخطيط والتنظيم ومتابعة التنفيذ للخطط الخاصة بالإدارة المالية حسب اللوائح المنظمة والإجراءات المعتمدة⁽¹⁾.

يتمتع المدير المالي بمجموعة من الصلاحيات تمكنه من تحمل مسؤولية تنفيذ مهامه، وذلك بمقتضى السياسة المالية وإجراءات العمل المعتمدة من مجلس الإدارة، وفيما يلي توضيح لبعض هذه الصلاحيات:⁽²⁾

- المدير المالي عضو في كافة اللجان التي تقرر استثمارات المؤسسة أو التزامات على المؤسسة؛
 - المدير المالي له صلاحية اتخاذ القرارات الخاصة بتوظيف وترقية وإجازة وعزل موظفي المالية؛
 - يقرر التنظيم الإداري الخاص بدائرتة ضمن المبادئ المعتمدة؛
 - التوقيع على الشيكات وحوالات الدفع ورفض التوقيع إذا كان لا يتماشى مع السياسات والإجراءات المالية المعتمدة؛
 - يستطيع الاتصال بأي مسؤول في المؤسسة لمناقشة الأمور المالية المتعلقة بالمؤسسة؛
 - المدير المالي مسؤول عن جميع أموال المؤسسة من حيث الاستلام والحفاظ عليها والتأكد من أن صرفها يجري وفقاً للسياسات المالية والإجراءات المعتمدة؛
 - مراجعة جميع العقود التي تخلق التزاماً على المؤسسة قبل إقرارها؛
 - تفويض رؤساء الأقسام التابعين له الصلاحيات اللازمة للقيام بأعمالهم بكفاءة؛
 - تحضير دليل السياسات وتمثيل المؤسسة مع الجهات الرسمية كالحكومة، والمؤسسات الصناعية في دائرة اختصاصه؛
 - تكوين الاتصال وتمثيل المؤسسة مع الوكالات الحكومية المعنية بالأمور المحاسبية وجمع البيانات.
- من خلال الصلاحيات التي يتمتع بها المدير المالي يمكن تحديد السلطات التي يمارسها فيما يلي:⁽³⁾

← **السلطة التنفيذية:** يمارسها على العاملين في دائرتة؛

¹ مجلة المحاسب العربي، "تعريف على المدير المالي"، قسم المحاسبة، متوفر على الموقع الإلكتروني:

https://www.aam-web.com/ar/subject_detail/202، تاريخ الإطلاع: 06 / 02 / 2023.

² سليمان أبو صباح، مرجع سبق ذكره، ص ص 95 - 96.

³ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص

← **السلطة الوظيفية:** يمارسها على العاملين من الدوائر الأخرى بالمؤسسة، لأنهم يقومون بمهام لها علاقة بالوظيفة المالية:

← **السلطة الاستشارية:** هي تلك السلطة التي تخوله تقديم النصح والمشورة للمستويات التنظيمية المختلفة للمؤسسة فيما يتعلق بالجوانب المالية.

مما تقدم نستنتج أن المدير المالي مسؤول عن إدارة قسم المالية ببعديها الإداري والفني، فأما عن البعد الإداري فله علاقة بالتخطيط والتنظيم والتنفيذ والمتابعة والرقابة، في حين البعد الفني أو مدخل اتخاذ القرارات فيتعلق باتخاذ القرارات المالية المؤثرة على مختلف جوانب المؤسسة والذي تطور من الناحية المحاسبية إلى التمويلية ثم إلى الناحية التمويلية والاستثمارية (قرارات التمويل والاستثمار).

سابعاً: علاقة الوظيفة المالية بالوظائف والعلوم الأخرى

ترتبط الوظيفة المالية بمختلف الوظائف والأقسام الأخرى في المؤسسة، إذ أن اتخاذ أي قرار في تلك الوظائف هو في الحقيقة قرار مالي في أحد جوانبه، ولذلك تعتبر الوظيفة المالية جزءاً لا يتجزأ عن الوظائف الأخرى للمؤسسة الاقتصادية، كما ترتبط أيضاً ببعض مجالات المعرفة التي ساهمت بشكل واضح في بلورة وتطوير الأساس النظري لها، وفيما يلي نوضح هذا الارتباط بنوعيه بشيء من الإيجاز.

1- علاقة الوظيفة المالية بالوظائف الأخرى:

هناك علاقة تكاملية هامة بين الوظيفة المالية والوظائف الأخرى في المؤسسة، ويتجلى محتوى هذه العلاقة حسب كل وظيفة كما يلي: ⁽¹⁾

- علاقة الوظيفة المالية بقسم المحاسبة:

كان الاعتقاد في الماضي بعدم وجود فصل بين قسيمي المحاسبة والوظيفة المالية، إلا أن التطور التكنولوجي والتوسع في استخدام أدوات الوظيفة المالية المعاصرة قد عزز نظرة الانفصال بينهما، حيث أصبح قسم المحاسبة جزءاً من الوظيفة المالية للمؤسسة، تشرف على تسييره وتعتمد على مخرجاته في عمليات التحليل والاستقراء والاستنباط وعرض البيانات، إذ تقوم المحاسبة بإعداد القوائم المالية الختامية التي تستخدمها الوظيفة المالية في التحليل ومعالجة البيانات وتحويلها إلى معلومات وعرض المقترحات؛

- علاقة الوظيفة المالية بقسم التسويق:

وظيفة التسويق أيضاً لها صلة وثيقة بالوظيفة المالية، حيث تقوم هذه الأخيرة بتحديد مبالغ التمويل اللازمة لقسم التسويق وتساهم في وضع الخطط التسويقية المناسبة للمؤسسة في ظل مفاهيم العائد والتكلفة والمقارنة بين تكاليف الحملات الإعلانية وطريقة البيع بالأجل كأسلوب لتصريف البضاعة.

¹ دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص 30 - 31.

فإنتاج سلعة جديدة يتطلب تخصيص مبالغ مالية كبيرة مسبقا لإنتاجها وترويجها في الأسواق، خاصة في المراحل الأولى للإنتاج وعلى المدير المالي تقدير العائد من المبيعات والتدفقات النقدية الداخلة بعد طرح السلعة في السوق؛

- علاقة الوظيفة المالية بقسم إدارة الإنتاج:

إن تحديد إمكانيات الإنتاج والخطة الإنتاجية يعتمد بالدرجة الأولى على أهمية استغلال الطاقة القصوى للمؤسسة، ومهمة الوظيفة المالية هي توفير الأموال اللازمة لتنفيذ خطة الإنتاج بنجاح، وتمويل جميع الأنشطة الإنتاجية بدون تأخير وهذا يتحقق بالتنسيق بين قسم الإنتاج والمالية؛

- علاقة الوظيفة المالية بقسم إدارة الأعمال:

هنا توجد علاقة مكتملة بين الوظيفة المالية وإدارة الأعمال، إذ على المشاريع الجديدة أن تحدد مقدار التمويل اللازم لمتطلبات تكلفة إدارة الأعمال، وتقوم بهذه المهمة الوظيفة المالية التي تعمل على تخفيض تكلفة الأعمال الإدارية المساندة واختيار البدائل الأقل تكلفة؛

- علاقة الوظيفة المالية بقسم إدارة الموارد البشرية:

تكمن هذه العلاقة في كون قسم إدارة الموارد البشرية يحتاج إلى تخصيص أموال لإتمام نشاطاته الخاصة بالأفراد كتكاليف التوظيف، المكافآت، التدريب والتطوير وغيرها، وتتولى الإدارة المالية مهمة ذلك، ومع زيادة أهمية الموارد البشرية في المؤسسة، واعتبارها كأصل من أصولها، دفع إلى ظهور فرع من المحاسبة يسمى بمحاسبة الموارد البشرية هدفه حساب تكلفة وعائد الموارد البشرية ووضع الموازنات الخاصة بها، حيث يقوم هذا الفرع بتقديم المعلومات الكمية لتكلفة وقيمة الموارد البشرية في شكل بيانات، ووضع نماذج قياس للتكاليف المحاسبية في مجال الموارد البشرية، وبالتالي توفير الإطار الذي يساعد الوظيفة المالية على اتخاذ القرارات الخاصة بأنشطة الموارد البشرية⁽¹⁾.

2- علاقة الوظيفة المالية بالعلوم الأخرى:

ترتبط الوظيفة المالية بعدة مجالات معرفية، وهذا نظرا للأهمية التي تكتسبها في المؤسسة وفيما يلي ذكر لعلاقتها ببعض المجالات أو العلوم:⁽²⁾

¹ أحمد داودي، "علاقة إدارة الموارد البشرية بعملية صنع القرار في المؤسسة"، المجلة الأفريقية للدراسات القانونية والسياسية، المجلد 01، العدد 02، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، ديسمبر 2017، ص ص 93 - 94.

² دريد كامل آل شبيب، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، مرجع سبق ذكره، ص ص 31 - 32.

- علاقة الوظيفة المالية بالتكنولوجيا:

لعبت التكنولوجيا دورا كبيرا في تطوير الوظيفة المالية من خلال تسريع إنجاز العمليات المالية وحفظ المعلومات بسرعة وسرعة الحصول عليها ونقلها وتعدد الفرص المتاحة في التمويل والاستثمار من حيث التنوع الجغرافي والتنوع في الأدوات المتاحة، ولذلك أخذت برامج الكمبيوتر باحتياجات الوظيفة المالية وتطويرها، مما جعل اتخاذ القرارات أسرع وأدق من خلال إطلاع المدراء الماليين بشكل مباشر على البورصة بواسطة أجهزة الكمبيوتر واستخدام الانترنت؛

- علاقة الوظيفة المالية بعلم الإحصاء والرياضيات:

إن التطور الحاصل في استخدام أدوات علم الإحصاء والرياضيات قدم الوسائل الرياضية والإحصائية المناسبة للوظيفة المالية في قياس الخطر وتحديد درجة الأمان والتنبؤ بالمستقبل واتخاذ القرارات المالية الصائبة، من خلال نظريات الاحتمالات وتوفير الأدوات التحليلية اللازمة وبشكل علاقات نسبية استخدمت في تحديد تكلفة مصادر التمويل المختلفة والتنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية وكيفية قياس درجة المخاطرة في المشاريع الاستثمارية؛

- علاقة الوظيفة المالية بالاقتصاد التجميقي والاقتصاد الجزئي:

يعد من الضروري معرفة العلوم الاقتصادية لفهم البيئة المالية ونظريات اتخاذ القرار الذين يشكلان جوهر الإدارة المالية المعاصرة، فالإقتصاد التجميقي (الكلّي) يزود المدير المالي بخلفية جيدة أو رؤية واضحة عن السياسات الخاصة بالمؤسسات الحكومية والمالية وغيرها، والتي تعمل على ضبط النشاط الاقتصادي العام، حيث يتم من خلال هذه السياسات معرفة تدفق الأموال والائتمان، أي كمية الأموال المتاحة في السوق والتنبؤ باتجاهاتها مستقبلا، إضافة إلى مراقبة تطورات أسعار الفائدة، وبالتالي تقدير مصادر الأموال المحتملة للمؤسسة. كما أن العمل في البيئة التي تشكلها المؤسسات يستوجب الإلمام بالاقتصاد الجزئي كأساس لرسم وتخطيط العمليات وتعظيم الأرباح، لأن نظرية الاقتصاد الجزئي تهتم بالأداء الاقتصادي الفعال للمؤسسة، أي أنها توفر المدخلات الرئيسية والتصرفات التي تحقق الأداء المالي الجيد، فهي تهتم بالعرض والطلب وإستراتيجية تعظيم الأرباح والقرارات المتعلقة بتحديد التشكيل الأمثل لعوامل الإنتاج والمستويات المثلى للمبيعات وإستراتيجيات التسعير للمنتجات ومحددات القيمة⁽¹⁾.

¹ جواد العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 96 - 97.

خلاصة:

شهدت الوظيفة المالية منذ ظهورها إلى غاية شكلها الحالي عدة مراحل اختلفت باختلاف المرحلة والظروف الاقتصادية والمالية السائدة، فقد كان اهتمامها في البداية ينصب على البحث عن مصادر التمويل المتاحة وكيفية الحصول عليها لتلبية الاحتياجات المالية للمؤسسة الاقتصادية وهي النظرة التقليدية للوظيفة المالية. ومع سلسلة التغيرات والتطورات السريعة في المحيط الاقتصادي والمالي أصبحت مهام الوظيفة المالية أكثر شمولاً واتساعاً، لتشمل جانب الخصوم والأصول معاً، وهو ما يعكس تدبير أو توفير الأموال اللازمة للمؤسسة وكيفية صرفها وتوجيهها نحو الاستخدام الأفضل والأمثل وهي النظرة الحديثة للوظيفة المالية. وتبعاً لذلك أصبحت الوظيفة المالية تهتم بمراجعة ومراقبة القرارات لربط الأموال الجديدة باستخدامات جديدة، وتختص بالتخطيط المالي والرقابة المالية إضافة إلى اهتمامها بالإنتاج والتسويق والأقسام الأخرى، إذ أن اتخاذ أي قرار إداري مهما كان شكله وأياً كان متخذه له تأثيرات مالية، لذلك قبل اتخاذ أي قرار لابد من إجراء دراسة مالية شاملة للإحاطة بكل الظروف والنتائج المحتملة وقوعها بعد تنفيذ القرار، فالوظيفة المالية حلقة وصل مهمة بين مختلف الوظائف تؤثر وتنعكس قراراتها بشكل مباشر أو غير مباشر على أهداف المؤسسة.

أسئلة المحور الأول:

- وضح في مخطط مراحل تطور الوظيفة المالية مبينا أهم ما ركزت عليه كل مرحلة ؟
- يعتبر هدف الربحية وهدف السيولة هدفين متعارضين. اشرح ذلك ؟
- المالئون لم يقبلوا بفكرة تعظيم الربح التي تحدث عنها الاقتصاديون كهدف لتقييم الأداء التشغيلي للمؤسسة لانطواء هذا المفهوم على عيوب. ما هي هذه العيوب ؟
- يجب على الإدارة المالية أن توفق بين التدفقات النقدية الداخلة للخرينة والتدفقات النقدية الخارجة منها في الزمن والقيمة، كي لا تتعرض إلى حالة العسر المالي الفني أو الحقيقي. فما معنى مصطلح السيولة؟ وما المقصود بالعسر المالي الفني والعسر المالي الحقيقي (القانوني) ؟
- ما هي دوافع الاندماج ؟
- ما المقصود بالوظائف المالية المتكررة والوظائف المالية غير المتكررة ؟
- من خلال ما تقدم حاول استنتاج خصائص الوظيفة المالية ؟
- من هو المدير المالي؟ وما المقصود بالصلاحية، المسؤولية والتفويض ؟
- ما هي صفات المدير المالي الشخصية ؟
- تعتبر الوظيفة المالية حلقة وصل بين مختلف وظائف المؤسسة، وضح أهم النقاط التي تربط الوظيفة المالية بهذه الوظائف ؟
- كيف تخدم التكنولوجيا الوظيفة المالية ؟

المحور الثاني: تمويل المؤسسات الاقتصادية

- تعريف التمويل وأهميته
- معايير تصنيف مصادر التمويل
- مصادر التمويل وفقا لمعيار الملكية
- القيود المتحكمة في عملية التمويل
- معايير اختيار مصادر التمويل
- تمويل المشاريع الصغيرة
- أسئلة المحور الثاني

تمهيد:

يعتبر توفير التمويل من المسائل المهمة التي يجب الاهتمام بها قبل الشروع في أي نشاط أو عمل استثماري، حيث يرتبط نجاح المؤسسات بمدى قدرتها على توفير مصادر التمويل الملائمة والمناسبة لأنشطتها. وللقيام بذلك تلجأ المؤسسة إلى خيارين اثنين من مصادر التمويل الأساسية وهما الاقتراض الذي يطلق عليه التمويل بالمدىونية (التمويل عن طريق الأموال غير المملوكة) أو التمويل عن طريق بيع نسبة من المؤسسة وهو ما يسمى بحقوق الملكية، وقد تلجأ المؤسسة إلى المصدرين معا. وترتبط عملية تدبير الأموال من مختلف مصادرها بعدة عوامل نذكر منها على سبيل المثال حجم المؤسسة وطبيعة نشاطها، المرحلة في دورة حياتها وكذا توقعات نموها. وفي هذا المحور سنحاول الإلمام بهذه الجوانب من خلال التطرق إلى معايير تصنيف مصادر التمويل، طبيعة كل مصدر تمويلي، القيود المتحكمة في عملية التمويل، معايير اختيار مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات وتمويل المشاريع المصغرة.

أولاً: تعريف التمويل وأهميته

سنحاول في هذا العنصر التطرق إلى بعض التعاريف التي قدمت لمصطلح التمويل مع الإشارة إلى أهمية نشاط التمويل في المؤسسة ودوره في تحقيق أهدافها وما يترتب عن ذلك من تحقيق للسياسة التنموية للبلاد.

1- تعريف التمويل:

لقد تعددت وتباينت التعاريف المقدمة لمصطلح التمويل، حيث تفاوتت بين وصف لمهام المدير المالي إلى التركيز على الجانب النقدي لإدارة الأموال إلى الاهتمام بكيفية تدبير الأموال وتوجيهها نحو تحقيق أهداف معينة، وفيما يلي نتناول تعريف التمويل في اللغة وفي الاصطلاح الاقتصادي.

- التمويل لغة:

التمويل مصدر مال وموَّل. والتمول: اتخاذ المال، يقال: تمول فلان ما لا إذا اتخذ قنيَّةً. وتموَّل اتخذ ما لا وموَّله غيره. والمال في اللغة ما يملك من جميع الأشياء، وإن كان يطلق في الأصل على الذهب والفضة، ثم أطلق على كل ما يقتنى ويملك⁽¹⁾.

- التمويل في الاصطلاح الاقتصادي:

← التمويل يعرف على أساس أنه الفن والعلم الذي يتعلق بإدارة الأموال، حيث تعني كلمة فن أن هناك بعض الفرص لإظهار المهارات والإبداع في إدارة الأموال، أما كلمة علم فتعني تلك الحقائق المثبتة والمستندة على النظريات والمبادئ والمفاهيم التي تتعلق بالقرار المالي في إدارة الأموال⁽²⁾.

¹ محمد بن مكرم ابن منظور، "معجم لسان العرب"، دار المعارف، القاهرة، 2016، ص 4300.

² محمود عزت اللحام وآخرون، "الإدارة المالية المعاصرة"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014، ص ص

- ← التمويل يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع عام أو خاص⁽¹⁾.
- ← التمويل هو مجموعة الفعاليات التي تؤدي إلى توفير الأموال اللازمة للدفع، والغرض منه تزويد المؤسسة أو أي قطاع بالأموال اللازمة لتحقيق أهداف معينة وتسديد الالتزامات المالية وتمويل البرامج المقترحة⁽²⁾.
- ← التمويل هو توفير الأموال اللازمة للقيام بالمشاريع الاقتصادية وذلك في أوقات الحاجة إليها إذ أنه يخص المبالغ النقدية وليس السلع والخدمات وأن يكون بالقيمة المطلوبة وفي الوقت المطلوب فالهدف منه تطوير المشاريع العامة والخاصة في الوقت المناسب وتعظيم العائد في المستقبل⁽³⁾.
- ← التمويل هو البحث عن إمكانية الدفع بطريقة عقلانية تضمن توفير الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة، ومن هنا فهو ينطوي على مشكلتين أساسيتين: الأولى تتعلق بالحجم المحدود للموارد والثانية تتعلق بكيفية تسيير هذه الموارد⁽⁴⁾.
- ← التمويل هو عندما تريد المؤسسة زيادة طاقتها الإنتاجية أو إنتاج مادة جديدة أو إعادة تنظيم أجهزتها فإنها تضع برنامج يعتمد على ناحيتين هما: الناحية المادية وذلك بحصر كل الوسائل المادية لإنجاح المشروع. والناحية المالية التي تتضمن تكلفة ومصدر الأموال وكيفية استعمالها، وهذه الناحية هي التي تسمى تمويل⁽⁵⁾.

من خلال التعاريف المقدمة نلاحظ أنه على الرغم من تعدد الآراء إلا أن مصطلح التمويل بمعناه العام يعني مصدر الأموال وكيفية تسييرها وتوجيهها نحو تحقيق أغراض معينة وتنفيذ برامج مقترحة حسب طبيعة ونشاط كل مؤسسة سواء كانت عامة أو خاصة وذلك في الأوقات المطلوبة وبالكميات المناسبة.

¹ حازم يوسف أبو ضيف عبد العال، "التمويل بالدين والفائدة بين الفقه الإسلامي والاقتصاد التقليدي"، مجلة كلية دار العلوم، المجلد 36، العدد 122، جامعة القاهرة، 2019، ص 314.

² عبد العزيز بن علي بن عزيز الغامدي، "التمويل بالتورق في المعاملات المالية المعاصرة - دراسة فقهية تأصيلية"، منشورات مجلة البحوث الفقهية المعاصرة، 2020، ص 01. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.quranicthought.com/ar/books/>، تاريخ الاطلاع: 2023/04/28.

³ بغداد بنين وآخرون، "التمويل غير التقليدي وأثره على الأداء الاقتصادي - دراسة قياسية لأثر التمويل التضخمي على النمو الاقتصادي في الجزائر (1987-2016)"، الملتقى الدولي الثاني: "النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، الجزائر، 05/04 فيفري 2019، ص 03.

⁴ مليكة زغيب، نعيمة غلاب، "تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته"، الملتقى الدولي حول: "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية"، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر - بسكرة، الجزائر، 22/21 نوفمبر 2006، ص 03.

⁵ ميلود زيد الخير، "ضوابط الاستقرار المالي في الاقتصاد الإسلامي"، الملتقى الدولي الأول: "الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل"، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية - الجزائر، 23 / 24 فيفري 2011، ص ص 01 - 02.

2- أهمية التمويل:

يعتبر التمويل العامل الأساسي في تحويل وتجسيد الأفكار إلى مشاريع على أرض الواقع، وذلك من خلال دراستها وتمويلها بشكل صحيح، فمهما تنوعت المشاريع فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو وتواصل حياتها، فالتمويل بمثابة الدم الجاري لهذه المشاريع، ومن هنا تبرز أهمية نشاط التمويل في تحقيق ورسم أهداف المؤسسة وفي خدمة اقتصاد البلاد وتفعيل السياسة التنموية وذلك عن طريق:⁽¹⁾

- توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز مختلف المشاريع والتي يترتب عنها:

➤ توفير مناصب شغل جديدة؛

➤ تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد.

- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.

- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن، العمل...).

مما سبق يمكن القول أن نشاط التمويل يكتسب أهمية كبيرة في المؤسسة ويعتبر من العناصر المتحكمة في نشاطها وعامل مهم في بناء الاستراتيجيات المالية والعامة لها.

ثانياً: معايير تصنيف مصادر التمويل

تعتمد المؤسسات الاقتصادية في تمويل أنشطتها وتغطية احتياجاتها المالية على عدة مصادر، يمكن النظر إليها من عدة زوايا والتي ترصد من خلالها تصنيفات أو أنواع التمويل، وفيما يلي نتطرق إلى معايير تصنيف مصادر التمويل:⁽²⁾

- من حيث المصدر:

يتم تقسيم مصادر التمويل من حيث المصدر إلى مصادر داخلية وأخرى خارجية، فأما الداخلية فهي تتمثل في الأرباح المحتجزة والاهتلاك وبيع الأصول، وبالنسبة للمصادر الخارجية فهي تتمثل في الاقتراض وإصدار السندات وتسهيلات الموردين.

- من حيث الملكية:

يتم التقسيم وفقاً لهذا المعيار إلى أموال مملوكة أي أموال من مالكي المؤسسة كزيادة رأس المال (إصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة) والاحتفاظ بالأرباح كلها أو جزء منها، وأموال غير مملوكة أو ما يعرف بمصادر من المقرضين كالبنوك وموردي الآلات والمعدات وموَجِّريها، وموردي المواد....

¹ عبد الله خبابه، السعيد براهيمي، "آليات التمويل الإسلامي بديل لطرق التمويل التقليدية"، الملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة، الجزائر، 06/05 ماي 2009، ص ص 05-06.

² مفلح محمد عقل، "مقدمة في الإدارة المالية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص ص 394-395.

- من حيث الزمن:

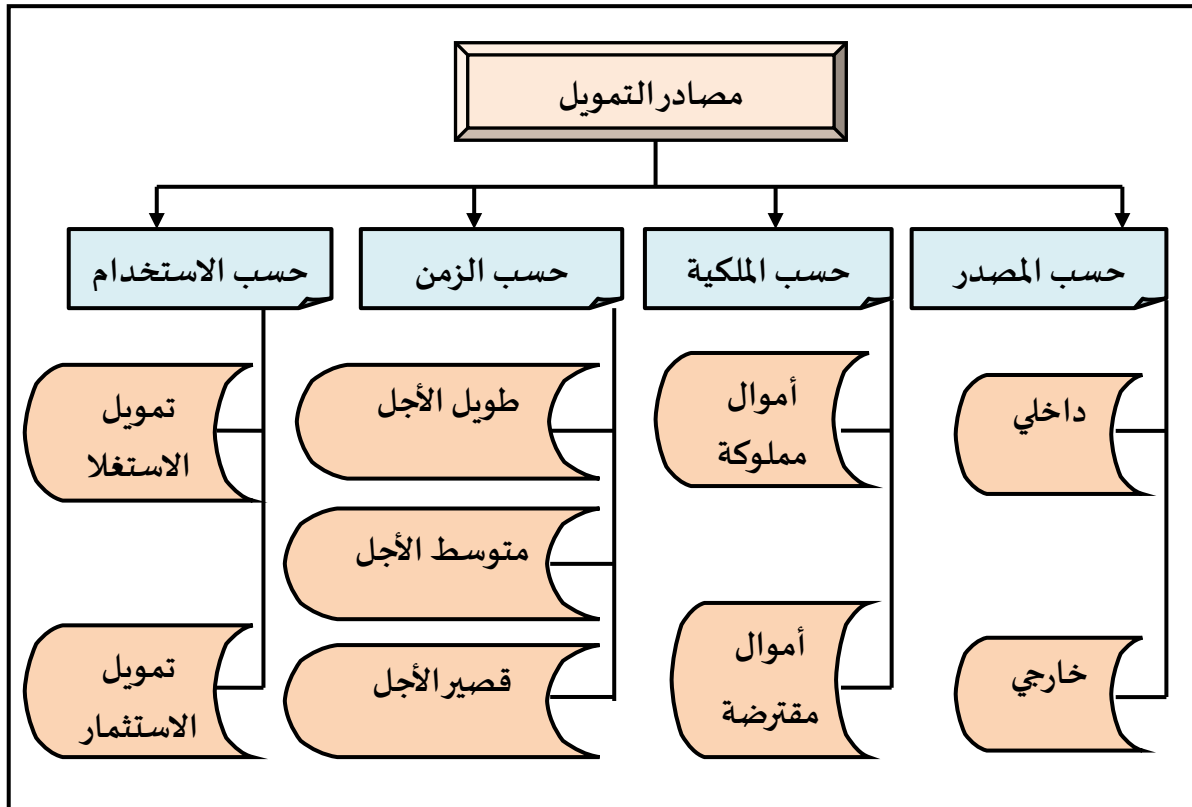
تقسم الأموال حسب معيار الزمن أو كما يسمى أيضا بمعيار الاستحقاق إلى مصادر طويلة الأجل، مصادر متوسطة الأجل وأخرى قصيرة الأجل.

- من حيث الاستخدام:

ويقصد بهذا المعيار تمويل الاستغلال وتمويل الاستثمار، حيث يشمل تمويل الاستغلال تلك المعاملات التي ترصد لمواجهة الاحتياطات والمعاملات القصيرة التي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية في المؤسسة. أما تمويل الاستثمار فيتمثل في تلك الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة وتوسيع الطاقة الحالية للمؤسسة لاقتناء الآلات والتجهيزات وما يلزمها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي للمؤسسة⁽¹⁾.

مما تقدم يمكن تلخيص مختلف تصنيفات مصادر التمويل في المخطط التالي:

الشكل رقم (02): تصنيفات مصادر التمويل



المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: - مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص ص 394-395.

- فايزة بوعظم، مرجع سبق ذكره، ص 08.

¹ فايزة بوعظم، "قرارات تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات - نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالقروض البنكية -"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف 1، 2021-2022، ص 08.

ثالثاً: مصادر التمويل وفقاً لمعيار الملكية

كما ذكرنا سابقاً أن مصادر التمويل وفقاً لهذا المعيار تصنف إلى أموال مملوكة (الأموال الخاصة) وأموال غير مملوكة وتمثل الأموال المقترضة (الديون)، وفي هذا الجزء سنتناول كلاهما بشيء من الإيجاز.

1- مصادر الأموال المملوكة:

تعتبر من المصادر الرئيسية للتمويل وهي طويلة الأجل وتشمل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

1-1- الأسهم العادية:

السهم العادية هي النوع الشائع في أموال الملكية وهي تتمتع بالعديد من المزايا وتمنح لحاملها الكثير من الحقوق، وقبل التعرف على هذه الحقوق والمزايا نتناول تعريف الأسهم ومن ثم تعريف السهم العادي.

1-1-1- تعريف السهم العادي:

يتكون رأس مال الشركات المساهمة من عدد من الحصص المتساوية يسمى كل منها سهماً، والسهم عبارة عن صك يؤكد لحامله ملكية حصة في رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذي دفعه⁽¹⁾.

وفي تعريف آخر ذكر أن السهم ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها في جزء من رأس مال الشركة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق، وتحصل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة⁽²⁾.

والسهم العادي هو ورقة مالية تمثل حق ملكية كامل، فهو حصة في رأس مال شركة مساهمة ولحامله حق إدارة الشركة من خلال التصويت في الهيئة العامة، وله حق الحصول على أرباح الشركة وعليه خسائرها وله الحق فيما يتبقى بعد دفع التزامات الشركة⁽³⁾.

وتعتبر الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للشركة خاصة في حالة الشركات التي تكون في أولى مراحل التشغيل والتكوين. ويعود ذلك إلى أن إصدار الأسهم لا يترتب عنه التزام الشركة بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم كما هو الحال بالنسبة لمصادر التمويل طويل الأجل الأخرى⁽⁴⁾.

¹ محمد سعيد عبد الهادي، "الإدارة المالية الاستثمار والتمويل - التحليل المالي والأسواق المالية الدولية"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 218.

² السيد متولي عبد القادر، "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير"، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 147.

³ عدنان تايه النعيمي وآخرون، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص 218.

⁴ محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات الإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001، ص 347.

1-1-2- خصائص الأسهم العادية:

تتميز الأسهم العادية بخصائص نوجزها فيما يلي: (1)

- تتساوى قيمة الأسهم حسبما يحددها القانون، والحكمة من تساويها تسهيل تقدير الأغلبية في الجمعية العمومية، وتسهيل عملية توزيع الأرباح على المساهمين، وتنظيم سعر الأسهم في البورصة
- تساوي قيمة الأسهم يقتضي تساوي الحقوق بين المساهمين، إلا أن بعض القوانين تجيز إصدار أسهم ممتازة بقرار من الهيئة العامة غير العادية، تمنح أصحابها حق الأولوية في الأرباح، أو في أموال الشركة عند تصفيتها أو كليهما أو أية ميزة أخرى؛
- تكون مسؤولية الشركاء بحسب قيمة الأسهم، فلا يسأل عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها؛
- عدم قابلية السهم للتجزئة، فإذا مات الشريك أصبحت ملكية السهم مشاعة بين الورثة، ويختارون ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين، لكي يباشر الحقوق المتصلة بالأسهم؛
- قابلية الأسهم للتداول وهي أهم خاصية للسهم، فإذا نص على خلاف ذلك فقدت الشركة صفة المساهمة.

1-1-3- حقوق حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بالحقوق التالية: (2)

- حق حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها؛
- حق الترشيح لعضوية مجلس الإدارة، إن كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم؛
- حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة في حال تحققها وتوزيعها؛
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها؛
- حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر عن طريق البيع في السوق المالية أو غيرها من الطرق؛
- حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة؛
- حق الإطلاع على دفاتر وأوراق الشركة؛
- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال. ويعود السبب في إعطاء هذا الحق للمساهمين القدامى إلى رغبة المؤسسين في حماية مصالحهم من زاويتين: (3)
- الزاوية الأولى: حماية حملة الأسهم القديمة في محاولة الإدارة التخلص من رقابتهم وسيطرتهم عن طريق إصدار أسهم جديدة وشراءها لامتلاك أغلبية في الأصوات تضمن استمرار الأعضاء الحاليين.

¹ محمد عبد الخالق، "الإدارة المالية والمصرفية"، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 135.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005، ص ص 119 - 121.

³ محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 223.

➤ الزاوية الثانية: حماية حملة الأسهم القديمة من التلاعب في القيمة السوقية للأسهم وذلك لمصلحة بعض الفئات الجديدة عن طريق فتح الباب لدخولهم في الشركة.

4-1-1- قيم الأسهم العادية:

هناك عدة قيم للأسهم العادية نوجزها فيما يلي: (1)

- القيمة الاسمية: هي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادر للمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة؛
- قيمة الإصدار: هي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب وقد تكون أكثر منها، ولا تجيز معظم الأنظمة أن تكون أقل؛
- القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة (بعد خصم التزاماتها) على عدد الأسهم المصدرة، أو بقسمة حقوق الملكية التي تشمل رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة على عدد الأسهم المصدرة؛
- القيمة الحقيقية: هي نصيب السهم في ممتلكات الشركة بعد إعادة تقويمها وفقا للأسعار الجارية، وذلك بعد خصم ديونها؛
- القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص أو بالوضع الاقتصادي العام، ولذا قد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو القيمة الدفترية وقد تكون أقل منهما أو أكثر؛
- قيمة التصفية: هي نصيب السهم من قيمة أصول الشركة عند تصفيتها، بعد سداد حقوق الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.
- القيمة حسب العائد: هي عبارة عن القيمة أو الثمن الذي يقبل شخص آخر دفعه للحصول على العائد الذي يعطيه السهم المعني (2).

5-1-1- أنواع الأسهم العادية:

لقد وردت عدة تصنيفات للأسهم العادية تعتمد على معايير معينة، ومن بين هذه التصنيفات نجد:

- من حيث طريقة التداول:

تصنف الأسهم من حيث طريقة تداولها إلى: (3)

➤ أسهم لحاملها: يكون السهم لحامله عند إصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبه أو مالكة، والهدف من ذلك تحقيق المرونة في التداول، إذ تنقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه لشهادة السهم؛

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 114 - 116.

² مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 452.

³ دريد كامل آل شبيب، " الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص 181.

- الأسهم الاسمية: يتم إصدار هذا النوع من الأسهم باسم مالكة الذي يثبت على الشهادة بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين للشركة المصدرة؛
- الأسهم الإذنية أو لأمر: هي الأسهم التي يتم ذكر اسم مالكيها في شهادة الإصدار مقترنا بشرط الأمر والإذن، والمقصود بذلك أن يتم انتقال ملكية السهم بواسطة تظهير الشهادة دون الرجوع للشركة.
- من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك:

تصنف إلى نوعين: (1)

- الأسهم النقدية: هي الأسهم التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة نقداً. وهذه الأسهم تكون محررة أي دفعت قيمتها كلها وقد تكون غير محررة أي دفعت بعض قيمتها كالنصف مثلاً، حيث لا يشترط أن يدفع المساهم قيمة السهم كاملة عند الاكتتاب، بل يمكن أن يدفع جزء منها ويكون مطالباً بالباقي، بحيث لو صفيت الشركة وعليها ديون مثلاً طُلب المساهم بدفع المتبقي من قيمة السهم.
- الأسهم العينية: هي التي تعطى للشريك إذا قدم حصته في رأس مال الشركة عيناً من الأعيان كأرض، أو مبنى، أو بضاعة أو مصنع. وهذه الأسهم لا بد أن تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب.
- من حيث استهلاكها من عدمه:

تصنف الأسهم حسب استهلاكها أي رد قيمتها للمساهم من عدمه إلى نوعين: (2)

- أسهم رأس المال: هي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها، أي لم ترد قيمتها إلى أصحابها خلال قيام الشركة.
- أسهم التمتع: هي الأسهم التي تعطى للشريك عوضاً عن أسهمه التي ردت إليه قيمتها في أثناء قيام الشركة، حيث تدعو بعض الحالات لذلك كما إذا كانت الشركة حاصلة على امتياز من الحكومة باستغلال مرفق من المرافق العامة مثلاً لمدة معينة، تصبح موجودات الشركة بعدها ملكاً للدولة، أو كانت ممتلكات الشركة مما يتلف بمرور الزمن كشركات المناجم. ففي مثل هذه الحالات ترد الشركة إلى المساهم قيمة أسهمه وتمنحه بدلاً عن ذلك سهم تمتع، يخوله الحقوق التي لأسهم رأس المال إلا في الأرباح واقتسام موجودات الشركة عند حلها، حيث يعطى مالك أسهم التمتع نصيباً من الأرباح أقل مما يعطى لمالك أسهم رأس المال، كما لا يكون لمالك سهم التمتع نصيب في موجودات الشركة عند حلها إلا بعد أن يستوفي أصحاب رأس المال قيمة أسهمهم.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص 116-117.

² نفس المرجع السابق، ص ص 118-119.

6-1-1- تقييم الأسهم العادية كمصدر تمويلي:

تتمتع الأسهم العادية كمصدر تمويلي بالعديد من المزايا من وجهة نظر الشركة المصدرة لها، كما تتصف أيضا بمجموعة من العيوب، نتطرق إلى كليهما فيما يلي: (1)

- المزايا:

- لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة على الشركة مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق القروض؛
- ليس لها تاريخ استحقاق محدد فهي مصدر تمويلي دائم؛
- زيادة التمويل عن طريق هذا المصدر يؤدي إلى زيادة مقدرة الشركة على الاقتراض؛
- يفضل المستثمرون التمويل عن طريق هذا المصدر لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل، ويعتبر هذا مصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الاستثمارات؛
- نجد أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية من بيع الأسهم العادية أقل من معدل الفائدة على القروض.

- العيوب:

- يشمل بيع الأسهم العادية حق التصويت مما يضر أو يضعف رقابة الملاك الحاليين على الشركة؛
- قد يترتب على الاقتراض استخدام أموال الغير بمعدل فائدة ثابت ومنخفض بينما إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم في الأرباح المتوقعة؛
- تكلفة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من تكلفة الاقتراض؛
- إذا كانت الشركة تعتمد على التمويل بالملكية بدرجات عالية، أو تستخدم المديونية بنسبة صغيرة مما يعني أن التكلفة المرجحة المتوسطة للأموال تكون كبيرة مما هو متوقع؛
- لا تخصص التوزيعات من الضريبة كما هو الحال بالنسبة لمدفوعات الفوائد (لا تحصل على أي إعفاءات ضريبية مثل الفوائد).

7-1-1- مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية:

يتصف الاستثمار في الأسهم العادية بمخاطر عالية مقارنة بحملة السندات والأسهم الممتازة على اعتبار أن هؤلاء لديهم الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة، وكذلك الحال في قيمة أصول المؤسسة عند التصفية، ومن المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في الأسهم العادية ما يلي: (2)

- الظروف السياسية والاستقرار الاقتصادي والاجتماعي؛
- معدلات التضخم وتغير القدرة الشرائية للنقود وأسعار العملة والدورات الاقتصادية من ركود ورواج اقتصادي؛
- التشريعات السياسية كالقوانين والأنظمة والضرائب؛

¹ عبد الغفار حنفي، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002، ص ص 457 - 458.

² دريد كامل آل شبيب، "الأسواق المالية والنقدية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 196-197.

- المخاطر غير المنتظمة التي ترتبط بالشركات من حيث كفاءة الإدارات والرافعة المالية والعجز عن سداد الالتزامات والرافعة التشغيلية والتطور التكنولوجي المنافسة وتقلب الأرباح؛
- الأخطار غير الملموسة التي ترتبط بطبيعة المستثمر وتفضيلاته مثل: الخوف والطمع الذي يؤدي إلى اتخاذ قرارات غير متوازنة، الركض وراء الجموع (غريزة القطيع) والتي تعني الشراء عندما تتجه مجموعة من المستثمرين في السوق نحو الشراء فيعمل المستثمر نفس ما يعمل الجماعة في السوق، مخاطر نقص السيولة الذي يؤدي إلى بيع الأوراق المالية الجديدة، مخاطر الارتباط بسهم معين وجعله الوحيد في المحفظة الاستثمارية.

2-1- الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة النوع الثاني من الأسهم التي تقوم الشركات المساهمة بإصدارها، وسميت هذه الأسهم ممتازة لأنها تتمتع بعدة مزايا عن حملة الأسهم العادية. وفيما يلي يتم استعراض خصائصها، مزاياها وعيوبها.

1-2-1- تعريف الأسهم الممتازة:

هي أوراق مالية هجينة تقع ضمن حقوق الملكية، لها قيمة اسمية وتحصل على نسبة ربح ثابت، وهي تأخذ صفات الأسهم العادية والسندات وعلى هذا الأساس سميت هجينة، فثبات الربح هو صفة السندات وحق الملكية هي صفة الأسهم العادية ولا يحصل حملة الأسهم الممتازة على الأرباح إلا بعد تحقيقها وقرار توزيعها، ولكنها تختلف عن الأسهم العادية بمزايا خاصة فلحاملها الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة سنويا أو في اقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو تسهيل أصولها قبل حامل السهم العادي، ويكون عائد السهم الممتاز نسبة ثابتة من القيمة الاسمية للسهم أو بمبلغ مطلق، ولذلك تكون الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية، ولا يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق حملة الأسهم العادية في الانتخاب أو المشاركة في الإدارة⁽¹⁾.

¹ نفس المرجع السابق، ص 204.

2-2-1- خصائص الأسهم الممتازة:

- تتميز هذه الأسهم عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل بعدة خصائص نتناولها فيما يلي:⁽¹⁾
- الأسبقية في الأصول والأرباح، حيث أنها تمتلك حق الأولوية على الأسهم العادية، كون أن حقوقها واجبة السداد قبل الأسهم العادية في حالة الإفلاس وتصفية أصول الشركة، كما أنها تمتلك الأولوية عند توزيع الأرباح على حملة الأسهم؛
 - إمكانية تجميع الأرباح وتراكمها، حيث تتمتع معظم الأسهم الممتازة بخاصية تراكم مقسوم الأرباح لصالحها في حالة حجها في سنة أو أكثر، وذلك عن طريق تدوير تلك الأرباح إلى السنوات اللاحقة؛
 - حق التحول إلى الأسهم العادية، حيث وجود هذه الخاصية في الأسهم الممتازة يعني إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية ويعبر ذلك عن قدرة السهم الممتاز الواحد من التحول إلى عدد من الأسهم العادية؛
 - ذو قيمة اسمية ثابتة وهذه القيمة ضرورية لأغراض محاسبية وهي القيمة التي يجب دفعها إلى حامل السهم الممتاز في حالة تصفية الشركة، وهي بذلك تختلف عن الأسهم العادية التي لا تكون قيمتها محددة.

3-2-1- أنواع الأسهم الممتازة:

توجد أنواع مختلفة للأسهم الممتازة هي:⁽²⁾

- أسهم ممتازة مجمعة الأرباح أو غير مجمعة الأرباح:
- وتعني الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وإنما ترحل وتجمع مع المستحق في السنة المالية التالية ليتم الحصول على الأرباح المجمعة معاً، وإذا لم تكفي تجمع على أرباح السنة التالية وهكذا. أما الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المطالبة بها؛
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء وغير القابلة للاستدعاء:
- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم والسندات، فهي من ناحية يتم ردها وفقاً لما هو محدد في نشرة الاكتتاب وهي خاصية من خصائص الدين، وفي نفس الوقت لا يترتب على سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصية من خصائص الأسهم العادية، وعادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوي ثابت وتكون مجمعة الأرباح؛

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 159.

² طارق عبد العال حماد، "دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 13 - 14.

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح:

تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية، مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر (أي مشاركة حملة الأسهم العادية فيما زاد من الأرباح عن حد معين وذلك بعد إعطائهم القدر المقرر لهم من الأرباح)، بينما يستحق للأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة كبيرة أو متوسطة أو صغيرة؛

- أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية أو غير قابلة للتحويل:

أحيانا تعطى للأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب.

1-2-4- تقييم التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

يتم تقييم الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة لها، وكذا من وجهة نظر المستثمر حيث تحقق لكلا الطرفين عدة مزايا كما لا يعني ذلك خلوها من بعض العيوب، وفيما يلي سنشير إلى هذه النقاط بالنسبة لكل طرف:

الجدول رقم (02): تقييم التمويل بالأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة لها والمستثمر

من وجهة نظر المصدر للأسهم الممتازة	
المزايا	العيوب
<p>- لا يوجد أي التزام قانوني على دفع هذه التوزيعات؛</p> <p>- يترتب على استخدام هذا النوع من التمويل زيادة العائد لحملة الأسهم العادية إذا كان أثر الرفع المالي موجبا ونسبة الرفع عالية؛</p> <p>- تجنب الشركة شرط المساواة مع حملة الأسهم العادية من حيث العائد لأن عائد الأسهم الممتازة محدود وثابت؛</p> <p>- استخدام هذا النوع من التمويل لا يضعف من رقابة حملة الأسهم العادية على الشركة؛</p> <p>- هذا المصدر ليس له تاريخ استحقاق محدد ولا يتطلب تكوين احتياطي استهلاك لهذه الأسهم لذلك فهو أكثر مرونة مقارنة بالسندات؛</p> <p>- لا يتطلب وجود أصول مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحدث في حالة التمويل بالقروض.</p>	<p>- معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات (نتيجة لارتفاع خطورتها مقارنة بالسند)؛</p> <p>- التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.</p>
من وجهة نظر المستثمر	
المزايا	العيوب
<p>- تحقق للمستثمر معدل عائد شبه مستقر؛</p> <p>- تعطي الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية.</p>	<p>- معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل؛</p> <p>- التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند؛</p> <p>- لا يوجد التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز، ولكن يتوقف ذلك على تواجد صافي دخل وقرار إجراء توزيعات وتوافر سيولة كافية لأداء التوزيعات، ولا يؤدي التأخير أو عدم إجراء توزيعات على هذه الأسهم تصفية الشركة.</p>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 479-480.

3-1- الأرباح المحتجزة:

إن قيام المؤسسة الاقتصادية بتوسيع نشاطها وتطويره يتطلب توفر الموارد المالية الدائمة لتمويل وتغطية احتياجاتها، ومن أهم هذه الموارد الأرباح المحتجزة التي تشكل مصدر تمويل داخلي للمؤسسة، نتعرف على مكونات هذا المصدر، مزاياه وعيوبه في الفقرة الموالية.

1-3-1- تعريف الأرباح المحتجزة:

هي تلك الأرباح التي يتم احتجازها على مدار عدة سنوات سابقة بغرض إعادة استخدامها في عمليات الإنفاق طويل الأجل بدلا من الاعتماد على القروض أو الأسهم⁽¹⁾.

كما تعرف أيضا على أنها مصدر تمويل ممتلك داخلي رئيس يجعل الأموال متاحة للاستثمار من قبل المؤسسة، وكلفتها أقل بكثير من كلفة زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة⁽²⁾.

وفي تعريف آخر أكثر تفصيل، تعرف الأرباح المحتجزة على أنها ذلك الجزء الفائض القابل للتوزيع الذي حققته المؤسسة من ممارسة نشاطها (خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة) ولن يدفع في شكل توزيعات والذي يظهر من الميزانية العمومية للمؤسسة ضمن عناصر حقوق الملكية، فبدلا من توزيع كل الفائض المتحقق على المساهمين، قد تقوم المؤسسة بتخصيص جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم الاحتياطات لغرض تحقيق هدف معين مثل إحلال وتجديد الآلات أو تسديد القروض⁽³⁾.

وتتمثل عناصر الأرباح المحتجزة في:⁽⁴⁾

- **الاحتياطي القانوني:** هو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لابد للمؤسسة من تكوينه وهو يحدد من طرف القانون (منصوص عليه في قانون الشركات) ويستخدم في تغطية خسائر المؤسسة وفي زيادة رأس المال؛
- **الاحتياطي النظامي:** يتم تكوين هذا الاحتياطي طبقا للنظام الأساسي للمؤسسة حيث يشترط هذا الأخير وجوب تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة؛
- **الاحتياطات الأخرى:** ينص قانون الشركات على أنه يمكن للمؤسسة بعد تحديد نصيب الأسهم من الأرباح الصافية أن تقوم بتكوين احتياطات أخرى؛

¹ علي مصيلحي شريف وآخرون، "الإدارة في منظمات الأعمال وأسس الرقابة عليها"، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013، ص 349.

² حسام علي حسين فياض الغانمي، "أثر احتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2015، ص 02.

³ فتحية مزهر عبد الرضا القرشي، "التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة والربحية في الشركات - دراسة تطبيقية في سوق دبي وأبوظبي للأوراق المالية"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كركوك، العراق، 2012، ص 07.

⁴ نفس المرجع السابق، ص 07.

- الأرباح المرحلة: ويقصد بها المبالغ المتبقية من الأرباح بعد توزيع الأرباح السنوية والذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة التالية ويستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي انخفاض في الأرباح المتحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة المؤسسة على سداد التزاماتها أو القيام بالمشاريع الاستثمارية الجديدة أو التوسع للمشاريع القائمة.

1-3-2- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل:

إن عملية تقييم الأرباح المحتجزة كمصدر تمويل هام للمؤسسة يستدعي التعرض إلى المزايا التي يقدمها هذا المصدر، وكذا الوقوف على العيوب التي قد تؤثر على المؤسسة عند استخدامه، نوضح كلاهما في النقاط التالية:

- المزايا:

يمنح التمويل عن طريق الأرباح الغير موزعة مزايا كبيرة، إذ يعتبر ذا أهمية كبيرة خاصة في المؤسسات الناجحة ومن بينها نذكر: (1)

- تعتبر من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، كما تعتبر حلا للمؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية كتلك التي ترغب في تخفيض ديونها، أو للمؤسسات التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة، ففي مثل هذه الظروف يتم اللجوء إلى احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة؛
- يفضل هذا المصدر من طرف المؤسسات لأنه يجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة في حالة إصدار الأسهم، كما يجنب الأعباء الثابتة التي تترتب على بيع الأوراق المالية كما هو الحال في إصدار السندات؛
- يعتبر هذا المصدر متاح لكل المؤسسات الربحية، حيث يسهل توفيره دون جهد الدخول في مفاوضات أو وضع شروط؛ (2)
- توافر هذا المورد للمؤسسة يحسن من وضعها المالي ويزيد من قدرتها على الاقتراض إن احتاجت لذلك. (3)

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، "الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008، ص 250.

² مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 461.

³ نفس المرجع السابق، ص 461.

- العيوب:

- بالرغم من المزايا التي سبق ذكرها إلا أن هذا المصدر لا يخلو من العيوب والتي يمكن إيجازها في النقاط التالية: (1)
- إن اختيار المؤسسة لاحتجاز أرباحها بدلا من توزيعها قد يدفع المساهمين إلى بيع أسهمهم مما قد يعرض أسعار هذه الأخيرة للانخفاض؛
 - قد لا تكون الأرباح المحتجزة متاحة للمؤسسة خاصة في بداية حياتها وبالتالي فإن استخدامها يكون محدودا أو معدوما أمام المؤسسة التي لا تحقق أرباح أو تلك حديثة العهد؛
 - إذا زادت هذه الأرباح عن حد معين فإنه يصبح من الضروري رسملتها بتحويلها إلى رأس المال وإصدار أسهم مجانية بقيمتها للمساهمين مما يزيد من نفقات استخدام هذا المصدر؛
 - يرتبط مبلغها جزئيا بالنتائج وتنخفض قيمتها عندما تتعرض المؤسسة لخسائر ، وبالرغم من كونها مصدر مهم في التمويل إلا أنها لا تكفي لمتابعة نمو المؤسسة؛
 - احتجاز الأرباح من شأنه أن يخفض مبلغ التوزيعات على المساهمين وهذا مل يجعل المؤسسة تفقد جاذبيتها اتجاه المستثمرين المحتملين عند رغبتها في رفع رأس المال عن طريق إصدار أسهم؛
 - قد تهمل المؤسسة في كثير من الأحيان إدماج تكلفة هذا النوع من التمويل في حساب تكلفة الاستثمار، مما يؤدي إلى توظيفها في استثمارات قليلة الربحية مما ينتج عنه في النهاية سوء استخدام الموارد المالية.

2- مصادر الأموال غير المملوكة (الأموال المقرضة):

تلجأ المؤسسة عادة إلى الأموال المقرضة عند عدم كفاية الأموال المملوكة (الأموال الخاصة) لتغطية احتياجاتها التمويلية، أو للاستفادة من المزايا التي تقدمها هذه المصادر وهي تتمثل في القروض متوسطة وطويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل.

1-2- الأموال المقرضة متوسطة وطويلة الأجل:

تتمثل القروض متوسطة وطويلة الأجل في السندات أو ما يسمى كذلك بالقروض السندية، القروض البنكية والتمويل عن طريق الاستئجار (التمويل التأجيري)، وهي تندرج ضمن الأموال غير المملوكة ذات الأجل المتوسط والطويل وتختلف هذه المصادر فيما بينها في طريقة الحصول عليها، حيث القروض البنكية تتم من خلال التفاوض المباشر بين المقرضين والمقرضين أما السندات فتعرض على جمهور المقرضين من خلال الإصدار العام. كما تتميز القروض عن السندات بمرونة أطرافها وانخفاض تكلفة إصدارها، بينما يتطلب إصدار السندات الكثير من الإجراءات المتعلقة بالتوثيق والتسجيل في

¹ فائزة عدمان، "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة- دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج بانل"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016-2017، ص ص 19-20.

الأسواق المالية. إضافة إلى هذين المصدرين هناك مصدر آخر هو التمويل بالاستئجار والذي يمتاز بأنه يُمكن المؤسسات من الحصول على منافع أصل من الأصول دون امتلاكه⁽¹⁾.

2-1-1-1- السندات:

تعتبر السندات من المصادر الرئيسية لتمويل المؤسسات إلى جانب مصادر التمويل الأخرى، وهي تتمتع بجملة من الخصائص ولها عدة تقسيمات نوضحها فيما يلي.

2-1-1-1-2- تعريف السندات:

يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، تصدره الشركات (أو أي هيئة أخرى) عندما ترغب في الحصول على مقدار معين من الأموال، في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوقا مساوية لحاملها في مواجهة الشركة. فالسندات تعبر عن علاقة مديونية ودائنية بين طرفين، الأول هو مصدر السندات وهو الطرف المدين، والثاني هو المكتتب في السندات وهو الطرف الدائن، ويترتب على ذلك حقوق والتزامات أهمها تعهد المقترض بدفع فائدة معلومة مقدما ومحددة في نشرة الاكتتاب بدقة، ويلتزم المقترض بدفعها دون النظر إلى نتيجة النشاط سواء ربح أو خسارة، كما يتعهد المقترض بسداد قيمة السند في ميعاد استحقاقه أو قبل هذا الميعاد إذا تضمنت نشرة الاكتتاب هذا الأمر⁽²⁾.

وفي تعريف آخر تعد السندات بمثابة عقد أو اتفاق بين الجهة المصدرة والمستثمر، ويقتضي هذا الاتفاق بأن يقرض المستثمر الجهة المصدرة (المؤسسة) مبلغا لمدة محددة وسعر فائدة معين، والسند يختلف عن القرض لأنه قابل للتداول، حيث يمكن بيعه وهو بذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وقد يتضمن العقد شروطا أخرى لصالح المقترض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما قد يتضمن شروطا لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق⁽³⁾.

2-1-1-2- خصائص السندات:

تتمتع السندات بجملة من الخصائص نوجزها في النقاط التالية:⁽⁴⁾

- يمثل السند صك مديونية على الجهة التي أصدرته؛
- يحصل حامل السند على سعر فائدة ثابت سواء ربحت المؤسسة أم لم ترحب؛
- استيفاء قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق؛
- قابلية السند للتداول، حيث يحق لحامله بيعه للغير؛

¹ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 465.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 15.

³ محمد سعيد عبد الهادي، مرجع سبق ذكره، ص 224.

⁴ ضياء مجيد، "اليورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص ص 37 -

- تتحدد القيمة الجارية للسند في السوق (البورصة) اعتمادا على العلاقة بين سعر الفائدة الاسمي على السند وسعر الفائدة الجاري في السوق النقدية؛
- لا يحق المطالبة بقيمة السند قبل الزمن المحدد لتسديده، وإنما يمكن بيعه في السوق الثانوية؛
- لا يشترك حامل السند في جمعيات المساهمين العامة ولا يكون لقرارات هذه الهيئات أي تأثير بالنسبة له؛
- تعتبر الفوائد على السند من النفقات التي يجوز تنزيلها من إجمالي الأرباح أي أنها لا تخضع للضريبة.

2-1-1-3- أنواع السندات:

تقسم السندات إلى أنواع متعددة طبقا لمعايير مختلفة، نتناول تقسيماتها فيما يلي: (1)

- التصنيف طبقا لجهة الإصدار: تصنف السندات طبقا لهذا المعيار إلى:
 - سندات تصدرها شركات الأعمال: تعتبر صكوك دين تطرح في سوق المال لأجل طويلة تتراوح عادة بين خمس سنوات وثلاثين سنة، وتصدرها باعتبارها مصدرا أساسيا من مصادر التمويل الخارجي طويل الأجل؛
 - سندات تصدرها جهات حكومية: تمثل أداة دين طويل الأجل تصدرها الجهات الحكومية لتمويل احتياجات الاستثمارات أو احتياجات أخرى، ومن السندات الحكومية التي تحتكرها وزارة الخزانة (المالية) السندات الادخارية، سندات الخزانة وسندات بدون كوبون.
- التصنيف طبقا لشكل السند: تصنف السندات طبقا لشكل السند إلى:
 - السند لحامله: حيث تتوفر إمكانية تداوله بالبيع أو بالشراء أو بالتنازل، وفي تواريخ استحقاق الفائدة يتقدم حامله للبنك المختص بالكوبون* المرفق لتحصيل قيمة الفائدة ويطلق على هذا النوع من السندات أيضا سندات الكوبون (Coupon Bonds)؛
 - السند الاسمي: والذي يتم تسجيله باسم المستثمر، فيتم دفع فوائده بشيكات للشخص المسجل باسمه السند؛
 - السند لأمر.
- التصنيف طبقا لتاريخ الوفاء بقيمة السند: يتم تصنيف السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى:
 - السندات الدائمة: هي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد والوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا السند هو بيعه لشخص آخر، وهذا لا يمنع الشركة المصدرة من شراء السندات التي أصدرتها من السوق مباشرة؛

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص 141 - 142.

* الكوبون هو الدخل الذي يحصل عليه حامل السند ويتحدد معدله بأسعار الفائدة السائدة في السوق لسندات والتي لها درجة المخاطرة نفسها.

- السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد: هي التي لها تاريخ استحقاق وفي هذا التاريخ يتقدم حامل السند إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند؛
- السندات القابلة للاستدعاء: هي سندات تعطي للجهة المصدرة الحق في سداد السندات قبل تاريخ استحقاقها، وتقوم الشركة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء اعتمادا على سعر الفائدة السائد في السوق؛
- السندات ذات العائد الصفري: هذا النوع لا يمنح المستثمر فوائد دورية وإنما يحصل المستثمر على فوائد عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيع السند، وتتمثل الفائدة على هذه السندات في الفرق بين القيمة التي اشترى بها المستثمر والقيمة الاسمية التي يبيع بها السند (يبيع السند عند الإصدار بقيمة أقل من قيمته الاسمية المدونة عليه والفرق بين قيمة الشراء والقيمة الاسمية هو الفائدة)؛
- السندات ذات معدل الفائدة المتحرك: يتم فيها تعديل معدل الكوبون بصورة دورية لكي يعكس أثر التضخم، لأن التضخم يجعل الفائدة المحل عليها غير كافية لتعويض المستثمر؛
- السندات الرديئة: وهي تلك السندات التي يرتفع فيها مقدار المخاطر المرتبطة بالعائد المتحقق؛
- السندات القابلة للتحويل: أي أن السندات المصدرة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، وهي إما اختيارية أي برغبة حامل السند، أو إجبارية عن طريق استدعاء حملة تلك السندات.

- التصنيف من حيث الضمان: تقسم وفقا لهذا المعيار إلى قسمين: (1)

- السندات المضمونة برهن أصول معينة: هي السندات المضمونة بأصل معين من الأصول التي تمتلكها الشركة كالعقارات والمصانع والتجهيزات وغيرها، بحيث إذا عجزت الشركة عن الوفاء بالتزاماتها، كالتأخر في دفع الفائدة، أو عدم سداد أصل الدين في تاريخ الاستحقاق، تباع هذه الأصول ويوفى أصحاب السندات المضمونة حقوقهم من قيمتها، كما أنه في حالة التصفية تكون لحملة هذه السندات الأولوية في استيفاء حقوقهم من قيمة هذه الأصول قبل غيرهم من حملة السندات الأخرى أو غيرهم من الدائنين؛
- السندات غير المضمونة برهن أصول معينة: هي السندات التي لا تكون مضمونة بشيء معين، والضامن الوحيد لحملة سمعة الشركة من حيث مركزها المالي وقوتها الإيرادية (قدرتها على مواجهة التزاماتها اتجاه دائنيها)، وفي حالة تصفية الشركة يعامل حملة هذا النوع من السندات معاملة غيرهم من دائني الشركة.

¹ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص 208 - 209.

4-1-1-2- مقارنة بين السندات والأسهم:

انطلاقاً مما تقدم يمكن تحديد أهم الفروقات الواردة بين الأسهم والسندات من خلال الجدول

الموالي:

الجدول رقم (03): مقارنة بين السند والسهم

السند	السهم
دين على الشركة وحملة السندات دائنون.	جزء من رأس مال الشركة والمساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة.
عائد السند ثابت.	عائد السهم متغير.
حامل السند يحصل على فائدة بغض النظر عن حجم الأرباح وتوزيعها. ولا تخضع الفوائد على السندات للضريبة لأنها تعتبر من النفقات.	حامل السهم يحصل على عائد لا يعتمد على الربح فقط، وإنما باتخاذ القرار بتوزيعها. ويخضع عائد السهم للضريبة لأنه يعتبر توزيعاً للأرباح.
حملة السندات ليس لهم أي حق في التدخل في إدارة الشركة، إلا في حالتين هما تغير الشكل القانوني أو إدماج الشركة في أخرى.	للمساهمين حق الإطلاع على المستندات والتقارير الدالة على نشاط الشركة والمشاركة في إدارة شؤونها، وحضور اجتماعات الجمعية العمومية.
ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال.	للمساهمين حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل.	حامل السهم لا يسترد رأسماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترده وهو قابل للزيادة أو النقصان.
حامل السند له الحق في استرداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون على أي شيء.	عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحق في استرداد ما يخصهم بعد تسديد كافة الديون.
القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي على السند.	القيمة الجارية للسهم (السوقية) تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.

المصدر: ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 44 - 45.

2-1-1-5- تقييم التمويل عن طريق السندات:

تتمتع السندات بالعديد من المزايا، إلا أن اللجوء إلى التمويل بواسطتها له عدة عيوب نوضح كلاهما فيما يلي:

- المزايا:

يمكن إيجاز أهم المزايا التي تقدمها السندات للمؤسسة التي تصدرها فيما يلي: (1)

- الاستفادة من الرفع المالي شريطة أن تكون كلفة السندات أقل من العائد المتوقع على استثمار الأموال الناجمة عن بيع السندات، أي أن يكون هناك فرق موجب بين العائد المتحقق وبين الكلفة المدفوعة يؤدي إلى تعظيم ثروة حملة الأسهم؛
- تحقق السندات ميزة تخفيف العبء الضريبي للمؤسسة، كون الفوائد المدفوعة عليها تعتبر مصاريف تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة؛
- تتيح للمؤسسة استخدام أموال الغير دون أن يكون لهم الحق بالاشتراك في إدارتها؛
- توفر للمؤسسة المرونة فيما يتعلق بإدارة الهيكل المالي من خلال وضع بعض الشروط عند إصدار السندات تعطيها الحق في استدعاء السندات لإطفائها.

- العيوب:

من أهم العيوب التي تحد من مزايا القروض السندية نذكر ما يلي: (2)

- إن تكلفة السند هي تكلفة ثابتة واجبة الدفع من قبل المقترض، وفي حالة كون عائدات المؤسسة المقترضة واسعة الذبذبة، ينجم عن ذلك مخاطر كبيرة، الأمر الذي قد يؤدي إلى حدوث بعض الحالات التي تعجز فيها عن الوفاء بهذه الالتزامات الثابتة، لذا يفضل استعمال هذا النوع من الاقتراض في الحالات التي تتصف فيها إيرادات المؤسسة بالثبات النسبي؛
- تزايد الاقتراض عن طريق السندات يزيد مخاطر المقترض المالية، وقد يرفع من تكلفة الاقتراض بدرجة قد تزيد عن الدخل المتوقع تحقيقه على الأموال المقترضة؛
- هناك حدود لما يمكن لكل مؤسسة أن تقترضه تتمثل بالعلاقة بين مجموع الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل ومجموع حقوق الملكية، بالإضافة إلى كفاية التدفقات النقدية لخدمة دين المؤسسة؛
- وجود بعض القيود والشروط على إصدار السندات تحد من إمكانية اعتماد المؤسسة على هذا المصدر التمويلي.

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 175.

² مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص ص 469-470.

2-1-1-6- مخاطر الاستثمار في السندات:

هناك عدة مخاطر يتعرض لها المستثمر في السندات نوجزها فيما يلي:⁽¹⁾

- مخاطر السيولة:

تفتقد السندات طويلة الأجل إلى خاصية السيولة، مما يعرض حامل السند إلى مخاطر القوة الشرائية للنقود أي انخفاض القيمة الزمنية للنقود بسبب التضخم الاقتصادي، فترتفع درجة المخاطر كلما طالت فترة الاستحقاق؛

- تقلب أسعار الفائدة:

تتحرك أسعار السندات هبوطاً وصعوداً عكس حركة معدل الفائدة السائدة في السوق حيث أن ارتفاع سعر الفائدة في السوق يؤدي إلى انخفاض سعر السند؛

- مخاطر استدعاء السند:

إذا كان من ضمن شروط الإصدار شرط الاستدعاء ستستغل المؤسسة المصدرة الفرصة المناسبة لاستدعاء السندات، ولحماية المستثمر يتم منحه علاوة الاستدعاء ورفع الفائدة على السند لتغطية خسارته لأن قرار الاستدعاء يكون بسبب انخفاض الفائدة في السوق أو لإطفاء الدين؛

- مخاطر الرفع المالي:

إن دراسة مخاطر الرفع المالي للمؤسسة المصدرة يعد من الأمور المهمة وهناك معايير لنسبة الرفع المالي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار لأن المقرضين الآخرين هم منافسين إضافيين لهم الحق في أصول المؤسسة في حالة تعرضها للتصفية.

2-1-2- القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل:

تعتبر القروض متوسطة وطويلة الأجل من الطرق الكلاسيكية في التمويل الخارجي للاستثمارات، حيث تحصل عليها المؤسسات من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى لتغطية عمليات الاستثمار ذات المبالغ الكبيرة والمدة الطويلة.

2-1-1-1- القروض متوسطة الأجل:

توجه القروض متوسطة الأجل لتمويل الاستثمارات التي لا يتجاوز عمر استعمالها سبع (07) سنوات مثل الآلات والمعدات ووسائل النقل وتجهيزات الإنتاج بصفة عامة. ونظراً لطول مدة هذه القروض فإن البنك يكون معرضاً لخطر تجميد الأموال، ناهيك عن المخاطر الأخرى المتعلقة باحتمالات عدم السداد، والتي يمكن أن تحدث نتيجة لتغيرات المركز المالي للمؤسسة المقترضة. ويمكن التمييز بين نوعين من القروض متوسطة الأجل هما: قروض قابلة للتعبئة وقروض غير قابلة للتعبئة، فأما الأولى تعني أن البنك المقرض بإمكانه إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي.

¹ دريد كامل آل شبيب، " الأسواق المالية والنقدية "، مرجع سبق ذكره، ص ص 213-216.

ويسمح له ذلك بالحصول على السيولة في حالة الحاجة إليها دون انتظار أجل استحقاق القرض الذي منحه، كما يسمح له بالتقليل من خطر تجميد الأموال ويجنبه إلى حد ما الوقوع في أزمة نقص السيولة. أما بالنسبة للقروض غير قابلة للتعبئة فتعني أن البنك لا يمكنه إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي، وبالتالي يكون مجبرا على انتظار موعد سداد المقترض للقرض. وهنا تظهر المخاطر المرتبطة بتجميد الأموال بشكل كبير وليس للبنك أي طريقة لتفاديها⁽¹⁾.

ومن أهم خصائص القروض متوسطة الأجل نذكر: (2)

- فترة سداد هذه القروض والتي تزيد عن سنة ولا تتجاوز السبع سنوات؛
- الضمانات المطلوبة من طرف البنك أو المؤسسة المالية والتي تمثل نسبة معينة من قيمة القرض، وكثيرا ما يمنح المقترض امتيازات للمقرض فقد يعطى له الأولوية في شراء الأسهم العادية عند إصدارها مثلا؛
- عادة ما يطلب المقرض أن تعرض عليه القوائم المالية للمؤسسة المقترضة على فترات دورية.

2-2-1-2- القروض طويلة الأجل:

هي عقود رسمية مكتوبة تزيد مدتها عن سبع سنوات*، يتم استعمالها لتمويل تلك الزيادات في الأصول الثابتة، ويتم تسديدها حسب أقساط أو خلال نهاية مدة القرض حسب الاتفاق بين المؤسسة طالبة القرض والبنك أو المؤسسة المالية⁽³⁾.

وتتضمن اتفاقية القروض الموقعة عادة عدة شروط يمكن إيجازها فيما يلي: (4)

- سعر الفائدة؛
- طريقة ومواعيد التسديد؛
- التزام المقترض بالمحافظة على وضع مالي سليم من حيث السيولة ورأس المال العامل والمديونية؛
- قد يتضمن عقد الإقراض شروط تقيّد حرية المقترض في توزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي وزيادة الاقتراض؛
- وقد تتضمن شروط لحماية المقرضين كعدم السماح للمقرض باقتراض مبالغ جديدة إلا بموافقة مسبقة من المقرضين.

¹ الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 74 - 75.

² محمد صالح الحناوي، إبراهيم إسماعيل سلطان، "الإدارة المالية والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص ص 297 - 298.
* تزيد هذه القروض في الغالب عن 7 سنوات وتمتد أحيانا إلى 20 سنة أو أكثر وقد تصل إلى 30 سنة، ونظرا لمبالغها الضخمة ومدتها الطويلة تمنحها مؤسسات متخصصة أو تشارك عدة مؤسسات في تمويل واحد أو تطلب ضمانات حقيقية عالية القيمة.

³ وليد بقاش، عمر بن دادة، "حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 04 / العدد (1)، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، الجزائر، 2019، ص 61.

⁴ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 466.

2-1-2-3- مبررات اللجوء إلى الاقتراض متوسط وطويل الأجل:

- تتعدد دوافع اللجوء إلى الاقتراض متوسط وطويل الأجل، فالسبب الرئيسي هو تأمين التمويل اللازم للمؤسسة وهناك أسباب أخرى قد تدفعها للجوء إلى هذا الاقتراض نلخصها فيما يلي:⁽¹⁾
- عدم إمكانية طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة؛
 - الاعتماد على الاقتراض لا يؤثر في السيطرة الحالية على إدارة الشركة؛
 - يقارب هذا النوع من التمويل في طبيعته رأس المال إلى حد ما، لذا يمكن استعماله لتمويل الأصول الثابتة؛
 - يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل؛
 - قد يشكل مصدرا للوفاء بالقروض قصيرة الأجل؛
 - كونه أقل كلفة من إصدار الأسهم، وغالبا ما يكون هذا السبب هو الأهم في اللجوء إلى الاقتراض وذلك لأن كلفة الاقتراض تخفض من الربح الخاضع للضريبة، ويضاف إلى ذلك كون تكلفة الأسهم كلفة دائمة بسبب ما يدفع لها من أرباح.

2-1-2-4- تقييم التمويل بالاقتراض متوسط وطويل الأجل:

يتميز التمويل بالاقتراض سواء كان في صورة قروض متوسطة الأجل أو طويلة الأجل بعدة مزايا تشجع المؤسسات على استخدامه، لكنه في نفس الوقت لا يخلو من بعض العيوب نتناول كليهما في الفقرة الموالية.

- المزايا:

- يمكن إيجاز أهم مزايا الاقتراض كمصدر تمويلي في النقاط التالية:⁽²⁾
- يعتبر التمويل بالاقتراض أقل كلفة من التمويل بالأسهم، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه، وبسبب تعرض المقرضين لمخاطر أقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة؛
- تكلفة الاقتراض ثابتة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح؛
- ليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية؛
- تكاليف التعاقد على القروض منخفضة مقارنة بتكلفة إصدار الأسهم؛
- السرعة والمرونة حيث يمنح التمويل عن طريق القروض مجالا للتفاوض بين المقرض والمقترض وبالتالي تكون الإجراءات محدودة وتحصل المؤسسة على احتياجاتها المالية بسرعة، كما أنه في حالة حدوث

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 466 – 467.

² منير إبراهيم هندي، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، الإسكندرية، 2006، ص 550.

تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة يمكن الاتفاق المباشر بين الطرفين على تغيير بنود العقد وهو أمر يصعب تحقيقه في الأنواع الأخرى من مصادر التمويل طويلة الأجل⁽¹⁾.

- العيوب:

إلى جانب المزايا التي يتصف بها الاقتراض متوسط وطويل الأجل توجد عدة عيوب نذكرها فيما يلي:

(2)

- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو أصل القرض إلى تعرض المؤسسة للإفلاس؛
- يؤدي الاقتراض إلى تعريض المؤسسة لنوع من المخاطر يطلق عليه بالمخاطر المالية، ففي وجود القروض يترتب على انخفاض المبيعات بنسبة معينة انخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر؛
- القروض لها تاريخ استحقاق على عكس الأسهم، مما يجب على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عند حلول آجاله؛
- قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرض في فرض قيود على المؤسسة، مثل عدم السماح بالحصول على قروض جديدة، منع إجراءات التوزيعات أو على الأقل تخفيض نسبتها أو منع بيع وشراء الأصول الثابتة؛
- لا يعتبر الاقتراض طويل الأجل متاح للعديد من المؤسسات، فالمؤسسات الصغيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.

2-1-3- التمويل عن طريق الاستئجار:

لا شك أن طرق التمويل الكلاسيكية للاستثمارات تشكل مشاكل أو أعباء على المؤسسات المستثمرة، خاصة فيما يتعلق بالعبء المالي وطريقة تحمله، لذلك ظهرت الحاجة للبحث عن مصادر أخرى للتمويل تجنب هذه العراقيل، ويعتبر قرض الإيجار أحد التقنيات المستحدثة في طرق التمويل.

2-1-3-1- تعريف قرض الإيجار (الائتمان الإيجاري):

يعرف الائتمان الإيجاري على أنه عملية يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونياً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على أقساط يتفق عليها تسمى قسط أو ثمن الإيجار. وتتمثل أطراف عملية الائتمان الإيجاري في ثلاثة أطراف هم المؤسسة المؤجرة والمؤسسة المستأجرة والمؤسسة الموردة للأصل، حيث تقوم المؤسسة المستأجرة باختيار الأصل الذي ترغب فيه لدى المؤسسة الموردة، وتقوم المؤسسة المؤجرة بإجراءات شراء هذا الأصل من المؤسسة الموردة

¹ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص 235.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 551.

ودفع ثمنه بالكامل، ثم تقوم بتقديمه إلى المؤسسة المستأجرة على سبيل الإيجار. وخالصة هذه العلاقة أنها تختلف عن فكرة القرض الكلاسيكي بالرغم من أن هدف العملية واحد وهو تمويل الاستثمارات⁽¹⁾.

2-3-1-2- خصائص قرض الإيجار:

يتمتع قرض الإيجار بجملة من الخصائص المتميزة والمختلفة نوجزها فيما يلي:⁽²⁾

- **الأصل الممول:** ويقصد به محل أو موضوع العقد ويمكن أن يكون عقارا أو منقولا أو حتى أسهم للاستعمال المهي;
- **مدة العقد:** ترتبط بمدة التشغيل الاقتصادي للأجهزة والآلات وتحديد هذه المدة هو معيار افتراضي يتفق عليه أطراف العلاقة وهي عادة غير قابلة للإلغاء؛
- **طريقة التسديد:** إن تسديد الأصل من طرف المؤسسة المستأجرة يتم على أقساط دورية تسمى ثمن الكراء، ويتم تحديد هذه الأقساط بطريقة تعاقدية؛
- **ملكية الأصل:** تعود ملكية الأصل أثناء فترة العقد إلى المؤسسة المؤجرة؛
- **نهاية فترة العقد:** في نهاية فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاث خيارات هي: تجديد أو تمديد عقد الإيجار، شراء الأصل نهائيا بسعر متفق عليه يسمى القيمة المتبقية، إعادة الأصل إلى المؤسسة المؤجرة وبالتالي انتهاء العقد.

2-3-3-1-2- أنواع الائتمان الإيجاري:

يصنف الائتمان الإيجاري وفقا لعدة معايير نتناول أهمها في الجدول الموالي:

الجدول رقم (04): أشكال التمويل بالاستئجار

حسب طبيعة العقد	
الائتمان الإيجاري العملي (التشغيلي):	الائتمان الإيجاري المالي:
يسمى كذلك استئجار الخدمة وهو الذي لا يتم فيه تحويل كل أو تقريبا كل الحقوق و الالتزامات والمسؤول والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل المعني إلى المستأجر، ومعنى ذلك أنها تبقى على عاتق المؤجر، وفي هذا النوع من الاستئجار تكون فترة العقد غير كافية لكي يسترجع المؤجر كل نفقاته، وبالتالي فإنه يجب انتظار فترة أخرى	يسمى كذلك الاستئجار الرأسمالي وهو الذي يتم فيه تحويل كل الحقوق و الالتزامات والمنافع والمسؤول والمخاطر المرتبطة بملكية الأصل المعني إلى المستأجر، ويعني ذلك أن مدة عقد الائتمان الإيجاري كافية لكي تسمح للمؤجر باستعادة كل نفقات رأس المال مضافا إليه مكافأة هذه الأموال المستثمرة.

¹ الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 76 - 77.

² سارة علائي، مليكة زغيب، "معوقات نشاط قرض الإيجار في الجزائر"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 04، المجلد 1، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2- عبد الحميد مهري، الجزائر، جوان 2017، ص 43.

<p>لاستعادة ما تبقى من النفقات سواء بتجديد العقد أو بيع الأصل.</p>	
<p>خصائص الائتمان الإيجاري العملي:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ يكون المؤجر مسؤولاً عن صيانة وخدمة الأصل المؤجر؛ ➤ قابلية إلغاء عقد الإيجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها؛ ➤ لا تكون الدفعات المتوقعة من تأجيره مرة واحدة كافية لتغطية تكاليفه ويأمل المؤجر عادة أن يسترد هذه التكاليف من تكرار عملية التأجير؛ ➤ تكون مدة التأجير أقل من الحياة الإنتاجية المتوقعة للأصل المؤجر، لذلك يتوقع إعادة المؤجر تأجير الأصل أو بيعه بعد انتهاء فترة الإيجار؛ ➤ يمنح مرونة كبيرة للمستأجر في التخلص من الأصل عند انتهاء أو تراجع نشاطه أو بسبب ظهور بدائل أخرى أكثر تطوراً. 	<p>خصائص الائتمان الإيجاري التمويلي</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ يعتبر المستأجر مسؤولاً عن خدمات الصيانة؛ ➤ عقد غير قابل للإلغاء؛ ➤ يلتزم المستأجر بدفع سلسلة من الدفعات النقدية لمالك الأصل لقاء استعماله تعادل في مجموعها كلفة الأصل مضافاً إليه العائد الذي يقبل به المؤجر؛ ➤ يستمر هذا العقد طول الحياة النافعة للأصل؛ ➤ ينتهي هذا العقد بتملك المستأجر للأصل المؤجر.
<p>حسب طبيعة موضوع التمويل</p>	
<p>الائتمان الإيجاري للأصول غير المنقولة:</p> <p>يهدف هذا النوع إلى تمويل أصول غير منقولة تتشكل غالباً من بنايات شيدت أو في طريق التشييد، حصلت عليها المؤسسة المؤجرة من جهة ثالثة أو قامت هي ببنائها وتسلمها على سبيل الإيجار إلى المؤسسة المستأجرة لاستعمالها في نشاطاتها المهنية مقابل ثمن الإيجار. وفي نهاية العقد يتاح للمستأجر إمكانية الحصول على الأصل حتى ولو كان ذلك تنفيذاً لمجرد وعد انفرادي بالبيع، أو يتاح له الاكتساب المباشر أو</p>	<p>الائتمان الإيجاري للأصول المنقولة:</p> <p>يستعمل من طرف مؤسسة مالية لتمويل الحصول على أصول منقولة تتشكل من تجهيزات وأدوات استعمال ضرورية لنشاط المؤسسة المستعملة، وهي كأنواع الائتمان الإيجاري الأخرى تعطى على سبيل الإيجار لفترة محددة سواء كان المستعمل شخص طبيعي أو معنوي مقابل ثمن الإيجار، وفي نهاية الفترة يكون للمستعمل فرصة تجديد العقد أو الشراء أو التخلي عن الأصل.</p>

غير المباشر للأرض التي أقيم عليها البناء، أو يتاح له إمكانية التحويل القانوني للملكية البناء المقام على أرض هي أصلا ملك للمستأجر.	
حسب معيار جنسية العقد	
الائتمان الإيجاري الدولي:	الائتمان الإيجاري المحلي:
هنا يكون العقد ممضي إما بين متعامل اقتصادي مقيم في الجزائر مثلا ومؤسسة تأجير أو بنك أو مؤسسة مالية غير مقيمة بالجزائر، أو أن يكون العقد ممضي بين متعامل اقتصادي غير مقيم في الجزائر ومؤسسة تأجير أو بنك أو مؤسسة مالية مقيمة بالجزائر.	يكون عندما تجمع العملية مؤسسة تأجير أو بنك أو مؤسسة مالية بمتعامل اقتصادي وكلاهما مقيم في نفس البلد مثلا الجزائر.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 78 - 80.

- مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص ص 479 - 480.

- طارق رقاب وآخرون، "الائتمان الإيجاري كبديل لمصادر التمويل التقليدية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2000-2016"، الملتقى الوطني حول: "النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصاديات النامية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة - الجزائر، 05/04 فيفري 2019، ص 12.

2-1-3-4- تقييم التمويل بالاستئجار:

يحمل قرض الإيجار في طبيعته العديد من المزايا والعيوب للأطراف المعنية بهذه العملية، نحاول من خلال الجدول الموالي توضيحها بالنسبة لكل طرف.

الجدول رقم (05): مزايا وعيوب التمويل بالاستئجار

العيوب	المزايا	أطراف العلاقة
<p>➤ زيادة تكلفة الاستئجار في الأجل الطويل عن تكلفة الشراء والتملك حيث تشكل التكلفة المرتفعة العامل الأكثر سلبية بالنسبة للمستأجر، حيث يتضمن مبلغ أقساط الإيجار تكلفة رأس المال المستثمر؛ مكافأة الخدمة المقدمة المتمثلة في سرعة التمويل الكامل؛ اهتلاك</p>	<p>➤ تمويل كلي للاستثمار بنسبة مئة بالمئة؛ ➤ مصدر بديل للاقتراض يتميز بنوع من الليونة تتلائم مع احتياجات المتعاملين الاقتصاديين؛ ➤ سرعة الحصول على التمويل في شكل عيني من خلال الاستفادة من</p>	المستأجر

<p>الاستثمار؛ مصاريف تسيير إضافية ناتجة عن العلاقة الثلاثية بين المؤجر والمستأجر والمورد.</p>	<p>الأصول الرأسمالية؛ ➤ تسهيل عملية الإحلال والتجديد لمواكبة التطورات التكنولوجية؛ ➤ تحقيق مزايا جبائية نتيجة قابلية الأقساط الإيجارية للخصم من النتيجة الخاضعة للضريبة.</p>	
<p>➤ تتعرض المؤسسة المؤجرة للخسارة في حال عجز المستأجر عن سداد المستحقات اللازمة خلال مدة العقد (خطر انخفاض قيمة رأس المال المتبقي).</p>	<p>➤ المردودية العالية من خلال الأقساط الإيجارية المدفوعة؛ ➤ تحقيق فوائد ضريبية واضحة كتخفيض الضريبة على الأرباح والتخفيض من الأعباء الجبائية.</p>	<p>المؤجر</p>
	<p>➤ زيادة نسبة المبيعات والتحصيل السريع لقيمة الأصل المباع.</p>	<p>المورد</p>

المصدر: سارة علاي، مليكة زغيب، مرجع سبق ذكره، ص ص 45-46.

2-2- الأموال المقترضة قصيرة الأجل:

تمثل الأموال المقترضة قصيرة الأجل الشق الثاني للأموال غير المملوكة للمؤسسة، فبعد التعرض لمختلف مصادر التمويل المقترض المتوسط والطويل، نتناول في الجزء الموالي الاقتراض قصير الأجل الذي تعتمد عليه المؤسسة في تمويل احتياجاتها المالية إلى جانب المصادر الأخرى المتاحة لها.

2-2-1- تعريف الأموال المقترضة قصيرة الأجل:

يعرف الاقتراض قصير الأجل بأنه ذلك الالتزام الواجب السداد خلال مدة لا تزيد عن السنة الواحدة⁽¹⁾. وتستعمل المؤسسة هذا النوع من التمويل بشكل رئيسي لأغراض الاستثمار في الأصول المتداولة، وذلك لتتناسب طبيعة هذه الأصول من حيث سرعة تحويلها إلى نقد وطبيعة القروض القصيرة الأجل التي يفترض أن يتم تسديدها خلال فترة قصيرة تتناسب في طولها في معظم الأحيان وطول الدورة التجارية للمؤسسة، واستمرار الدورات التجارية للمؤسسة وتداخلها يجعل من عملية التمويل هذه عملية مستمرة ومتتابعة تظل طالما بقيت المؤسسة مستمرة في عملها⁽²⁾.

2-2-2- مبررات الاقتراض قصير الأجل:

تنشأ الحاجة إلى الاقتراض القصير الأجل إذا كانت الموارد المالية متوسطة وطويلة الأجل غير كافية لتمويل الاستثمارات الطويلة والقصيرة الأجل في المؤسسة، أو انطلاقاً من مبدأ الملائمة بين طبيعة المصدر

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب خرشه، مرجع سبق ذكره، ص ص 139-140

² مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 408.

- والاستخدام، كأن ترى المؤسسة أنه من غير المناسب استعمال مصادر طويلة الأجل في تمويل الاستثمارات القصيرة، إضافة إلى هذا قد تكون هناك مبررات أخرى للحصول على التمويل قصير الأجل نذكر منها: (1)
- الاحتياجات الموسمية: حيث ترتفع احتياجات المؤسسة إلى التمويل في ذروة النشاط الموسمي، وتنخفض هذه الحاجة بالانتهاء التدريجي للموسم أو الدورة التجارية، ويقدم الاقتراض قصير الأجل بحكم شروطه فرصة للمؤسسة لإعادة الأموال المقترضة إلى مصدرها بعد انتهاء الموسم، على عكس الاقتراض طويل الأجل تبقى الأموال عاطلة عن العمل أو تحقق دخلا منخفضا طوال الفترة خارج النشاط الموسمي؛
 - السهولة النسبية للحصول على القروض قصيرة الأجل لانخفاض مخاطرها بالنسبة للدائنين مقارنة بمخاطر القروض طويلة الأجل، وذلك لأهمية عنصر الزمن في المخاطر التي يواجهها المقرضون؛
 - انخفاض تكلفة القروض قصيرة الأجل بالمقارنة مع تكلفة القروض طويلة الأجل لانخفاض مخاطرها بشكل عام؛
 - قد يكون الخيار الوحيد المتاح أمام المؤسسة خاصة في حالة صعوبة طرح أسهم جديدة أو الاقتراض طويل الأجل لأسباب تتعلق بظروف السوق أو التكلفة؛
 - قد يكون الائتمان قصير الأجل بدون تكلفة خاصة في حالات الائتمان المقدم من الموردين الذين لا يمنحون أية خصومات لتشجيع الدفع النقدي.

2-2-3- أنواع مصادر التمويل قصير الأجل:

من بين مصادر التمويل قصير الأجل التي تعتمد عليها المؤسسة نجد الائتمان التجاري (القرض التجاري) والائتمان المصرفي نتناول كل منهما في الجدول الموالي.

الجدول رقم (06): أنواع التمويل قصير الأجل

الائتمان التجاري	
هو تمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع (مواد أولية، لوازم قابلة للاستهلاك، خدمات بمختلف أصنافها) التي تستخدمها المؤسسة في العملية الصناعية أو التجارية. ويعتبر هذا المصدر من المصادر التلقائية كونه لا يحتاج إلى إجراءات رسمية كثيرة ومعقدة. ويرتبط منح الائتمان التجاري بمجموعتين من العوامل هما:	
➤ العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي، ومدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي وتقدير البائع لأخطار الائتمان إن كانت تقديرات متفائلة للتوسع في الائتمان أو العكس؛	تعريفه
➤ العوامل الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة وطبيعة السلع المباعة إن كان الطلب عليها كبير أو محدود، حالة المنافسة	

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 409 - 411.

<p>وموقع العملاء والحالة التجارية حيث في حالة الانتعاش والازدهار تنخفض مخاطر الائتمان ويتوسع الجميع في منحه وبشروط أسهل والعكس صحيح.</p>	
<p>يتخذ الائتمان التجاري شكل:</p> <p>➤ الحساب الجاري (الحساب المفتوح): ويتم اعتماد هذا الأسلوب لتسديد قيمة المستلزمات، عندما تكون الثقة عالية بين الطرفين، حيث تظهر هذه المشتريات في السجلات المحاسبية للمؤسسة المشتري تحت اسم الحسابات الدائنة وهذا النوع من الائتمان هو الأكثر شيوعاً واستعمالاً (هنا المشتري لا يضع وثيقة بيد الدائن تسهل عليه اتخاذ إجراءات قانونية ضده في حالة مواجهة أي صعوبات).</p> <p>➤ أوراق الدفع أو الكمبيالات: هذا النوع من الائتمان يتم استخدامه عندما تكون الثقة بين المؤسسات غير متوفرة، ويتطلب هذا الأسلوب إجراءات أكثر رسمية من أسلوب الحساب الجاري حيث أن هذه الأوراق يمكن خصمها لدى البنوك قبل موعد استحقاقها.</p>	<p>أنواعه</p>
<p>➤ التوافر باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي ولا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه، وهذه المزايا تكبر في المؤسسات الصغيرة التي قد تواجه محدودات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر التمويلية الأخرى بسبب حجمها وضعف مركزها المالي؛</p> <p>➤ المرونة حيث في حالة زيادة مبيعات المؤسسة فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس يحدث في حالة انخفاض حجم المبيعات؛</p> <p>➤ قلة القيود أو عدمها حيث شروط الائتمان التجاري بشكل عام هي أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض مع الجهات المانحة وفرض قيود قد تحد من حرية المؤسسة.</p>	<p>مزاياه</p>
<p>الائتمان المصرفي</p>	
<p>تعتبر القروض المصرفية من أهم المصادر التي قد تلجأ إليها المؤسسات وهي لا تتم بشكل تلقائي وإنما تخضع للتفاوض بين المؤسسة والبنك أو المؤسسة المالية المانحة، فعند حاجة المؤسسات إلى الأموال لفترات قصيرة ولا يمكن توفيرها عن طريق الائتمان التجاري أو عن طريق الأرباح المحتجزة، فإنها تلجأ إلى استخدام الائتمان المصرفي الواجب السداد خلال مدة لا تزيد عن السنة.</p>	<p>تعريفه</p>
<p>يتخذ الائتمان المصرفي نوعين هما:</p> <p>➤ القروض غير المكفولة بضمان: في هذا النوع من القروض يتم الاتفاق بين المقرض بنك أو مؤسسة مالية على فتح اعتماد للمؤسسة، بحيث يسمح لها أن تقترض كلما احتاجت إلى</p>	<p>أنواعه</p>

أموال ولمدة زمنية محددة بشرط أن لا تزيد الأموال المقترضة عن مبلغ معين في أي وقت خلال هذه الفترة. وعادة ما توضع شروط لمنح هذا النوع من القروض أهمها:

✓ شرط الرصيد المعوض ويعني التزام المؤسسة بترك نسبة مئوية من قيمة القرض في حسابها الجاري لدى البنك.

✓ قيام المؤسسة بسداد قروضها خلال مدة زمنية لا تزيد عن السنة.

✓ شرط إتباع سياسات مالية معينة خلال فترة القرض مثل الحفاظ على درجة معينة من السيولة أو عدم التوسع في الاقتراض وغيرها من السياسات التي تمثل شروطا وقائية لحماية مصالح المقرض.

➤ **القروض المكفولة بضمان:** في هذه الحالة يقوم المقرض بطلب ضمانات معينة تلتزم المؤسسة بتقديمها قبل حصولها على القرض، حيث يلجأ المقرض إلى طلب هذه الضمانات في حالة المؤسسات ذات المركز المالي الضعيف أو في حالة المؤسسات التي تكون نسب الاقتراض لديها مرتفعة.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على:

- مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، " التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص 198.
- عبد العزيز النجار، " أساسيات الإدارة المالية "، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 474.
- عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص ص 140 – 147.
- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص ص 232 – 233.

رابعا: القيود المتحكمة في عملية التمويل:

بعد أن تعرفنا على مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، سنتناول في هذا الجزء القيود المتحكمة في عملية اختيار تشكيلة الموارد المالية، حيث لا يمكن لمتخذ القرار التمويلي تجاهل هذه القيود، لأن ذلك يحدث آثار سلبية على جوانب وأهداف أخرى. وفيما يأتي نتطرق إلى هذه القيود بإيجاز: ⁽¹⁾

1- القيود الكلاسيكية:

تعتبر هذه القيود من أسس التحليل المالي الكلاسيكي، ورغم أن هذا التحليل تم تجاوزه إلا أن مجموعة من قواعده ظلت ثابتة وتمثل أساسا لاتخاذ العديد من القرارات المالية.

- **قاعدة التوازن المالي الأدنى:** ومحتواها أن الاستخدامات المستقرة يجب أن تمول بواسطة الموارد الدائمة، كأن تمول الاستثمارات بديون متوسطة وطويلة الأجل أو عن طريق التمويل الذاتي أو الأموال الخاصة، كما يتوجب أن تمول استخدامات الاستغلال باستخدام موارد الاستغلال، أي يجب أن تغطي حقوق العملاء والمخزون وما يماثلها عن طريق ديون المورد وما يماثلها. والإخلال بهذه القاعدة

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص ص 301-304.

عند اتخاذ القرار التمويلي يؤدي إلى عدة مشاكل أهمها عجز مفاجئ في الخزينة وانخفاض حاد في رأس المال العامل، ويحدث ذلك مثلا عن طريق تمويل عملية شراء استثمار باستخدام قرض قصير الأجل؛

- قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية): ومؤداها أن مجموع الديون المالية (باستثناء الاعتمادات البنكية الجارية) يجب أن لا يفوق الأموال الخاصة. ويعبر عنها بنسبة الاستقلالية المالية، والتي يمكن أن تأخذ عدة أشكال هي:

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الديون المالية تكون أكبر من 1

الاستقلالية المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة تكون أقل من 1

الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الموارد الدائمة يجب أن لا تتعدى النصف

والهدف من هذه القاعدة هو جعل المؤسسة تتمتع بالاستقلالية المالية، أي لا يفوق مجموع ديونها حجم الأموال الخاصة، بمعنى أن يظل ملاك المؤسسة مساهمين في احتياجاتها أكبر من مقرضها وهو أمر مهم خاصة فيما يتعلق بحالات التوقف عن الدفع والعسر المالي ومخاطر الإفلاس؛

- قاعدة القدرة على السداد: تقوم هذه القاعدة على أن الديون المالية يجب أن لا تفوق ثلاثة أضعاف القدرة على التمويل الذاتي السنوية المتوسطة المقدرة. ويستعمل متخذ القرار المالي النسبة التالية كأداة للمراقبة.

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

مراقبة القدرة على السداد تعني أن تكون النسبة أقل من ثلاثة، كما تعبر عن مدة السداد المتوسطة بين المؤسسة ودائنها والتي تقل عن ثلاث سنوات. كما يمكن أن تترجم هذه القاعدة على أن المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي، أي أن القدرة على التمويل الذاتي لثلاث سنوات قادمة تغطي إجمالي الديون المالية. وعدم الالتزام بهذه القاعدة يعني الاستمرار في الاستدانة بغض النظر عن مستوى القدرة التمويلية الذاتية، وذلك مؤشر عن زيادة احتمال عدم القدرة على السداد وبالتالي التوقف عن دفع الديون في آجال استحقاقها وبالتالي ارتفاع احتمال الإفلاس؛

- قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي: وتعني أنه يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا (في حدود الثلث) وأن يغطي الباقي عن طريق الاستدانة. وهذه القاعدة تهدف إلى تنويع مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية، وذلك عن طريق التمويل الذاتي في حدود الثلث والاستدانة في حدود الثلثين. فإذا مولت

المؤسسة استثمارا كليا بالاستدانة فإن ذلك يعرضها لمخاطر مالية، وإذا مولت بالتمويل الذاتي كليا فإن ذلك قد يفوت فرص الاستفادة من الوفورات الضريبية المحققة بالاستدانة.

2- قيود أخرى:

إلى جانب القيود المالية المذكورة سابقا توجد قيود أخرى تفرض على المسؤول المالي مسار محدد لعملية التمويل نذكرها فيما يلي:

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

- **حجم المؤسسة:** يؤثر حجم المؤسسة بشكل كبير على اختيار مصادر التمويل، فمن المنطقي أنه كلما زاد حجم المؤسسة كلما وسع ذلك من إمكانية تنوع مصادر التمويل، وكلما قل حجمها كلما قلص من ذلك. فالمؤسسات الصغيرة لا يمكنها طرح أسهم أو سندات للاكتتاب العام، لأن حجمها لا يتطلب رأس مال كبير وبالتالي فهي تميل أكثر إلى الاقتراض من البنوك، أما المؤسسات الكبيرة التي تنمو بتسارع كبير فهي بحاجة إلى كل مصادر التمويل تقريبا من فتح رأس المال والاقتراض والتمويل الذاتي والتنازل عن بعض الاستثمارات...؛

- **حالة سوق المال:** لقد أصبح الاستثمار في الأوراق المالية يشكل خطرا لمصدرها وللمستثمرين فيها على حد سواء، لذلك فإن حالة السوق المالي يؤثر على إمكانية تنوع مصادر التمويل للمؤسسة. فإذا كانت السوق غير مشجعة للإصدار، أي أن الأوراق المالية تفقد قيمتها أكثر مما تزداد فمن الأفضل البحث عن موارد بديلة كالاعتماد على النظام البنكي والائتمان التجاري، أما إذا كانت السوق في حالة طبيعية فأمام المسير المالي مصادر تمويل متنوعة سواء داخل السوق أو خارجها.

خامسا: معايير اختيار مصادر التمويل

هناك مجموعة من المعايير المالية الكمية أمام متخذ القرار التمويلي، والتي تتعلق بقيود التوازن المالي والمردودية، وفيما يلي سنركز على معيار المردودية المالية وتكلفة مصدر التمويل:⁽¹⁾

1- معيار المردودية المالية:

في إطار اقتصاد السوق، وجب على المؤسسة الاقتصادية تحقيق مردودية مالية مرتفعة حتى تستطيع أن تمنح للمساهمين أرباحا كافية، تمكنهم من تعويض المخاطر المحتملة التي يمكن أن يتعرضوا لها نتيجة مساهمتهم في رأس مال المؤسسة، وتحسب المردودية المالية بالعلاقة التالية:

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

تسعى المؤسسة إلى أن تكون هذه النسبة أكبر ما يمكن، أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم ممكن من الأموال الخاصة، وبالتالي يتعاضد الربح على الأسهم، كما تتعاضد القدرة على التمويل الذاتي. إلا أن المردودية المالية يمكن حسابها بدلالة كل من نسبة الهيكل المالي (الاستقلالية المالية) والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة والضريبة على الربح وهو ما يعرف بأثر الرافعة المالية وتكتب بالعلاقة التالية:

$$RCP = [Re + (Re - i) D / Cp] (1 - Is)$$

حيث:

D/Cp: ذراع الرافعة.

D: الديون.

Cp: الأموال الخاصة.

Re: المردودية الاقتصادية.

i: تكلفة الاستدانة.

Is: معدل الضريبة.

هذه العلاقة للمردودية المالية يمكن استخدامها كألية لاتخاذ القرار التمويلي، وذلك اعتمادا على حالات أثر الرافعة المالية وهي:

➤ $Re > i$ المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة: مجال الاستدانة، أي أثر الرفع المالي ايجابي؛

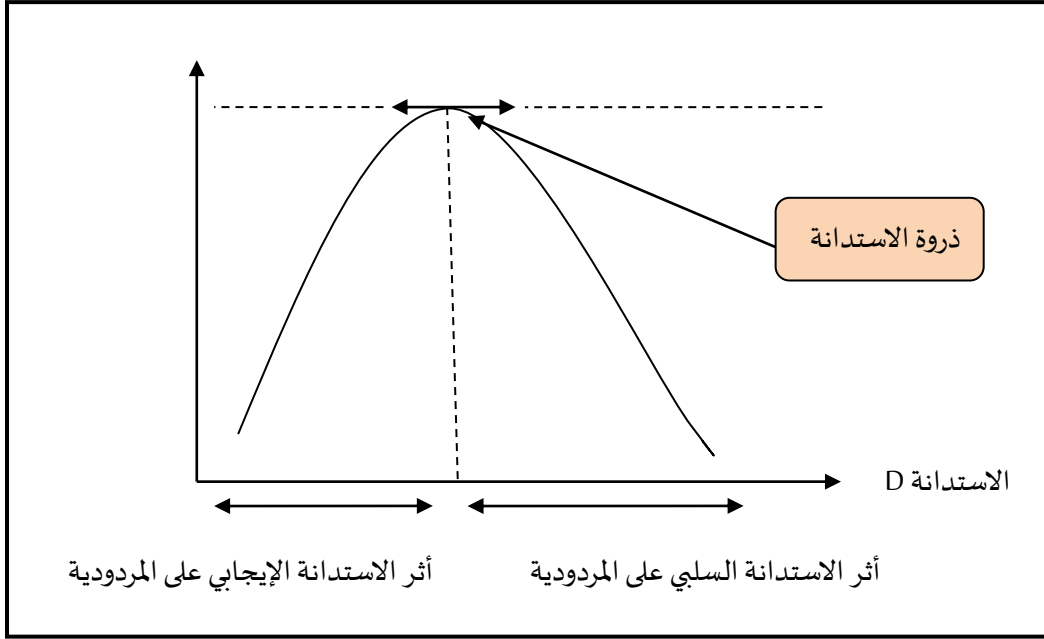
➤ $Re = i$ المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة: ذروة الاستدانة، أي أثر حيادي؛

➤ $Re < i$ المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة: التقليل من الاستدانة، أي أثر الرفع سلبي.

¹ نفس المرجع السابق، ص 305 - 306.

ويمكن توضيح حدود الاستدانة بناء على معدل المردودية المالية وفق الشكل التالي:

الشكل رقم (03): أثر الاستدانة على المردودية



المصدر: إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 306.

من خلال الشكل البياني نلاحظ أن اللجوء إلى الاستدانة يمنح المؤسسة مردودية مالية إضافية بفضل الأثر الإيجابي للاستدانة، حيث كلما كانت المردودية الاقتصادية تفوق تكلفة الاستدانة كلما أمكنها ذلك من الاعتماد على الديون لتمويل احتياجاتها المالية وبالتالي تحسين المردودية المالية. بينما لا يسمح للمؤسسة أن تتعدى ذروة الاستدانة أي عندما تتساوى المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة لأن ذلك سينعكس سلبا على مردوديتها المالية وعليها التوجه نحو مصادر أخرى.

2- معيار التكلفة:

إن سعي المؤسسة نحو تمويل احتياجاتها المالية يحملها تكاليف مصادر هذه الاحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، وعليه وجب قياس تكلفة كل مصدر تمويلي على حدى والمتمثلة في تكلفة الأموال الخاصة، تكلفة الديون...، وفي المحور الموالي سنتعرف على تكلفة كل مصدر تمويلي على حدى.

سادسا: تمويل المشاريع المصغرة

تعتبر المشاريع المصغرة من أهم مكونات النسيج الاقتصادي لأي دولة، وذلك من منطلق أنها تلعب دورا أساسيا في زيادة الطاقات الإنتاجية من ناحية والمساهمة في معالجة مشكلة البطالة من ناحية أخرى، ولتنمية هذه المشاريع وتطويرها لا بد من إزالة أهم المشاكل والمعوقات التي تعترضها وبالخصوص مشكل التمويل.

1- تعريف المشاريع الصغيرة:

انتشر مؤخرا استخدام مصطلح المشاريع الصغيرة، وهو مصطلح واسع لا يوجد اتفاق في الأدبيات الاقتصادية على تعريف موحد له، ويكمن هذا الاختلاف في المعايير المتبعة لتعريف المشاريع الصغيرة، وذلك نظرا لاختلاف الأنظمة والقوانين الداخلية والبيئات ودرجة التفوق الصناعي لكل دولة، فمثلا تهتم النقابات بعدد العمال بينما المؤسسات المصرفية والمالية تهتم بقدرة المؤسسات على سداد التزاماتها وبأصولها الثابتة...إلخ⁽¹⁾.

وعموما يشمل مصطلح المشاريع الصغيرة الأنشطة التي تتراوح بين من يعمل لحسابه الخاص أو في مؤسسة صغيرة تستخدم عدد معين من العمال، ولا يقتصر هذا المصطلح على مؤسسات القطاع الخاص وملاكها ولكنه يشمل كذلك مجموعات الإنتاج الأسرية أو المنزلية⁽²⁾.

وحسب المشرع الجزائري تعرف المؤسسات الصغيرة جدا (المصغرة) أنها: " مؤسسة تشغل من شخص (1) واحد إلى تسعة (9) أشخاص، ورقم أعمالها السنوي أقل من أربعين (40) مليون دينار جزائري، أو مجموع حصيلتها السنوية لا يتجاوز عشرين (20) مليون دينار جزائري ".⁽³⁾

2- خصائص المشاريع الصغيرة:

- تتسم المشاريع الصغيرة بمجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي:⁽⁴⁾
- انخفاض نسبي في رأس المال سواء تعلق الأمر بفترة الإنشاء أو أثناء التشغيل، الشيء الذي جعلها من أهم أشكال الاستثمار المفضلة عند صغار المستثمرين؛
- سهولة تكييف الإنتاج حسب الاحتياجات، حيث تأخذ بعين الاعتبار رغبات المستهلكين المتجددة، كما تتميز بسرعة تغير الإنتاج انسجاما ومراعاة لاحتياجات السوق؛
- عدم تعقد التكنولوجيا المستعملة وبساطة آلات وأدوات العمل، حيث تتطلب التكنولوجيا الحديثة مصادر تمويلية كبيرة؛
- سرعة الاتصال وسهولة انسياب المعلومة داخل هذا النوع من المشاريع مما يمكنها من التكيف والتأقلم مع الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية؛
- السرعة والدقة في اتخاذ القرارات بالمقارنة مع المشاريع الأخرى.

¹ رشدي بوجاهم، " تعريف المؤسسة الصغيرة"، ديوان مؤسسات شباب الجامعة لولاية قلمة، متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.odejguelma.dz>cms3>. تاريخ الإطلاع: 06 / 08 / 2023.

² حسين عبد المطلب الأسرج، " مستقبل المشاريع الصغيرة والمتوسطة في دول مجلس التعاون"، مجلة التعاون، المجلد 27، العدد 79، مجلس التعاون لدول الخليج العربية الأمانة العامة، السعودية، أبريل 2013، ص 92.

³ قانون رقم 02-17، المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد 02، المؤرخة في 11 يناير 2017، ص 06.

⁴ سعيد بعزیز، طارق مخلوفي، " دور برامج التمويل متناهي الصغر في تمويل المشاريع الصغيرة في الجزائر - دراسة حالة الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر وبنك البركة الجزائري"، مجلة الاقتصاد والقانون، العدد 01، جامعة محمد الشريف مساعدي- سوق أهراس، الجزائر، جوان 2018، ص 237.

3- أهمية المشاريع الصغيرة:

أصبحت المشاريع الصغيرة محل اهتمام الكثير من الدول، بل جزء أساسي في منظومة اقتصادياتها، وذلك لقدرتها على تحقيق العديد من الأهداف التنموية الاقتصادية والاجتماعية، ويمكن توضيح هذه المساهمة في النقاط التالية: (1)

- تعتبر هذه المشاريع مصدر مهم للتخفيف من حجم البطالة والقضاء على الفقر ورفع مستويات المعيشة وتوليد الدخل للعاملين خاصة أنها لا تحتاج إلى رؤوس أموال عالية، كما أنها تقوم على الأعمال اليدوية ولا تحتاج تكنولوجيا معقدة للإنتاج والسلع والخدمات هو تغطية لحاجة السوق المحلي بالدرجة الأولى بأسعار منخفضة تتناسب مع مستوى الدخل وخاصة الأفراد ذوي الدخل الضعيف والمحدودة، والبعض منها تنتج كبديل عن المستورد لتخفيف العبء عن الدولة من خلال الاحتفاظ بالعملات الصعبة؛
- تعد بيئة مناسبة للعمل والابتكار للعاملين فيها، حيث تهيئ فرص للعمل وتزود العاملين بالخبرة والمعرفة في مجال الإنتاج وتشكل عامل مساعد لانتقالهم إلى أعمال أخرى وفي مشاريع أخرى أكثر تطور مع مرور الوقت؛
- تساهم في تكوين الناتج المحلي والتقليل من حجم الإنفاق العام، باعتبارها مشاريع لها القدرة على المساهمة في تكوين رأس مال اقتصاد البلد الذي تعمل فيه، وتساهم بشكل فعال في توظيف الموارد الاقتصادية المعطلة لكافة عناصر الإنتاج؛
- تشكل النواة المغذية للصناعات الأخرى لكونها أحيانا تنتج سلع وسيطة وليست نهائية بل تكون مكملة للصناعات والمشاريع الكبيرة؛
- تتسم بالمرونة في الانتشار لإمكانية تأسيسها في المناطق الريفية أو في المدينة.

4- المشاكل التمويلية التي تواجهها المشاريع الصغيرة:

تواجه المشاريع الصغيرة عدة مشاكل وعراقيل تمويلية نذكر منها: (2)

- عدم رغبة المؤسسات المالية والمصرفية في تقديم الائتمان لها نظرا لارتفاع درجة المخاطرة؛
- عدم تمتعها بالضمانات اللازمة للحصول على التمويل؛
- عدم الرغبة بصفة عامة في تمويلها نظرا لارتفاع تكاليف العمليات التمويلية نسبيا عند التعامل معها، والحاجة الدائمة إلى وضع شروط مرنة للتمويل خاصة بالنسبة للمشاريع التي تعتمد على المعرفة.

¹ ليلى عبد الكريم محمد الهاشمي وآخرون ، " إمكانية تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة المصرفية- دراسة تحليلية للشركة العراقية لتمويل المشاريع (الصغيرة والمتوسطة) للفترة 2010-2015 "، المؤتمر العلمي الدولي الثالث حول: " الاستثمار والتمويل في محافظة صلاح الدين آفاق التطوير ومعوقات التنفيذ "، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق، 28/ 29 مارس 2018، ص ص 05-06.

² سعيد بعزيز، طارق مخلوفي، مرجع سبق ذكره، ص 239.

5- تعريف التمويل المصغر:

تعرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OCDE) التمويل المصغر على أنه الحصول على تمويل للمشاريع المصغرة، يستفيد منها الأشخاص المهمشين، الذين يتطلعون إلى خلق فرص عمل خاصة بهم، في ظل غياب آفاق مهنية أخرى، وعدم إمكانية الوصول إلى مصادر التمويل التقليدية. كما يعرف أيضا على أنه تقديم حزمة أو تشكيلة من الخدمات المالية للفئات من الفقراء الناشطين اقتصاديا الذين يعملون لحسابهم الخاص، ويملكون أعمالا أو أنشطة يديرونها بأنفسهم، وتم تأسيسها في أغلب الأحيان من مواردهم الذاتية، وتتضمن هذه الحزمة الخدمات المالية الآتية: القروض، الادخار، التأمين، التحويلات وسداد فواتير الخدمات⁽¹⁾.

6- خصائص التمويل المصغر:

يتميز التمويل المصغر بعدة خصوصيات نتطرق إلى أهمها فيما يلي:⁽²⁾

- تقديم القروض الصغيرة والقصيرة الأجل لأغراض رأس المال العامل؛
- التقييم البسيط والسهل لاستثمارات المقترضين؛
- استخدام بدائل مستحدثة كالضمانات الجماعية وأسلوب الادخار الإلزامي بدلا من استخدام الضمانات العينية؛
- إمكانية حصول المقترض على قروض جديدة يتوقف على مدى وفائه بالتزاماته في تسديد القروض السابقة؛
- الدفع المبسط لأقساط القروض كأسلوب الدفع الأسبوعي أو الشهري أو أسلوب الدفع اليومي في بعض برامج التمويل متناهي الصغر؛
- استخدام أدوات الادخار الطوعي كأسلوب يزيد من قدرة المقترض على تلبية احتياجاته الخاصة الظرفية؛
- خدمات مالية ملائمة من حيث السرعة والتوقيت والقيمة؛
- المؤسسات المانحة للتمويل المصغر لا تهدف إلى الربح وتضع ضمن أهدافها أغراضا عامة كالتنمية الإدارية في المجتمع وسد الفراغ المصرفي؛
- تقوم الجهات المانحة بدعم هذه المشاريع وخصوصا في رأس المال المقدم لنشأتها أو لاستمراريتها أو لكلاهما معا.

¹ محمد بن قطاف، "تمويل المشاريع الصغيرة والمصغرة في الجزائر - دراسة حالة مشاريع الصناعة التقليدية"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016، ص 28.

² سعيد بعزيز، طارق مخلوفي، مرجع سبق ذكره، ص 240-241.

خلاصة:

تعد عملية البحث عن مصادر التمويل والاختيار فيما بينها والتقارير بخصوص المزيج الأفضل منها، عملية هامة وبالغة التعقيد، لذلك يتطلب القيام بها توفر قدرات كافية لدى الإدارة المالية لتقييم أثر استعمال مصادر التمويل المختلفة في ربحية المؤسسة وقيمتها الحالية، كما يجب أن تكون ملمة بجميع المصادر المتاحة وطبيعة كل مصدر منها، مميزاته، عيوبه، مدى توافره وكذلك تكلفته والإجراءات اللازمة للحصول عليه. إذ أن إجراءات إصدار الأسهم تختلف عن إجراءات إصدار السندات وبدورهما يختلفان عن إجراءات الاقتراض المباشر، فهذه الأخيرة إجراءاتها بسيطة تتمثل في التفاوض على شروط القرض وتوقيع العقود مع البنك أو المؤسسة المالية، بينما عملية الإصدار تتطلب إجراءات وشكليات قانونية.

أسئلة المحور الثاني:

- ما هي أهم ملامح السهم العادي، السهم الممتاز والسند؟
- ما هي الفروق الأساسية بين القيمة الاسمية والقيمة الدفترية والقيمة السوقية للسهم العادي؟
- ما هي أوجه التشابه بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة؟ وما هي أهم الاختلافات الواردة بينهما؟
- لماذا يعطى حق الأولوية في شراء الأسهم الجديدة للمساهمين القدامى؟
- ما هي أسباب إصدار الأسهم الممتازة؟
- ما هي المزايا التي توفرها الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي؟
- ما هي النقاط التي تشترك فيها القروض البنكية والقروض السندية؟ وما هي أهم الاختلافات الواردة بينهما؟
- ما المقصود بالقابلية للاستدعاء؟ ولماذا تلجأ بعض المؤسسات لاستدعاء سنداتها؟
- ما المقصود بإطفاء السند؟ وما هي طرق إطفائه؟
- وضح العلاقة بين قيمة السند وسعر الفائدة؟
- ما هي مبررات اللجوء إلى الاقتراض متوسط وطويل الأجل؟
- قارن بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض موضحاً أوجه التشابه وأوجه الاختلاف فيما بينهما؟
- ما هو الفرق بين الاستئجار التمويلي والاستئجار التشغيلي؟
- ما هو الفرق بين الائتمان الإيجاري للأصول المنقولة والائتمان الإيجاري للأصول غير المنقولة؟
- تعتبر الكمبيالات الشكل الأقل تفضيلاً من المدينين في الائتمان التجاري ولكنها الأكثر تفضيلاً من الدائنين وضح ذلك؟
- كيف يؤثر الشكل القانوني للمؤسسة على اختيار المصدر التمويلي؟
- ما هي الأهداف التنموية الاقتصادية والاجتماعية التي تحققها المشاريع المصغرة؟

المحور الثالث: الهيكل المالي وتكلفة الأموال

- تعريف الهيكل المالي
- العوامل المؤثرة في الهيكل المالي
- تعريف تكلفة الأموال
- أهمية تكلفة الأموال
- العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال
- تقدير تكلفة العناصر المكونة للهيكل المالي
- التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال
- أسئلة المحور الثالث

تمهيد:

يعتبر تحديد الهيكل المالي للمؤسسة من الجوانب الهامة والرئيسية في مجال الإدارة المالية، حيث يولي أصحاب المصالح داخل المؤسسة من مساهمين ومسيرين اهتماماتهم بالهيكل المالي لما له من تأثير على استقرار المؤسسة من الجانب المالي، ولضمان عدم تعرض المؤسسة لمشاكل الإفلاس. فعملية تحديد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن وأقل تكلفة ممكنة تتوقف على معرفة وقياس تكلفة الأموال، لذا فهي تشكل أمراً ضرورياً في اتخاذ القرارات المتعلقة بالهيكل التمويلي، وفي اتخاذ الكثير من القرارات المالية الأخرى كتلك القرارات المتعلقة بالاستئجار وسياسة رأس المال العامل واسترداد السندات وغيرها. هذا بالإضافة إلى كونها منطلقاً أساسياً في قرارات الاختيار بين مشاريع الإنفاق الاستثماري التي تؤثر بشكل واضح على المؤسسة وأهدافها. وفي هذا المحور سنحاول التطرق إلى تعريف الهيكل المالي والعوامل المؤثرة فيه، تعريف تكلفة الأموال، أهميتها والعوامل المؤثرة فيها، تقدير تكلفة المكونات الأساسية للهيكل المالي والتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

أولاً: تعريف الهيكل المالي

قدمت عدة تعريفات للهيكل المالي من قبل مفكري وباحثي الإدارة المالية المهتمين بهذا المصطلح، حيث عرف على أنه كيفية قيام المؤسسة بتمويل مختلف أصولها من موارد داخلية وخارجية⁽¹⁾. وفي تعريف آخر أكثر تفصيلاً عرف أنه مصادر الأموال المجتمعة التي تستخدم في تمويل أصول المؤسسة، وتتضمن التمويل بالاقتراض والتمويل بالأسهم والأرباح المحتجزة أو مصادر الأموال الخارجية كالقروض التي تحصل عليها المؤسسة من الجهات الخارجية بأنواعها قصيرة، متوسطة وطويلة، ومصادر الأموال الداخلية والتي تتمثل في حقوق الملكية أو ما يعرف برأس المال الممتلك أو حقوق المساهمين⁽²⁾. كما عرف أيضاً على أنه توليفة مصادر التمويل التي اختارها المؤسسة لتغطية استثماراتها وتكون طويلة الأجل أو قصيرة، وسواء كانت أموال دين أو أموال ملكية⁽³⁾.

من خلال التعاريف الواردة أعلاه يمكن القول أن الهيكل المالي هو ذلك المزيج من الأموال المتاحة للمؤسسة لتمويل أصولها من الأموال الخاصة والديون.

¹ صبيحة قاسم هاشم، "نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة / بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2015، ص 66.

² أشرف عادل محمود إسماعيل، "محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2016، ص 11.

³ سليم مجلخ، وليد بشيشي، "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR"، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2- عبد الحميد مهري، الجزائر، جوان 2019، ص 120.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يجب أن نفرق بين مصطلحين شائعين الأول الهيكل المالي والثاني هيكل رأس المال، حيث الأول يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، حيث يتكون حق الملكية من الأسهم العادية وفائض رأس المال والأرباح المحتجزة المجمعة. وعليه يعتبر هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي للمؤسسة⁽¹⁾. ويمكن كتابة كل ما سبق في عبارة مختصرة هي:

الهيكل المالي = هيكل مجموع الخصوم = هيكل رأس المال (أ. خاصة وديون م. و ط) + الديون قصيرة الأجل (الخصوم الجارية)

ثانياً: العوامل المؤثرة في الهيكل المالي

هناك عدة عوامل تأخذها المؤسسة بعين الاعتبار عندما تقوم بوضع سياستها الأساسية المتعلقة بالهيكل المالي نذكرها فيما يلي:⁽²⁾

- الملائمة: وتعني ملائمة مصادر الأموال لاستخداماتها أي استخدام مصادر التمويل طويل الأجل لتمويل الاستثمارات الطويلة واستخدام مصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل الاستثمارات القصيرة. وبالتالي غالبية الاستثمارات طويلة الأجل على الاستثمارات القصيرة لمؤسسة ما يقتضي زيادة نسبة مصادر التمويل طويل الأجل في الهيكل المالي. إن عدم مراعاة المؤسسة لملائمة مصادر أموالها لاستخدامات هذه الأموال سيؤدي إلى مخاطر سيولة (عند تمويل استثمارات طويلة بمصادر تمويلية قصيرة الأجل) أو مخاطر تجميد جزء من أموالها (عند تمويل استثمارات قصيرة بمصادر تمويلية طويلة الأجل)؛
- الاستحقاق: إن الديون سواء كانت قروضا أو سندات لها تاريخ استحقاق محدد، حيث يتم تسديد هذه الالتزامات بحلول مواعيدها، وفي حالة تأخر المؤسسة عن سداد ديونها فإن ذلك يعرضها لمخاطر اتخاذ الدائنين للإجراءات القانونية التي قد تؤدي إلى إعلان إفلاس المؤسسة. أما حقوق الملكية فليس لها تاريخ استحقاق، إذ أن المؤسسة غير ملزمة برد الأموال المستثمرة إلى المستثمرين بتاريخ محدد، كما أنها غير ملزمة بتوزيع أرباح على المستثمرين إن لم يقرر مجلس إدارتها ذلك، وبالتالي فإن هذا العامل قد يزيد من نسبة حقوق الملكية في الهيكل التمويلي؛

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات ومبادئ الإدارة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص 264.

² أحمد العلي، "الإدارة المالية للشركات"، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2020، ص ص 12-15. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://pedia.svuonline.org>، تاريخ الإطلاع: 2023/08/18.

- الإدارة والسيطرة: إن رغبة الملاك بالسيطرة على المؤسسة يجعلها تزيد من اعتمادها على أموال الغير لتأمين احتياجاتها المالية وهو ما يسمى بالتجارة بالملكية* (Trading on the equity)، كما قد يدفعها ذلك إلى الاعتماد أكثر على الأسهم الممتازة، وبالتالي زيادة هذين المصدرين في الهيكل المالي. وذلك باعتبار أنه لا يحق للدائنين وكذلك حملة الأسهم الممتازة التدخل في الشؤون الإدارية للمؤسسة، ولكن هذه الرغبة يجب أن لا تجعل المؤسسة تعتمد بشكل مفرط على هذين المصدرين على حساب المصادر التمويلية الأخرى، لأن ذلك سيحمل المؤسسة أعباء ثابتة وخاصة أعباء الديون، كما قد يتيح للدائنين فرض شروط على المؤسسة كعدم توزيع أرباح على المساهمين، وجود مستوى معين من السيولة، عدم الاستثمار في مجالات معينة، عدم دفع علاوات مرتفعة للمديرين الأساسيين في المؤسسة.... إلخ؛
- المرونة: تعني قدرة المؤسسة على تعديل مصادر أموالها بالزيادة أو النقصان تبعاً للتغيرات الرئيسية التي تطرأ على استثماراتها، ومن المعروف أن المصادر التمويلية قصيرة الأجل أكثر مرونة من المصادر الطويلة، وبالتالي فإن التقلبات الموسمية المحتملة في استثمارات المؤسسة ستزيد من نسبة مصادر التمويل قصير الأجل في الهيكل المالي والعكس بالعكس؛
- الموقف الضريبي: تسمح الديون للمؤسسة بتحقيق وفر ضريبي باعتبار أن فوائد الديون تقتطع من الأرباح قبل اقتطاع الضريبة وبالتالي انخفاض التكلفة الحقيقية للدين، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة اعتماد المؤسسة على الدين كمصدر تمويلي، بالمقابل عندما تنعدم الضريبة أو تتمتع المؤسسة بإعفاءات ضريبية أو لديها خسائر رأسمالية، فإن الوفورات الضريبية لا تشجع المؤسسة على زيادة اعتمادها على الدين كمصدر لأموالها؛
- تحفظ أو جراءة الإدارة: قد تتمتع إدارة المؤسسة بالجراءة والميل للمخاطرة وقد تكون متحفظة لا تميل للمخاطرة، وباعتبار أن مخاطر التمويل بالديون أكبر من مخاطر التمويل بأموال الملكية، فإن الإدارة الجريئة بعكس الإدارة المتحفظة قد تزيد من نسبة الديون في الهيكل المالي؛
- الصناعة التي تنتج إليها المؤسسة ودرجة المنافسة: عندما تخضع الصناعة التي تنتج إليها المؤسسة إلى تقلبات موسمية واسعة في مبيعاتها، فإن المؤسسة تركز على عاملي المرونة وملاءمة مصادر الأموال لاستخداماتها. كما أن ارتفاع مرونة الطلب على بعض المنتجات يجعل المؤسسة تهتم بعامل المرونة والخطر حتى تتمكن من التوسع والانكماش في نشاطها بسرعة وسهولة، ولن تتوسع المؤسسة في هذه الحالة في الاقتراض تجنباً لمخاطر عدم القدرة على السداد في فترات انخفاض الطلب على منتجاتها. ومن جانب آخر فإن درجة المنافسة السائدة في الصناعة تؤثر على تركيبة الهيكل المالي، فزيادة درجة المنافسة وصعوبة التنبؤ بالأرباح الناتجة عن ذلك تجعل المؤسسة تعتمد على حقوق الملكية أكثر من الديون، لأن عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها يعني خروجها من السوق، ويحدث العكس في حال كانت الصناعة معروفة بانخفاض درجة المنافسة السائدة فيها؛

* التجارة بالملكية يعني هذا المصطلح قيام المؤسسة باستخدام أموال الغير وذلك بطرح سندات والاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية، وتعرف بهذا المصطلح لأنه بسبب وجود المالكين يرغب الدائنين في اقتراض المؤسسة فأموال الملكية تعد عنصر أمان للدائنين.

- خصائص المؤسسة (الطبيعة القانونية، حجم المؤسسة): قد يكون الملاك في شركات المساهمة أكثر ميلا لاتخاذ المخاطر والتوسع في الاقتراض من ملاك المؤسسات الفردية والشركاء المتضامنين في شركات الأشخاص، باعتبار أن هؤلاء مسؤوليتهم غير محدودة بعكس الملاك في شركات المساهمة الذين تكون مسؤوليتهم محدودة بمقدار مساهمتهم في المؤسسة. كما أن المقرضين يميلون إلى إعطاء قروض طويلة الأجل للشركات المساهمة أكثر من المشاريع الفردية أو شركات الأشخاص، لأن المشروع الفردي ينتهي غالبا بوفاة صاحبه، وتنتهي شركات الأشخاص بوفاة أو انسحاب أو إفلاس أحد الشركاء، بينما ذلك لا يؤثر على استمرار شركات المساهمة. وبالتالي فإن عنصر الملاءمة يمثل مشكلة بالنسبة للمشاريع الفردية وشركات الأشخاص وذلك بعكس شركات المساهمة التي تتميز بإمكانية حصولها على مختلف أشكال التمويل.
- كما أن حجم المؤسسة يؤثر في تركيبة الهيكل المالي، فالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة تعتمد بنسبة أكبر على أموال ملاكها، بينما المؤسسات الكبيرة تعتمد على مصادر تمويلية متنوعة باعتبار أن احتياجاتها المالية تكون كبيرة ولا يمكنها الاعتماد على مصدر تمويلي واحد لتغطيتها.
- التضخم: يؤثر التضخم على طبيعة التوليفة التمويلية التي تتبناها إدارة المؤسسة، فارتفاع معدل التضخم من شأنه أن يؤثر على أسعار الفائدة وتكلفة القروض والرسوم الضريبية، ويخفض من القيمة الحقيقية للوفر الضريبي مما سيرفع من نسبة القروض في الهيكل المالي وهذا راجع لتناقص القيمة الحقيقية لتكلفة التمويل بالقروض⁽¹⁾.
- سعر الفائدة: يمثل تكلفة الإقراض وله تأثير في الهيكل المالي للمؤسسة، حيث أن ارتفاع أسعار الفائدة يساهم في انخفاض الاستثمار وبالتالي استخدام ديون أقل والعكس صحيح. كما يمكن أن يكون هيكل أجال أسعار الفائدة مؤشرا للظروف الاقتصادية المتوقعة حيث أن الفائدة طويلة الأجل مؤشر على الازدهار لذا يمكن أن تكون أسعار الفائدة إيجابية مع الديون⁽²⁾؛
- الناتج المحلي الإجمالي: وهو مقدار السلع والخدمات التي تنتج خلال مدة زمنية معينة ومقياس للأداء الاقتصادي، ويعد مؤشر على النشاط الاقتصادي، وهو أحد محددات الدين في المؤسسات ويكون له تأثير إيجابي على الرافعة المالية، إذ أن نمو الناتج المحلي يسمح بزيادة فرص الاستثمار ومن ثم فإن المؤسسات تحتاج إلى تمويل أكثر للاستفادة من هذه الفرص وهو ما يعني ارتفاع المديونية في هيكل تمويلها⁽³⁾.

¹ سفيان لفلوف، " أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر اسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد (19)، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر، 2018، ص 197.

² عبد الكاظم محسن كوين، " العوامل الاقتصادية وتأثيرها في هيكل التمويل (بحث استطلاعي لعينة من العاملين في معهد الإدارة / الرصافة)"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 40، قسم الدراسات الاقتصادية في بيت الحكمة، بغداد، العراق، 2019، ص 147.

³ نفس المرجع السابق، ص 147.

ثالثا: تعريف تكلفة الأموال

تتمثل تكلفة الأموال في تكلفة الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي، ومما لا شك فيه أن تكلفة كل نوع من مصادر التمويل تختلف عن تكلفة غيرها، حيث يتم تقدير تكلفة الأموال من كل مصدر تمهيدا للوصول إلى رقم واحد يمثل تكلفة الأموال للمؤسسة ككل⁽¹⁾.

كما تعرف أيضا على أنها الأعباء المالية التي تضعها المؤسسة على عاتقها وتحملها من أجل تغطية احتياجاتها المالية⁽²⁾.

وفي تعريف آخر تعرف تكلفة الأموال على أنها الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة. وتحقيق معدل عائد أقل من هذا المعدل يؤثر سلبا على ثروة الملاك بانخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، بينما تحقيق معدل عائد أكبر من هذا الحد الأدنى يؤثر إيجابا ويؤدي إلى تحسن الحالة المالية لملاك المؤسسة مع زيادة القيمة السوقية للمؤسسة⁽³⁾.

وتجدر الإشارة إلى أنه يجب التفريق بين تكلفة الأموال التي تمثل تكلفة مصادر الأموال المعتمدة أيا كان شكلها أي تكلفة الجانب الأيسر للميزانية، وبين تكلفة رأس المال التي تمثل تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل من قروض وأموال ملكية أي الجانب العلوي الأيسر للميزانية⁽⁴⁾.

رابعا: أهمية تكلفة الأموال

تعتبر تكلفة الأموال معيارا مهما للأداء المالي للمؤسسة، حيث تساعد أصحاب القرار في اتخاذ العديد من القرارات في مجال الإنفاق الرأسمالي وفي اتخاذ العديد من القرارات المالية الأخرى وتتجلى هذه المساعدة في:⁽⁵⁾

- اختيار مصدر التمويل المناسب لتدبير الأموال المطلوبة للاستثمارات المتاحة؛
- إضافة إلى أهمية استخدام تكلفة الأموال في مجال الاستثمارات الرأسمالية، فهي تستخدم أيضا لأغراض أخرى، فمثلا تعتبر عامل مهم ورئيسي في قرارات الاستئجار والشراء والقرارات الخاصة باسترداد السندات وتلك المرتبطة بنسب مساهمة الديون في تكوين رأس المال؛

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات ومبادئ الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص 292-293.

² غسان محمد نومان المشهداني، "أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك - دراسة اختبارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، 2017، ص 19.

³ محمد صالح الحناوي، رسمية ذكي قرياقص، "الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر، ص 273.

⁴ أحمد صديقي وآخرون، "تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة"، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 1، العدد 1، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد دراية - أدرار، الجزائر، 2017، ص 88.

⁵ بدر الدين قودج، "تكاليف التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة - دراسة حالة -"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريريج، الجزائر، 2021/2020، ص 15.

- أحد أسباب حساب تكلفة الأموال هو تحديد الحد الأدنى لمعدل الخصم لاستخدامه عند تقييم النفقات الرأسمالية المقترحة للمشاريع، والغرض من تحليل النفقات الرأسمالية هو أن تقرر قائمة المشاريع المخطط لها التي ينبغي للمؤسسة القيام بها فعلا.

خامسا: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال

تخضع تكلفة الأموال للعديد من المتغيرات التي تؤثر عليها، وتختلف هذه المتغيرات من حيث قدرة المؤسسة على التحكم فيها أو عدم قدرتها على التدخل فيها وتتمثل أهم هذه العوامل في: (1)

- العوامل التي لا تتحكم فيها المؤسسة:

تؤثر هذه العوامل على تكلفة الأموال مع عدم قدرة المؤسسة على التدخل فيها، وإنما تعمل على محاولة التخفيف من حدتها وأثارها السلبية، والعمل على استغلالها بأحسن طريقة ممكنة لتحقيق أهدافها، وتتمثل في:

➤ أسعار الفائدة: وهي عبارة عن المعدلات التي تدفع لأصحاب الديون (قروض، سندات) وتتبع على العموم أسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد الوطني، حيث يؤدي ارتفاعها إلى ارتفاع تكلفة التمويل وذلك من جراء ارتفاع أسعار الفائدة المدفوعة لأصحاب الديون، كما يكون لها تأثير أيضا على تكلفة الأسهم العادية والممتازة؛

➤ معدلات الضرائب: تحدد عن طريق التشريعات الضريبية للدولة، مما يعني عدم قدرة المؤسسة بالضرورة على التدخل فيها أو تعديلها، ويكون تأثيرها على التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال واضحا لكونها تأخذ في الاعتبار عند احتساب تكلفة القروض، وكذلك في حال صدور تشريعات تقضي بتحديد معدلات ضرائب منخفضة على الأرباح الرأسمالية عن المعدل المقرر على الربح الدوري، تؤدي حتما إلى تخفيض تكلفة الأسهم العادية وبالتالي تعطي أفضلية للتمويل بالأسهم العادية على حساب مصادر أخرى.

- العوامل الخاضعة لسيطرة المؤسسة:

هذه العوامل غالبا ما تتمكن المؤسسة من التحكم فيها وتعديلها وفقا لقدراتها وأهدافها وتتمثل في:

➤ سياسة التوزيعات: من خلال هذه السياسة تعمل المؤسسة على توزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين أما الباقي فيتم الاحتفاظ به لدى المؤسسة، ويمثل الرصيد المتراكم من الأرباح غير الموزعة على المساهمين الأرباح المحتجزة، ويؤدي تدني نسبة هذه الأخيرة لدى المؤسسة إلى عجزها عن تمويل استثماراتها ذاتيا مما يفرض عليها اللجوء إلى مصادر أخرى، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل على عكس الحالة التي تكون فيها الأرباح المحتجزة متوفرة لدى المؤسسة في حدود النسب الواردة في

¹ عبد الكريم بوحادرة، " أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم - مع دراسة حالة -"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة، الجزائر، 2012/2011، ص ص

الهيكل المالي المثالي للمؤسسة، ما يؤدي إلى تدنية تكلفة التمويل بشكل كبير، وهذا يكون دون المغالاة في احتجاز الأرباح والذي قد يؤثر سلبا على المؤسسة؛

➤ السياسة الاستثمارية للمؤسسة: تكون عادة معدلات العائد المطلوب على الأسهم العادية، الممتازة والسندات هي العناصر المستخدمة في تقدير تكلفة الأموال في البداية، وبالتالي هذه المعدلات تعكس درجة الخطر المرتبطة بالأصول المالية للمؤسسة، لذلك يمكن افتراض أن المؤسسة تمويل أصول مماثلة لأصولها ولها نفس درجة المخاطر عن طريق الأموال الإضافية، ولكن إن حدث وغيرت المؤسسة من سياستها الاستثمارية واتجهت للاستثمار في أصول مغايرة لأصولها، فهذا ينعكس على العائد المطلوب حسب درجة الخطر المصاحبة للأصول الجديدة، وبالتالي تكلفة التمويل تتغير وفقا للتغير الحاصل في معدلات العائد المطلوبة؛

➤ السياسة الخاصة بهيكل رأس المال: المؤسسات عادة تخطط لهيكل مالي أمثل، ونظرا لاختلاف تكلفة تمويل كل عنصر حسب درجة الخطر، فعند قرار المؤسسة بإحداث تغيير في هيكلها المالي سيحدث بالضرورة تغييرا على مستوى التكلفة أيضا.

سادسا: تقدير تكلفة العناصر المكونة للهيكل المالي

تتعدد المصادر التي تعتمد عليها المؤسسة في تمويل احتياجاتها المالية، وبناء على ذلك يختلف كل مصدر عن الآخر من حيث الخصائص وتكلفة الحصول عليه، لذلك يتعين على الإدارة المالية للمؤسسة حصر البدائل التمويلية المتاحة وتقدير تكلفة كل مصدر للمفاضلة بينها واختيار الأنسب منها، لتكوين المزيج الأمثل الذي يحقق أهداف المؤسسة ويكون بأقل التكاليف.

1- تكلفة الأموال المملوكة (الأموال الخاصة):

تشمل الأموال المملوكة للمؤسسة الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة وعليه سيتم توضيح كيفية تقدير تكلفة كل منها على حدى.

1-1- تكلفة الأسهم العادية:

تكلفة الأسهم العادية تمثل تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس درجة المخاطر (وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة)، ومن تم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم⁽¹⁾.

ويمكن حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية باستعمال عدة طرق أهمها:⁽²⁾

- طريقة الأرباح الموزعة على حملة الأسهم العادية (The Dividend Valuation Model): من أهم الطرق المستعملة في قياس العوائد التي يحصل عليها المستثمر هي التوزيعات السنوية للأرباح، ومن

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات ومبادئ الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 305.

² عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 32-33.

خلال هذه الأرباح التي تعبر عن معدل العائد الأدنى المطلوب من قبل المستثمر مقابل السماح للمؤسسة باستغلال أمواله، يتم قياس تكلفة الأسهم العادية باستعمال طريقة الأرباح الموزعة التي تقوم على مبدأ أن سعر السهم هو عبارة عن القيمة الحالية لكل التوزيعات المستقبلية التي يحصل عليها، ويمكن إبراز تكلفة الأسهم العادية بطريقة بسيطة من خلال توزيعات الأرباح كما يلي:

$$r_e = \frac{D}{P_0}$$

حيث:

D : توزيعات الأرباح على الأسهم العادية.

P_0 : السعر السوقي للسهم.

r_e : معدل العائد المطلوب.

فتكلفة السهم العادي ممثلة في قيمة التوزيعات أو العوائد التي يحصل عليها المستثمر مقابل كل سهم، ولكن في الغالب لا تكون التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية ثابتة، وتكون توقعات المستثمر بارتفاع العائد أو التوزيعات المحصل عليها مستقبلاً، وإذا أخذنا نموذج جوردن* الذي يعتبر أن القيمة السوقية للسهم تمثل القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية واعتبار أن التوزيعات تنمو بشكل مستقر (نمو الأرباح التي ستوزعها المؤسسة في السنوات القادمة بنسب ثابتة)، تصبح القيمة السوقية للسهم:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+r_e)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^\infty}{(1+r_e)^\infty}$$

حيث تمثل g معدل النمو، وباستخراج التوزيعات الأولية D_0 عامل مشترك نجد:

$$P_0 = D_0 \left[\frac{(1+g)^1}{(1+r_e)} + \frac{(1+g)^2}{(1+r_e)^2} + \dots + \frac{(1+g)^\infty}{(1+r_e)^\infty} \right]$$

ويمكن كتابة المعادلة السابقة وفق الشكل التالي:

$$P_0 = D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r_e)^t}$$

*نموذج جوردن: أطلقت تسمية النموذج نسبة لأستاذ المالية مايرون غوردن " Myron Gordon " الذي نشر مقال له " التوزيعات النقدية، الأرباح وأسعار الأسهم " والتي نشر في طبعة 1959 لمجلة الاقتصاد والإحصاء، ويتم تطبيق هذا النموذج أساساً على الشركات الناضجة ذات القيمة التي من المتوقع أن تنمو بنفس المعدل إلى الأبد.

وباعتبار أن المجموع $\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r_e)^t}$ (مجموع متتالية هندسية) يساوي إلى $\frac{(1+g)}{(r_e-g)}$ تصبح المعادلة كما يلي:

$$P_0 = D_0 \left[\frac{(1+g)}{(r_e-g)} \right]$$

وبما أن $D_1 = D_0 (1+g)^1$ يصبح سعر السهم السوقي هو:

$$P_0 = \frac{D_1}{(r_e-g)}$$

وعليه تكون تكلفة السهم العادي هي:

$$r_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

وبالتالي تكلفة السهم العادي هي عبارة عن النسبة بين توزيعات الأرباح إلى القيمة السوقية للسهم مضافا إليها معدل النمو، لكن في حقيقة الأمر هناك بعض المصاريف التي لا يمكن إغفالها والمتعلقة بتكاليف الإصدار والبيع، فالعلاقة السابقة لا تمثل التكلفة الحقيقية للأسهم العادية، إذ يتعين خصم هذه المصروفات من سعر السهم السوقي، كون المؤسسة لا تحصل على القيمة السوقية للسهم إنما على قيمة أقل منها، وليتضمن النموذج تكلفة الإصدار تصبح تكلفة التمويل بالأسهم العادية كما يلي:

$$r_e = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g$$

حيث تمثل f مصاريف الإصدار للأسهم الجديدة.

إن نموذج جوردن له نقاط قوة ونقاط ضعف، حيث تبرز قوة هذا النموذج في كونه يتميز بالبساطة وسهولة تقدير متغيراته، لكنه يطرح عدة مشاكل عملية فهو يفترض معدل نمو ثابت لأرباح الأسهم، وهذا غير محقق في أرض الواقع فغالبا ما يتغير معدل نمو الأرباح من سنة إلى أخرى وذلك لعدة أسباب تتعلق بأهداف المؤسسة. كما أن النموذج ينطبق على المؤسسات التي توزع أرباح السهم فقط، وهذا يعني أنه عديم الجدوى في حالات كثيرة⁽¹⁾.

- **طريقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital asset pricing model)*:** يحتل هذا النموذج الذي جاء به شارب (Sharpe, 1964) مكانة كبيرة في حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية، حيث يوازن نموذج تسعير الأصول المالية بين معدل العائد المطلوب من السهم العادي (تكلفته) وبين مخاطرته، فهو يفترض أن المساهم يملك محفظة مالية متنوعة، والعوائد على الأصول لا تتحرك بنفس الاتجاه ولا بنفس الوقت ولا بنفس المقدار. نتيجة هذا التنوع تصبح المخاطرة الوحيدة المتبقية هي المخاطرة المرتبطة بالتغيرات في السوق بشكل عام. وتحدد تكلفة التمويل بالأسهم العادية بدلالة المخاطرة التي تتضمنها بالنظر لعدة عوامل منها: طبيعة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار من مخاطر تشغيلية مرتبطة بنشاط المؤسسة المصدرة للأوراق المالية ومخاطر مالية؛ المدة الزمنية المأخوذة لتقدير التدفقات، فكلما كانت في المدى البعيد زاد الخطأ وحالة عدم التأكد وهو ما يؤدي إلى ارتفاع علاوة المخاطر⁽²⁾.

ولتقدير تكلفة الأسهم العادية باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) نقوم بما يلي:
(3)

← **تقدير معدل العائد عديم المخاطرة (r_{RF}):** في الواقع لا توجد أصول عديمة المخاطر تماما فرغم أن السندات الحكومية تخلو من مخاطر عدم السداد، إلا أنها تتعرض لنوعين من المخاطر هما خطر

¹ عبد السلام بلالي، حسين بن العاربة، "قياس القيمة العادلة للأسهم العادية واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها - دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013 - 2016"، مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية، المجلد (01)، العدد (04)، مخبر الدراسات الاقتصادية والتنمية المحلية بالجنوب الغربي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة طاهري محمد بشار- الجزائر، نوفمبر 2017، ص 52.

* يسمى كذلك بالفرنسية («Modèle d'évaluation Des Actifs Financiers «MEDAF») ويمثل العلاقة بين عائد السهم والمخاطر النظامية التي يتضمنها السهم (المعامل بيتا β)، قام بوضعه كل من (John Lintner, 1965)، (William Sharpe, 1964)، (Jack Treynor, 1962)، (Jan Mossin, 1966) بالاستقلالية عن بعضهم البعض، وهذا بناء على أعمال (Harry Markowitz) في التنوع والنظرية الحديثة للمحفظة المالية، وقد حصل (William Sharpe) على جائزة نوبل في الاقتصاد لسنة 1990 في مجال الاقتصاد المالي رفقة (Markowitz) و (Merton Miller).

² حمزة غربي، عيسى بدروني، "العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة"، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غليزان- الجزائر، 2019، ص 150-151.

³ أجين برغام ترجمة محمود فتوح و عمر عبد الكريم، "الإدارة المالية (2) أسس تقييم المشاريع تقييم الشركات القرارات التمويلية الاستراتيجية"، شعاع للنشر والعلوم، الطبعة الأولى، حلب، سوريا، 2010، ص 22-27.

ارتفاع أسعار الفائدة الذي تتعرض له سندات القرض العام طويلة الأجل وخطر انخفاض معدل إعادة الاستثمار الذي تتعرض له سندات القرض العام قصيرة الأجل؛

← تقدير علاوة مخاطر السوق (RP_M): وتمثل الفرق بين معدل العائد على السوق أو محفظة السوق (r_M) ومعدل العائد عديم المخاطرة، حيث ترتبط هذه العلاوة بكراهية المستثمرين للمخاطرة، فكراهية المستثمرين للمخاطرة تجعل معدلات العائد اللازمة لحثهم على الاستثمار في الأسهم بدلا عن السندات ذات المخاطر الأقل نسبيا أعلى. ويتم تقدير علاوة مخاطر السوق اعتمادا على البيانات التاريخية أو على التقديرات المستقبلية. وتجدر الإشارة إلى أنه يمكن للتقلبات الاقتصادية الكبيرة أن تؤدي إلى تغيرات كبيرة في العلاوة التاريخية لمخاطر السوق (المتوسط التاريخي)، وبالتالي تؤثر وتقلل هذه التقلبات من فعالية أسلوب تقدير علاوة مخاطر السوق اعتمادا على المتوسطات التاريخية، لذلك يمكن اعتماد أسلوب التقديرات المستقبلية، حيث يتم تقدير علاوة مخاطر السوق من خلال استخدام تقنية خصم التدفقات النقدية لتقدير معدل العائد المتوقع على السوق (r_M^{\wedge}) ثم مساواته مع معدل العائد المطلوب على السوق أي ($r_M^{\wedge} = r_M$) ومن ثم طرح معدل العائد عديم المخاطرة من معدل العائد المطلوب على السوق. وتستند هذه الطريقة إلى أنه إذا كانت أسواق الأسهم في حالة توازن فإن معدل العائد المتوقع على السوق (أو محفظة السوق) سيكون مساويا لمعدل العائد المطلوب عليها. وهذا يعني أن معدل العائد المطلوب على السوق هو مجموع المردود المتوقع للحصص النقدية مع معدل النمو المتوقع لتلك الحصص، وبالتالي كل ما علينا فعله هنا هو تقدير المردود الحالي من الحصص النقدية ومعدل النمو المتوقع لتلك الحصص، وعادة ما يقدر المحللون معدل النمو بطريقتين هما: الاعتماد على معدل نمو الحصص في الماضي أو استخدام توقعات المحللين الخاصة بمعدلات نمو الأرباح.

← تقدير معامل بيتا (β): يقدر بميل خط انحدار عوائد السهم المعني على عوائد السوق (محفظة السوق).

وبتعويض القيم الناتجة في معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نتوصل إلى معدل العائد المطلوب على السهم (تكلفته):

$$r_s = r_{RF} + (RP_M)\beta_i$$

ويتم استخراج معامل بيتا أو المخاطرة النظامية (مخاطرة السوق) وفق العلاقة التالية: (1)

$$(\text{Market Beta}) \beta_i = \frac{COV(r_{RF}, r_M)}{Var(r_M)}$$

¹ Eugene F. Fama and Kenneth R. French, "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", Journal of Economic Perspectives, Volume 18, Number 3, 2004, P. 28.

حيث يمثل $Va(r_M)$ تباين معدل عائد السوق و $COV(r_{RF}, r_M)$ التباين المشترك لمعدل عائد السهم ومعدل عائد السوق.

وتجدر الإشارة إلى أنه على الرغم من أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يأتي بتقدير دقيق لمعدل العائد المطلوب إلا أنه يعاني من بعض الصعوبات تتعلق بتقدير المدخلات اللازمة لاستخدامه وأهمها: (1)

✓ صعوبة تقدير معامل بيتا (beta) الذي يتوقعه المستثمرون مستقبلاً؛

✓ صعوبة تقدير علاوة مخاطر السوق.

وبشكل عام يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الخيار المفضل للغالبية العظمى من المؤسسات.

1-1- تكلفة الأسهم الممتازة:

تقع الأسهم الممتازة بين الأموال المقترضة والأسهم العادية، فهي تشبه القروض في أنها تحمل التزاماً ثابتاً من جانب المؤسسة للقيام بمدفوعات منتظمة في فترات معروفة (توزيع نسبة معينة من الأرباح كل سنة)، كما أنه في حالة التصفية يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على مستحقاتهم. وتختلف الأسهم الممتازة عن القروض في أن فشل المؤسسة في القيام بتوزيعات على المساهمين لا يترتب عليه إفلاسها. وعلى هذا الأساس فإن الأسهم الممتازة تتميز بدرجة خطورة أعلى من الأسهم العادية ولكن أقل من السندات، والعكس يكون صحيحاً بالنسبة للمستثمرين، حيث تكون الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية وأكثر خطورة من السندات. ويمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة على أنها معدل العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطتها، وهذا المعدل المطلوب هو عبارة عن حاصل قسمة توزيعات السهم الممتاز على قيمة السهم الذي تحصل عليه المؤسسة بعد اقتطاع مصاريف الإصدار (2).

وتعطى تكلفة الأسهم الممتازة وفق العلاقة التالية: (3)

$$r_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_n}$$

حيث:

r_{ps} : معدل العائد (تكلفة الأسهم الممتازة)؛

D_{ps} : الحصة النقدية للسهم الممتاز (الأرباح الموزعة)؛

P_n : قيمة السهم بعد اقتطاع مصاريف الإصدار.

إن تكلفة الأسهم الممتازة تشبه إلى حد بعيد تكلفة الديون إلا أن الفرق الجوهرى بينهما هو أن تكلفة الديون تحسب بعد الضريبة، بينما تكلفة الأسهم الممتازة تحسب قبل الضريبة وذلك لأن الفوائد على

¹ أجين برغام ترجمة محمود فتوح و عمر عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 30.

² عبد العزيز النجار، مرجع سبق ذكره، ص ص 427 - 428.

³ أجين برغام ترجمة محمود فتوح و عمر عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 19.

* $P_n = P_p(1 - f)$ حيث P_p قيمة السهم الممتاز و f تمثل تكاليف الإصدار (Floating Cost).

الديون يتم معاملتها كنفقة وتخصم من المبالغ التي تخضع للضريبة بينما الأرباح الموزعة على حملة الأسهم يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من النفقات⁽¹⁾.

لذا فالعلاقة السابقة تمثل تكلفة الأسهم الممتازة بعد الضريبة وبعد اقتطاع مصاريف الإصدار، وعليه يمكن استنتاج تكلفة الأسهم الممتازة قبل الضريبة وبعد اقتطاع نفقات الإصدار كما يلي:⁽²⁾

$$r_{ps}^* = \frac{r_{ps}}{(1 - T_X)}$$

حيث: r_{ps}^* تمثل تكلفة الأسهم الممتازة قبل الضريبة.

وتحسب تكلفة الأسهم الممتازة قبل الضريبة نظرا لأن استعمال الأسهم الممتازة يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على حقوق الملكية وهذا بسبب الأعباء الضريبية.

2-1- تكلفة الأرباح المحتجزة:

يرى البعض أن الأرباح المحتجزة هي أموال لا تكلفة لها (مجانية)، باعتبار أن المؤسسة حصلت عليها دون مقابل، وهي تمثل أرباحا تحققت لكن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مختلفة. غير أن هذا الاعتقاد غير صحيح لأن الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة من وجهة نظر حملة هذه الأسهم، وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان بإمكانهم الحصول عليه لو أن المؤسسة وزعت هذه الأرباح وقام حملة الأسهم باستخدامها في استثمارات بديلة. وحيث أن هدف الإدارة المالية هو تحقيق مصالح الملاك، فإن المؤسسة لا ينبغي أن تحتجز هذه الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع على استثماراتها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك. ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي عليه أي مصاريف، فإن تكلفة الاعتماد على هذا المصدر هو معدل العائد الواجب تحقيقه من استثمار هذه الأموال والذي يجب أن يتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك أي حملة الأسهم العادية. وعليه يتم حساب هذا المعدل بالاعتماد على النماذج التي تحسب بها تكلفة التمويل بالأسهم العادية. ففي حالة تقدير تكلفة الأرباح المحتجزة بالاعتماد على طريقة التدفقات النقدية المخصومة، تستخدم العلاقة $(r_e = \frac{D}{P_0})$ في حالة ثبات التوزيعات المتوقعة كما أشرنا إليه سابقا في تكلفة الأسهم العادية⁽³⁾. أما في حالة نمو التوزيعات بمعدل ثابت نميز حالتين هما:⁽⁴⁾

¹ عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد مشكور العامري، "الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006، ص 227.

² عبد الكريم بوحادرة، مرجع سبق ذكره، ص 30.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات ومبادئ الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 308-309.

⁴ عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 229.

➤ حالة عدم وجود ضرائب وعمولات:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{معدل النمو}$$

➤ حالة وجود ضرائب وعمولات: تقدر تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{تكلفة الأسهم العادية} \times (1 - \text{نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون على الأرباح}) \quad (1 - \text{النسبة المئوية للعمولات})$$

وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة الأرباح المحتجزة لا تكون مساوية تماما لتكلفة التمويل بالأسهم العادية وإنما أقل منها على العموم.

1- تكلفة الأموال المقرضة:

تشمل الأموال المقرضة القروض متوسطة وطويلة الأجل والمتمثلة في القروض البنكية، السندات وقروض الإيجار، والقروض قصيرة الأجل والمتمثلة في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي. وفيما يلي سنحاول التطرق إلى كيفية تقدير تكلفة كل مصدر على حدى.

1-2- تكلفة القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل:

تقيم تكلفة القرض متوسط وطويل الأجل بمعدل الفائدة الفعلي للقرض بعد الضريبة أو ما يسمى بمعدل القيمة الحالية الصافية بعد الضريبة، ويتمثل هذا المعدل في معدل الخصم الذي يسمح بتساوي مبلغ القرض والقيمة الحالية للمبالغ المسددة وكذا المصاريف المالية بعد الضريبة⁽¹⁾.

¹ محمد بوجلال، شوقي بورقية، "تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية: دراسة مقارنة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 23، العدد 2، جدة، السعودية، 2010، ص 61.

ويحسب معدل الفائدة الفعلي وفق العلاقة التالية: (1)

$$M = \sum_{T=1}^n \frac{RB_t + FF_t (1 - T)}{(1 + r)^t}$$

حيث:

M : مبلغ القرض؛

RB_t : المبلغ المسدد في السنة t ؛

FF_t : المصاريف المالية في السنة t ؛

r : معدل الفائدة الفعلي (تكلفة القرض)؛

n : مدة القرض؛

T : معدل الضريبة على الأرباح.

في حالة تسديد القرض بأقساط ثابتة مع الفوائد فإن العلاقة السابقة تعطي نتيجة مماثلة للعلاقة التالية: (2)

$$K_d = K_{d1}(1 - T)$$

حيث: K_d معدل الفائدة بعد الضريبة (تكلفة القرض)، K_{d1} معدل الفائدة قبل الضريبة.

2-2- تكلفة السندات:

تصدر السندات عادة بقيمة اسمية وهي القيمة التي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الاستحقاق، والتي على أساسها تحسب قيمة الكوبون أو العائد، لكن قد يتم تداول السند بقيمة أدنى أو بقيمة أعلى من قيمته الاسمية، فإذا تداول السند بسعر أقل من قيمته الاسمية فيعرف أنه متداول بخصم، أما إذا تداول بسعر أعلى من قيمته الاسمية فيعرف على أنه متداول بعلاوة (3).

ويمكن حساب تكلفة السندات* في الحالات الثلاث كما يلي: (4)

➤ حالة بيع السند بقيمته الاسمية:

معدل التكلفة الفعلي قبل الضريبة = سعر الفائدة الاسمي.

¹ نفس المرجع السابق، ص 61.

² وليد بقاش، عمر بن دادة، مرجع سبق ذكره، ص 60.

³ أحمد سامي، وليد جمعة، "مبادئ الاستثمار في السندات"، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد (35)، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2022، ص 07. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.amf.org.ae>، تاريخ الإطلاع: 2023/09/10.

* تكلفة السندات تخضع للضريبة في الحالات الثلاث، أي قيمة التكلفة مضروبة في (1 - ض).

⁴ متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://vb.ckfu.org>، تاريخ الإطلاع: 2023/09/26.

➤ حالة إصدار (بيع) السندات بخصم:

في هذه الحالة تحسب تكلفة التمويل بالسندات كما يلي:

$$K_i = \frac{I + \frac{D}{n}}{\frac{P + P_0}{2}}$$

حيث:

K_i : تكلفة القرض السنوي الذي تم إصداره بخصم؛

I : مبلغ الفائدة السنوية (قيمة السند × سعر الفائدة)؛

D : مقدار الخصم (قيمة السند × نسبة الخصم)؛

n : عدد السنوات؛

P : قيمة السند (الاسمية)؛

P_0 : القيمة البيعية للسند (قيمة السند - مبلغ الخصم D) وعند وجود مصاريف الإصدار تطرح كذلك من قيمة السند.

➤ حالة إصدار (بيع) السندات بعلاوة:

تحسب التكلفة في حالة إصدار السند بعلاوة كما يلي:

$$K_i = \frac{I - \frac{A}{n}}{\frac{P + P_0}{2}}$$

حيث:

A : مقدار العلاوة (قيمة السند × نسبة العلاوة)؛

P_0 : القيمة البيعية للسند (قيمة السند + مبلغ العلاوة A) وعند وجود مصاريف الإصدار تطرح كذلك من قيمة السند.

3-2- تكلفة التمويل بقرض الإيجار:

تحسب تكلفة التمويل بالإيجار على أساس المعدل الذي يسمح بتساوي مجموع التدفقات النقدية المدفوعة مع مجموع التدفقات المقبوضة، والذي يمكن استخراجها من العلاقة التالية: (1)

¹ محمد بوجلال، شوقي بورقبة، مرجع سبق ذكره، ص 64.

$$F_0 = \sum_{i=1}^n \frac{L_i(1 - T) + A_i(T)}{(1 + r)^i} + \frac{P_n}{(1 + r)^n}$$

حيث:

F_0 : تمثل مبلغ تملك الأصل؛

L_i : قسط إيجار الفترة i ؛

A_i : قسط اهتلاك الأصل؛

T : معدل الضريبة على الأرباح؛

P_n : القيمة المتبقية للأصل المستأجر؛

r : معدل تكلفة التمويل التآجيري.

4-2- تكلفة الائتمان التجاري:

تتوقف تكلفة التمويل باستخدام الائتمان التجاري على الشروط الائتمانية التي يضعها المورد لمنح هذه التسهيلات الائتمانية، ففي حالة غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويل بدون تكلفة (مجاناً). غير أن هذا المصدر قد ينقلب إلى مصدر عالي التكلفة إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وتلتزم بالشروط الائتمانية التي حددها المورد، فعندما تمر المدة المقررة لإعادة سداد الائتمان التجاري دون قيام المؤسسة بالسداد قد يترتب عليه تدهور سمعة المؤسسة في السوق (متأخرة في التسديد) وقد ينتهي بها الأمر إلى الخروج كلياً من السوق. وفي حالة ما إذا كان الائتمان التجاري الممنوح من المورد يتضمن شرطاً يقضي بمنح خصم نقدي في حالة السداد خلال فترة معينة، فإن البند الرئيسي في تكلفة الائتمان في هذه الحالة تتوقف قيمته على إمكانية حصول المؤسسة على هذا الخصم من عدمه، فإذا التزمت المؤسسة بالسداد خلال فترة الخصم النقدي تكاد تكون تكلفة الائتمان التجاري منعدمة، بينما تزيد تكلفته عندما تقوم المؤسسة بسداد مستحققاتها بعد انتهاء الفترة المحددة لمنح الخصم النقدي أي تكلفة الفرصة الضائعة (فرصة الحصول على الخصم)⁽¹⁾.

وتحسب تكلفة الائتمان التجاري في هذه الحالة وفق المعادلة التالية:⁽²⁾

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{\text{نسبة الخصم} - 100} \times \frac{360 \text{ يوماً}}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

من خلال ما تقدم يمكن تلخيص تكلفة الائتمان التجاري في كل حالة كما يلي:

¹ غنية بوربيعة، "محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة - دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012/2011، ص 41.

² عبد الستار مصطفى الصباح، سعود جايد مشكور العامري، مرجع سبق ذكره، ص 244.

- ← غياب الخصم النقدي: التكلفة = 0 أي أن المؤسسة لن تتحمل أي تكاليف أو فرص ضائعة نتيجة استفادتها من التمويل.
- ← وجود خصم نقدي: هناك حالتين:
- حالة الاستفادة من الخصم النقدي التكلفة = 0؛
- حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي والاستفادة من كامل فترة السداد التكلفة تحسب وفق المعادلة السابقة.

5-2- تكلفة الائتمان المصرفي قصير الأجل:

- يعتبر الائتمان المصرفي ثاني أكبر مصدر تمويلي قصير الأجل تعتمد عليه المؤسسة بعد الائتمان التجاري من حيث التكلفة والمرونة، ويتوقف حساب تكلفة هذا المصدر التمويلي على ثلاث عوامل هي: (1)
- معدل الفائدة الاسمي* وهو معدل الفائدة السنوي المثبت في اتفاقية القرض، والذي يعكس الشروط الائتمانية السائدة في الاقتصاد والمركز الائتماني للمؤسسة المقترضة؛
 - أسلوب حساب الفائدة وتحصيلها؛
 - معدل الضريبة على أرباح المؤسسة.

ونميز ثلاث حالات لحساب سعر الفائدة (الفعلي) على القروض المصرفية قصيرة الأجل (المكون الرئيسي لتكلفة الائتمان المصرفي):

الجدول رقم (07): طرق حساب سعر الفائدة على القروض المصرفية

العلاقة	طريقة حساب الفائدة
$Rr = \frac{Ir}{D - Cr}$	الاحتفاظ برصيد معين كحد أدنى (شرط الرصيد المعوض)
$Rr = \frac{Ir}{D - Ir}$	سداد الفائدة مقدما
$Rr = \frac{m * I}{D(m + 1)}$	سداد القرض على دفعات
حيث:	

¹ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشه، مرجع سبق ذكره، ص 142.

* سعر الفائدة الاسمي (التكلفة الاسمية) يتمثل في الفائدة التي تدفعها المؤسسة وتكون في شكل نسبة من مبلغ القرض، أما سعر الفائدة الفعلي (التكلفة الفعلية) تتوقف على الشروط المتفق عليها مع البنك والمؤسسة بالإضافة إلى معدل الضريبة على الأرباح التي تخضع لها أرباح المؤسسة.

Rr : المعدل الحقيقي للفائدة (قبل الضريبة)؛

Ir : الفائدة قبل الضريبة؛

D : مبلغ القرض؛

m : عدد دفعات سداد القرض؛

Cr : الرصيد المعوض (أحيانا يكون الرصيد المعوض نسبة من مبلغ القرض وأحيانا يكون مبلغ يطرح مباشرة من القرض).

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على: بدر الدين قدوج، مرجع سبق ذكره، ص 22.

سابعا: التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (Weighted Average Cost Of Capital)

بعد التطرق لكيفية حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل، يمكننا تقدير أو حساب تكلفة الأموال، حيث تسعى المؤسسة إلى البحث عن المصادر منخفضة التكلفة وما يهيمها أكثر في الأخير هو تكلفة الميزج التمويلي المكون لهيكلها المالي. وعادة ما تتمثل مصادر تمويل المؤسسة في مصادر التمويل طويل الأجل المتمثلة في الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة والاقتراض طويل الأجل أي يتم في الغالب حساب تكلفة مصادر التمويل المكونة لهيكل رأس المال ومن تم تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

1- تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:

يقصد بالتكلفة المتوسطة المرجحة للأموال الوسط المرجح لتكلفة كل عناصر أو مصادر التمويل المستخدمة في تمويل استثمارات المؤسسة⁽¹⁾. وتعبير آخر هي مجموع تكلفة مصادر التمويل مرجحة بالأهمية النسبية لكل مصدر في مساهمته في تشكيل الهيكل التمويلي للمؤسسة⁽²⁾.

إن تكلفة مصادر التمويل المكونة لتشكيلة الهيكل المالي للمؤسسة غير متساوية، فتكلفة كل مصدر تختلف عن الآخر، لذا لا يمكن استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير التكلفة، وعليه يفضل استخدام المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان، ويتم ترجيح تكلفة كل مصدر من مصادر هيكل التمويل عن طريق منحه وزنا يمثل نسبة هذا العنصر إلى مجموع العناصر المكونة لهذا الهيكل. وقد اختلفت الآراء الخاصة بحساب هذه الأوزان وفقا للمداخل التالية:⁽³⁾

- **مدخل الأوزان الفعلية:** الفكرة الأساسية لهذا المدخل هي أن أي مبلغ إضافي من الأموال يجب أن يتم الحصول عليه من نفس مصادر الهيكل المالي الحالي وبنفس النسب، حيث يقوم هذا المدخل على افتراض أساسي هو أن هيكل التمويل الحالي للمؤسسة يعتبر مثاليا ومستقرا أي لا يتغير من وقت

¹ محمود عزت اللحام وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 329.

² غنية بوربيعة، مرجع سبق ذكره، ص 49.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون، "أساسيات ومبادئ الإدارة المالية"، مرجع سبق ذكره، ص 311-314.

لآخر، وهذا افتراض غير واقعي إلى حد كبير لأنه يعني أن أي أموال إضافية لا تغير من نسب التشكيلة التي يتكون منها هيكلها الحالي. أما إذا ترتب على ذلك تعديل في الهيكل المالي الحالي للمؤسسة سواء في العناصر أو النسب فقد يترتب على ذلك تغير وعدم استقرار تكلفة الأموال مما يضعف فاعليتها كمعدل لخصم التدفقات النقدية عند تقييم الاقتراحات الاستثمارية.

- **مدخل الأوزان المستهدفة:** للتغلب على المشكلة المطروحة في مدخل الأوزان الفعلية والمتمثلة في عدم استقرار تكلفة الأموال بسبب تغير تشكيلة الخليط التمويلي للمؤسسة من وقت لآخر، يقترح استخدام مدخل آخر بديل يسمى مدخل الأوزان المستهدفة لتلخص فكرته في أن تقوم المؤسسة بوضع هيكل تمويل مستهدف تسعى إلى تحقيقه، موضحا به المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر، وعلى هذا الأساس فإن التكلفة المحسوبة ستبقى ثابتة ومستقرة طالما أن المؤسسة لم تغير قرارها المحدد لهيكلها التمويلي المستهدف، وذلك بصرف النظر على أن يكون هذا الهيكل مماثلا أو قريبا من الهيكل الحالي أو الفعلي للمؤسسة أو لا. ولكن استخدام هذا المدخل قد يترتب عليه قرارات خاطئة، فإذا كان هناك تفاوت بين أوزان العناصر الفعلية تفوق مثيلاتها في الهيكل المستهدف فإن التكلفة في هذه الأخيرة ستكون أقل من التكلفة طبقا للأوزان الفعلية، وهذا ما يؤدي إلى قبول اقتراحات استثمارية لا يجب قبولها مما يترتب عليها آثارا عكسية على ثروة الملاك.

- **المدخل الحدي:** يرى هذا المدخل أن يتم حساب الأوزان طبقا للعناصر التي تستخدم في تمويل الاقتراحات الاستثمارية ويترتب على ذلك أن تكلفة الأموال سوف تختلف من اقتراح إلى آخر إذا ما اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله أو اختلفت أوزان تلك المصادر، وهذا المدخل يعتبر أكثر المداخل واقعية، فمن المعروف أن تكلفة الأموال التي تستخدم كمعدل للخصم ما هي إلا الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، أي معدل تكلفة الأموال التي استخدمت في تمويله، والمتمثلة في المتوسط المرجح بالأوزان للتكلفة الحدية، وهذا يتطلب بالطبع أن تكون تشكيلة الأموال (سواء المكونات أو النسب) المستخدمة في تمويل الاقتراح مماثلة للتشكيلة التي يتكون منها الهيكل المالي للمؤسسة سواء المستهدف أو الفعلي. ونشير إلى أن الأسلوب الأكثر استخداما هو الاعتماد على الهيكل التمويلي الفعلي على أنه هيكل مثالي.

وأيا كان المدخل المستخدم في حساب الأوزان فإن ذلك يتم إما على أساس القيم الدفترية لعناصر الهيكل المالي أو على أساس قيمها السوقية ثم تحسب تكلفة كل عنصر للوصول إلى التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

2- خطوات تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:

لتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال يجب إتباع الخطوات التالية: (1)

- تحديد مكونات الهيكل التمويلي، أي مختلف مصادر التمويل المكونة للهيكل المالي؛
 - حساب تكلفة كل مصدر بناء على المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر في الهيكل التمويلي، وينبغي لذلك تحديد الوزن النسبي لكل مصدر تمويلي (أي الحصة النسبية لكل مصدر من مجموع الهيكل الكلي للأموال)، وبعد تحديد الوزن النسبي لكل مصدر يتم ضرب تكلفة كل مصدر في وزنه النسبي؛
 - يتم تجميع التكلفة المرجحة لكل مصدر تمويلي في الهيكل المالي (تكلفة المصدر × وزنه النسبي) للحصول على التكلفة المتوسطة المرجحة لكل الأموال.
- فإذا افترضنا أن الهيكل المالي مؤسسه ما يتكون من قروض، أسهم عادية وأسهم ممتازة، فإن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال يعبر عنها وفق المعادلة التالية: (2)

$$\text{التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (WACC)} = (\text{نسبة الدين } W_D \times \text{تكلفة الدين بعد الضريبة } K_D) + (\text{نسبة الأسهم العادية } W_E \times \text{تكلفة الأسهم العادية } K_E) + (\text{نسبة الأسهم الممتازة } W_P \times \text{تكلفة الأسهم الممتازة } K_P)$$

¹ غسان محمد نومان المشهداني، مرجع سبق ذكره، ص 26.

² عدنان تايه النعيمي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 422.

خلاصة:

تسعى المؤسسة أثناء تقدير احتياجاتها المالية وتوفير مصادر التمويل اللازمة لتغطية هذه الاحتياجات إلى البحث عن التشكيلة أو الخليط المناسب والملائم من مختلف المصادر المتاحة القصيرة، المتوسطة والطويلة بما يحقق أقل تكلفة ممكنة لها ويعظم قيمتها السوقية وهو ما يعرف بتحديد واختيار الهيكل المالي للمؤسسة، حيث تعتبر هذه العملية معقدة وتحتاج إلى دراية عميقة بالأمر المتعلقة بها، فيجب على المؤسسة عند وضع سياستها الأساسية المتعلقة بالهيكل المالي أن تراعي عدة عوامل واعتبارات أهمها الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام، المرونة، الاستحقاق، الموقف الضريبي، طبيعة نشاط المؤسسة وحجمها وغيرها. كما يعتبر أيضاً معيار التكلفة من أهم العوامل المؤثرة في هيكل التمويل فهي تعد بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمار، فالاستثمار الذي لا يتولد عنه عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال ينبغي رفضه لأن قبوله يؤثر سلباً على ثروة الملاك من خلال انخفاض القيمة السوقية لأسهم المؤسسة. ومن هذا المنطلق ينبغي أن تكون تكلفة كل العناصر المشكلة للهيكل المالي منخفضة لغرض تخفيض التكلفة الكلية للأموال، ومن المعروف أن الاقتراض هو أرخص مصدر تمويلي من حيث التكلفة بسبب الوفورات الضريبية مقارنة بالأسهم العادية التي تعتبر أكثر المصادر تكلفة والأرباح المحتجزة التي تكون تكلفتها أقل من تكلفة الأسهم العادية، ولكن ينبغي على المؤسسة استخدام القروض بحذر وعدم الإفراط في الاعتماد عليها لكي لا تتحمل مخاطر إضافية وهي المخاطر المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون لمواجهة مخاطر مرتفعة، وهذا ما يتطلب وجود مزيج مناسب بين أموال الاقتراض وأموال الملكية يساهم في تقليل التكلفة المتوسطة للأموال إلى أقل قدر ممكن بالمقابل يزيد من ارتفاع القيمة السوقية للأسهم.

أسئلة المحور الثالث:

- ما هي الأشكال العامة الممكنة للهيكل المالي للمؤسسة ؟
- وضح الفرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال ؟
- كيف يؤثر عامل الإدارة والسيطرة على تركيبة الهيكل المالي ؟
- كيف يؤثر الشكل القانوني للمؤسسة على تركيبة هيكلها المالي ؟
- ما هي السياسات الداخلية في المؤسسة التي تؤثر على تكلفة الأموال ؟
- كيف تؤثر معدلات الضرائب على تكلفة الأموال ؟
- ما هي أهم المشاكل العملية التي تعترض نموذج جوردن عند تطبيقه في عملية تقدير تكلفة التمويل بالأسهم العادية ؟
- ما هي أهم ميزات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية ؟
- تتشابه تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة مع تكلفة الديون إلى حد بعيد غير أنه هناك فرق جوهري بينهما وضح ذلك ؟
- لماذا لا يمكن اعتبار الأرباح المحتجزة مصدرا عديم التكلفة لرأس المال ؟
- تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة اعتمادا على النماذج التي تحسب بها تكلفة التمويل بالأسهم العادية لأن تكلفة الأرباح المحتجزة تعادل تكلفة الأسهم العادية، لكن في الحقيقة لا تكون مساوية لها تماما بل أقل منها على العموم وضح لماذا ؟
- تتوقف عملية تقدير تكلفة الائتمان المصرفي قصير الأجل على ثلاث عوامل ما هي ؟
- ما هي الخطوات الواجب إتباعها لحساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال ؟

المحور الرابع: القرارات المالية في المؤسسة

- ماهية اتخاذ القرارات
- قرار التمويل
- قرار الاستثمار
- قرار توزيع الأرباح
- أسئلة المحور الرابع

تمهيد:

يعتبر اتخاذ القرار نشاط إنساني معقد مثله مثل عمليات التفكير الإنساني المختلفة، فهو عملية تتطلب الكثير من التروي والتفكير المنظم الواعي، حيث تبدأ عملية اتخاذ القرار بحالة من الشك وعدم التأكد من متخذ القرار حول ما يجب القيام به في مشكلة ما، وتنتهي باختيار أحد الحلول التي تزيل حالة الشك وعدم التأكد، أو بمعنى آخر التوصل إلى حل المشكلة. وترتبط عملية اتخاذ القرارات بمختلف الوظائف الإدارية كالتخطيط والتنظيم والتحفيز والرقابة لذلك تعد جوهر الأداء السليم لمختلف المدراء في مستوياتهم المختلفة. ويصنف باحثي المالية عموماً القرارات المالية إلى ثلاثة قرارات قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، وللتعرف على طبيعة كل نوع من هذه القرارات سنتطرق لكل منها على حدى وقبل ذلك نتناول ماهية اتخاذ القرار بشكل عام.

أولاً: ماهية اتخاذ القرارات

تناول الكتاب والباحثون العديد من التعريفات حول عملية اتخاذ القرارات تختلف هذه التعريفات عن بعضها البعض حسب الهدف والزوايا التي ينظر منها إلى عملية اتخاذ القرار. وفيما يلي سنتناول باختصار تعريف عملية اتخاذ القرارات، خصائصها، عناصرها، أنواعها والخطوات المتبعة للقيام بها.

1- تعريف عملية اتخاذ القرارات وخصائصها:

تعرف عملية اتخاذ القرار على أنها عملية تبني على الدراسة والتفكير الموضوعي للوصول إلى قرار معين، أي الاختيار والتفضيل للبدائل أو الإمكانيات المتاحة، حيث أن أساس اتخاذ القرار وجود البدائل التي تؤدي بدورها إلى إيجاد مشكلة تتمثل في الاختيار بين تلك البدائل⁽¹⁾. وفي تعريف آخر ذكر أنها عملية مرنة لاختيار البديل أو البدائل المناسبة بعد القيام بدراسة كافة جوانب المشكلة أو المسألة ذات العلاقة ضمن ما هو متوفر من المعلومات ومراعاة الفترة الزمنية والكلفة المحددتين، وذلك للوصول إلى الحد الأعلى من المنفعة المتوقعة لتحقيق الهدف المطلوب⁽²⁾. كما عرف أيضاً على أنه اختيار البديل الأفضل من عدد من البدائل، اختياراً عقلانياً بهدف الوصول إلى غاية محددة أولاً وتحديد الإجراءات اللازمة لعملية التنفيذ في المقام الثاني⁽³⁾.

¹ فتيحة بلحاج، "الأسس النظرية والعلمية في اتخاذ القرار"، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، مخبر العوالة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص 270-271.

² مصطفى يوسف سبسي، "دور المعلومات المالية المستقبلية للشركات في اتخاذ القرارات دراسة ميدانية على عدد من شركات القطاع الخاص"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2011، ص 61.

³ حنان أحمد عبد الله علي وآخرون، "معوقات صنع القرار واتخاذها لدى مديري مدارس التعليم الأساسي بجمهورية مصر العربية (دراسة ميدانية)"، مجلة جامعة الفيوم للعلوم التربوية والنفسية، العدد الحادي عشر، الجزء الخامس، كلية التربية، جامعة الفيوم، مصر، 2019، ص 198.

من خلال التعاريف المقدمة نلاحظ أن اتخاذ القرار يتعلق:

- بوجود مشكلة؛
- عدة فرص متاحة للمؤسسة الاقتصادية تختار فيما بينها الأحسن والأنسب؛
- يتطلب رؤيا موضوعية للظروف والأحداث المحيطة.

وتجدر الإشارة إلى أن البعض يخلط بين مصطلحي صنع القرار واتخاذ القرار حول أيهما أعم وأشمل من الآخر وأي منهما يعد مرحلة من مراحل المصطلح الآخر، ولكن هناك اتفاق بين كثير من علماء الإدارة أن مصطلح صنع القرار أشمل من مصطلح اتخاذ القرار، فاتخاذ القرار مرحلة يتعامل فيها المدراء مع بدائل القرار واختيار أفضلها، أما صنع القرار فهو نشاط يخضع لعملية مركبة بدء من التحليل والتقويم للمتغيرات التي تشكل مدخلات القرار، ومرورا ببديله واختيار أفضلها، وانتهاء بتنفيذ القرار ومتابعته. وحيث أن صنع القرار عملية تتضمن أكثر من إجراء أو طريقة وهذا يعني اشتراك أكبر عدد ممكن من الإدارات والوحدات الإدارية ذات الصلة في معظم مراحل صنع القرار أو بعضها، أما عملية اتخاذ القرار فهي ذلك الجزء الهام من مداخل صنع القرار، ومرحلة اتخاذ القرار هي خلاصة ما يتوصل إليه صانعو القرار من معلومات وأفكار حول المشكلة والطريقة التي يمكن حلها بها (أي المهمة النهائية في عملية صنع القرار)⁽¹⁾.

وتتصف عملية اتخاذ القرار بجملة من الخصائص أهمها:⁽²⁾

- عملية ذهنية فهي نشاط فكري يعتمد على إتباع المنطق والتفكير المنهجي الصحيح؛
- عملية إجرائية، فبالرغم من أن عملية الاختيار هي جوهر اتخاذ القرارات إلا أن هناك عدد من الخطوات التفصيلية التي تسبقها؛
- تعدد البدائل أساس عملية اختيار القرارات، فعند وجود حل واحد لمشكلة معينة لن يكون هناك اختيار ومن ثم لا يكون اتخاذ قرار؛
- اختيار البديل لا يتم عشوائيا وإنما وفق أسس ومعايير؛
- ترتبط عملية اتخاذ القرار بالمستقبل، فاتخاذ القرار يكون في الوقت الحالي لكن آثاره ونتائجه ستكون في المستقبل، وهذه الخاصية تشير إلى صعوبة عملية اتخاذ القرارات لأنها تعتمد على التنبؤ بالمستقبل.

2- عناصر عملية اتخاذ القرارات

تتمثل العناصر الأساسية لاتخاذ القرار أو كما يسميها البعض بيئة القرار في:⁽³⁾

- المعلومات: هي المعرفة حول القرار؛
- البدائل: هي الاحتمالات التي يجب على متخذ القرار الاختيار فيما بينها؛

¹ نفس المرجع السابق، ص 203-204.

² مصطفى يوسف سبسي، مرجع سبق ذكره، ص 64.

³ نفس المرجع السابق، ص 65.

- المعايير: هي السمات أو الشروط والمتطلبات الواجب توافرها في كل بديل؛
- الأهداف: تحديد الأهداف التي يسعى متخذ القرار إلى تحقيقها، وتعد أحد الأدوات للحكم على فاعلية اتخاذ القرارات؛
- التفضيلات: وتعكس قيم متخذ القرار، حيث أن قيم الفرد هي التي تحدد تفضيلاته؛
- نوعية أو جودة القرار: تقدير إذا ما كان القرار جيد أو سيء، وتتوقف نوعية القرار على المعلومات المتوفرة وتفضيلات متخذ القرار؛
- ملائمة بيئة القرار: أي البيئة المواتية والمشجعة على تنفيذ القرار.

3- أنواع القرارات:

يمكن تصنيف القرارات إلى عدة أنواع وفقا لمختلف الممارسات التي يقوم بها متخذ القرار والجدول الموالي يلخص هذه الأنواع:

الجدول رقم (08): أنواع القرارات

معايير التصنيف	الأنواع
وفقا للوظائف الأساسية للمؤسسة	<ul style="list-style-type: none"> ← قرارات تتعلق بالوظائف الإدارية؛ ← قرارات تتعلق بالإنتاج؛ ← قرارات متعلقة بالتسويق؛ ← قرارات متعلقة بالتمويل؛ ← قرارات متعلقة بشؤون العاملين (بشرية).
وفقا لأهميتها	<ul style="list-style-type: none"> ← قرارات إستراتيجية؛ ← قرارات تكتيكية؛ ← قرارات تنفيذية (تشغيلية).
وفقا لإمكانية برمجةها	<ul style="list-style-type: none"> ← قرارات مبرمجة (روتينية متكررة)؛ ← قرارات غير مبرمجة (غير مرتبة).
وفقا لظروف صناعتها	<ul style="list-style-type: none"> ← قرارات تحت ظروف التأكد؛ ← قرارات تحت ظروف المخاطرة؛ ← قرارات تحت ظروف عدم التأكد.

<p>← قرارات انفرادية (انفراد متخذ القرار بصنعها)؛ ← قرارات جماعية (مشاركة جماعية).</p>	<p>وفقا للنمط القيادي لمتخذها</p>
--	-----------------------------------

المصدر: عبد الحميد برحومة، طلال زغبة، "ماهية اتخاذ القرار والطرق الكمية المساعدة في صنعه بالمؤسسة الاقتصادية"، الملتقى العلمي الدولي حول: "صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف المسيلة - الجزائر، 14/15 أفريل 2009، ص ص 04-07.

4- خطوات عملية اتخاذ القرارات:

هناك خمس خطوات تضم عملية اتخاذ القرارات:⁽¹⁾

- تشخيص المشكلة: التعرف على المشكلة وتحديد أبعادها والبحث في الأسباب الرئيسية لحدوثها والتعرف على آثارها؛
- تحليل المشكلة: بعد المرحلة الأولى تأتي مرحلة تحليل المشكلة عن طريق تحديد طبيعتها وحجمها ومدى تعقدها ونوعية الحل المناسب لها وتحديد البيانات والمعلومات المطلوبة لحلها ومصادرها؛
- إيجاد البدائل: وضع عدة بدائل كحل بديل، فلكل مشكلة عدة حلول ومن النادر وجود حل وحيد للمشكلة، فالبدائل تتعدد درجاتها وأفضليتها من بديل لآخر؛
- تقييم البدائل: تعتبر هذه المرحلة من بين المراحل الفكرية الصعبة، هنا يقوم متخذ القرار بالمفاضلة بين البدائل؛
- اختيار الحل الملائم (اتخاذ القرار): اختيار حل أو بديل من البدائل المقترحة على أن يكون ملائم وبإمكانه أن يصل إلى نتائج جيدة؛
- متابعة تنفيذ القرار: متخذ القرار عليه أن يتابع ويراقب قراره، إذا كان حل مناسب للمشكلة المطروحة، أي تقييم فاعلية التنفيذ وتحديد مستوى الانجاز والعقبات المرافقة لعملية التنفيذ.

ثانيا: قرار التمويل

يعتبر قرار التمويل أحد القرارات المالية في المؤسسة وهو من أصعب القرارات التي تمارسها الإدارة المالية، وقد سبق أن تناولنا تعريف التمويل وأهميته ومختلف مصادر التمويل وتكلفتها وكذا القواعد المتحكمة في عملية التمويل والمفاضلة فيما بينها، لذلك سنتطرق باختصار إلى مفهوم قرار التمويل وخطواته الأساسية، وبعض الاعتبارات الخاصة بقرار التمويل والمعلومات الواجب الاستفسار عنها عند اتخاذ قرار التمويل.

¹ نجاة سامي هادف، "نظرية اتخاذ القرارات في المؤسسة"، مجلة المعيار، المجلد 18، العدد 35، كلية أصول الدين، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية- قسنطينة، الجزائر، جوان 2014، ص ص 365-366.

1- تعريف قرار التمويل:

تطرق العديد من المفاهيم إلى قرار التمويل فهناك من أشار إلى أن قرار التمويل يهتم بتحديد مصادر وكيفية تشكيل المزيج التمويلي المناسب⁽¹⁾. وهناك من ذكر أنه يختص بالبحث عن الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات، فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة. فقرار التمويل مرتبط ارتباطاً وثيقاً بقرار الاستثمار لأنه ستكون هناك مقارنة بين معدل مردودية المشروع الاستثماري وتكلفة تمويله. وبما أن الموارد المالية للمؤسسة محدودة، فيجب عليها أن تختار المشاريع الاستثمارية التي تضمن لها مردودية مرتفعة مع تكلفة منخفضة وتقلص من أخطار الإفلاس⁽²⁾. وفي تعريف آخر قرار التمويل هو قرار مالي يتعلق بمبالغ التمويل التي يتم جمعها من مختلف مصادر التمويل طويلة الأجل مثل أسهم الملكية والأسهم الممتازة والسندات والقروض المصرفية للمؤسسة. وأضاف تعريف آخر أنه القرار الذي يدرس ويختص بالمزيج المحدد من الديون طويلة الأجل ورأس المال العامل، إدارة الموجودات قصيرة الأجل والمطلوبات بطريقة تضمن كفاية الموارد لعمليات المؤسسة وتحقيق أهدافها من الأرباح وأن تسعى للحصول على المزيج الأمثل⁽³⁾.

من خلال التعاريف المقدمة نلاحظ أن قرار التمويل يتمحور حول تشكيلة المزيج التمويلي أي كيفية الحصول على الأموال، غير أن بعضها لم يشير إلى كيفية المفاضلة بين مصادر التمويل المختارة، والذي أشار إليها التعريف الثاني من خلال تركيزه على تكلفة المصدر ومردودية المشروع الاستثماري، وهذا عامل أساسي في اتخاذ قرار التمويل.

وكتعريف شامل لقرار التمويل يعرف أنه القرارات التي تتعلق بتحديد وصياغة هيكل التمويل الأمثل، والذي يتحقق من خلال عناصر المزيج الأمثل لمصادر تمويل الاستثمارات ونسب كل منها داخل هيكل المؤسسة. والذي تتوصل إليه بعد تعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، وذلك من خلال تحقيق الحد الأدنى لكلفة التمويل الناتج عن اختيار المزيج الأمثل لمصادر التمويل⁽⁴⁾.

وفقاً لهذا التعريف نستنتج أن قرار التمويل يغطي القرارات التالية:

- اختيار الهيكل المالي، أي الأموال الضرورية للاستثمارات؛
- مراعاة عدة اعتبارات أثناء المفاضلة بين المصادر التمويلية أهمها التكلفة؛

¹ أحمد صديقي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 88.

² مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، "دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية"، الملتقى العلمي الدولي: "صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف-المسيلة، الجزائر، 15/14 أبريل 2009، ص 02.

³ زهراء جار الله حمو، نور نافع حسن، "دور الحوكمة المصرفية في ترشيد القرارات المالية: دراسة استطلاعية لآراء عينة من الموظفين في مصرف البرافدين فرعي الموصل وبغداد"، مجلة الريادة للمال والأعمال، المجلد الثاني، العدد 1، كلية اقتصاديات المال والأعمال، جامعة النهرين، العراق، كانون الثاني 2021، ص 144.

⁴ العلا رضاني وآخرون، "دور الأساليب الكمية في اختيار القرارات التمويلية المتوازنة في المؤسسة الاقتصادية"، مجلة (المدبر)، المجلد 02، العدد 02، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، القليعة، الجزائر، 2015، ص 126.

➤ الاهتمام بالتأثيرات المختلفة لمصادر التمويل على القيمة السوقية للأسهم على المدى البعيد.

2- الخطوات الأساسية لاختيار قرار التمويل في المؤسسة:

- تختلف خطوات التمويل من مؤسسة إلى أخرى تبعا لعدة عوامل واعتبارات كثيرة منها حجم المؤسسة، طبيعة نشاطها، البيئة المحيطة وغيرها، ويمكن تلخيص أهم الخطوات فيما يلي:⁽¹⁾
- التعرف على الاحتياجات المالية: من أكثر أسباب فشل المؤسسات الاقتصادية شيوعا هو التخطيط على أساس رأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المؤسسات، وهو لا يعتبر السبب الوحيد الذي يؤدي إلى فشل المؤسسات فحسب، بل يعتبر أيضا أحد أشكال التمويل الخاطئ للمؤسسات، ولهذا فعلى أصحاب المؤسسات التعرف بشكل مستمر ودقيق على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والمستقبلية القريبة والبعيدة، وبعدها ترتيبها وفقا لأهميتها وأولويتها؛
 - تحديد حجم الأموال المطلوبة: بعد تحديد احتياجات المؤسسة تأتي المرحلة الثانية المتمثلة في تحديد حجم الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، وتتميز هذه الخطوة بالصعوبة من حيث تقدير كمية الأموال بشكل دقيق، فقد يتم تقديرها دون مستوى أو أقل من المستوى المطلوب ولهذا لا بد من تحديد حدين للتمويل حد أعلى وحد أدنى؛
 - تحديد شكل التمويل المطلوب: قد تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على القروض أو إصدار بعض الأسهم والسندات، وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية، وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات والأسهم لأن ذلك سوف يترتب عنه زيادة التزامات معينة على المؤسسة، ونفس الحال بالنسبة للقروض أيضا، ولهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل؛
 - وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية: بعد تحديد الاحتياجات ومقدارها وشكل التمويل فإنه من المفضل وضع جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال لكي لا تتكبد المؤسسة تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة، وأثناء وضع جدول زمني لا بد من الأخذ بعين الاعتبار المدة الزمنية التي يحتاجها الممول لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة؛
 - وضع وتطور الخطة التمويلية: تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنفق بها الأموال، والعائدات المتوقعة منها بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة، وتجنب المشاكل المتعلقة بالسداد وهذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلة والخارجة. وتعتبر الخطة ترجمة رقمية لسياسات الإنتاج من خلال استعمال أدوات التخطيط والتنبؤ المالي مثل الموازنة التقديرية وتحليل التعادل والروافع، وأدوات الرقابة المتمثلة في التحليل المالي...؛
 - تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمها: إن تنفيذ الخطة التمويلية يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق، كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الانحرافات الناتجة عن

¹ نفس المرجع السابق، ص ص 128-129.

التنفيذ من خلال وضع إجراءات رقابة فعالة، واستخدام أسلوب التحليل المالي لمعرفة الجوانب الإيجابية والسلبية وتقييم كفاءة التنفيذ المالي والتشغيلي للمؤسسة من خلال فترة زمنية معينة، ومما لا شك فيه أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقادم ولهذا لابد من العمل على تحديثها وتعديلها وفق المتغيرات والمتطلبات الحديثة.

3- الاعتبارات الخاصة بقرار التمويل:

توجد عدة اعتبارات مالية ينبغي مراعاتها عند اتخاذ قرار التمويل منها: (1)

- حجم المديونية الحالية للمؤسسة؛
- حجم السيولة المتوفرة لدى المؤسسة؛
- حجم الأرباح السنوية للمؤسسة؛
- تأثير تكاليف مصادر التمويل على القيمة السوقية للمؤسسة؛
- تركيبة الموجودات كمزيج من مصادر التمويل القصيرة والطويلة الأجل وحقوق المالكين.

4- المعلومات الملائمة لقرار التمويل:

يتوقف النجاح في اتخاذ قرارات التمويل على مدى توفر المعلومات الكافية والملائمة لهذه القرارات، فعادة ما تعتمد المؤسسات في تمويل احتياجاتها المالية القصيرة على الائتمان التجاري أو التسهيلات المصرفية القصيرة من البنوك، والمعلومات التي يجب الاستفسار عنها ومعرفتها عند اتخاذ هذا النوع من القرارات هي وجود الخصم النقدي من عدمه، فترة الخصم وفترة الائتمان، وبالنسبة للتسهيلات المصرفية يجب معرفة معدل الفائدة وشروط الحصول على القرض. أما إذا كانت المؤسسة ترغب في تمويل استثماراتها طويلة الأجل، فهناك جملة من المعلومات الواجب الاستفسار عنها نوجزها فيما يلي: (2)

- المعلومات الملائمة في حالة التمويل الخارجي: وتشمل ما يلي:
 - معدل الفائدة للسند أو القرض؛
 - شروط السداد؛
 - القيمة الاسمية والقيمة السوقية، شروط الإصدار والقابلية للتحويل بالنسبة للسندات؛
 - نوع الضمانات والقيود الأخرى التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة؛
 - القيمة العادلة للأصل المستأجر بعقد إيجار رأسمالي، وكذلك القيمة المتبقية المضمونة أو غير المضمونة للأصل المستأجر؛
 - مخاطر الرفع المالي.
- المعلومات الملائمة في حالة التمويل الداخلي: وتتمثل في المعلومات التالية:

¹ محمد بوهالي، "أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة - دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية -"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2018/2017، ص 10.

² محمد مطر، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، 2016، ص 288 -

- القيمة الاسمية والقيمة السوقية للسهم العادي أو الممتاز؛
- معدل الفائدة المدفوع للسهم الممتاز بالمقارنة مع كوبون السند ومعدل الفائدة السوقي؛
- تكلفة الفرصة البديلة أي العائد على الاستثمار المتوقع في مجالات أخرى خارج المؤسسة؛
- السياسة الإدارية المطبقة بشأن توزيع الأرباح.

ثالثاً: قرار الاستثمار

تعتبر قرارات الاستثمار من المواضيع الهامة في مجال الإدارة المالية والتي تؤثر بشكل كبير في العديد من القرارات التي تتخذها المؤسسة، وبغض النظر عن شكل الاستثمار تعد القرارات المتعلقة بشأنه من أصعب القرارات وأكثرها حساسية، فالاستثمار يتطلب أموالاً ضخمة ولا يتميز بالمرونة في أغلب الأحيان ويصعب العدول عن تنفيذه في حالة الخطأ لأنه سيكلف المؤسسة خسائر مالية ضخمة. وللتفصيل أكثر في قرار الاستثمار سنتناول في هذا الجزء تعريف الاستثمار، تعريف قرار الاستثمار ومعايير اختيار المشاريع الاستثمارية.

1- تعريف الاستثمار:

الاستثمار هو استخدام مبلغ مالي حالي في عملية ينتظر من ورائها أرباح مستقبلية موزعة عبر الزمن. ويتعبير آخر هو التخلي حالاً عن مبلغ من الأموال مقابل أمل الحصول على عوائد مالية قد لا تتحقق، وهذا ما يشير إلى فكرة المخاطرة بالمبالغ المالية⁽¹⁾.

كما يعرف الاستثمار بأنه استخدام رأس المال في تمويل نشاط معين قصد تحقيق ربح مستقبلي، بحيث يكون مقبولاً طبقاً للمعايير الاقتصادية والمالية إذا كان مجموع الأرباح المنتظرة أكبر من الأموال المستثمرة في فترة زمنية تقدر بمدة حياة المشروع⁽²⁾.

أما المشروع الاستثماري فهو فكرة أو اقتراح باستثمار قدر من الأموال في فرصة استثمارية يتحقق منها عائد اقتصادي واجتماعي، وتتضمن هذه الفكرة أو الاقتراح إنشاء مشروع جديد أو استكمال مشروع قيد التنفيذ أو توسيع مشروع قائم أو القيام بعمليات المقارنة بين شراء أو تأجير آلات أو تصنيع قطع غيار أو إنتاج منتج جديد أو إنشاء خط جديد...⁽³⁾. وفي تعريف آخر يعرف المشروع الاستثماري على أنه كل كيان تنظيمي مستقل يديره منظم أو أكثر يقوم بدمج ومزج عناصر الإنتاج المتاحة بنسب معينة وبأسلوب معين، بهدف إنتاج سلعة أو خدمة تطرح في السوق لإشباع حاجات خاصة أو عامة خلال فترة معينة⁽⁴⁾.

¹ مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص 158.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 313.

³ عبد الكريم خيري، " أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزئية "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، الجزائر، 2018/2019، ص 102.

⁴ منور أو سرير، فتحية بن حاج جيلالي مغراوة، " دراسة الجدوى البيئية للمشاريع الاستثمارية "، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة حسينية بن بوعلبي بالشلف - الجزائر، 2009، ص 330.

2- عناصر المشروع الاستثماري:

- يتكون المشروع الاستثماري من عدة عناصر مرتبطة ببعضها البعض ارتباطاً مباشراً تتمثل في: (1)
- رأس المال المستثمر: هو مجموع النفقات التي يجب أن تتحملها المؤسسة لتنفيذ المشروع الاستثماري والذي يتكون عموماً من المصاريف الإعدادية مثل مصاريف الأبحاث والدراسات، تكلفة الحصول على الأصول الثابتة المادية، تكلفة الحصول على الأصول المعنوية واحتياجات رأس المال العامل؛
- مدة الحياة الاقتصادية: من أجل تقييم الأرباح المنتظرة من الضروري تحديد مدة استغلال المشروع، ومن المفروض أن يتعلق الأمر بمدة الحياة الاقتصادية، لكن هذه الأخيرة صعبة التقدير لذلك نستبدلها بمدة الاهتلاك؛
- تدفقات الخزينة الصافية الناتجة عن المشروع: أو العوائد المالية السنوية، وهي المدخلات الصافية أي الفرق بين الإيرادات والنفقات المقدرة سنوياً للمشروع الاستثماري. ولتبسيط حساب المردودية نفترض أن هذه التدفقات تتحقق كلية في نهاية كل دورة، وتقيم هذه التدفقات صافية من الضرائب لأن الضريبة على الأرباح تعتبر من نفقات المشروع.

$$\text{التدفق} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاك}$$

- القيمة المتبقية: عند انتهاء مدة استعمال الاستثمار يمكن التنازل عنه، وبما أنه اهتلك تماماً فإن إيرادات التنازل عنه يكون فائض قيمة يخضع للضريبة والصافي يضاف إلى آخر تدفق نقدي.

3- محددات الاستثمار:

توجد عدة عوامل يتحدد من خلالها الاستثمار نوجزها فيما يلي: (2)

- العائد، المخاطرة والسيولة: كل عملية استثمار لابد أن يرافقها مستوى معين من المخاطرة، وهناك علاقة وثيقة بين المخاطرة والعائد وكذلك السيولة، حيث يتناسب العائد مع المخاطرة طردياً فإذا كان العائد المطلوب أو المتوقع مرتفع فعلى المستثمر أن يتهيأ لتحمل مخاطر أعلى، كما تتعارض السيولة مع العائد، فالاحتفاظ بسيولة عالية يعني انخفاض في العائد لأن السيولة ليس لها عائد ولكن وجود السيولة يقلل من المخاطرة؛
- الاستقرار السياسي: يعد من أهم المتغيرات التي تؤثر على الاستثمار، إذ أن غياب الاستقرار السياسي يؤثر على حجم الاستثمارات لأن البلد غير المستقر سياسياً يعيش في دوامة الاضطرابات وانخفاض حجم الطلب وتذبذب الأسعار وقيمة العملة وارتفاع التكاليف بسبب ارتفاع معدلات التضخم وكلها عوامل ومتغيرات تؤثر على الاستثمارات؛

¹ مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص 159 - 161

² عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 106 - 107.

- الاستقرار الاقتصادي: أي استقرار استراتيجيات الدولة فيما يتعلق بالإيديولوجية التي يقوم عليها الفكر الاقتصادي للحكومة، هل هو تداخلي أو انفتاحي؟ وكذلك فيما يتعلق بتوازن ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم والبطالة وحجم الديون الخارجية....؛
- سعر صرف العملة: من أهم العناصر التي تؤثر على حجم وأنواع الاستثمارات أسعار صرف العملات لأن انخفاض وارتفاع أسعار الصرف يؤثر على الرقم القياسي للأسعار وتكاليف الإنتاج ومستلزمات الإنتاج، وعلى الربح المتوقع، فكلما كان سعر الصرف ثابت ومستقر أدى إلى ارتفاع معدل الاستثمار؛
- أسعار الفائدة: تؤثر أسعار الفائدة في حجم الاستثمارات لمختلف القطاعات الاقتصادية، فارتفاع أسعار الفائدة مثلا يؤدي إلى انخفاض قيمة السندات، وكذلك قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف تمويل المشاريع، فسعر الفائدة له دور مؤثر على الاستثمار؛
- الدخل القومي ومعدل التبادل التجاري: للدخل القومي ومعدل نموه تأثير كبير على الاستثمارات، فنمو الدخل القومي معناه زيادة في الطلب الكلي وزيادة في حجم المبيعات وزيادة في الأرباح مما يحفز على الاستثمار؛
- الاستثمارات والسياسات الحكومية: تؤدي السياسات الحكومية دور كبير في التأثير على قرارات المستثمرين كونها تعمل على تبسيط إجراءات الاستثمار وخلق المحفزات للمستثمرين ومنحهم الإعفاءات الضريبية أو التأثير على الاستثمار باتجاه الركود أو الراج نظرا لما تتمتع به الدولة من إمكانية كبيرة في التأثير على السياسات المالية والنقدية وفي الدخول كمستثمر ومشجع للاستثمارات أو العكس؛
- التضخم: يؤدي التضخم النقدي إلى ارتفاع الأسعار ومن ثم ارتفاع التكاليف، مما يؤثر على الأرباح والقدرة الشرائية للنقود، فكلما انخفض معدل التضخم كلما أدى إلى تشجيع الاستثمارات وإيجاد أرضية مناسبة لزيادة حجمها؛
- التقدم التكنولوجي: وذلك من خلال التحسينات التكنولوجية التي تشجع على الاستثمار في مكائن جديدة وإحلالها محل القديمة أو المستهلكة؛
- النمو السكاني: يضمن النمو السكاني نمو الطلب على السلع وهذا يتطلب الحاجة إلى طاقات إنتاجية جديدة.

4- تعريف قرار الاستثمار:

يعرف القرار الاستثماري على أنه القرار الذي ينصب اهتمام متخذه على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، أي التوظيف الأفضل بهدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأموال عند توظيفها⁽¹⁾. كما يعرف أيضا بأنه قرار تحويل الموارد المالية إلى سلع ومنتجات خلال زمن معين، حيث يمر بعدة خطوات منها تحديد البدائل الاستثمارية وإجراء عملية المفاضلة. وفي

¹ محمود جمام، أميرة دباش، "أثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية - دراسة حالة عينة من المستثمرين بولاية الجزائر -"، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 26، السنة التاسعة، جامعة زيان عاشور بالجلفة، الجزائر، مارس 2017، ص 130.

تعريف آخر ذكر أن القرار الاستثماري يعني القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد من بين بديلين فأكثر، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري⁽¹⁾.

من خلال التعاريف المقدمة نستنتج أن قرار الاستثمار قرار مهم وصعب يقوم على اختيار البديل المناسب لأهداف وطبيعة المشروع من خلال دراسة العائد المتحقق ودرجة المخاطرة وفق جملة من المراحل تنتهي بتنفيذ القرار.

ويتميز القرار الاستثماري بعدة خصائص هي:⁽²⁾

- قرار غير متكرر حيث أن كل المجالات التطبيقية لدراسات الجدوى كلها لا يتم القيام بها إلا على فترات زمنية متباعدة، وهو قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل؛
 - القرار الاستثماري عدد من المشكلات والظروف التي من الضروري التغلب عليها مثل ظروف عدم التأكد وتغير قيمة النقود ومشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي، وكلها تحتاج إلى أسس ومنهجية علمية للتعامل معها؛
 - يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية ويرتبط غالبا بدرجة معينة من المخاطرة.
- مما سبق يمكن القول أن قرارات الاستثمار تعتبر مهمة وصعبة كونها تعتمد كليا على التنبؤات، كما ينبغي مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متماشيا مع أنشطة المؤسسة وأهدافها وسياساتها. فهي قرارات لا يمكن إعادتها أو تكرارها وأثارها تمتد لفترة طويلة في المستقبل لذا تواجه العديد من المخاطر.

5- مراحل اتخاذ القرار الاستثماري:

تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بعدة مراحل هي:⁽³⁾

- تعريف المشكلة وأسبابها؛
- تحديد الأهداف المرغوب في تحقيقها؛
- البحث عن البدائل المتاحة؛
- تحديد معايير التقييم أو المفاضلة بين البدائل الممكنة؛
- تقييم البدائل على أساس المعايير المحددة؛
- اختيار أفضل البدائل وتوقع الآثار السلبية؛
- الاستعداد لمواجهة الآثار السلبية للبديل المختار؛

¹ سعيدة بورديمة، "القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه"، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جامعة 8 ماي 1945 قلمة، الجزائر، جوان 2015، ص 362.

² سعيدة بورديمة، "الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري"، مجلة الحقيقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 25، جامعة أحمد دراية - أدرار، الجزائر، جوان 2013، ص ص 118-119.

³ نفس المرجع السابق، ص 118.

- اتخاذ القرار بالبدء بالتنفيذ.

6- علاقة قرار الاستثمار بالعائد والمخاطرة:

يرتبط قرار الاستثمار بالعائد والمخاطرة، حيث أنه ينتج عن كل استثمار عائد، ويرتبط العائد دائما بوجود درجة من المخاطرة والتي تعبر عن عدم التأكد، بعبارة أخرى العائد على الاستثمار يقوم على توقعات والتوقعات مرتبطة دائما بأوضاع احتمالية. ويقصد بالعائد صافي التدفق النقدي الناتج عن استثمار مبلغ معين وكذلك المقابل الذي يتوقعه المستثمر مستقبلا، فهو عبارة عن مكافأة إضافية متوقعة من المستثمر مقابل تخليه الآن عن إشباع معين. أما مخاطر الاستثمار فهي عبارة عن احتمال عدم تحقيق العوائد المتوقعة، أو عدم التأكد مما سيحدث في المستقبل. ويعتبر الخطر من أهم المشاكل الأساسية المرتبطة بقرار الاستثمار، فكل القرارات الاقتصادية وخاصة المالية منها معرضة له، وكل نتيجة منتظرة من القرار لا يمكن التأكد منها بصفة نهائية هي بحد ذاتها مخاطرة، فالخطر هو التضحية باليقين الحاضر للحصول على وعود مغرية في مستقبل محتمل وغير مؤكد. والعلاقة بين مفهوم العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، حيث كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته كلما أعد نفسه لتحمل مستوى أعلى من المخاطر والعكس صحيح في حالة انخفاض توقعات المستثمر حول العائد. وبغض النظر عن يلوك المستثمر في عملية اتخاذ القرار الاستثماري فإنه دائما يقارن بين العائد والمخاطر ليتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له إما تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطر أو تحقيق أقل مخاطر عند مستوى ثابت من العائد⁽¹⁾.

7- معايير اختيار المشاريع الاستثمارية:

من الصعب على المؤسسة أن تنمو وتتطور دون البحث عن فرص استثمارية مربحة على المدى الطويل، لذا يعد لزاما عليها أن تبحث باستمرار عن فرص استثمارية جديدة، وأن تقوم بتقييمها لاختيار المشروع المربح منها والمناسب لطبيعة المؤسسة، وفي هذا الصدد يتم الاعتماد على عدة معايير لاختيار المشاريع الاستثمارية نتعرف عليها في هذا الجزء.

1-7- معايير اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة التأكد التام:

في حالة التأكد التام يفترض أن تكون كافة المعلومات والبيانات المتعلقة بالمستقبل محددة ومعلومة الدقة، حيث يكون متخذ القرار على علم تام بالظروف التي سوف تتحقق في المستقبل، ولا يوجد أي احتمال للأحداث المتوقعة سواء كانت احتمالات ذاتية أو موضوعية، بل هناك تأكيد تام لحدوثها⁽²⁾. وتوجد عدة معايير مستخدمة في حالة التأكد التام، نعرضها فيما يلي:⁽³⁾

¹ حياة براهيمي بن حراث، "مطبوعة مادة سياسة وإستراتيجية الاستثمار (دروس وتمارين)"، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس - مستغانم، الجزائر، 2020/2019، ص ص 39 - 47. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.univ-mosta.dz>، تاريخ الإطلاع: 2023/11/01.

² عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 111.

³ مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص ص 162 - 168.

- طريقة فترة الاسترداد: يعرف هذا المعيار بأنه الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد مبلغ رأس المال المستثمر من خلال التدفقات النقدية السنوية الصافية. وهناك حالتان لحساب فترة الاسترداد:
- ⇐ في حالة تساوي التدفقات النقدية السنوية الصافية تحسب كما يلي:

$$D.R = \frac{I_0}{C_p}$$

حيث: $D.R$: فترة الاسترداد، I_0 : مبلغ الإنفاق الاستثماري المبدئي، C_p : التدفقات النقدية السنوية الصافية.

⇐ في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية فإن فترة الاسترداد تحسب مباشرة من توزيع التدفقات النقدية للمشروع بالعين المجردة.

ومن مزايا وخصائص هذه الطريقة أنها بسيطة وسهلة التطبيق وتفضل في المؤسسات التي تعاني من مشاكل في السيولة (تفضل المشاريع ذات أقصر فترة استرداد)؛ تعتمد على التدفقات النقدية وتستخدم خاصة في المشاريع الصغيرة، لأنه قد تكون تكلفة استخدام الأساليب العلمية الأكثر تقدماً أكبر من المكاسب التي يمكن الحصول عليها.

أما عن عيوبها فهي تنسب بذاتية كبيرة في تحديد فترة الاسترداد القياسية؛ تتجاهل المكاسب النقدية التي تتحقق بعد فترة الاسترداد؛ إهمال القيمة الزمنية للنقود؛ تجاهل قيمة الخردة للمشروع الاستثماري في نهاية عمره الاقتصادي، والتي يمكن أن تكون لها قيمة سوقية وبالتالي تكون إيراداً إضافياً للمشروع.

- طريقة معدل العائد المحاسبي: تستعمل لقياس مردودية الأموال المستثمرة انطلاقاً من الوثائق المحاسبية، ويعبر عنه بسعر الفائدة للتدفقات النقدية للمشروع، وهو يبين التكاليف التي يتطلبها المشروع المقترح، وبالتالي فهو تسمية أخرى للكفاية الحدية لرأس المال التي تعتبر إحدى المفاهيم التي بني عليها التحليل الكينزي فيما يتعلق بقرارات رجال الأعمال بشأن الاستثمار، ويحسب هذا المعدل وفق العلاقة التالية:

$$TRC = \frac{\bar{R}}{I_0} \times 100$$

حيث: TRC : معدل العائد المحاسبي، R : متوسط الربح المحاسبي، I_0 : مبلغ الإنفاق الاستثماري الأولي. وللحكم على ربحية المشروع ظوفاً لهذه الطريقة، لا بد من مقارنة معدل العائد المحاسبي بعائد الفرصة البديلة سواء كان متوسط أسعار الفائدة أو متوسط التكلفة المرجحة للأموال وهذا إذا كان القرار خاصاً ببديل واحد، وإذا تعددت البدائل فيمكن المفاضلة بينها على أساس اختيار أعلى المعدلات بشرط أن يكون أيضاً أعلى من معدل الفرصة البديلة.

ومن مميزات هذه الطريقة أنها بسيطة وسهلة التطبيق، كما أنها تأخذ في الاعتبار عامل الربحية المتوقعة للاستثمار، وهو ما أهمله معيار فترة الاسترداد. إلا أنها تعتمد على المعطيات المحاسبية، وبالتالي تكتنفها

كل العيوب المرتبطة بالربح المحاسبي وطرق قياسه. أضف إلى ذلك أنها تساوي بين المشروعات ذات المعدلات المتساوية العائد ولو اختلفت تدفقاتها النقدية من حيث توقيت حدوثها، حيث تكون في هذه الحالة المشروعات ذات التدفقات النقدية السنوية الصافية الأعلى أفضل وذلك بسبب إمكانية إعادة استثمار التدفقات النقدية خلال تلك السنوات.

تعتبر طريقتي فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي من الطرق التقليدية التي تتجاهل القيمة الزمنية للنقود، وهي طرق غير موضوعية نظرا لاعتمادها على الاجتهاد الشخصي لمتخذ القرار، لذلك من الأفضل اللجوء إلى طرق أكثر دقة وموضوعية للوصول إلى القرار الأفضل، ومن بين الطرق المستخدمة في هذا الصدد طريقة صافي القيمة الحالية، طريقة معدل العائد الداخلي ومؤشر الربحية وهذه الطرق تعتبر طرق حديثة.

- **طريقة صافي القيمة الحالية:** تعرف صافي القيمة الحالية بأنها الفرق بين مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية المحققة خلال عمر الاستثمار وبين التكلفة الأولية لهذا الاستثمار. وأما القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية فيمكن حسابها بواسطة معدل الاستحداث الذي يتمثل من وجهة نظر البنك في معدل الفائدة، ويكون الاستثمار مقبولا عندما تكون القيمة الحالية الصافية موجبة⁽¹⁾. وتحسب وفق العلاقة التالية:⁽²⁾

$$V.A.N = \sum_{p=1}^n Cp \frac{1}{(1+t)^n} - I_0$$

حيث: Cp : التدفقات النقدية الصافية، t : معدل الخصم، I_0 : مبلغ الإنفاق الاستثماري الأولي.

تستخدم الصيغة السابقة في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية الصافية، أما في حالة تساوي التدفقات النقدية فتستخدم العلاقة التالية:

$$V.A.N = Cp \left[\frac{1 - (1+t)^{-p}}{t} \right] - I_0$$

يقبل تنفيذ المشروع إذا كان صافي قيمته الحالية موجبا، وتزيد أهمية هذا المشروع كلما كبر صافي قيمته الحالية، هذا يعني أنه يرفض المشروع إذا كان صافي قيمته الحالية أقل أو يساوي الصفر. وفي حالة وجود مقارنة بين عدة مشاريع استثمارية، فإنه يفضل المشروع الاستثماري الذي يعطي أكبر صافي قيمة الحالية، إذا كانت هذه المشاريع بديلة، أما إذا كانت المشاريع الاستثمارية مستقلة فبإمكان المؤسسة قبولها جميعا بشرط توفر الأموال اللازمة لتنفيذها.

¹ الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص 161.

² مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص 173-177.

ومن أهم مزايا طريقة صافي القيمة الحالية هي أنها تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وكذا المكاسب النقدية للمشروع طوال مدة حياته الاقتصادية، كما أنها تعكس قيمة البدائل الاستثمارية وذلك باستخدام سعر الخصم الذي يمثل تكلفة الأموال. ولكن ما يعاب عليها أنها لا تعطي ترتيبا سليما للمشروعات الاستثمارية في حالة اختلاف تكلفة الاستثمار أو مدة الحياة الاقتصادية، لذلك يشترط في استخدام هذا المعيار أن تكون المشاريع محل التقييم ذات نفس العمر الاقتصادي والتكلفة الاستثمارية. كما أن الاعتماد على معدل الخصم يفاقم من مشكلة المخاطرة في تقييم المشاريع الاستثمارية، لأنه يضيف متغير جديد قابل لاحتمالات التغير أي الدخل في مخاطر عدم التأكد خاصة إذا اعتمد في تقدير سعر الخصم على التقدير الشخصي للمستثمر.

- **معدل العائد الداخلي (TRI):** يعتبر معدل العائد الداخلي من بين الطرق الحديثة في تقييم الاستثمارات، والتي تأخذ بعين الاعتبار العامل الزمني للنقود، وهو معدل الخصم الذي بموجبه تتساوى مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية الداخلة مع مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الخارجة. أو بمعنى آخر هو معدل الخصم الذي بموجبه تكون صافي القيمة الحالية للمشروع الاستثماري تساوي الصفر⁽¹⁾. وعليه يمكن تحديد علاقة معدل العائد الداخلي كما يلي:⁽²⁾

$$I_0 = \sum_{p=1}^n Cp \frac{1}{(1+x)^n}$$

$$\sum_{p=1}^n Cp \frac{1}{(1+x)^n} - I_0 = 0 \quad \text{أو}$$

حيث يمثل x معدل العائد الداخلي (TRI). ويقبل تنفيذ المشروع إذا كان معدل مردوده الداخلي أكبر من معدل المردودية الأدنى الذي تطلبه المؤسسة ($t < x$)، ويسمى أيضا بمعدل الرفض مع مراعاة نوعية المشاريع مستقلة أو بديلة في حالة المقارنة بينها. وفي حالة تساوي التدفقات النقدية السنوية الصافية، فإنه يمكن الحصول على معدل العائد الداخلي (معدل المردود الداخلي) مباشرة من الجداول المالية، فبعد أن نقوم بقسمة القيمة الأصلية للاستثمار على التدفق السنوي الصافي ونحصل على معامل الخصم $(1+x)^{-n}$ نبحث في الجدول المالي عن معدل المردود الداخلي الموافق للقيمة المحصل عليها⁽³⁾.

¹ عبد الحفيظ الأرقم، "دروس وتطبيقات في التحليل المالي تحليل ربحية المقترحات (المشروعات) الاستثمارية"، الجزء الثاني، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، أكتوبر 1999، ص 16.

² عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 118-119.

³ مليكة زغيب، ميلود بوشنقىر، مرجع سبق ذكره، ص 179.

ومن مزايا وعيوب طريقة معدل العائد الداخلي كأسلوب للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية نذكر: (1)

➤ المزايا: وتمثل في:

← يتميز بالموضوعية وبالتالي يعتبر مقاسا دقيقا للربحية ويعبر بوضوح عن القوة الإيرادية للمشروع؛

← يمكن استخدامه في ترتيب المشروعات من حيث درجة ربحيتها وجدواها الاقتصادية؛

← يراعي التغيير في القيمة الزمنية للنقود؛

← يعكس المخاطر التي يتعرض لها المشروع من خلال حساب الفرق بين العائد الداخلي وتكلفة رأس المال؛

← يتفادى مشكلة اختيار سعر الخصم الملائم الذي تخصم به التدفقات النقدية السنوية للوصول إلى صافي القيمة الحالية والتي يعاني منها معيار صافي القيمة الحالية.

➤ العيوب: وتمثل في:

← قد يكون هناك أكثر من حل واحد للمعادلة عندما تتغير إشارة التدفق النقدي أكثر من مرة، وبالتالي يكون أكثر من معدل واحد للعائد الداخلي؛

← طريقة احتساب المعيار لا تأخذ حجم إنتاج للمشروع بعين الاعتبار وإنما فقط معدل العائد، فهذه الطريقة تفضل المشروع الذي يحقق معدل عائد أعلى حتى لو كان حجم إنتاجه أقل من حجم إنتاج البديل؛

← يعتبر معيار متعب في طريقة حسابه في بعض الأحيان، بحيث لا يمكن أن نحصل عليه إلا عن طريق التجريب؛

← إن التدفقات النقدية المتوقعة طبقا لهذا المعيار يكون استثمارها عادة بنفس سعر الخصم المستخدم، وهذا الأمر غير منطقي بالنسبة للاستثمارات الكبيرة التي يستخدم فيها أسعار خصم مرتفعة أو كبيرة.

- معيار مؤشر الربحية (IP): ويقصد به نسبة مجموع التدفقات النقدية المحينة إلى تكلفة الاستثمار، فإذا كان معيار القيمة الحالية الصافية يقيس الميزة المطلقة لمشروع معين، فإن مؤشر الربحية يقيس الميزة النسبية لهذا المشروع، أي يقيس ربحية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع وبالتالي يمكن المقارنة بين عدة مشاريع حتى لو اختلفت في حجمها (2). وبحسب اعتمادا على العلاقة التالية: (3)

¹ محمد البشير مرکان وآخرون، "معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد"، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 03، العدد 01، مخبر اقتصاديات الطاقات المتجددة ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي- الجزائر، مارس 2020، ص 16.

² إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 321-322.

³ مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص 184 - 185.

$$IP = \frac{1}{I_0} \sum_{p=1}^n Cp(1+t)^{-p} \quad \text{الصيغة الأولى:}$$

$$IP = 1 + \frac{VAN}{I_0} \quad \text{الصيغة الثانية:}$$

حيث يستخدم نفس معدل الخصم المستعمل في صافي القيمة الحالية، وكلما كان هذا المؤشر أكبر كلما كان المشروع الاستثماري أفضل، وتنص قاعدة القرار على قبول المشروع إذا كانت ربحيته أكبر من الواحد والعكس صحيح.

ومن مزايا وعيوب مؤشر الربحية كأسلوب للمفاضلة بين المشاريع نذكر: (1)

➤ المزايا: وتتمثل في:

← يعتبر مؤشرا جيدا لقياس الكفاءة الإنتاجية والاقتصادية للمشروع؛

← يستخدم كمعيار مرجح لمعيار صافي القيمة الحالية بغرض ترتيب المشروعات الاستثمارية التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة، خصوصا في حالة الاختلاف من حيث حجم الاستثمار المبدئي وعمر المشروع؛

← يراعي هذا المعيار القيمة الزمنية للنقود وذلك عند خصم التدفقات النقدية؛

← يساعد في ترتيب البدائل الاستثمارية ذات الربحية والتي لها جدوى اقتصادية بمعنى أن البديل الذي يكون ربحيته أكبر من بقية البدائل الأخرى يكون هو الأفضل.

➤ العيوب: وتتمثل في:

← يعتمد تطبيقه على تحديد معدل خصم مناسب لخصم التدفقات النقدية وهذا يعني أن الخطأ في تقدير هذا المعدل سيكون له أثر على اتخاذ القرار الاستثماري؛

← لا يعالج مشكلة الخطر وعدم التأكد التي تصاحب التدفقات النقدية الداخلة والخارجة (2).

2-7- معايير اختيار المشاريع الاستثمارية في حالة عدم التأكد:

تتميز البيئة الاقتصادية والمالية بشكل عام بخاصية عدم التأكد، حيث أن كل التغيرات المستقبلية تحدث بشكل عشوائي غير قابل للتوقع الدقيق، ومن ثم فإن هذه الخاصية في البيئة تؤدي إلى احتمال المخاطرة، حيث أن متخذ القرار يواجه مشكلة تدنية المخاطر المرتبطة باتخاذ قرار معين، حيث تتخذ فكرة عدم التأكد شكلين رئيسيين هما: عدم التأكد النسبي وعدم التأكد المطلق، حيث الأول مفاده أن كل الأحداث تخضع لاحتمال معروف مسبقا (مستقبل احتمالي)، أما الثاني وهو عدم التأكد المطلق فمفاده أن كل الأحداث تخضع لاحتمال غير معروف (مستقبل غير قابل للاحتمال أو مستقبل مجهول) (3).

¹ محمد البشير مركان وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 17.

² عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 118.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سبق ذكره، ص 330.

7-2-1- تقييم الاستثمارات في بيئة عدم التأكد النسبي:

قبل التطرق لمعايير المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية في ظل بيئة عدم التأكد النسبي أو في حالة المخاطرة، نتناول تعريف المستقبل الاحتمالي الذي يعرف أنه الوضع الذي يكون فيه صاحب القرار قادر على وضع احتمالات للتدفقات النقدية المتوقعة، أي إرفاق توزيع للاحتمالات على القيم، ثم يتم حساب القيمة المتوقعة لهذه التدفقات، وفي مثل هذه الوضعية يصبح التدفق النقدي متغير عشوائي يعرف توزيعه⁽¹⁾. وهناك عدة معايير تستعمل في ظل هذه الظروف هي:⁽²⁾

- معيار الأمل الرياضي - التباين: يستعمل الأمل الرياضي في قياس مردودية المشاريع، وعليه فإن الاختيار يكون على أساس المشاريع ذات المردودية الأكبر، ويحسب بضرب التدفقات المتوقعة في الاحتمالات المكافئة لها كما يلي:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^n \left[\frac{E(C_i)}{(1+x)^i} \right] - 1$$

$$E(C_i) = C_i P_i \quad \text{و}$$

حيث $E(C_i)$ القيمة المتوقعة للتدفق النقدي للسنة i .

كما يسمح معيار التباين بقياس خطورة المشاريع الاستثمارية، وعليه فإن الاختيار يكون للمشاريع الأقل درجة خطورة ويحسب كما يلي:

$$V(VAN) = \sum_{i=1}^n \frac{P_i [X_i - E(C_i)]^2}{(1+x)^{2i}}$$

- معامل الاختلاف: في حالة عدم التمكن من الوصول إلى قرار بشأن الاختيار بين المشاريع الاستثمارية المقترحة نظرا لتقارب النتائج وفق معياري الأمل الرياضي والتباين، فإنه يتم اللجوء إلى معامل الاختلاف، حيث نختار المشروع ذو أقل معامل اختلاف. ويحسب كما يلي:

$$C(VAN) = \frac{V(VAN)}{E(VAN)}$$

7-2-2- تقييم الاستثمارات في بيئة عدم التأكد المطلق:

يقصد ببيئة عدم التأكد المطلق المستقبل المجهول ذلك المستقبل الذي لا يمكن فيه لمتخذ القرار وضع توزيع احتمالي للعوائد المستقبلية، على خلاف ظروف المخاطرة التي يمكن فيها وضع احتمالات

¹ خيرة مجدوب، "محاضرات في مقياس تقييم المشاريع"، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة ابن خلدون-تيارت، الجزائر، 2017/2016، ص 64. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://fseccg.univ-tiaret.dz>. تاريخ الإطلاع: 11/07 / 2023.

² مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص 188 - 189.

للعوائد، وهنا يكون أمام متخذ القرار خياران لترتيب وتقييم واختيار المشاريع الموائمة وهما: الاعتماد على خبراته الخاصة وتقديره للأمور أو الاعتماد على بعض المعايير⁽¹⁾.

ومن بين المعايير المستعملة في هذا الإطار نذكر ما يلي: (2)

- معيار لابلاس أو معيار "LAPLACE-BAYES" (معيار الاحتمالات المتساوية): يعد هذا المعيار من أقدم المعايير المستخدمة في مجال اتخاذ القرار، ويقوم على أساس أنه ما دام المستقبل مجهولاً فلا يمكن إعطاء أي حالة مستقبلية احتمالاً أكبر من غيرها، وبالتالي تعطى كل الحالات احتمالاً متساوياً والبدل الأفضل هو الذي يحقق أقصى قيمة متوقعة على أساس الاحتمالات المتساوية، أي أنه يتم إدماج نتائج قرار ما في مختلف الحالات المستقبلية الممكنة وذلك بحساب المتوسط الحسابي. فإذا كان عدد الحالات هو n وقيم الإيرادات أو النتائج هي C_i ، فإن متوسط الإيراد بالنسبة لقرار d حسب معيار لابلاس $L(d)$ هو:

$$L(d) = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n C_i(d)$$

وعموماً فإن القرار الأفضل وفق هذا المعيار هو الذي يحقق أقصى منفعة متوسطة من ضمن البدائل المتاحة.

$$Max \left(\frac{\sum U}{N} \right)$$

- معيار والد "WALD" معيار أقصى الأدنيات أو معيار أعظم الأقل (Maximin): اقترح هذا المعيار من طرف WALD (1950-1902) وهو يقوم على تبني نظرة تشاؤمية تجاه المستقبل، حيث ينبغي تصور أقصى الخسائر وأخذ أدناها، ووفق هذا المعيار يتم أخذ أدنى عائد في كل بديل ثم نأخذ من ضمن هذه العوائد الدنيا أقصاها وهي التي توافق البديل الأفضل.

- معيار Savage، معيار أقل الأعظم أو معيار الأقصيات للضياع (Minimax Regret): هذه القاعدة قدمها L.J. Savage وهي تقوم على مفهوم تكلفة الفرصة الضائعة، أي كم يضيع على متخذ القرار من العائد إذا لم يختار البديل الأفضل، ووفق هذا المعيار يتم:

← تحديد أقصى قيمة في كل حالة مستقبلية، ثم نطرح كل قيمة ضمن قيم هذه الحالة المستقبلية من تلك القيمة، وبالتالي ينتج لدينا مصفوفة عوائد جديدة تسمى مصفوفة "الضياع- الندم";

← تحديد أقصى ضياع في كل بديل من مصفوفة الضياع؛

← من تلك القيم القصوى البديل الأفضل هو أدنى قيمة أي أدنى تضحية.

¹ خيرة مجدوب، مرجع سبق ذكره، ص 86.

² نفس المرجع السابق، ص 86 - 89.

- معيار هرويكز Hurwicz، معيار أعظم الأعظم أو معيار التفاؤل الكامل معيار الكل أو اللاشيء: يسمى كذلك بمعيار الواقعية، وحسب هرويكز فإنه لا يصح النظر إلى المستقبل نظرة تشاؤمية صرفة ولا بنظرة تفاؤلية صرفة بل ينبغي تقدير حالة التفاؤل بمعامل α ، حيث $0 < \alpha < 1$ وبالتالي تكون نسبة التشاؤم $(1 - \alpha)$. وتختلف الأهمية النسبية للمعامل α باختلاف درجة التفاؤل والتشاؤم لدى متخذ القرار، ووفق هذا المعيار فإن البديل الأفضل هو البديل الذي يحقق أقصى قيمة على أساس قيمة α أي:

$$Max [\alpha Max (U) + (1 - \alpha) Min (U)]$$

وفي حالة عدم تحديد α يتم اختيار البديل الذي يحقق أكبر عائد أو أكبر ربح ممكن، أي يتم تحديد أحسن عائد لكل إستراتيجية ثم نأخذ أكبر عائد من تلك العوائد لكي نحدد الإستراتيجية المثلى.

- معيار أدنى الأدنى، أو معيار التشاؤم الكامل معيار (Minmin): في هذه الحالة يتصرف المسير بتشاور كبير، حيث يقوم باختيار أقل عائد أو ربح لكل بديل ثم يختار الأقل منها.

رابعاً: قرار توزيع الأرباح

يعتبر قرار توزيع الأرباح من القرارات المهمة في المؤسسة والذي يتعلق بكيفية التصرف في الأرباح المحققة، حيث يخضع القرار بشأن توزيع الأرباح إلى العديد من الاعتبارات والعوامل، وفي هذا الجزء سنتعرف أولاً على مفهوم قرار توزيع الأرباح وطبيعته، المحددات المتحكمة في توزيع الأرباح، الإجراءات المتبعة، أنواع سياسات توزيع الأرباح والعوامل المؤثرة فيها.

1- تعريف قرار توزيع الأرباح:

ناقش الأدب المالي والمحاسبي مفهوم سياسة توزيع الأرباح أو قرار توزيع الأرباح فكانت له عدة تعريفات نتناول بعضها فيما يلي:

- يتعلق قرار توزيع الأرباح بكيفية التصرف في العوائد الناتجة عن الأصول المستثمر فيها، كل هذا مع مراعاة عدم تعريض المؤسسة إلى مخاطر مالية⁽¹⁾.
 - قرار توزيع الأرباح هو جزء لا يتجزأ من قرار التمويل الإستراتيجي للمؤسسة، وجوهره هو قيام مديري المؤسسة بتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي توزيعها على المساهمين الذين يمتلكون الأسهم العادية كعوائد على استثماراتهم، وتحديد نسبة الأرباح التي ينبغي احتجازها لتمويل النمو المستقبلي في المؤسسة، ويجب أن يكون هدف قرار توزيع الأرباح هو تعظيم ثروة المساهمين⁽²⁾.
 - قرار توزيع الأرباح يعني كيفية التصرف في الأرباح التي حققتها المؤسسة، وذلك باحتجازها ومن ثم إعادة استثمارها في المؤسسة، أو توزيعها على المساهمين بإتباع شكل من أشكال التوزيعات المختلفة، وذلك إما في شكل نقدي أو عن طريق الأسهم⁽³⁾.
- من خلال التعاريف السابقة نلاحظ أن قرار توزيع الأرباح يرتبط بالمفاضلة بين توزيع الأرباح على حملة الأسهم، أو الاحتفاظ بها واحتجازها لضرورة قرارات المؤسسة المستقبلية والمرتبطة بتمويل النمو والتوسع والاستثمار، وذلك حسب أهداف المؤسسة والسياسة المتبعة في التوزيع.

وتجدر الإشارة هنا إلى ضرورة التفريق بين مصطلح توزيع الأرباح وقرار توزيع الأرباح، حيث هذا الأخير يمثل السياسة المتبعة أو النهج الذي تنتهجه المؤسسة في الاختيار بين توزيع أو احتجاز الأرباح المحققة. بينما توزيعات الأرباح هي الجزء الذي يوزع على المساهمين، ويكون التوزيع إما نقدي أو عيني في

¹ أحمد صديقي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 88.

² متولي السيد متولي عيطة، " أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكلة رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد الثالث، المجلد الرابع، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2020، ص 09.

³ رشيد حفصي، " دراسة وتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي - حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011-2014"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2016، ص

شكل أسهم وتعتبر هذه التوزيعات بمثابة مكافأة للمساهمين مقابل استثمار أموالهم في أسهم المؤسسة (1).

2- طبيعة قرار توزيع الأرباح:

قرار توزيع الأرباح هو أحد القرارات المالية الثلاثة إلى جانب قرار التمويل وقرار الاستثمار، هذه القرارات ترتبط ببعضها البعض وتتداخل فيما بينها، حيث يعد الهدف من اتخاذها هو تعظيم قيمة المؤسسة، وفي هذا الجزء سنحاول بشيء من الإيجاز التطرق إلى طبيعة قرار توزيع الأرباح وارتباطه بقرار الاستثمار وقرار التمويل كما يلي: (2)

- **قرار توزيع الأرباح كقرار استثماري:** تشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها قرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول وهو النقدية الناتجة عن العملية التشغيلية، وفي مثل هذا الموقف قد تمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمار المتاحة للمؤسسة، ومن ثم قرار توزيع الأرباح هنا يعكس مشكلة استثمارية يتحتم على المؤسسة اتخاذ قرار حاسم لمجابهتها، وبالتالي فإن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح كمشكلة استثمارية قد يفرض على المؤسسة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة، واستخدام ذلك الجزء المتبقي من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المؤسسة.
- **قرار توزيع الأرباح كقرار تمويلي:** قد تلجأ المؤسسة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصادر الخارجية في توزيعات الأرباح، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية، وفي مثل هذا الموقف قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض والأسهم الجديدة...) مشكلة تمويلية خاصة إذا كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المؤسسة، هذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح لا بد أن يتم تخطيطه في ضوء محددات الهيكل التمويلي المناسب، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة الملاك). ويمكن توضيح الارتباط بين قرارا توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل من خلال العلاقة التالية:

$$\text{توزيعات الأرباح} = (\text{النقدية الناتجة عن التشغيل} + \text{مصدر التمويل الخارجي}) - \text{الأموال المطلوبة للاستثمار}$$

من خلال هذه العلاقة يتضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المؤسسة ما هي إلا محصلة للفرق بين ما هو متاح للمؤسسة من نقدية داخلية أو خارجية وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار، وذلك مع

¹ متولي السيد متولي عيطة، مرجع سبق ذكره، ص 10.

² عبد الكريم خيري، مرجع سبق ذكره، ص 138-139.

ملاحظة أنه إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية لتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها فلا حاجة للتمويل الخارجي كمصدر لتمويل عملية التوزيع.

- **قرار توزيع الأرباح كقرار مستقل بذاته:** على الرغم من أنه في الدراسات الأكاديمية تتم دراسة كل قرار من القرارات المالية الثلاثة بصفة مستقلة أو منفصلة عن باقي القرارات الأخرى، إلا أنه من المهم معرفة أن هذه القرارات الثلاثة متداخلة مع بعضها البعض، وهناك تأثير متبادل فيما بينها، فالاستثمارات التي تقوم بها المؤسسة تحدد الأرباح المستقبلية وبالتالي حجم توزيعات الأرباح المتوقعة في المستقبل، كما أن هيكل التمويل في المؤسسة يؤثر على تكلفة التمويل التي تعتبر بدورها من العوامل المساعدة في تحديد الفرص الاستثمارية التي تقبلها المؤسسة، بالإضافة إلى أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر في مقدار الأموال المملوكة في هيكل تمويل المؤسسة من خلال حساب الأرباح المحتجزة، وهذا يمتد أثره إلى تكلفة الأموال.
- كما تجدر الإشارة هنا إلى أن هدف اتخاذ القرارات المالية الثلاثة هو تحقيق أقصى ثروة للمساهم من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهم المؤسسة.

3- المحددات الأساسية لتوزيع الأرباح:

توجد عدة محددات تتحكم في توزيع الأرباح نوجزها فيما يلي: (1)

- مستويات الأرباح المتوقعة (ربحية السهم المتوقعة)؛
- الأنماط السابقة لتوزيع الأرباح؛
- النقد المتاح؛
- توجهات الإدارة بالحفاظ على الأسعار السوقية الحالية أو زيادتها؛
- نسبة سعر السهم في السوق إلى ربحية السوق أو ما يسمى بمكرر الأرباح أو المضاعف؛
- القابلية التسويقية للسهم معبرا عنها بحركة أو سرعة تداول السهم في السوق.

4- إجراءات توزيع الأرباح:

- يتخذ قرار توزيع الأرباح من قبل مجلس الإدارة، ويمكن تقسيم إجراءات توزيع الأرباح إلى أربعة مراحل كما يلي: (2)
- مبلغ توزيعات الأرباح: إن قرار تحديد مبلغ توزيعات الأرباح هو قرار مهم جدا ويعتمد على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، فمعظم المؤسسات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بمقدار توزيعات الأرباح، ويمكن لمجلس إدارة المؤسسة تغيير هذا المقدار بالزيادة أو النقصان حسب الأرباح التي تحققها المؤسسة؛

¹ محمد بوهالي، مرجع سبق ذكره، ص 84.

² نفس المرجع السابق، ص 84 - 85.

- تواريخ توزيعات الأرباح: إذا قام مجلس الإدارة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، فإنهم غالباً ما يصدرون إعلاناً يبينون فيه قرار توزيع الأرباح والموعد النهائي لأسماء المساهمين المسجلين في سجلات المؤسسة والذين يحق لهم الحصول على هذه التوزيعات، وموعد الدفع، هذا الإعلان ينشر عادة في الصحف اليومية والصحف التي تختص بالأخبار المالية؛
- تاريخ التسجيل: جميع الأشخاص الذين سجلت أسماؤهم في تاريخ التسجيل والذي يتم وضعه من قبل مجلس الإدارة سيحصلون على توزيعات الأرباح المعلنة في فترة محددة في المستقبل.
- بسبب حاجة المؤسسة إلى الوقت من أجل استكمال سجلاتها لنقل ملكية الأسهم المتداولة والتي يحق لأصحابها استلام الأرباح الموزعة، فإن تاريخ تسجيل السهم يبدأ بفترة يومين عمل قبل تاريخ التسجيل، ويسمى هذا التاريخ بتاريخ فقدان حق الأرباح الموزعة في السهم، وشراء الأسهم في نفس تاريخ حق فقدان الأرباح الموزعة يعني عدم حصول المساهم على توزيعات الأرباح، وأسهل طريقة لحساب تاريخ أول يوم من حق فقدان الأرباح الموزعة هي ببساطة طرح يومين من تاريخ التسجيل أو أربعة أيام إذا تخلل ذلك عطلة نهاية الأسبوع، ومع تجاهل تقلبات السوق بشكل عام فإنه من المتوقع لسعر السهم أن ينخفض بكمية توزيعات الأرباح المعلن عنها في تاريخ فقدان الحق في توزيعات الأرباح؛
- تاريخ الدفع: يقرر يوم الدفع من قبل مجلس الإدارة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه المؤسسة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل وهو في العادة من ثلاثة إلى أربعة أسابيع بعد تاريخ التسجيل.

5- أنواع سياسات توزيع الأرباح:

- تختلف سياسة توزيع الأرباح من مؤسسة إلى أخرى، ويمكن عرض أهم أشكال سياسة توزيع الأرباح فيما يلي: (1)
- توزيعات الأرباح على شكل أسهم: ويقصد بها تقديم عدد معين من الأسهم للمساهم بدلاً من إعطاءه توزيعات نقدية، ويتم التوزيع حسب ما يملكه كل مساهم من أسهم المؤسسة، ويكون هذا الإجراء محدد بامتلاك المؤسسة أرباح محتجزة واحتياطات بشكل كبير من أجل استخدامها في استثمارات جديدة ومن الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لهذا تقوم المؤسسة بهذا الإجراء عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بشكل كبير ويخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها ويتميز هذا الإجراء بعدم خضوعه للضرائب وبعدم إحداث أي تغيير في ثروة المساهم حيث يكون للمساهم نسبة أسهم أكبر من السابق؛
- سياسة توزيع الأرباح الثابتة والمستقرة: تكون توزيعات الأرباح مستقرة وثابتة كل فترة زمنية، وهناك الكثير من المؤسسات التي تقوم بإتباع هذه السياسة لذلك فإن تغير الأرباح سواء بالزيادة أو النقصان لن يؤثر على مقدار الأرباح الموزعة لكل سهم؛

¹ وسيم سليمان مخلوف، "أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات (دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية)"، مذكرة ماجستير، الجامعة الافتراضية السورية، 2019، ص ص 12-13.

- سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة: تقوم المؤسسات عند تطبيق هذه السياسة بدفع معدلات ثابتة من توزيعات الأرباح، ولكن بنسب منخفضة عندما تكون الأرباح قليلة وعند زيادة الأرباح تقوم المؤسسة بزيادة نسبة التوزيعات؛
- سياسة توزيع الأرباح الفائضة: تقوم سياسة توزيع الأرباح الفائضة على توزيع الأرباح المتبقية بعد قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح لتمويل استثمارات المؤسسة. ويفضل المستثمرون وفق هذه السياسة إتباع قرار الأرباح المحتجزة بشرط أن يكون العائد من الاستثمار الذي تم بالأرباح المحتجزة يفوق ما يستطيعون اكتسابه لوحدهم من نفس لمبالغ؛
- اشتقاق الأسهم: تتم عملية اشتقاق الأسهم من خلال سهم ونصف جديد مقابل سهم قديم أو سهمين جديدين مقابل سهم قديم أو ثلاثة أسهم مقابل سهم قديم. وتلجأ المؤسسة إلى هذه السياسة من أجل تنشيط الطلب على أسهمها في السوق، فإذا وصل سعر السهم للمؤسسة إلى مستوى مرتفع لابد وأن يؤثر على تداول السهم مما يضطر المؤسسة إلى زيادة عدد أسهمها المتداولة لكي تخلق طلبا نشيظا على أسهمها، مما يؤدي إلى ارتفاع جديد في أسعار أسهمها في السوق، وذلك من خلال تخفيض القيمة الاسمية للسهم بنسبة معينة وإصدار أسهم جديدة بنفس النسبة دون التأثير على رأس مال المؤسسة، حيث أن كل ما يحدث هو زيادة عدد الأسهم التي في حوزة كل مساهم نتيجة التقسيم مع ثبات القيمة السوقية الإجمالية للمؤسسة⁽¹⁾؛
- عكس الاشتقاق: تكون هذه الطريقة بعكس العملية السابقة أي بتخفيض عدد أسهم المؤسسة الأمر الذي يؤدي إلى رفع القيمة الاسمية للسهم ولا يحدث أي تغيير على مستوى الهيكل المالي للمؤسسة إلا عدد الأسهم الذي ينخفض، وتعتبر هذه الطريقة سياسة لمنع انخفاض سعر السهم إلى مستويات متدنية⁽²⁾.

6- العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح:

- يرى باسكال فرنسوا "Pascal François" أن هناك مجموعة من العوامل التي يمكن أن تؤثر في سياسة توزيع الأرباح أوجزها فيما يلي:⁽³⁾
- توافر السيولة النقدية: تعتبر مؤشر هام لأن الأرباح الموزعة تمثل تدفقات نقدية خارجية، وبالتالي كلما كانت المؤسسة ذات موقف جيد من حيث السيولة كلما زادت قدرتها على دفع توزيعات الأرباح؛
- النمو والتوسع: إذا كانت المؤسسة تمر بمرحلة نمو فإنها سوف تحتاج إلى موارد مالية متاحة لتمويل عملية التوسع والنمو، ومن تم الاعتماد على مصادر التمويل الذاتي قد يكون أفضل من اللجوء إلى

¹ عبد الكريم خيرى، مرجع سبق ذكره، ص 153.

² وسيم سليمان مخلوف، مرجع سبق ذكره، ص 13.

³ رشيد حفصي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

مصادر تمويل خارجية (الاستدانة)، وهذا ما يدعو المؤسسات إلى القيام باحتجاز الأرباح بدلا من توزيعها، مما يعفيها من المصاريف التي قد تنجم عن الاستدانة؛

- تفضيلات المساهمين الحاليين: تعتبر تفضيلات المساهمين الحاليين للمؤسسة من أهم محددات سياسة توزيع الأرباح، ففي المؤسسات التي تنحصر ملكيتها في مجموعة صغيرة من الأفراد المستثمرين يكون هناك اتجاه واضح نحو احتجاز نسبة عالية من الأرباح وتوزيع نسبة صغيرة على المساهمين، حيث أن المساهمين الحاليين يفضلون تأمين احتياجات التمويل بالملكية عن طريق الأرباح المحتجزة بدلا من إصدار أسهم جديدة، لكي لا يخسروا سيطرتهم على المؤسسة بدخول مساهمين جدد وعدم الاقتراض حتى لا يتحملوا مصاريف القروض؛
- التشريعات القانونية: تختلف القواعد والتشريعات التي تؤثر على سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى آخر، ومن زمن لآخر، وعادة ما تركز هذه القوانين على أربعة قواعد رئيسية هي: قاعدة الأرباح الصافية، قاعدة إضعاف رأس المال، قاعدة الإعسار وقاعدة العقوبة الضريبية، وتعتبر هذه القواعد قيودا ملزمة للمؤسسات عندما تضع الإطار العام لسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها؛
- الفرص الاستثمارية المربحة أمام المؤسسات: إذا لم تتوفر للمؤسسة أي فرص استثمارية مربحة تقوم بتوزيع الأرباح التي تحققت على المساهمين، أما إذا توفرت الفرص الاستثمارية المربحة للمؤسسة فإنها تلجأ إلى استخدام الأرباح المحققة لتمويل تلك الفرص.

خلاصة:

تتمثل القرارات المالية في قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح، فعن قرار التمويل فهو يتعلق باختيار مصادر التمويل والمفاضلة بينها وتخفيض تكلفة الأموال بما يحقق تعظيم ثروة الملاك، أما عن قرار الاستثمار فيختص بكيفية توظيف الأموال في استثمارات قصيرة متوسطة وطويلة، حيث يتوقف اختيار الاستثمار المناسب على دراسة تقييمية معمقة نظرا لأهميته وتأثيره على مستقبل المؤسسة. وبالنسبة لقرار توزيع الأرباح فيتمحور حول النسبة من الأرباح المحققة التي تقرر المؤسسة توزيعها على المساهمين والنسبة المحتجزة من الأرباح وذلك حسب سياسة التوزيع المعتمدة من طرف المؤسسة مع مراعاة متغيرات أخرى يمكن أن تؤثر على سياسة التوزيع. وينبغي قبل اتخاذ أي نوع من القرارات المالية الثلاث دراسة أثرها على القيمة السوقية للمؤسسة باعتبار كل القرارات مهما كانت طبيعتها تدور حول تعظيم ثروة الملاك أو القيمة السوقية للمؤسسة.

أسئلة المحور الرابع:

- ما هي عناصر عملية اتخاذ القرارات بشكل عام ؟
- تصنف القرارات وفقا لعدة معايير. فما هي أنواع القرارات وفقا للوظائف الأساسية للمؤسسة ؟ ووفقا للنمط القيادي لمتخذها ؟
- تقسم القرارات المالية إلى ثلاثة قرارات قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح ما هو محتوى كل قرار ؟
- ما هي المعلومات التي ينبغي معرفتها في حالة لجوء المؤسسة إلى تمويل خارجي ؟
- يعتبر قرار الاستثمار من أصعب وأهم القرارات، وضح ذلك ؟
- ما المقصود بعدم التأكد، المخاطرة والخطر ؟
- تتخذ فكرة عدم التأكد شكلين رئيسيين، ما هما ؟
- في ظل بيئة لا يمكن وضع احتمال لظروفها المستقبلية يكون أمام متخذ القرار خيارين لترتيب وتقييم واختيار المشاريع الموائمة، ما هما هاذين الخيارين ؟
- ما مدى تداخل قرار توزيع الأرباح وقرار الاستثمار وقرار التمويل ؟
- ما هي المحددات التي تتحكم في قرار توزيع الأرباح ؟
- ما المقصود بسياسة اشتقاق الأسهم ؟ ومتى تلجأ المؤسسة إليها ؟
- ما هو مضمون سياسة معكوس الاشتقاق ؟ ومتى تطبقها المؤسسة ؟
- ما هي الدوافع التي تحفز المؤسسة على توزيع جزء من أرباحها ؟

المحور الخامس: تقييم الأداء المالي في المؤسسة

- ماهية الأداء المالي
- ماهية تقييم الأداء المالي
- تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات التقليدية
- تقييم الأداء المالي باستخدام أدوات السوق المالي
- تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة
- أسئلة المحور الخامس

تمهيد:

يعد الأداء المالي الجيد مطمح ومسعى كل مؤسسة اقتصادية للاستمرار والبقاء والتقدم في ظل بيئة متجددة ومحفوفة بالمخاطر، فالحفاظ على مركز المؤسسة ونموها وتطورها في بيئة الأعمال يتوقف على مدى كفاءة أدائها المالي بما يواكب التحديات المتزايدة واللامتناهية، لذلك كانت عملية قياس وتقييم الأداء المالي ضرورية ولازمة باعتبارها أحد الأساليب لمعرفة كفاءة وفاعلية المؤسسات في الحصول على مواردها المالية واستخدامها بما يحقق الأهداف المالية. وقصد التعرف على عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسة والطرق المستخدمة في ذلك سنحاول التطرق بداية إلى ماهية الأداء المالي، ماهية تقييم الأداء المالي ومن تم استخدام النسب المالية في تقييم الأداء باعتبارها الأسلوب الأكثر تداولاً والمعبر عن مختلف الجوانب المالية للمؤسسة، وكذا أدوات السوق المالي المستخدمة في تقييم أداء المؤسسات.

أولاً: ماهية الأداء المالي

حظي مفهوم الأداء المالي باهتمام العديد من الباحثين والمحللين في مجال العلوم المالية، وكانت نتيجة هذا الاهتمام تعدد المفاهيم، فلم يكن هناك تعريف موحد ودقيق متفق عليه، وسنحاول في هذا الجزء التطرق إلى المفاهيم الأساسية المتعلقة بالأداء بداية من تعريف الأداء المالي وأهميته، مروراً بخصائصه وأهدافه لنصل إلى العوامل المؤثرة فيه.

1- تعريف الأداء المالي:

قبل التطرق إلى تعريف الأداء المالي ارتأينا أن نشير بشكل عام إلى مصطلح الأداء الذي ينظر إليه على أنه سلسلة من النشاطات المرتبطة بوظيفة متخصصة أو نشاط جزئي تقوم به الإدارة لتحقيق هدف معين⁽¹⁾. ومن جانب آخر يعرف حسب ميلر وبروميلي (Miller et Bromily) أنه انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة للموارد المالية والبشرية واستغلالها بكفاءة وفعالية بصورة تجعلها قادرة على تحقيق أهدافها⁽²⁾. من خلال هذين التعريفين نلاحظ أن الأداء عبارة عن مجموعة من النشاطات والأعمال التي تقوم بها المؤسسة لتحقيق أهداف معينة، باستخدام الموارد المتاحة لديها بكفاءة وفعالية ليتم الحكم على مستوى أدائها إن كان جيد أو متوسط أو دون المتوسط.

أما عن تعريف الأداء المالي فقد قدمت عدة تعاريف متنوعة اختلفت من باحث لآخر كل حسب نظرته وتوجهاته، نتناول منها التعريفات التالية:

¹ حمزة محمود الزبيدي، "التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2011، ص 89.

² مهدي جابر، بلقاسم ماضي، "المزيج التسويقي الإلكتروني وأثره في تقييم أداء منظمات الأعمال دراسة ميدانية على عدد من شركات الصناعات التحويلية الخاصة بمدينة عنابة"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد التاسع والثلاثون، الجزء الأول، تشرين الأول 2016، ص 296.

- عرف الأداء المالي حسب مبدأ تقييم المؤسسة على أنه تشخيص الصحة المالية للمؤسسة لمعرفة مدى قدرتها على إنشاء قيمة ومجاهة المستقبل من خلال الاعتماد على الميزانيات، جدول حسابات النتائج والجدول الملحق، لكن لا جدوى من ذلك إذا لم يؤخذ الطرف الاقتصادي والقطاع الصناعي الذي تنتهي إليه المؤسسة، وعلى هذا الأساس فإن تشخيص الأداء يتم بمعاينة المردودية الاقتصادية ومعدل نمو الأرباح⁽¹⁾.
- كما ينظر إليه على أنه يمثل المفهوم الضيق لأداء المؤسسات حيث يركز على استخدام مؤشرات مالية لقياس مدى انجاز الأهداف، فالأداء المالي يعبر عن أداء المؤسسات، حيث أنه الداعم الأساسي للأعمال المختلفة التي تمارسها المؤسسة، ويساهم في إتاحة الموارد المالية وتزويد المؤسسة بفرص استثمارية في ميادين الأداء المختلفة والتي تساعد على تلبية احتياجات أصحاب المصالح وتحقيق أهدافهم⁽²⁾.
- وهناك من يرى أن الأداء المالي يعني النتيجة النهائية لنشاط الشركة. وفي تعريف آخر هو انعكاس لكيفية استخدام المؤسسة لمواردها المادية والبشرية واستغلالها بالصورة التي تجعلها متمكنة من تحقيق أهدافها⁽³⁾.
- كما يعرف الأداء المالي بتسليط الضوء على العوامل التالية: العوامل المؤثرة في المردودية المالية، أثر السياسات المالية المتبناة من طرف المسيرين على مردودية الأموال الخاصة، مدى مساهمة معدل نمو المؤسسة في إنجاح السياسة المالية وتحقيق فوائض وأرباح، مدى تغطية مستوى النشاط للمصاريف العامة⁽⁴⁾.

من خلال التعاريف المقدمة نلاحظ تباين في وجهات النظر وعدم الاتفاق حول تعريف محدد للأداء المالي، وهذا الاختلاف يعود إلى تطور مفهوم الوظيفة المالية وتوسع مهامها، فقد اتخذ الأداء المالي مفهوم الاعتماد على القوائم المالية لحساب المؤشرات المالية لقياس مدى انجاز المؤسسة لأهدافها، لكن تحقيق هذه الأهداف يتطلب حسن الاستخدام لبلوغها، وهذا ما أشارت إليه تعريف أخرى حيث ركزت على كيفية استخدام واستغلال مختلف موارد المؤسسة لبلوغ الأهداف المنشودة، وهو ما يعكس مفهوم الكفاءة والفعالية أي حسن اختيار الموارد والحصول عليها بأقل تكلفة وتوظيفها بشكل عقلاني (الكفاءة) من أجل تحقيق أهداف وغايات المؤسسة من مردودية وتوازن مالي وفوائض مالية ونمو واستمرارية وغيرها (الفعالية)، حيث يعتمد في ذلك على عدة معايير للقياس ترتبط بمفهوم قيمة المؤسسة وبالتالي التحول من التقييم المحاسبي للتقييم الاقتصادي. وعليه يمكن القول أن الأداء المالي هو نتائج نشاط المؤسسة

¹ عبد الغني دادن، "قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو ارساء نموذج للانداز المبكر باستعمال المحاكاة المالية - حالة بورصتي الجزائر وباريس"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006 - 2007، ص 36.

² محمد محمود الخطيب، "الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات"، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2018، ص 45.

³ ناظم حسن عبد السيد، "محاسبة الجودة مدخل تحليلي"، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص 131-132.

⁴ خيضر حنفي، مريم بورنيسة، "دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 27، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، 2017، ص 58.

الذي تمارسه يحدد بمستوى انجازها ومدى نجاحها في استغلال كل الموارد والإمكانات المتاحة لديها أفضل استغلال لتحقيق الأهداف المسطرة من طرف الإدارة وزيادة قيمة المؤسسة.

2- خصائص الأداء المالي:

يتسم الأداء المالي بمجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي: (1)

- الأداء المالي أداة تحفيز لاتخاذ القرارات الاستثمارية وتوجيهها، فهي تعمل على جذب المستثمرين للتوجه للاستثمار في المؤسسة؛
- الأداء المالي أداة لتدارك المشاكل والانحرافات والثغرات التي قد تظهر في مسيرة المؤسسة؛
- الأداء المالي أداة لتحفيز العاملين والإدارة في المؤسسة لبذل المزيد من الجهد بهدف تحقيق نتائج وأداء مستقبلي أفضل من سابقته؛
- أداة للتعرف على الوضع المالي القائم في المؤسسة.

3- أهمية الأداء المالي:

يعتبر الأداء المالي ذو أهمية بالغة تتجلى في كونه يلقي الضوء على الجوانب التالية: (2)

- تقييم وتحسين ربحية المؤسسة والهدف منه هو تعظيم قيمة المؤسسة وثروة المساهم؛
- تقييم سيولة المؤسسة والهدف منه تحسين قدرة المؤسسة في الوفاء بالالتزامات؛
- تقييم تطور نشاط المؤسسة والهدف منه معرفة كيفية توزيع واستخدام الموارد المالية واستثمارها؛
- تقييم مديونية المؤسسة من خلال معرفة مدى اعتماد المؤسسة على التمويل الخارجي والاستفادة من الرفع المالي؛
- تقييم تطور توزيعات المؤسسة والغرض منه معرفة سياسة توزيع الأرباح؛
- تقييم تطور حجم المؤسسة من أجل تحسين القدرة الكلية للمؤسسة.

4- أهداف الأداء المالي:

يمكن تلخيص أهداف الأداء المالي في النقاط التالية: (3)

- يمكن الأداء المالي من متابعة ومعرفة نشاط المؤسسة وطبيعتها، كما يساعد على متابعة الظروف الاقتصادية والمالية المحيطة وتقدير مدى تأثير أدوات الأداء المالي من ربحية وسيولة ونشاط ومديونية وتوزيعات على قيمة المؤسسة؛
- يساعد المؤسسة على عملية التحليل والمقارنة وتفسير البيانات المالية وفهمها لاتخاذ القرارات الملائمة لأوضاع المؤسسة.

¹ محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 45-46.

² نفس المرجع السابق، ص 47-48.

³ نفس المرجع السابق، ص 47.

5- العوامل المؤثرة في الأداء المالي:

تصنف العوامل المؤثرة على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية إلى عوامل داخلية وأخرى خارجية تتعلق بالمحيط الاقتصادي الخارجي نلخصها فيما يلي: (1)

1-5- العوامل الداخلية: وتتمثل في:

- **الهيكل التنظيمي:** يؤثر الهيكل التنظيمي على الأداء المالي من خلال تقسيم المهام والمسؤوليات المتعلقة بالوظيفة المالية ومن ثم تحديد الأنشطة وتخصيص الموارد اللازمة لها. فضلا عن تأثير طبيعة الهيكل التنظيمي على اتخاذ القرارات المالية و مدى ملائمتها للأهداف المالية المسطرة و مدى تصحيحها لطبيعة الانحرافات الموجودة؛
- **المناخ التنظيمي:** ويقصد به مدى وضوح التنظيم في المؤسسة، وإدراك العاملين علاقة أهداف المؤسسة وعملياتها وأنشطتها بالأداء المالي، حيث إذا كان المناخ التنظيمي مستقر فإنه منطقيا نضمن سلامة الأداء المالي بصورة ملحوظة وإيجابية، كذلك جودة المعلومات المالية وسهولة سريانها بين مختلف الفروع والمصالح وهذا ما يضفي الصورة الجيدة للنشاط المالي وبالتالي الأداء المالي؛
- **التكنولوجيا:** يقصد بها تلك الأساليب والمهارات الحديثة التي تخدم الأهداف المرجوة، كتكنولوجيا الإنتاج حسب الطلب وتكنولوجيا التحسين المستمر... إلخ، لذا وجب على المؤسسة الاقتصادية أن تولي اهتمامها بالتكنولوجيا المستخدمة والتي يجب أن تنسجم مع الأهداف الرئيسية لها؛
- **حجم المؤسسة:** قد يؤثر حجم المؤسسة وتصنيفها على الأداء المالي بشكل سلبي، فكلما كبر حجم المؤسسة يشكل عائقا للأداء المالي لأن في هذه الحالة تصبح الإدارة أكثر تعقيدا وتشابكا، وقد يؤثر إيجابيا من ناحية أن كبر المؤسسة يتطلب عدد كبير من المحللين الماليين مما يساهم في رفع جودة الأداء المالي لها.

2-5- العوامل الخارجية: وتتمثل في:

- **السوق:** يوجد العديد من الأشكال التي يمكن أن تأخذها أسواق السلع الاقتصادية، حيث يعتمد ذلك على هيكل السوق والسلوك الذي تقوم المؤسسة بإتباعه من أجل تحقيق هدفها الأساسي وهو تعظيم الربح. ويؤثر السوق في الأداء المالي من ناحية قانوني العرض والطلب، فإن تميز السوق بالانتعاش و كثرة الطلب سيؤثر إيجابيا على الأداء المالي أما في الحالة العكسية فسنلاحظ تراجع في الأداء المالي؛
- **المنافسة:** تعتبر المنافسة سلاح ذو حدين بالنسبة للأداء المالي في المؤسسة الاقتصادية، فزها قد تعتبر المحفز لتعزيه عندما تواجه المؤسسة تداعيات المنافسة فتحاول جاهدة لتحسين صورتها ووضعها المالي عن طريق أدائها المالي لتواكب هذه التداعيات، أما من جهة أخرى فإن لم تكن المؤسسة

¹ نجلاء نوبلي، "استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية- دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-

أهلا لهذه التداعيات ولا تستطيع مواجهة المنافسة فإن وضعها المالي سيتدهور وبالتالي الأداء المالي سييسوء؛

- **الأوضاع الاقتصادية:** إن الأوضاع الاقتصادية العامة قد تؤثر على الأداء المالي سواء بطريقة سلبية أو العكس، فنجد مثلا الأزمات الاقتصادية، أو حالات التضخم تؤثر بالسلب على الأداء المالي، أما في حالة ارتفاع الطلب الكلي أو دعم الدولة لإنتاج ما فقد يؤثر ايجابا على الأداء المالي.

ثانيا: ماهية تقييم الأداء المالي

عملية تقييم الأداء المالي هي عملية هامة وضرورية لكل المؤسسات باختلاف أنشطتها ومجالات أعمالها، إذ لابد من الحكم على أداء المؤسسة وتقييمه لمعرفة مدى تحقيق الأهداف المرجوة، وللإستفادة من المزايا والإيجابيات في تحسين الأداء والعمل على تصحيح وتدارك نقاط الضعف وتلافيمها في المستقبل. وسنركز في هذا الجزء على تعريف تقييم الأداء المالي، أهداف وأهمية تقييم الأداء المالي، خطوات أو مراحل التقييم ومصادر معلومات عملية التقييم.

1- تعريف تقييم الأداء المالي:

قبل التطرق إلى تعريف تقييم الأداء المالي نتناول مصطلح التقييم الذي يعبر عنه على أنه قياس الأداء الفعلي والكشف عن نقاط القوة والضعف في الأداء وتحديد أوجه القصور والانحرافات وفق أسس موضوعية وواقعية. وتجدر الإشارة إلى وجود اختلاف بين مصطلحي التقييم والتقيوم، فالتقييم هي مرحلة سابقة لإجراء عملية التقيوم، أما هذا الأخير فهو مرحلة يتم فيها العلاج والتعديل وفقا لنتائج مرحلة التقييم، غير أنه مع كثرة البحوث في هذا المجال أصبح هناك تداخل بين المفهومين وقلما يتم التفريق بينهما⁽¹⁾.

أما عن تعريف تقييم الأداء المالي فقد وردت العديد من التعريفات، حيث عرف على أنه أحد العناصر الأساسية للعملية الإدارية، حيث يوفر للإدارة معلومات وبيانات تستخدم في قياس مستويات تحقيق أهداف المؤسسة والتعرف على اتجاهات الأداء فيها، وكذا يوفر أساس في تحديد مسيرة المؤسسة ونجاحها ومستقبلها، وتعد القوائم المالية التي تحضرها الإدارة المحاسبية في المؤسسة وسيلة مهمة ورئيسية في تقييم الأداء المالي، حيث أن تحليلها سوف يساعد في تقديم معلومات للمستثمرين والدائنين وغيرهم⁽²⁾. كما يعرف أنه تقديم حكم ذو قيمة حول إدارة الموارد الطبيعية والمادية والمالية المتحدة (إدارة المؤسسة ومدى إشباع منافع و رغبات أطرافها المختلفة)، أي أن تقييم الأداء المالي هو قياس النتائج المحققة أو المنتظرة على ضوء معايير محددة سلفا لتحديد ما يمكن قياسه و من ثم مدى تحقيق الأهداف لمعرفة مستوى الفعالية، و تحديد الأهمية النسبية بين النتائج والموارد المستخدمة مما يسمح

¹ أحمد الصغير ريفعة، " تقييم أداء المؤسسات الصناعية باستخدام بطاقة الأداء المتوازن - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج الآلات الصناعية PMO"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية العلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013-2014، ص 21.

² حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 94-95.

بالحكم على درجة الكفاءة⁽¹⁾. وفي تعريف آخر هو عملية قياس إنجازات المؤسسة بمؤشرات تعبر عن نتائج الأداء الفعلي ومقارنتها بالنتائج المقدرة، مما يسمح للمؤسسة باتخاذ الإجراءات اللازمة لتصحيح الانحرافات⁽²⁾.

مما تقدم يمكن القول أن تقييم الأداء المالي هو أداة رئيسية لازمة للإجراء الرقابي في المؤسسة، تبنى على عدة معايير وأسس للمقارنة بين الإنجازات الفعلية أو المحققة والأهداف المخططة لمعرفة مستوى الفعالية، وهذا من خلال ما تعكسه القوائم المالية من بيانات ومعلومات لاكتشاف نقاط القوة والضعف في الخطط والسياسات المالية لتصحيح وتعديل الإستراتيجية وترشيد استخدامات الموارد المتاحة مما يساهم في استمرارية المؤسسة.

2- أهداف تقييم الأداء المالي:

تضمن عملية تقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية تحقيق الأهداف التالية:⁽³⁾

- توفير مقياس لمدى نجاح المؤسسة من خلال سعيها إلى مواصلة نشاطها بغية تحقيق أهدافها، حيث النجاح مقياس يجمع بين الفعالية والكفاءة، وبالتالي فهو أشمل من أي منهما؛
- توفير المعلومات لمختلف المستويات الإدارية في المؤسسة لأغراض التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات المستندة على حقائق علمية وموضوعية؛
- معرفة التطور الذي حققته المؤسسة في مسيرتها نحو الأفضل أو نحو الأسوأ وذلك عن طريق نتائج التنفيذ الفعلي للأداء زمانيا في المؤسسة من مدة إلى أخرى ومكانيا بالنسبة للمؤسسات المماثلة؛
- يساعد تقييم الأداء المالي على الكشف عن العناصر الكفوءة وتحديد العناصر التي تحتاج إلى مساعدة من أجل النهوض بأدائها وتحسينه؛
- إن عملية تقييم الأداء المالي تؤدي إلى تحقيق أهداف المؤسسة المحددة؛
- معرفة وضعية المؤسسة من حيث السيولة أي قدرتها على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل؛ كفاءتها في استخدام رأس المال العامل؛ ملائمة هيكل التمويل أي ملائمة الالتزامات الطويلة الأمد في ظل ظروف المؤسسة؛ مدى قدرتها على تحقيق أرباح كافية لتغطية فوائد الأموال المقترضة؛ الكفاءة في استخدام أصولها الثابتة والمتداولة؛ مدى قدرتها على تحقيق فائض مالي يسمح لها بالتمويل ذاتيا لإنجاز بعض المشاريع⁽⁴⁾.

¹ عبد الغني دادن، "قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة قاصدي مرباح-ورقلة، الجزائر، ديسمبر 2006، ص 41.

² أمجد حسن عبد الرحمن، "قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال العامل و انعكاسه على الأداء المالي للشركات وفقا لمتطلبات معايير التقارير المالية الدولية IFRS- دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية"، الفكر المحاسبي، المجلد 24، العدد 04، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، ديسمبر 2020، ص 677.

³ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 92-93.

⁴ رقية شطيبي، "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييمه دراسة ميدانية: مؤسسة ملينة نوميديا قسنطينة"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945-قائمة، الجزائر، 2010-2011، ص ص 27-28.

3- أهمية تقييم الأداء المالي:

- تتسم عملية تقييم الأداء المالي بأهمية كبيرة في المؤسسة الاقتصادية، إذ تعتبر هذه العملية أداة لازمة للإجراء الرقابي فيها وذلك من خلال: (1)
- تعديل وتصحيح الإستراتيجية والخطة وترشيد استخدام الموارد المتاحة؛
 - تحتاج أي مؤسسة إلى إعداد نظام لتقييم أداؤها حتى تكشف عن نقاط القوة والضعف، إذن بهدف قياس حالة التقدم أو التأخر في المؤسسة، يصبح الأداء الجيد شرطا أساسيا لتأمين بقاء المؤسسة في بيئة تنافسية، ويظهر كشرط أساسي بالنسبة للمساهم بصفة خاصة؛
 - يمثل الحصول على مستويات أداء مرتفعة إجراء ديناميكية، فالنجاح في إنجاز أهداف طموحة يحقق الإشباع المطلوب ويقوي دافعية المؤسسة وأطرافها، هذه الدافعية تؤدي بدورها إلى زيادة الفعالية إلى مستوى النجاح المطلوب؛
 - أصبحت المؤسسات الرائدة في الأداء هي التي تستطيع نمذجة مستقبلها مع تحديد أهداف واضحة وواقعية وفي ظل توزيع مواردها في المجال والزمن المؤديان مقدا إلى تلبية عدم تأكد بيئتها، كل ذلك بفضل طرق التحليل والقرارات السليمة.

4- خطوات تقييم الأداء المالي:

- تتضمن عملية تقييم الأداء المالي الخطوات التالية: (2)
- الحصول على مجموعة القوائم المالية السنوية، حيث من أهم خطوات الأداء المالي إعداد الموازنات والقوائم المالية والتقارير السنوية المتعلقة بأداء المؤسسات خلال فترة زمنية معينة؛
 - حساب المقاييس المختلفة لتقييم الأداء مثل نسب الربحية، السيولة، النشاط، الرفع المالي والتوزيعات، وتتم بإعداد واختيار الإدارات المالية التي تستخدم في عملية تقييم الأداء المالي؛
 - دراسة وتقييم النسب، وبعد استخراج النتائج يتم معرفة الانحرافات والفروقات ومواطن الضعف بالأداء المالي الفعلي من خلال مقارنته بالأداء المتوقع أو مقارنته بأداء المؤسسات التي تعمل في نفس القطاع؛
 - وضع التوصيات الملائمة بالاعتماد على عملية تقييم الأداء المالي من خلال النسب بعد معرفة أسباب هذه الفروق وأثرها على المؤسسات للتعامل معها ومعالجتها.

¹ نفس المرجع السابق، ص 27.

² صافية بومصباح، "تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام النسب المالية - دراسة حالة مؤسسة اتصالات الجزائر للهاتف النقال (موبيليس) (ATM)", مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد (08)، العدد (02)، مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعريريج - الجزائر، ديسمبر 2021، ص ص 222-223.

5- مصادر معلومات عملية تقييم الأداء المالي:

تقسم مصادر المعلومات المعتمدة في عملية تقييم الأداء المالي إلى مصادر خارجية ومصادر داخلية كالتالي: (1)

1-5- المصادر الخارجية:

تتحصل المؤسسة على هذا النوع من المعلومات من محيطها الخارجي، و هذه 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، وتساعد هذه المعلومات على تفسير نتائجها والوقوف على حقيقتها.

- **المعلومات القطاعية:** تقوم بعض المؤسسات المتخصصة بجمع المعلومات الخاصة بالقطاع ونشرها لتستفيد منها المؤسسات في إجراء مختلف الدراسات المالية والاقتصادية، فمثلا يجمع مركز الميزانيات لبنك فرنسا مختلف الحسابات السنوية التي تنشرها المؤسسات ثم يضعها في حسابات مجمعة وبعدها يستخلص منها نسب ومعلومات قطاعية تساعد المؤسسات في تقييم وضعياتها المالية بالمقارنة مع هذه النسب. فهذا النوع من المعلومات عموما تتحصل عليه المؤسسات من إحدى الأطراف التالية: النقابات المهنية، النشرات الاقتصادية، المجلات المتخصصة، بعض المواقع على الانترنت ... إلخ، لكن هذا النوع من المعلومات يضل غائبا في معظم الدول النامية كالجائر، وبالتالي القيام بدراسة اقتصادية أو مالية وافية تعد عملية صعبة جدا.

2-5- المصادر الداخلية:

تتمثل المعلومات الداخلية المستمدة في عملية تقييم الأداء المالي عموما في المعلومات التي تقدمها مصلحة المحاسبة، و تتمثل هذه المعلومات في الميزانية، جدول حسابات النتائج والملاحق.

ثالثا: تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات التقليدية

يعتبر التحليل المالي باستخدام النسب المالية الأسلوب الأكثر شيوعا في توفير المؤشرات المالية التي يمكن الاستفادة منها في تقييم أداء المؤسسة في مجالات الربحية والسيولة والكفاءة وإدارة الأصول والخصوم، إضافة إلى تمتع النسب المالية بالقدرة على إلقاء الضوء على جوانب مهمة من الناحية المالية، حيث يتم تركيبها وتفسيرها بشكل صحيح وذلك من خلال مقارنة النتائج الفعلية للمؤشرات المالية مع ما يقابلها من أهداف معيارية.

¹ عادل عشي، " الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم -دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل بسكرة (2000-2002)", مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2001/2002، ص ص 39 - 40.

1- تعريف النسب المالية:

يعود تاريخ استخدام النسب المالية إلى منتصف القرن التاسع عشر، وهي تنصب على دراسة وتحليل محتويات القوائم والتقارير المالية، بهدف إمداد المستفيدين بمجموعة من المؤشرات تساعدهم على اتخاذ قراراتهم المستقبلية⁽¹⁾.

ويمكن تعريف النسبة المالية على أنها علاقة محسوبة بين متغيرين أحدهما يمثل البسط والآخر يمثل المقام وللعلاقة دلالة ومعنى معين يتم استخلاصه واستشفافه والوصول إليه، وهذه الدلالة وبهذا المعنى يمكن الحكم على موقف المؤسسة والوقوف على مدى سلامة ومتانة مركزها المالي ومستوى أدائها المالي⁽²⁾.

من خلال التعريف السابق يمكننا القول أن النسب المالية تعتبر أداة مهمة ومساعدة في الحصول على المعلومات الضرورية عن أداء المؤسسة كل حسب اهتمامه، وكذا كشف نقاط الضعف والقوة فيها كتركيبية الأصول والخصوم، مستوى المديونية، السيولة والمردودية وغيرها، وهو ما يسمح باتخاذ قرارات مالية سليمة.

2- أهمية النسب المالية:

تتلخص أهمية النسب والمؤشرات المالية المستخدمة في عملية تقييم الأداء في الجوانب التالية:⁽³⁾

- تحديد مدى قدرة المؤسسات على مواجهة الالتزامات الجارية؛
 - قياس درجة نمو المؤسسة والكشف عن مواطن الضعف والقوة؛
 - توفير البيانات والمعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات ورسم السياسات وإعداد الميزانيات التقديرية؛
 - قياس الفعالية الكلية للمؤسسة ومستوى أدائها؛
 - قياس الفعالية التي تحصل عليها الشركة باستغلالها لمختلف أصولها لتحقيق الربحية.
- ولتحقق هذه الجوانب يجب أن تكون النسب المالية قادرة على قياس وكشف مواطن الضعف والقوة، وأن تكون ذات دلالات واضحة يمكن من خلالها المقارنة بالنسب المالية السابقة أو بالمتوسط العام للنسب المالية في صناعة ما.

3- أنواع النسب المالية:

من التقسيمات الشائعة والمتناولة للنسب المالية التقسيم على أساس المظاهر الاقتصادية لعمليات المؤسسة، حيث تعبر كل مجموعة عن جانب من الجوانب المالية للمؤسسة وفيما يلي سنحاول تلخيص هذه النسب.

¹ حسن سمير عشيش، "التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض والتوسع النقدي في البنوك"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010، ص 33.

² محسن أحمد الخضيري، "كيف تقرأ ميزانية ...!"، إيتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، 2001، ص 118.

³ محمد محمود الخطيب، مرجع سبق ذكره، ص 54-55.

1-3-نسب السيولة:

تستخدم هذه النسب للتعبير عن مدى قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها المالية قصيرة الأجل⁽¹⁾ . وتقاس سيولة المؤسسة من خلال النسب الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (09): نسب السيولة

النسبة	العلاقة	الدلالة
السيولة العامة	الأصول المتداولة/ الديون قصيرة الأجل	توضح درجة تغطية الأصول المتداولة للديون قصيرة الأجل.
السيولة المنخفضة	(الأصول المتداولة – المخزون) / د.ق. الأجل	تقيس قدرة المؤسسة على تسديد التزاماتها ق.أ. دون الاعتماد على البضاعة.
السيولة الجاهزة	النقدية / د.ق. الأجل	توضح مقدار النقدية المتاحة في وقت معين لمقابلة الالتزامات القصيرة.
المخزون إلى صافي رأس المال العامل	المخزون / (الأصول المتداولة – ديون قصيرة الأجل)	توضح الخسارة المحتملة نتيجة الانخفاض في قيم المخزون (انخفاضها في صالح المؤسسة).

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص ص 37-39.

2-3-نسب النشاط:

تسمى أيضاً بنسب إدارة الأصول، وهي تقيس الكفاءة التي تستخدم بها المؤسسة الأصول أو الموارد المتاحة لها، وذلك بإجراء مقارنات فيما بين مستوى المبيعات ومستوى الاستثمار في عناصر الأصول، حيث تساعد هذه المقارنات المحلل المالي في تحديد كيفية استخدام الموارد. وبالتالي الكشف عن نقاط الضعف في عمليات المؤسسة أو تدني الكفاءة في استخدام الموارد⁽²⁾.

ويمكن توضيح هذا النوع من النسب في الجدول الموالي:

¹ Denis MORISSETE, "Analyse financière et gestion du fonds de roulement", les éditions SMG, Québec, 1995, P. 44.

² محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007، ص 107.

الجدول رقم (10): نسب النشاط

النسبة	العلاقة	الدلالة
معدل دوران مجموع الأصول	صافي المبيعات / مجموع الأصول	تقيس مدى استغلال مجموع الأصول على اختلاف أنواعها في توليد المبيعات.
معدل دوران الأصول المتداولة	صافي المبيعات / مجموع الأصول المتداولة	توضح مدى استخدام الأصول المتداولة في توليد المبيعات.
معدل دوران صافي رأس المال .ع	صافي المبيعات / صافي رأس المال العامل	كلما زادت كان ذلك دليلاً على كفاءة إدارة صافي ر.م.ع والعكس صحيح.
معدل دوران الأصول الثابتة	صافي المبيعات / صافي الأصول الثابتة	تستخدم كمقياس لكفاءة المؤسسة في استخدام أصولها الثابتة في تقنين المبيعات.
معدل دوران المخزون	تكلفة البضاعة المباعة / رصيد المخزون	تعبر عن مدى كفاءة المؤسسة في إدارة المخزون وقدرتها على إبقائها ضمن الحد المثالي المناسب وحجم عملياتها.
متوسط فترة الاحتفاظ بالمخزون	360 / معدل دوران المخزون	تعبر عن عدد الأيام التي احتفظت بها المؤسسة بالمخزون قبل بيعه وكلما انخفض كان مؤشر جيد.
مهلة ائتمان الزبائن	$360 \times \frac{(\text{الزبائن} + \text{أوراق القبض})}{\text{المبيعات السنوية متضمنة الرسم}}$	تقيس المدة التي تمنحها المؤسسة لـزبائنها حتى يسددوا ما عليهم من ديون اتجاهها.
مهلة تسديد الموردين	$\times \frac{(\text{الموردون} + \text{أوراق الدفع})}{\text{المشتريات السنوية متضمنة الرسم}}$ 360	تقيس المدة التي يمنحها الموردون للمؤسسة حتى تتمكن من تسديد ما عليها من ديون.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- عبد الحليم كراجه وآخرون، "الإدارة والتحليل المالي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2006، ص 195-196.
- محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 37.
- مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص 40.

3-3-نسب الربحية:

تقيس هذه النسب مدى كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح، وهي مؤشر مهم خاصة بالنسبة للمساهمين والمستثمرين الجدد، وذلك لأن الربحية تبقى ضمن أولويات أي نشاط استثماري اقتصادي⁽¹⁾. ويمكن دراسة نسب الربحية من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (11): نسب الربحية

النسبة	العلاقة	الدلالة
هامش مجمل الربح	مجمل الربح / المبيعات	تقيس قدرة المؤسسة على الرقابة على المصاريف التشغيلية في سعيها لتوليد الأرباح.
هامش الربح التشغيلي	ربح التشغيل EBIT / المبيعات	تعتبر مقياس عام للكفاءة في التشغيل
هامش صافي الربح	صافي الربح بعد الضريبة / المبيعات	تبين قيمة الربح المحقق من كل دينار من المبيعات بعد خصم المصروفات بما فيها مصروف ضريبة الدخل.
العائد التشغيلي على الأصول	ربح التشغيل EBIT / مجموع الأصول	تعتبر مقياس يلخص الأداء التشغيلي للمؤسسة، أي مدى نجاحها في الرقابة على التكاليف وكذلك كفاءتها في استخدام الأصول.
العائد على الأصول	صافي الربح بعد الضريبة / مجموع الأصول	تعتبر معيار مناسب لقياس كفاءة الإدارة في استخدام أصول المؤسسة
العائد على حقوق الملكية	(صافي الربح بعد الضريبة - حصة الأسهم الممتازة من التوزيعات) / مجموع حقوق المساهمين العاديين	تعبّر عن العائد الذي يحققه الملاك على استثمار أموالهم بالمؤسسة، وتعتبر من أهم نسب الربحية.

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على: محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 40 - 42.

¹ منير شاكر محمد وآخرون، "التحليل المالي مدخل صناعة القرارات"، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005، ص 62.

3-4- نسب المديونية:

تسمى كذلك بنسب هيكلية رأس المال، وهي تعني مدى مساهمة كل من أصحاب العمل والدائنين في تمويل المؤسسة، أي تلك المصادر التي اعتمدت عليها المؤسسة في تمويل استثماراتها المختلفة⁽¹⁾. ومن أهم نسب المديونية ما يلي:

الجدول رقم (12): نسب المديونية

النسبة	العلاقة	الدلالة
السيولة الآجلة	الديون متوسطة وطويلة الأجل / الأموال الدائمة	تعتبر النسبة الأساسية التي يفحصها البنك قبل منح قرض طويل الأجل لأنها تمثل هامش استنادة المؤسسة.
القدرة على التسديد	الديون متوسطة وطويلة الأجل / قدرة التمويل الذاتي	توضح المدة التي تستغرقها المؤسسة لتسديد ديونها المتوسطة والطويلة في حال استخدامها كل قدراتها على التمويل الذاتي.
الاستقلالية المالية	الأموال الخاصة / مجموع الخصوم	تقيس حصة المساهمين مقارنة بمجموع موارد المؤسسة.
نسبة تغطية المصاريف المالية	المصاريف المالية / رقم الأعمال السنوي الصافي	تبين درجة تغطية رقم الأعمال السنوي الصافي للمصاريف المالية للمؤسسة. وكلما كانت منخفضة كان ذلك في صالح المؤسسة والعكس صحيح

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على:

- مليكة زغيب، ميلود بوشنقير، مرجع سبق ذكره، ص ص 41-43.

- Alain COULAUD, "Gestion financière", les éditions Demos, Paris, 1997, P. 90.

رابعاً: تقييم الأداء المالي باستخدام أدوات السوق المالي

إلى جانب النسب المالية المذكورة سالفاً في تقييم الأداء والحكم على المركز المالي للمؤسسة والمقسمة إلى أربع مجموعات ممثلة في نسب السيولة، نسب النشاط، نسب الربحية ونسب المديونية هناك مجموعة أخرى تستخدم في تقييم الأداء تسمى بنسب السوق المالي أو كما يطلق عليه تقييم الأداء بتحليل القيمة، حيث تخدم هذه النسب محلي الأسهم في أداء مهامهم عند تقييم أداء المؤسسات، كما تخدم المستثمرين الحاليين والمحتملين الذين يتعاملون في أسواق المال في التعرف على اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم. وقبل التعرف على أهم هذه النسب ودلالاتها نتناول أولاً هدف تعظيم القيمة.

1 عبد المعطي رضا رشيد، محفوظ أحمد جودة، "إدارة الائتمان"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1999، ص 263.

1- هدف تعظيم القيمة:

من المعروف في الفكر المالي أن هدف مؤسسة الأعمال هو الإطار الذي تدور حوله كل القرارات سواء تلك المتعلقة بالاستثمار أو التي ترتبط بالتمويل، وبما أن الملاك في المؤسسة من حملة الأسهم العادية هم ملاكها الشرعيين فإن الإدارة سوف تتميز نحو الهدف الذي ينشده الملاك من استثمار أموالهم في رأسمال المؤسسة. وقد درجت كل الاتجاهات الحديثة في الإدارة المالية والتحليل المالي إلى اعتبار أن هدف إدارة المؤسسة، إنما يتحدد ويتأطر بهدف تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية والذي سيؤدي إن تحقق إلى تعظيم ثروة الملاك والتي بدورها تضمن تحقيقا للرخاء الاقتصادي والقيمة الاجتماعية المنشودة. ولإرضاء الملاك والمستثمرين ولبيان قوة المؤسسة في السوق اهتمت الإدارة بإجراء تحليلات مالية مهمة، وذلك باللجوء إلى عدد من المؤشرات المالية تكشف نتائجها شكل الأداء الإستراتيجي لإدارة المؤسسة، فارتفاع قيم هذه المؤشرات في سوق الأعمال قياسا بمؤشرات المقارنة يعني تمتع إدارة المؤسسة بجوانب القوة في الموقف الإستراتيجي والتي تشير إلى خصائص أو ميزات تنافسية تتمتع بها المؤسسة عن غيرها من المؤسسات الأخرى التي تتنافس معها في السوق، في حين يشير الانخفاض والتدهور في قيم هذه المؤشرات قياسا بمؤشرات المقارنة إلى تعرض الأداء إلى جملة من نقاط الضعف وهذا هو المدخل المهم للتحليل المالي في تقييم الأداء الإستراتيجي. ووفقا لهذا التحديد توفرت أمام المحلل المالي مجموعة من النسب المهمة سميت بنسب التقييم أو نسب السوق، وتبرز أهمية هذه النسب من شكلها الذي يربط بين القيمة السوقية للسهم العادي وعوائده المتوقعة في المستقبل وقيمه الدفترية. وبهذا الشكل فهي تقدم تصورا تحليليا عما يهتم به ملاك المؤسسة والمستثمرين فيها من خلال تقييمهم للأداء الماضي والأداء المستقبلي لمؤسسة الأعمال وتحديد إمكانية الاستثمار فيها. ويقتضي التأكيد هنا إلى القول أن كل الأداء المرتبط بالسيولة والربحية والنشاط والمديونية لا بد أن يؤثر على هذه المجموعة من مؤشرات التقييم⁽¹⁾.

2- نسب السوق المالي:

تخدم هذه المجموعة من النسب المتعاملين في أسواق المال وغالبا ما تصدرها البورصات العالمية في صورة مقارنة وذلك في نشرات دورية تصدر عنها. كما توجد أيضا مؤسسات متخصصة في اشتقاق هذه النسب أو المؤشرات مثل: مؤشر داو جونز، مؤشر ناسداك، مؤشر الفاينشال تايمز ومؤشر نيكاي... إلخ⁽²⁾. والجدول الموالي يلخص هذه النسب:

¹ حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 257 – 258.

² محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 69.

الجدول رقم (13): نسب السوق

النسبة	العلاقة	الدلالة
عائد السهم العادي (EPS)	$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة} - \text{توزيعات الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$	تعتبر نسبة مهمة من وجهة نظر المساهمين الحاليين والمحتملين، لذا تنص معظم المعايير المحاسبية الصادرة عن المجمع المهنية العالمية على ضرورة الإفصاح عنها في القوائم المالية المنشورة، وتقيس مدى ما يحققه المساهم العادي على كل سهم يحمله من أسهم المؤسسة.
توزيعات السهم العادي (DPS)	$\frac{\text{التوزيعات المعلن عنها للمساهمين العاديين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$	توضح ما يحصل عليه حامل السهم العادي من الأرباح الموزعة في نهاية السنة. ومن الواضح أن قيمة هذه التوزيعات لا تعتمد فقط على ما تحققه المؤسسة من أرباح خلال السنة بل أيضا على السياسات التي تتبعها الإدارة في توزيع الأرباح.
نسبة التوزيعات (DPO)	$\frac{\text{التوزيعات المعلن عنها}}{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}$	تستخدم في تقييم السياسات التي تتبعها إدارة المؤسسة في توزيع الأرباح على المساهمين.
نسبة احتجاز الأرباح (RR)	1 - نسبة التوزيعات (DPO)	هي نسبة مكتملة لنسبة التوزيعات
نسبة النمو المتاح أو المستدام (SGR)	$\text{العائد على حقوق المساهمين (ROE)} \times (\text{DPO} - 1)$	وتعني أنه بافتراض استمرار المؤسسة في إتباع سياسة التوزيع نفسها وباستمرار تحقيق الأرباح نفسها في المستقبل المنظور فإن حقوق المساهمين أو صافي أصول المؤسسة ستتنمو بهذه النسبة.
ربح السهم العادي	$\frac{\text{توزيعات السهم العادي}}{\text{السعر السوقي للسهم}}$	يقيس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة للاستثمار في السهم وبالتالي

يساعد في اتخاذ القرار إما بشراء السهم أو بيعه أو الاحتفاظ به.		
يقيس هذا المؤشر طول فترة استرداد الأموال المستثمرة في السهم ويخدم المضاربين في الأسهم في اختيار أسهم المؤسسات التي يضاربون عليها، فكلما انخفض هذا المؤشر يكون مشجعا لهم على شراء أسهم أملا في تحقيق مكاسب رأسمالية تنتج عن تقلب السعر السوقي للسهم. أما إذا ارتفع هذا المؤشر عن المعيار السائد في الصناعة فيعتبر دليلا على تضخم السعر السوقي وبالتالي ارتفاع المخاطر في المضاربة عليه.	$\frac{\text{السعر السوقي للسهم العادي}}{\text{عائد السهم العادي}}$	مضاعف السعر السوقي للسهم (PER)
تقيس مدى النمو المحقق في حقوق مساهمي المؤسسة، وكلما ارتفعت قيمتها كان دليل على صحة أداء المؤسسة، أما إذا انخفضت القيمة الدفترية للسهم عن الاسمية فهذا دليل على أن المؤسسة حققت خسائر استهلكت جزء من رأسمالها، وهي من المؤشرات الهامة لمتخذي قرارات الاستثمار في الأسهم.	$\frac{\text{جملة حقوق حملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$	القيمة الدفترية للسهم العادي (BVPS)

المصدر: من إعداد الباحثة اعتمادا على محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص 49 - 72.

رابعا: تقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة

يعتبر مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة من أهم المؤشرات الحديثة التي تستخدم في تقييم الأداء المالي، والمبنية على منظور خلق القيمة، فهي ليست فقط مقاييس للأداء المالي ونظام مكافأة الإدارة، وإنما يستدل بها أيضا من طرف المستثمرين وحملة الأسهم للحكم على قدرة الإدارة في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. وسنحاول فيما يلي التعرف على كل مؤشر ودوره في تقييم إنشاء القيمة.

1- مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة:

لقد ارتبط معيار القيمة الاقتصادية المضافة بالعلامة التجارية للمؤسسة "Stern Stewart" * في الولايات المتحدة الأمريكية، إذ بدأت المؤسسة بتنفيذ هذا المعيار كمدخل لقياس الأداء منذ منتصف عام 1980 م بعد إجراء عدد كبير من التعديلات والتسويات التي تشترك في تأثيرها المباشر وغير المباشر على صافي الربح وكلفة الاستثمار⁽¹⁾.

1-1- تعريف القيمة الاقتصادية المضافة (EVA):

من وجهة نظر اقتصادية، المؤسسة التي تخلق قيمة اقتصادية هي المؤسسة التي يكون العائد على رأس المال أكبر من تكلفة الفرصة البديلة، أي بمعنى أن المؤسسة التي تخلق الثروة هي التي لها عائد أكبر من تكلفة رأس المال (تكلفة الديون مضافا إليها تكلفة حق الملكية). وفي إطار النظرية المحاسبية والفكر المالي المعاصر فإن مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة تم طرحه في منتصف القرن العشرين تحت صيغ ومفاهيم مختلفة من ضمنها الدخل المتبقي ويعرف على أنه الربح التشغيلي بعد الضريبة مخصوما منه تكلفة رأس المال المستثمر. وبعد تطوير هذا المقياس من طرف Stewart com أصبح أداة متكاملة لقياس الأداء الداخلي والخارجي كما أنه معيار جيد لخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين⁽²⁾.

كما يعرف مصطلح القيمة الاقتصادية المضافة على أنه مؤشر لقياس الأداء وفي نفس الوقت طريقة للتسيير، ويتم وفق هذا المؤشر ربط المسيرين بالمؤسسة وتحسيسهم بها وفق منطق النتائج من خلال العلاقة التي تربط النتائج بالأموال من جهة، ووفق تكلفة رأس المال التي تمثل التعويض الذي يحصل عليه أصحاب الأموال، ممثلين في المساهمين. ويعود سبب طرح (EVA) إلى شمولية هذا المعيار لمتغيرات هامة تعكس الأداء، وبالشكل الذي يعظم من ثروة الملاك، واستحوذ على الاهتمام في الفترة الأخيرة كشكل جديد في قياس الأداء، لكونه يؤكد على ضرورة تحميل تكلفة الاستثمار في صافي الربح التشغيلي الذي تم تحقيقه⁽³⁾.

وتحسب القيمة الاقتصادية المضافة لفترة زمنية معينة t بالطريقة التالية:⁽⁴⁾

$$EVA_t = NOPAT_t - C_t \times WACC_t$$

* هي مؤسسة استشارات أمريكية قامت بتسويق مقياس القيمة الاقتصادية المضافة للأداء الداخلي والخارجي لنظام الإدارة المالية ونظم التعويضات والجوافز للمدراء، وكذلك مقياس القيمة السوقية المضافة.

¹ رقية شطبي، مرجع سبق ذكره، ص 112.

² نفس المرجع السابق، ص 112-113.

³ خالد سيف الإسلام بوخلخال، علال بن ثابت، "قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلون التسيير، جامعة عمار ثليجي بالأغواط- الجزائر، المجلد 12، العدد 01، 2021، ص 147-148.

⁴ خيضر حنفي، مريم بورنيسة، مرجع سبق ذكره، ص 62.

حيث: $EVAt$: القيمة الاقتصادية المضافة؛ $NOPATt$: صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة؛ Ct : رأس المال المستثمر؛ $WACCt$: التكلفة المرجحة لرأس المال.
يتضح من خلال طريقة حساب القيمة الاقتصادية المضافة وكيفية قياسها أنه توجد ثلاث عوامل أساسية في حسابها هي: (1)

≤ صافي الربح التشغيلي (نتيجة الاستغلال) بعد الضريبة؛

≤ مقدار الاستثمار المستخدم أو الأصول الاقتصادية والذي يضم الاستثمارات المادية الثابتة بقيمتها الصافية أي بعد طرح الاهتلاكات والمؤونات، والاستثمارات المعنوية والمالية الثابتة بقيمتها الإجمالية بالإضافة إلى الاحتياجات في رأس المال العامل الإجمالي حيث تكون الأصول بقيمتها المحاسبية الإجمالية ويمكن حسابه بالاعتماد على الميزانية الوظيفية. وعادة يشار هنا إلى القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم في بداية السنة لا سيما الذي يتضمن تكلفة واضحة، أي تستبعد المطلوبات المتداولة كونها لا تحمل فائدة وهي عبارة عن مستحقات مؤجلة الدفع أو إيرادات مقبوضة مقدما وتمتع بصفة التصفية الذاتية خلال السنة. وتحسب الأصول الاقتصادية وفق العلاقة:

الأصول الاقتصادية = الاستثمارات + احتياجات رأس المال العامل الإجمالي

≤ تكلفة رأس المال (تناولنا طريقة حسابها سابقا).

2-1- أهمية معيار القيمة الاقتصادية المضافة:

تبرز أهمية هذا المؤشر في: (2)

- يوضح المعيار التحسن المستمر والفعلي لثروة المساهمين؛
- مقياس حقيقي للأداء التشغيلي والإداري؛
- معيار لنظم الحوافز والتعويضات لمدرء المؤسسات؛
- مؤشر حقيقي لتعظيم سعر السهم في السوق؛
- وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية المتعارف عليها دوليا؛
- وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدرء وحملة الأسهم.

3-1- حدود استخدام معيار القيمة الاقتصادية المضافة:

على الرغم من مزايا طريقة (EVA) إلا أنه هناك بعض المحددات في استخدامها وهي: (3)

¹ رقية شطبي، مرجع سبق ذكره، ص 114.

² خالد سيف الإسلام بوخلخال، علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 148.

³ رقية شطبي، مرجع سبق ذكره، ص 116.

- فروقات حجم الشركات: إذ يصعب على بعض الشركات التعامل بهذا المعيار لا سيما الشركات المالية والحديثة التأسيس؛
- الاتجاهات المالية: إذ تعتمد القيمة الاقتصادية المضافة في حسابها على مداخل المحاسبة المالية للإيرادات والنفقات، وفي هذه الحالة يستطيع المدراء معالجة هذه الأرقام المحاسبية بشكل يؤثر على عمليات اتخاذ القرارات، إذ بالإمكان المناقشة لهذه الفقرات بين الفترات المحاسبية وعلى شكل سيناريوهات تولد الثقة والقناعة لدى المستثمرين وحملة الأسهم بأداء المؤسسة؛
- الاتجاهات في الأجل القصير: إذ أن هذا المعيار ينظر إلى فترات سابقة، وعليه فإنه يتعامل مع نتائج حالية لا تأخذ بعين الاعتبار الإبداع والابتكار في تكنولوجيا المنتج والعمليات، والتي تحتاج إلى أجل طويل لخلق القيمة، وعليه إدخال نفقات الإبداع والابتكار ضمن الفترة المحاسبية للقيمة الاقتصادية المضافة ربما يخفض من قيمتها الأمر الذي يعكس نتائج غير دقيقة للأداء؛
- صعوبة تقييم تكلفة الأموال الخاصة وبالتالي عدم مصداقية مؤشر التكلفة المرجحة لرأس المال.

2- مؤشر القيمة السوقية المضافة:

يعتبر معيار القيمة السوقية المضافة من المعايير الحديثة لتقييم أداء المؤسسات، وهو يرتبط بمعيار القيمة الاقتصادية المضافة بشكل مباشر والذي وصفته شركة Stern Stewart بأنه معيار لتقييم القيمة السوقية للأسهم.

1-2- تعريف القيمة السوقية المضافة (MVA):

تمثل القيمة السوقية المضافة تقييماً شاملاً للأداء ابتداءً من إنشاء المؤسسة حتى تاريخ حساب قيمتها السوقية، ونظراً إلى أهمية القيمة السوقية يصل الأمر في بعض المؤسسات إلى إعادة شراء أسهمها المتداولة في السوق المالي لتتحرك قيمتها السوقية أو حتى أنها تدفع توزيعات أرباح للمساهمين القدامى مصدرها رأسمال المساهمين الجدد لنشر الانطباع، بأن المؤسسة توزع أرباحاً لزيادة قيمتها السوقية خاصة في حالات المضاربة⁽¹⁾.

ويقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للمؤسسة ورأس المال المستثمر بها من قبل الملاك والمقرضين، وبهذه الصورة التحليلية فإن وفق نظر المؤسسة المسوقة تعد معياراً فائقاً وشاملاً في قياس وخلق الثروة، كما أنها المقياس للفاعلية التشغيلية في مؤسسات الأعمال وفقاً لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح المؤسسة وفعاليتها⁽²⁾.

¹ خيضر حنفي، مريم بورنيسة، مرجع سبق ذكره، ص 63.

² خالد سيف الإسلام بوخلخال، علال بن ثابت، مرجع سبق ذكره، ص 149.

وهناك العديد من الاجتهادات والمحاولات لإيجاد الطريقة الأمثل لحساب القيمة السوقية المضافة ومن بين الطرق المعتمدة طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية للمؤسسة، وتعطى وفق العلاقة التالية: (1)

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA}{(1 + Ki)^t}$$

حيث: Ki : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

كما يرى البعض أن القيمة السوقية المضافة تمثل الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية مضروبة بعدد الأسهم، والبعض الآخر يعرفها على أنها الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الاسمية للسهم مضروبة بعدد الأسهم. وتحسب وفق المعادلة التالية:

$$MVA = MVE - BVE$$

حيث: MVA : القيمة السوقية المضافة؛ MVE : القيمة السوقية لأسهم المؤسسة (عدد الأسهم × سعر السهم)؛ BVE : القيمة الدفترية لحقوق المالكين كما تظهر في ميزانية المؤسسة (2).

2-2- حدود استخدام معيار القيمة السوقية المضافة:

- على الرغم من شيوع استخدام هذه الطريقة لسهولة استخدامها إلا أنها تعاني من عيوب منها: (3)
- إن حساب القيمة السوقية المضافة وفق طريقة صافي حقوق المالكين تفترض ثبات القيمة السوقية لديون المؤسسة طويلة الأجل وتكون مساوية لقيمتها الدفترية، ومثل هذا الافتراض لا يمكن قبوله لاسيما إذا كان للمؤسسة سندات طويلة الأجل بيد الجمهور، وتتعرض قيمتها إلى التقلب بسبب تغيير معدلات الفائدة السوقية لأن هناك علاقة عكسية بين هذه المعدلات والقيمة السوقية للسند؛
 - لا تأخذ بعين الاعتبار كلفة الفرصة البديلة للبدايل الاستثمارية الأخرى أي لا تنظر إلى العوائد المتوقعة من فرص استثمارية ذات مخاطرة مماثلة.

¹ نفس المرجع السابق، ص 149.

² خيضر حنفي، مريم بورنيسة، مرجع سبق ذكره، ص 63.

³ رقية شطيبي، مرجع سبق ذكره، ص 118.

خلاصة:

من خلال هذا المحور نستنتج أن عملية تقييم الأداء المالي عملية مهمة ولازمة في كل مؤسسة مهما كان طبيعة نشاطها، حيث تعكس نتائج التقييم توجهات المؤسسة المستقبلية وتبرز مدى صحة المؤسسة وقدرتها على مواصلة نشاطها وتحقيق أهدافها في ظل الندرة النسبية للموارد المالية التي تعتمد عليها المؤسسات قياسا بحجم الاحتياجات المالية الكبيرة والمتنافس عليها. وتتعدد مؤشرات تقييم الأداء المالي المتمثلة في النسب المالية التي تقدم تفسيرات للعلاقة بين المتغيرات بشكل يسمح باستخراج النتائج، ويوجد كم هائل منها يمكن حسابه واستخدامه واختياره حسب الهدف المطلوب وغاية القائم بعملية التحليل والتقييم. وتأخذ كل مجموعة من هذه النسب حيزا محددا في عملية تقييم الأداء وبشكل عام تتمثل تقسيمات تلك النسب في نسب السيولة، نسب الربحية، نسب المديونية ونسب النشاط إضافة إلى نسب السوق المالي، التي تقدم تصورا تحليليا عما يهتم به ملاك المؤسسة والمستثمرين فيها وتكشف عن شكل الأداء الإستراتيجي لإدارة المؤسسة، والمتمثل في تعظيم قيمة المؤسسة أو تعظيم ثروة الملاك. وعليه يجزأ الأداء الكلي لإدارة المؤسسة بين أداء السيولة وأداء الإنتاجية وأداء المديونية وأداء الربحية وأداء القيمة السوقية، وعلى إدارة المؤسسة أن تكشف قوتها وضعفها بإجراء تحليل هذه المتغيرات لتحديد الموقف الإستراتيجي للمؤسسة. ولتدعيم نتائج تقييم المؤشرات التقليدية وتجاوز قصورها اتجه التركيز على مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة ومؤشر القيمة السوقية المضافة كتوجه حديث في تقييم الأداء المالي، ليس ذلك فقط بل يسترشد بهما أيضا المستثمرين وحملة الأسهم للحكم على قدرة الإدارة في تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة. وعليه يمكننا القول أن كلا المؤشرات الكلاسيكية والحديثة هي من أهم وأبرز أدوات تقييم الأداء المالي، التي تساعد المديرين في إيجاد الطريقة المثلى لخلق القيمة في الوقت الحاضر والمستقبل.

أسئلة المحور الخامس:

- ما هي مصادر المعلومات المعتمدة في تقييم الأداء المالي ؟
- ما هي خطوات تقييم الأداء المالي ؟
- ما هو الفرق بين عملية التقييم وعملية التقويم ؟
- إلى ماذا تشير كل من نسب السيولة، نسب المديونية، نسب النشاط، نسب الربحية ؟
- هل ارتفاع السيولة يعتبر دائما مؤشر صحة ؟ ومتى يكون هذا الارتفاع مؤشرا ضعيفا ؟
- ماذا يقصد بالنسب المعيارية وما أهميتها بالنسبة للمحلل المالي ؟
- تدور القرارات المالية في المؤسسة حول هدف إستراتيجي ممثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم العادي. اشرح ذلك ؟
- ما المقصود بتقييم الأداء بتحليل القيمة ؟
- لو كنت راغبا في الاستثمار في الأسهم أي المؤشرات التي تحفزك أكثر من غيرها لإتمام عملية الاستثمار ؟ ولماذا ؟
- ما هو مدلول نسبة ربح السهم العادي ؟
- ماذا يعني ارتفاع وانخفاض القيمة الدفترية للسهم العادي عن قيمة السهم الاسمية ؟
- ما المقصود بمؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) ؟ وفيما تكمن أهمية هذا المؤشر ؟
- يعتمد حساب معيار القيمة الاقتصادية المضافة على ثلاثة عوامل أساسية ما هي ؟
- من بين الطرق المستخدمة في حساب القيمة السوقية المضافة طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية، اشرح هذه الطريقة موضحا علاقة حسابها ؟
- ما هي محددات استخدام المؤشرات الحديثة في تقييم الأداء المالي ؟

المحور السادس: المؤسسات المالية ودورها في عملية الوساطة

- تعريف المؤسسات المالية
- تقسيمات المؤسسات المالية
- أنواع المؤسسات المالية
- مفهوم الوساطة المالية ومبرراتها
- أهمية الوساطة المالية
- خصائص الوساطة المالية
- وظائف الوساطة المالية
- أنواع الوسطاء الماليين
- علاقة المؤسسات المالية بالمؤسسة الاقتصادية
- أسئلة المحور السادس

تمهيد:

تلعب المؤسسات المالية دوراً مهماً وحيوياً في النظام المالي لأي بلد، والذي يتكون في مجمله من تشكيلة المؤسسات المالية والأسواق المالية ورجال الأعمال والأفراد والحكومات التي تشارك فيه وتنظمه، فالوظيفة الأساسية لهذا النظام هي تحويل الأموال بين المقرضين والمقترضين، ويتم هذا التحويل من خلال الأسواق المالية والمؤسسات المالية التي تتوسط هذه المعاملات. ولأهمية هذه المؤسسات ودورها الحيوي في توفير المتطلبات المالية لمختلف الأعوان الاقتصادية في الوقت المناسب، وتمويل إنشاء المشاريع والاستثمار على المدى الطويل، سنحاول في هذا المحور التعرف على طبيعة هذه المؤسسات أنواعها ودورها في عمليات الوساطة وعلاقتها بالمؤسسة الاقتصادية.

أولاً: تعريف المؤسسات المالية

تعرف المؤسسة المالية على أنها مؤسسة أعمال مالية تتمثل أصولها في أصول مالية، مثل القروض والأوراق المالية بدلاً من المباني والآلات والمواد الخام والتي تمثل الأصول في المؤسسات الصناعية. كما تتمثل خصومها أيضاً في خصوم مالية مثل الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة. فالمؤسسات المالية تقدم قروضا للعملاء وتستثمر في أوراق مالية بالإضافة إلى تشكيلة من الخدمات المالية الأخرى مثل التأمين وخطط التقاعد وغيرها. وتعتبر المؤسسات المالية حيوية للاقتصاد الوطني، حيث تمثل خصومها وسائل أساسية للدفع والمعاملات سواء للسلع أو الخدمات، كما تمثل أصولها مصدراً رئيسياً للائتمان لكل الوحدات الاقتصادية في المجتمع، سواء مؤسسات أو رجال أعمال أو أفراد أو حكومات...، ولذلك تعتبر المؤسسات المالية أحد المكونات الأساسية لنمو الاقتصاد ككل⁽¹⁾.

وفي تعريف آخر ورد عن المؤسسات المالية أنها مؤسسات وسيطة تقوم بالوساطة بين من تزيد دخولهم عن إنفاقهم وبين من يرغب أن ينفق أكثر من دخله من خلال تحويل الأموال من مستخدم إلى آخر. وليس بالإمكان لنظام الإنتاج والتوزيع ونظام المعلومات في الوقت الحاضر أن يعمل بدون هذه المؤسسات القائمة على الائتمان الذي يوفر للعديد من الوحدات الاقتصادية سواء منتجين، مستهلكين، حكومات وغيرهم، وتبدأ هذه المؤسسات بالبنوك التجارية باعتبارها النوع الأبرز في المؤسسات المالية والأقدم والأكثر شيوعاً مروراً بالمؤسسات المالية الأخرى⁽²⁾.

ثانياً: تقسيمات المؤسسات المالية

هناك عدة توجهات لتقسيم المؤسسات المالية تختلف من باحث إلى آخر حسب آرائهم وأغراضهم من مؤلفاتهم وبحوثهم، وفيما يلي عرض لتقسيمات المؤسسات المالية ومجالات عملها:

¹ علاء أحمد إبراهيم رزق، "استراتيجية المؤسسات المالية والنقدية في ظل المتغيرات الاقتصادية المعاصرة"، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، القاهرة، 2014، ص 43.

² بشير علوان حمد، "دور المؤسسات المالية في تحفيز النشاط الاقتصادي في ظل أزمات الاقتصاد المعولم"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد السابع، العدد 19، الفصل الثاني، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، 2012، ص 188.

الجدول رقم (14): التقسيمات الرئيسية للمؤسسات المالية

من حيث اعتمادها على الودائع	
<p>- مؤسسات ودائعية: هي المؤسسات المالية التي تعتمد بشكل كبير على ودائعها من ودائع الأفراد والشركات الأخرى في عملها سواء في الإقراض والتمويل.</p>	<p>- مؤسسات غير ودائعية: هي المؤسسات التي لا تستخدم الودائع في عملها وإنما تعتمد على الخبرات الذاتية ورؤوس أموالها المساهم بها من حملت أسهمها ومنها شركات الاستثمارات المالية وشركات دراسات الجدوى الاقتصادية.</p>
من حيث الناحية المصرفية	
<p>- مؤسسات مصرفية: هي تلك المؤسسات التي حصلت على ترخيص العمل المصرفي فيما يتعلق بقبول الودائع وإعادة توظيفها وفق صيغة قانونية مصرفية.</p>	<p>- مؤسسات غير مصرفية: هي المؤسسات التي تشابه عمل المصرف (البنك) ولكنها لم تحصل على تفويض العمل المصرفي لأنها تعمل بجزء أو وظيفة واحدة من وظائف المصارف ومن ثم لا يصح القول عليها أنها مصرفية ولكن يكفي بأن تكون مؤسسات مالية فقط مثل مؤسسات الرهن العقاري ومكاتب الاستشارات المالية.</p>
من حيث نطاق عملها	
<p>- مؤسسات مالية ذات صفة شاملة: وهي التي تقوم بأعمالها على مدى واسع من الخدمات ومن المؤسسات المالية المنتشرة بشكل كبير البنوك التجارية.</p>	<p>- مؤسسات مالية متخصصة: وهي المؤسسات التي تختص في مجال معين دون آخر مع التركيز على المجال بعمق ودقة بسبب طبيعة البيئة المالية التي تعمل بها والتي تحاول أن تحقق ميزة تنافسية في مجال اختصاصها مثل بنوك الاستثمار المتخصصة في تسويق الأوراق المالية للجهات التي تصدر لأول مرة واتحادات الائتمان.</p>
من حيث عبورها الحدود	
<p>- مؤسسات دولية: وهي المؤسسات التي خلقتها المعاهدات والاتفاقيات الدولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وغيرها.</p>	<p>- مؤسسات محلية وإقليمية: وهي المؤسسات التي تعمل ضمن البيئة المالية المحلية وفق التشريعات التي تشرعها الحكومة في كل بلد.</p>

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على الموقع الإلكتروني: <https://mng.uokufa.edu.iq> > uploads > 2018/03 ، تاريخ

الإطلاع: 2023 /02 /25 ، ص ص 03 – 04.

ثالثاً: أنواع المؤسسات المالية

يمكن تقسيم المؤسسات المالية إلى مجموعتين، حيث تمثل المجموعة الأولى تلك المؤسسات التي تتوسط العمليات المالية، أما المجموعة الثانية فهي تمثل تلك المؤسسات التي لا تقوم بدور الوساطة المالية وفيما يلي شرح موجز لكليهما: (1)

1- المجموعة الأولى:

يمثلها الوسطاء الماليون الذين يقومون بدور الوساطة المالية، من خلال قبول الودائع والمدخرات وتقديم القروض، فمثلاً البنك التجاري يقبل الودائع والمدخرات التي تعتبر أصولاً مالية، ولكنها بالنسبة للبنك تعتبر ديناً (أو أوراقاً مالية ثانوية) تمثل التزاماً على الجهة المصدرة مقابل تلقي الأموال من الوحدات ذات الفائض، يستخدمها لغرض تقديم قروض واستثمارات، وذلك بقبول أوراق مالية أولية من المقترضين. وتتمثل الأنواع الرئيسية من الوسطاء الماليين في الولايات المتحدة الأمريكية في البنوك التجارية، مؤسسات المدخرات والقروض، بنوك الادخار، الاتحادات الائتمانية، شركات التأمين، صناديق التقاعد، شركات الاستثمار وشركات التمويل التأجير.

2- المجموعة الثانية:

تتمثل في المؤسسات المالية الأخرى التي لا تقوم بدور الوساطة، مثل سماسرة الأوراق المالية وتجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار والبنوك العقارية وغيرها من المؤسسات الأخرى التي تقدم خدمة أو أكثر من الخدمات المالية، ويتمثل دور سماسرة الأوراق المالية في التوسط للتوفيق بين البائع والمشتري، بحيث يتم تبادل الصفقة المالية ويحصل السمسار على عمولة مقابل الجهد الذي بذله في التوفيق بين البائع والمشتري. أما تجار الأوراق المالية فلا يقومون بدور الوساطة بين البائع والمشتري، وإنما يقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم بغرض إعادة بيعها وتحقيق الربح في المستقبل، مع تحمل مخاطرة إمكانية بيع هذه الأوراق وتحقيق الربح. أما عن بنوك الاستثمار فهي تتعهد بتصريف إصدار أسهم أو سندات أو أوراق حكومية جديدة، أو شراء هذه الأوراق ثم إعادة بيعها بأسعار أعلى. كما تقوم البنوك العقارية بذات الوظيفة، حيث تقوم بالحصول على العقارات سواء منازل أو غيرها، وتقوم باستبدالها بقروض طويلة الأجل لراغبي الحصول على هذه العقارات من خلال شركات التأمين أو بنوك الادخار.

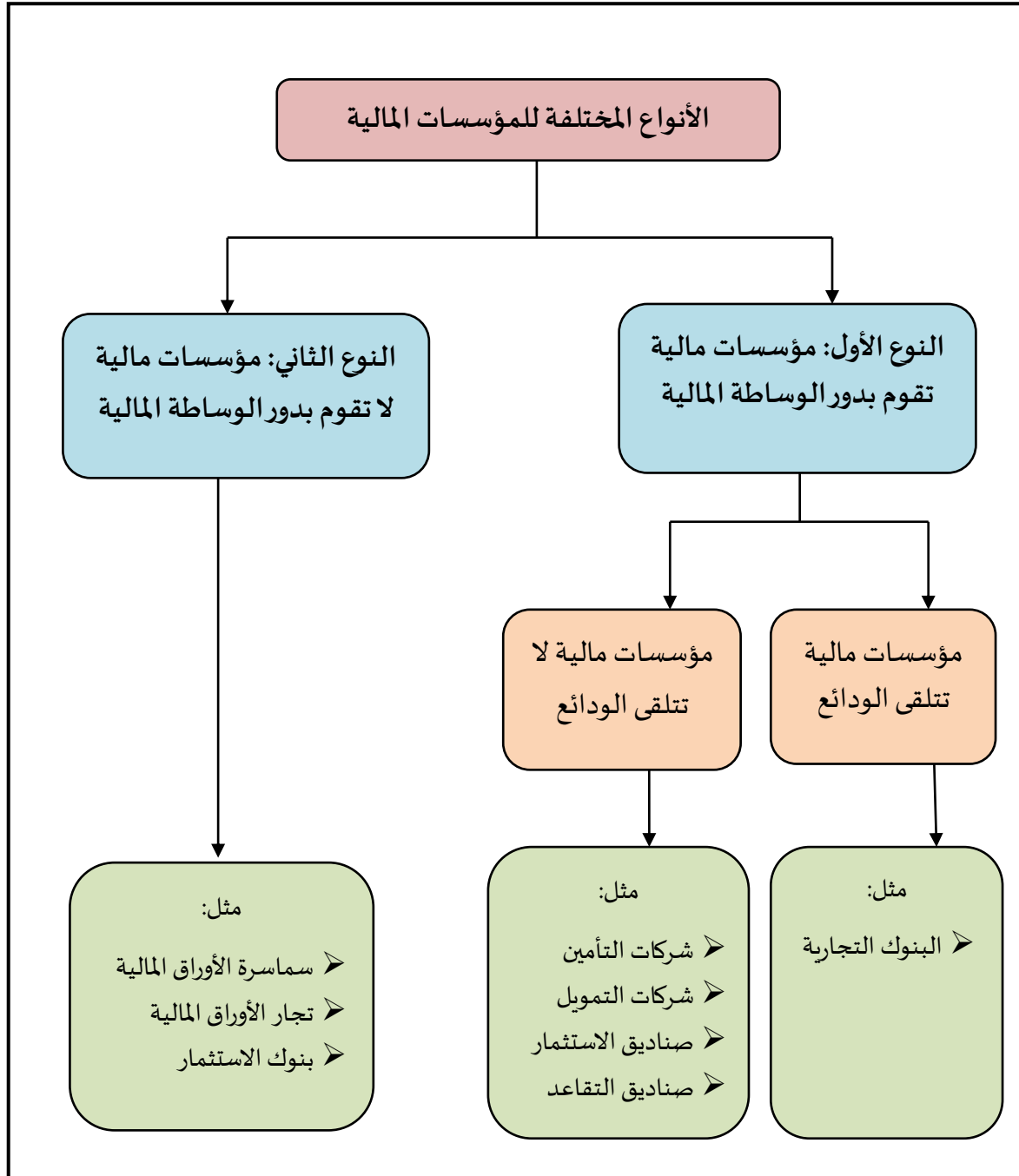
ويعتبر كل من سماسرة وتجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار والبنوك العقارية أنواع متخصصة من المؤسسات المالية، فهم ليسوا خالقين للوساطة المالية مثل البنوك التجارية أو الاتحادات الائتمانية أو شركات التأمين، فهذه الأنواع من المؤسسات المالية لا تنشأ أوراقاً مالية خاصة بها، لكي يصبح دورها

¹ محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، "المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص ص 199 - 200.

وسيطاً، وإنما دورها هو مجرد نقل أو تمرير أوراق مالية تم إصدارها من خلال مؤسسات أخرى إلى مشتريين أو مستثمرين في السوق.

من خلال ما تقدم يمكن تلخيص أنواع المؤسسات المالية في شكل مبسط كما أوضحه الكاتب "علاء أحمد إبراهيم رزق" في كتابه " إستراتيجية المؤسسات المالية والنقدية في ظل المتغيرات الاقتصادية المعاصرة".

الشكل رقم (04): أنواع المؤسسات المالية



المصدر: علاء أحمد إبراهيم رزق، مرجع سبق ذكره، ص 49.

رابعاً: مفهوم الوساطة المالية ومبرراتها

إن الوساطة بوجهها العام تعني التقريب بين شخصين يريدان التعاقد نظير أجر أو ما يسمى العمولة، ويكون عادة نسبة مئوية من قيمة الصفقة المراد إبرامها، وهي حرفة مباحة، ولكن هذه الإباحة لا تتنافى بطبيعة الحال مع تنظيم الوساطة في فروع معينة من النشاط على نحو يوفر الضمانات للمشتغلين بها كما هو الحال في وسطاء البورصة⁽¹⁾.

أما الوساطة بمفهومها المالي أي ما يعرف بالوساطة المالية فهي تلك الهيئات التي تسمح بتحويل علاقة التمويل المباشرة بين المقرضين والمقترضين المحتملين إلى علاقة غير مباشرة، فهي تخلق قناة جديدة تمر عبرها الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي، حيث تقوم هذه الهيئات بتعبئة الإدخارات (الفوائض المالية) الخاصة بالأفراد والمؤسسات من جهة والقيام بمنح قروض إلى أطراف أخرى هم أصحاب الحاجة إلى التمويل. وبهذه الطريقة فهي تصل بين طرفين متناقضين في أوضاعهما الحالية وأهدافهما المستقبلية⁽²⁾.

وفي تعريف آخر للوساطة المالية ذكر أنها النشاط الذي يسمح بالإقراض والاقتراض، حيث تقوم مؤسسات أو جهات مختصة بعملية الوساطة بين المقرضين النهائيين والمقترضين النهائيين (الملتزمين)، فهي بذلك تنقسم إلى معاملتين منفصلتين عن بعضهما البعض، حيث يقترض الوسيط المالي من الدائنين النهائيين (في عملية منفصلة) ومن ثم يقوم بالإقراض إلى المدينين النهائيين⁽³⁾.

ومن أهم مبررات اللجوء إلى الوساطة المالية والتي تتمثل في صعوبات التمويل المباشر (أي التمويل بدون وساطة) نذكر:⁽⁴⁾

- صعوبة تلاقي طرفي التمويل المباشر خاصة في الدول المتخلفة، حيث سوق رؤوس الأموال معدومة أو غير نشطة؛
- صعوبة التوافق بين الطرفين من حيث الزمان والمكان؛
- عدم تطابق وتوافق طرفي التمويل المباشر من حيث المبلغ؛
- عدم مقدرة المقرض على تقدير كل المخاطر مما يضعف الاستخدام الأمثل للأموال؛

¹ عبد القادر روشو، "الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للاقتصاد الوطني دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001-2018"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد الأول، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الوشكريسي - تسمسليت، الجزائر، 2019، ص 153.

² الطاهر لطرش، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، الجزائر، 2010، ص 07.

³ هاني نبيل فهد سلامة، "مدخل كمي للمحاسبة عن مخاطر الوساطة المالية للبنوك بين الجهات الأجنبية والمشروعات الصغيرة والمتوسطة لتفعيل الحوكمة المصرفية"، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 20، العدد الثاني، الجزء الأول، كلية التجارة، جامعة بور سعيد، 2019، ص 116.

⁴ عبد القادر خليل، سليمان بوفاسة، "دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، الملتقى الدولي: "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 17 / 18 أبريل 2006، ص 404.

- عدم استعمال الأموال المقرضة إلى غاية تاريخ التسديد أي تجميد الأموال المقرضة.

خامسا: أهمية الوساطة المالية

لقد ساهمت الوساطة المالية في إيجاد حلول للمشكلات المرتبطة بالتمويل، ففي اليوم تشكل ضرورة حيوية ومهمة في الاقتصاد، ويمكن توضيح أهميتها بالنسبة لأطراف العلاقة التمويلية فيما يلي⁽¹⁾:

1- بالنسبة لأصحاب الفائض المالي:

- مصداقية الوسيط المالي مضمونة، أي أن أموال المودع مأمونة الحفظ؛
- إمكانية الحصول على السيولة في أي وقت عند حاجة المودع لها؛
- تجنب مخاطر عدم التسديد التي تكون كبيرة في حالة الإقراض المباشر؛
- توفير الوقت والجهد الضائعين في حالة البحث عن المقترضين المحتملين في غياب الوساطة.

2- بالنسبة لأصحاب العجز المالي:

- توفير الأموال اللازمة بشكل كافي وفي الوقت المناسب؛
- تجنب مشقة البحث عن أصحاب الفوائض المالية وبالتالي توفير الوقت والجهد؛
- توفر الوساطة المالية قروض بتكاليف أقل نسبيا مقارنة بعلاقة التمويل المباشرة، وذلك نظرا للتقنيات العالية المستعملة والاستفادة من اعتبارات الحجم ورمزية الفوائد المدفوعة على الموارد المستعملة.

3- بالنسبة للوساطة المالية ذاتها:

- الاستفادة من الفائدة على القروض والتي تعتبر من المداخل التي تعظم عائدها؛
- الاستفادة من موارد غير مكلفة حيث الجزء الغالب في موارد الوساطة المالية هي الودائع الجارية، وهذا النوع لا يكلفها أي شيء حسب معظم الأنظمة النقدية العالمية؛
- توسيع قدراتها على منح القروض وذلك من خلال إنشاء نقود الودائع، حيث تستطيع البنوك أن تمنح قروضا أكثر مما تحصل عليه من ودائع.

4- بالنسبة للاقتصاد ككل:

- تفادي عرقلة النشاط الاقتصادي والتقليل من الاختلالات في الأداء الاقتصادي لقدرة الوساطة على إلغاء التناقض بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي وحل العديد من المشكلات المتعلقة بالتمويل؛
- تسمح الوساطة المالية بتوفير الأموال اللازمة للتمويل من خلال تعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة؛
- تقليص اللجوء إلى الإصدار النقدي.

¹ الطاهر لطرش، مرجع سبق ذكره، ص ص 08 - 10.

سادسا: خصائص الوساطة المالية

يمكن تلخيص الخصائص العامة للوساطة المالية في النقاط التالية: (1)

- تتمتع مؤسسات الوساطة المالية كالبنوك بضمانات قانونية تساعد على حماية أموال المدخرين من مخاطر عدم الدفع التي قد يتعرضون لها بتعاملهم المباشر مع المقترضين؛
- توفر مؤسسات الوساطة فرص ادخار لصغار المدخرين بالمبالغ التي يريدون ادخارها بدون التقيد بحد أدنى للاستثمار في الأوراق المالية المطروحة من قبل المقترضين؛
- إن الأدوات المالية التي تطرح من قبل مؤسسات الوساطة المالية تتمتع بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وبأقل خسارة محتملة للمدخرين؛
- تقدم مؤسسات الوساطة خدمات أفضل للمقترضين، حيث تغطي احتياجاتهم بمبالغ كبيرة وتكلفة أقل مقارنة بتجميع هذه المبالغ من المدخرين مباشرة، والتي قد يتطلب تجميعها التعامل مع آلاف المدخرين وإقناعهم بشراء الأوراق المالية المطروحة من قبل المستثمرين أو المقترضين.

سابعا: وظائف الوساطة المالية

لقد تمكنت الوساطة المالية بفضل وظائفها الهامة من تجاوز العديد من الصعوبات المتعلقة بعملية التمويل، وهذا ما جعلها تحتل مكانة معتبرة في النظم الاقتصادية، فإلى جانب الوظيفة الأساسية التي تقوم بها والمتمثلة في تحويل الأموال من وحدات الفائض المالي إلى وحدات العجز المالي، تتضمن عادة عملية الوساطة لتحويل هذه الأصول واحدة من الوظائف التالية: (2)

- تجميع المدخرات وتوفير السيولة:

يقوم الوسطاء الماليون بتجميع المدخرات من أفراد المجتمع ويعملون على إتمام عملية تدفق تلك المدخرات وتوصيلها للمستخدم النهائي، وهذا يحقق لهم قدر من السيولة لأنفسهم ولحائزي أصولهم المالية غير المباشرة، وذلك بتكلفة أقل بكثير مما يستطيع تحقيقه المدخرون النهائيون لو قام كل واحد منهم بالاحتفاظ بالنقود أو بالأصول المالية المباشرة لحاجته للسيولة، والتي تعتبر في الأساس عملية غير فعالة ومرتبعة التكاليف في حالة غياب وسطاء ماليين؛

- توفير المعلومات المالية وتخفيض تكلفة الحصول عليها:

يرى العديد من الأفراد الذين لا تتوفر لديهم المعرفة الكاملة بشؤون الاستثمار المالي أنه من الصعب تجميع وتحليل المعلومات المتعلقة بعدد كبير من الاستثمارات المالية غير المباشرة (توفيرا للمال

¹ نعيمة العربي، "أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية -، المجلد 2، العدد 1، جامعة زيان عاشور بالجلفة، 2008، ص 52.

² هاني نبيل فهد سلامة، "الوساطة المالية لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومخاطرها المحتملة"، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 20، العدد الثاني، الجزء الثاني، كلية التجارة، جامعة بور سعيد، 2019، ص 83 - 84.

والوقت)، خاصة إذا كان ما لديهم مجرد أصول مالية صغيرة يرغبون في استثمارها، فيستعين الوسطاء بالخبراء في ميدان التحليل المالي لتحليل المعلومات التي تصعب على صغار المستثمرين؛

- تخفيض المخاطر من خلال التنوع:

تهدف هذه الوظيفة إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الفرد أو الصغير، وذلك من خلال تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية أقل خطورة، ومهمة الوساطة المالية هنا هي تنوع الأصول لهذا المستثمر الصغير. وتعتبر عملية تخفيض المخاطر عن طريق التنوع وكذا خفض تكلفة الاستثمار من أهم المزايا الاقتصادية لسوق المال؛

- توفير آلية لسداد المدفوعات:

تتوفر لدى الوسطاء الماليين القدرة على أداء المدفوعات بدون استخدام النقود العينية، وذلك بتحويلها إلى مدفوعات أخرى أو أصول يمكن استخدامها في سداد المدفوعات.

بالإضافة إلى الوظائف المذكورة سابقا هناك خدمات أخرى تقدمها مؤسسات الوساطة المالية نوجزها فيما يلي: (1)

- يمكن للمؤسسات المالية المقابلة أو التوفيق بين الأصول والخصوم رغم اختلاف أجلها، فيمكن للمؤسسات المالية أن تقدم قروضا طويلة الأجل وفي نفس الوقت يكون عليها التزامات قصيرة الأجل للمدخرين؛

- تخصيص الائتمان أي أنها تختص بتمويل قطاعات معينة في الاقتصاد فمثلا البنوك العقارية تختص بتمويل المباني والمنشآت والبنوك الزراعية تختص بتمويل المشاريع الزراعية وهكذا؛

- تحويل الثروة من فترة إلى أخرى حيث يمكن للمؤسسات المالية تحويل الأموال وادخارها من فترة إلى أخرى، فمثلا ادخار الأموال من فترات الشباب إلى فترات الكبر تعتبر ميزة لا توفرها إلا مثل هذه المؤسسات كصناديق التقاعد وشركات التأمين؛

- تقدم المؤسسات المالية أنظمة للدفع تخدم الاقتصاد ككل مثل: الشيكات، وخدمات السحب أو الدفع الإلكتروني كبطاقات الائتمان والصرف الآلي وهذه الوسائل تسهل عملية الدفع؛

- تقوم مؤسسات الوساطة المالية بالوساطة للاستثمارات الصغيرة، حيث أن المدخر ذي الموارد المحدودة لا يمكنه شراء أوراق مالية بأسعار مرتفعة، لكن من خلال المؤسسات الوسيطة يمكنه الاستثمار في هذه الأوراق وتحقيق عائد مرتفع، وذلك من خلال تجميع هذه الأموال المحدودة واستثمارها وبذلك يحقق صغار المدخرين عائد أعلى مما لو استثمر كل واحد منهم على حدى.

1 علاء أحمد إبراهيم رزق، مرجع سبق ذكره، ص ص 53-54.

ونظرا للعديد من الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية فهي من دون شك عرضة لمخاطر كثيرة، فقد تكون هذه المخاطر ناتجة عن تعذر بعض المقترضين عن السداد أو للسحوبات المفاجئة من المودعين أو لعدم تطابق آجال الأصول والخصوم أو لأسباب أخرى. ويمكن توضيح هذه المخاطر فيما يلي: (1)

- **مخاطر سعر الفائدة:** هي التغير في قيمة الأصل المالي مع التغير في سعر الفائدة، نتيجة لعدم مطابقة آجال الأصول مع آجال الخصوم؛
- **مخاطر سعر الصرف:** هي التغيرات في قيمة الأصول والخصوم الخارجية أو الأجنبية الناتجة عن التغير في أسعار الصرف؛
- **مخاطر السوق:** هي المخاطر التي تؤثر على قيمة الأصول والخصوم، والناتجة عن التغيرات في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول الأخرى؛
- **مخاطر الائتمان:** هي المخاطر الناتجة عن عدم الحصول عن تدفقات نقدية بشكل كلي أو جزئي والتي يجب الحصول عليها مقابل الأموال المقرضة أو المستثمرة.

ثامنا: أنواع الوسطاء الماليون

على الرغم من أن كل الوسطاء الماليون يقوموا بنفس الوظيفة الأساسية وهي قبول الأوراق المالية الأولية* من المقترضين وإصدار أوراق مالية ثانوية** إلى المقرضين أو المدخرين، إلا أنهم ليسوا متشابهين، ويمكن تقسيمهم إلى المجموعات التالية حسب الصفة الغالبة على أنشطتهم: (2)

- وسطاء يتلقون الودائع:

إن معظم الأوراق المالية الثانوية التي هي مصدر للقروض المقدمة من هؤلاء الوسطاء تأتي من الودائع سواء ودائع الأفراد أو المؤسسات التجارية أو الصناعية أو الحكومة ومن أبرز هؤلاء الوسطاء البنوك التجارية؛

¹ ليندة بلقاسم، "مطبوعة في مقياس بورصة الأوراق المالية"، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 2020-3-2021، ص 22. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://dspace.univ-alger3.dz/jspui/bitstream/123456789/6422/1/>، تاريخ الإطلاع: 2023/03/16.

* أوراق مالية سواء ملكية أو دين تصدرها مؤسسات بحاجة للتمويل في السوق الأول تشتريها المؤسسات المالية الوسيطة تسمى بالأوراق المالية الأولية أو الأوراق التي تم إصدارها في السوق الأول.

** أوراق مالية تصدرها المؤسسات المالية للمدخرين أو المودعين مثل الودائع أو المدخرات وتكون هذه الأوراق أكثر جاذبية مقارنة بالأوراق المالية التي تصدر مباشرة عن المؤسسات، وذلك لقدرة المؤسسات المالية على تخفيض عدة أنواع من التكاليف لا يمكن للمدخر تجنبها إذا تعامل مباشرة مع المؤسسات بالإضافة إلى تقديم العديد من الخدمات التي لا يمكن للمستثمر الفرد القيام بها، وتعتبر أوراق مالية ثانوية لأن هذه الودائع رجعت إلى أوراق مالية أولية والتي أصدرتها المؤسسات الأصلية واستثمرتها في أصول حقيقية.

² محمد صالح الحناوي، السيدة عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سبق ذكره، ص 204 - 205.

- وسطاء تعاقديون:

يدخل هؤلاء الوسطاء في تعاقد مع عملائهم بغرض الادخار لتوفير الحماية المالية ضد الخسائر المحتملة سواء في ممتلكاتهم أو حياتهم. ومن أمثلة هذا النوع من الوسطاء نجد شركات التأمين على الحياة والممتلكات وصناديق التقاعد؛

- وسطاء ثانويون:

يطلق عليهم هذا الاسم لأنهم يعتمدون بشكل كبير على مؤسسات مالية أخرى مثل البنوك التجارية لتمويل قروضهم. ومن أمثلة هذا النوع نجد شركات التمويل؛

- وسطاء الاستثمار:

يقدم هؤلاء الوسطاء أوراق مالية سواء طويلة الأجل أو قصيرة يمكن للمستثمر الاحتفاظ بها لأجل طويلة أو بيعها إذا كان في حاجة للأموال. ومن أمثلة هذا النوع من الوسطاء صناديق استثمار الأسهم، صناديق استثمار السندات وصناديق استثمار الأوراق المالية طويلة الأجل.

تاسعا: علاقة المؤسسات المالية بالمؤسسة الاقتصادية

تعتبر المؤسسات المالية من المؤسسات الهامة والحيوية في النشاط الاقتصادي، وذلك لارتباطها وعلاقتها بالحياة الاقتصادية من جميع النواحي، فهي تقدم العديد من الخدمات لمختلف الأعوان الاقتصادية، ولعل الدور الواضح والبارز للمؤسسات المالية هو توفير التمويل اللازم للمؤسسات أو الحكومات أو أطراف أخرى، فهي تعتبر بمثابة المحرك الرئيسي لأنشطة وأعمال المؤسسات الاقتصادية، وذلك لما توفره لها من أموال لتغطية متطلبات واحتياجات مشاريعها واستثماراتها، والتي تتطلب عادة مبالغ كبيرة وضخمة وكثيرا ما تحتاج لسنوات طويلة قبل أن يتحقق العائد الكامل منها، فالمؤسسات المالية توفر التمويل من جهة وتخدم التنمية من جهة أخرى فهي عمود الاقتصاد وجزء هام من المجتمع، وعلاقتها بالمؤسسات الاقتصادية علاقة وطيدة ولازمة، ويمكن توضيح أهمية هذا الترابط والعلاقة المهمة بينهما من خلال ما تقدمه هذه المؤسسات الوسيطة للمؤسسات الاقتصادية من خدمات وتسهيلات كما يلي: (1)

- المؤسسات المالية تساهم في تقليل تكلفة المعاملات للمؤسسات المقترضة؛
- تمكن المؤسسات المقترضة من الحصول على قروض طويلة الأجل، رغم أن الدائنين النهائيين (المودعين) يقدمون قروض قصيرة الأجل، وبالرغم من أن عدم التوافق بين آجال الأصول والخصوم يعرض المؤسسات المالية إلى مخاطر سعر الفائدة، إلا أنها لديها القدرة على إدارة هذه المخاطر من

¹ بشير علوان حمد، مرجع سبق ذكره، ص 189.

خلال قدرتها على التعامل في الأسواق المالية واستخدام أدوات للحماية من هذه المخاطر كالعقود المستقبلية وعقود المبادلات.

إضافة إلى ما تقدمه مؤسسات الوساطة المالية من خدمات مالية للمؤسسات الاقتصادية فهي تقدم أيضا خدمات أخرى تجعلها مرتبطة بها في نواحي معينة، نذكرها فيما يلي: (1)

- توفير ضمانات مخاطر الاستثمار وذلك عندما يتعلق النشاط الاقتصادي بالتعامل مع الخارج، فقد تواجه المؤسسة المستثمرة مخاطر إضافية نتيجة لتعاملها مع بلد أجنبي (مخاطر سياسة أو تجارية)، فتعمل المؤسسات المالية على توفير ضمانات للمستثمرين الأجانب للحد من هذه المخاطر؛
- توفير ضمانات مخاطر الصادرات، حيث تتعرض المؤسسة المصدرة بدورها لمثل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الأجنبي، إذا لم تستطع أن تستوف حقوقها من المستورد دون تقصير منها نتيجة لهذه المخاطر، ولذلك تحرص المؤسسات المالية لبلد المصدر على توفير ضمانات للمصدرين لتشجيعهم على التصدير للخارج؛
- تقديم ضمانات مالية للإصدار والقروض، حيث لا يقتصر دور المؤسسات المالية على تقديم الموارد المالية فقط بل أيضا توفر ضمانات تمكن المؤسسات المستفيدة من الدخول إلى الأسواق المالية للاقتراض بشروط أفضل، وميزة هذه الضمانات هي مساعدة المؤسسات على الدخول إلى الأسواق المالية الدولية. وقد يتجاوز دورها عمليات الضمان ليوفر ضمان الاكتتاب وفي هذه الحالة تقوم المؤسسات المالية بضمان الاكتتاب في الإصدارات للمؤسسات والحكومات؛
- تعتبر المؤسسات المالية عامل مهم في تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فلا شك أن عدم وجود نظام مصرفي متطور يؤدي إلى تردد تلك الاستثمارات في الدخول والمشاركة في النشاط الاقتصادي، حيث أن من أهم شروط نجاح هذه الاستثمارات وجود نظام مصرفي قادر على التعامل بكل كفاءة مع احتياجاتها، وبالتالي تعمل المؤسسات المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية وتوجيهها نحو المشاريع الأكثر كفاءة وإنتاجية وربحية (2).

¹ حازم الببلاوي وآخرون، "المؤسسات المالية العربية وتمويل التنمية والاستثمار في الوطن العربي"، صندوق النقد العربي، أو ظبي - الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص 17 - 18. متوفر على الموقع الإلكتروني:

<https://yemen-nic.info/contents/economic/money/studies/7.PDF>، تاريخ الإطلاع: 31 / 03 / 2023.

² جمانة تحريشي، "مدى استفادة البنوك التجارية من تطبيق حوكمة البنوك "بنك أبو ظبي التجاري نموذجا"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 1، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة طاهري محمد - بشار - الجزائر، مارس 2017، ص 134.

خلاصة:

من خلال ما تقدم في هذا المحور يمكننا القول أن المؤسسات المالية تعد أحد المكونات الرئيسية للاقتصاد وسببا من أسباب نموه وتطوره، وتنقسم هذه المؤسسات إلى مؤسسات مالية تقوم بدور الوساطة ومؤسسات مالية لا تقوم بدور الوساطة، حيث الأولى تنشأ أوراقا مالية خاصة بها لكي يصبح دورها وسيطا، وتنقسم إلى مؤسسات تتلقى الودائع مثل البنوك التجارية ومؤسسات لا تتلقى الودائع كشركات التأمين. والثانية لا تنشأ أوراقا مالية خاصة بها وإنما دورها هو مجرد نقل أو تمرير أوراق مالية تم إصدارها من خلال مؤسسات أخرى إلى مشتريين أو مستثمرين في السوق مثل سمسرة وتجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار. وبفضل الوظائف المهمة التي تعنى بها الوساطة المالية تم تجاوز العديد من الصعوبات المتعلقة بعملية التمويل، فإلى جانب الوظيفة الأساسية المتمثلة في تحويل الأموال من أصحاب الفائض المالي وهم الأعوان الذين يقومون بالادخار ولهم طاقة تمويلية فائضة إلى أصحاب العجز المالي وهم الذين بحاجة إلى السيولة لتمويل احتياجاتهم ومتطلباتهم، تقوم مؤسسات الوساطة بوظائف أخرى وتقدم خدمات متنوعة كتوفير المعلومات المالية وتخفيض تكلفة الحصول عليها، تخفيض المخاطر من خلال التنوع، تخصيص الائتمان لقطاعات معينة، الوساطة للاستثمارات الصغيرة، كما تقدم أيضا أنظمة للدفع تخدم الاقتصاد ككل وغيرها من الخدمات الأخرى. ونظرا لتنوع الخدمات والتسهيلات التي تقدمها المؤسسات المالية فهي تشكل حلقة هامة في المجتمع سواء في حياة الأفراد أو الحكومات أو بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية التي تعتمد عليها في إدارة أموالها وأعمالها على المستوى المحلي أو عند تعاملاتها مع الخارج.

أسئلة المحور السادس:

- ما هي مكونات النظام المالي؟ وما هي وظيفته الأساسية؟
- وضح الفرق بين المؤسسات المالية التي تقوم بدور الوساطة والمؤسسات المالية التي لا تقوم بدور الوساطة المالية؟
- صنف المؤسسات المالية التالية ضمن مؤسسات مالية وسيطة ومؤسسات مالية غير وسيطة: مؤسسات المدخرات والقروض، بنوك الاستثمار، البنوك العقارية، البنوك التجارية، الاتحادات الائتمانية، شركات التأمين، شركات التأجير التمويلي، شركات الأوراق المالية، صناديق التقاعد؟
- ما هي الصعوبات الناجمة عن العلاقة المالية المباشرة؟
- وضح في مخطط مفهوم الوساطة المالية وطبيعتها؟
- ما هي أهمية الوساطة المالية بالنسبة للاقتصاد ككل؟
- تسمح الوساطة المالية بإنشاء نقود الودائع. اشرح ذلك؟
- كيف يمكن للمؤسسات المالية أن تشتري الأوراق المالية الأولية التي تصدرها المؤسسات وتحولها بطريقة مربحة إلى أوراق مالية ثانوية أكثر جاذبية للأفراد المستثمرين أو المدخرين؟
- ما هي المخاطر التي تتعرض لها المؤسسات المالية نظير تقديمها لخدمات متعددة؟
- وضح علاقة المؤسسات المالية بالمؤسسة الاقتصادية عند التعامل مع الخارج؟

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

➤ الكتب:

- 1- ابن منظور محمد بن مكرم، "معجم لسان العرب"، دار المعارف، القاهرة، 2016.
- 2- أبو صباحا سليمان، "الإدارة المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2009.
- 3- الأرقم عبد الحفيظ، "دروس وتطبيقات في التحليل المالي تحليل ربحية المقترحات (المشروعات) الاستثمارية"، الجزء الثاني، جامعة منتوري قسنطينة، الجزائر، أكتوبر 1999.
- 4- آل سليمان مبارك بن سليمان بن محمد، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، الجزء الأول، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2005.
- 5- آل شبيب دريد كامل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
- 6- آل شبيب دريد كامل، "مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
- 7- برغام أجين ترجمة فتوح محمود و عبد الكريم عمر، "الإدارة المالية (2) أسس تقييم المشاريع تقييم الشركات القرارات التمويلية الاستراتيجية"، شعاع للنشر والعلوم، الطبعة الأولى، حلب، سوريا، 2010.
- 8- بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، "التسيير المالي - الإدارة المالية -"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2006.
- 9- حماد طارق عبد العال، "دليل التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- 10- الحناوي محمد صالح، سلطان إبراهيم إسماعيل، "الإدارة المالية والتمويل"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1999.
- 11- الحناوي محمد صالح، عبد السلام السيدة عبد الفتاح، "المؤسسات المالية البورصة والبنوك التجارية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 12- الحناوي محمد صالح، قرياقص رسمية ذكي، "الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، دون سنة نشر.
- 13- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد و الصيفي سيد، "أساسيات ومبادئ الإدارة المالية"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 14- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد و قرياقص رسمية ذكي، "أساسيات الإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2001.
- 15- الحناوي محمد صالح، مصطفى نهال فريد، "الإدارة المالية (التحليل المالي لمشروعات الأعمال)"، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2008.

- 16- حنفي عبد الغفار، " أساسيات التمويل والإدارة المالية "، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 17- الخضير محسن أحمد، " كيف تقرأ ميزانية ... ! "، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، القاهرة، مصر، 2001.
- 18- الخطيب محمد محمود، " الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات "، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2018.
- 19- رزق علاء أحمد إبراهيم، " إستراتيجية المؤسسات المالية والنقدية في ظل المتغيرات الاقتصادية المعاصرة "، دار النشر للجامعات، الطبعة الأولى، القاهرة، 2014.
- 20- رشيد عبد المعطي رضا، جودة محفوظ أحمد، " إدارة الائتمان "، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1999.
- 21- الزبيدي حمزة محمود، " التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل "، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2011.
- 22- زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، " التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد "، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
- 23- شريف علي مصيلحي، محمد منير محمد وأبو خشبة محمد محمود، " الإدارة في منظمات الأعمال وأسس الرقابة عليها "، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2013.
- 24- الصياح عبد الستار مصطفى، العامري سعود جايد مشكور، " الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية "، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2006.
- 25- العامري محمد علي، " الإدارة المالية "، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2007.
- 26- عبد الخالق محمد، " الإدارة المالية والمصرفية "، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
- 27- عبد السيد ناظم حسن، " محاسبة الجودة مدخل تحليلي "، دار الثقافة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
- 28- عبد القادر السيد متولي، " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير "، دار الفكر ناشرون وموزعون، الطبعة الأولى، عمان، 2010.
- 29- عبد الهادي محمد سعيد، " الإدارة المالية الاستثمار والتمويل - التحليل المالي والأسواق المالية الدولية "، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
- 30- العبيدي جواد، " مقدمة في الإدارة المالية "، دار أمجد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2017.
- 31- عشيح حسن سمير، " التحليل الائتماني ودوره في ترشيد عمليات الإقراض والتوسع النقدي في البنوك "، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2010.

- 32- عقل مفلح محمد، "مقدمة في الإدارة المالية"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
- 33- كراجة عبد الحليم، رابعة علي، السكران ياسر، مطر موسى ويوسف توفيق عبد الرحيم، "الإدارة والتحليل المالي"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2006.
- 34- اللحام محمود عزت، نور محمود إبراهيم، كافي مصطفى يوسف والقضاه أنس علي، "الإدارة المالية المعاصرة"، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2014.
- 35- لطرش الطاهر، "تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة السابعة، الجزائر، 2010.
- 36- مجيد ضياء، "البورصات أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
- 37- محمد منير شاكر، إسماعيل إسماعيل ونور عبد الناصر، "التحليل المالي مدخل صناعة القرارات"، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، الأردن، 2005.
- 38- مطر محمد، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي والائتماني"، دار وائل للنشر والتوزيع، الطبعة الرابعة، عمان، 2016.
- 39- النجار عبد العزيز، "أساسيات الإدارة المالية"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- 40- النعيمي عدنان تايه، الخرشه ياسين كاسب، "أساسيات في الإدارة المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
- 41- النعيمي عدنان تايه، الساقى سعدون مهدي، سلام أسامة عزمي وموسى شقيري نوري، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
- 42- هندي منير إبراهيم، "الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر"، المكتب العربي الحديث، الطبعة السادسة، الإسكندرية، 2006.

➤ المجالات والمقالات:

- 43- الأسرج حسين عبد المطلب، "مستقبل المشاريع الصغيرة والمتوسطة في دول مجلس التعاون"، مجلة التعاون، المجلد 27، العدد 79، مجلس التعاون لدول الخليج العربية الأمانة العامة، السعودية، أبريل 2013، ص ص 91-116.
- 44- أو سرير منور، بن حاج جيلالي مغراوة فتحية، "دراسة الجدوى البيئية للمشاريع الاستثمارية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، العدد السابع، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف - الجزائر، 2009، ص ص 329 - 354.
- 45- بعزیز سعید، مخلوفي طارق، "دور برامج التمويل متناهي الصغر في تمويل المشاريع المصغرة في الجزائر - دراسة حالة الوكالة الوطنية لتسيير القرض المصغر وبنك البركة الجزائري"، مجلة

- الاقتصاد والقانون، العدد 01، جامعة محمد الشريف مساعديّة- سوق أهراس، الجزائر، جوان 2018، ص ص 233-263.
- 46- بقاش وليد، بن دادة عمر، " حاجة المؤسسة الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية"، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد 04 / العدد (1)، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، الجزائر، 2019، ص ص 53-68.
- 47- بلبالي عبد السلام، بن العارفة حسين، " قياس القيمة العادلة للأسهم العادية واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها - دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر للفترة 2013 - 2016"، مجلة المؤشر للدراسات الاقتصادية، المجلد (01)، العدد (04)، مخبر الدراسات الاقتصادية والتنمية المحلية بالجنوب الغربي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة طاهري محمد بشار- الجزائر، نوفمبر 2017، ص ص 47 - 66.
- 48- بلحاج فتيحة، " الأسس النظرية والعلمية في اتخاذ القرار"، المجلة الجزائرية للعملة والسياسات الاقتصادية، العدد 07، مخبر العملة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016، ص ص 269-284.
- 49- بوجلال محمد، بورقبة شوقي، " تكلفة التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية: دراسة مقارنة"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد الإسلامي، مجلد 23، العدد 2، جدة، السعودية، 2010، ص ص 53-82.
- 50- بوخلخال خالد سيف الإسلام، بن ثابت علال، " قياس وتقييم الأداء المالي باستخدام المؤشرات الحديثة والتقليدية ودراسة فعاليتها في خلق القيمة: دراسة حالة مجمع صيدال خلال الفترة 2009-2019"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة عمار ثليجي بالأغواط- الجزائر، المجلد 12، العدد 01، 2021، ص ص 143-160.
- 51- بورديمة سعيدة، " الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري"، مجلة الحقيقة للعلوم الإنسانية والاجتماعية، العدد 25، جامعة أحمد دراية- أدرار، الجزائر، جوان 2013، ص ص 109 - 144.
- 52- بورديمة سعيدة، " القرار الاستثماري ومتطلبات الوصول إليه"، حوليات جامعة قلمة للعلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 11، جامعة 8 ماي 1945 قلمة، الجزائر، جوان 2015، ص ص 359-395.
- 53- بومصباح صافية، " تقييم الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية باستخدام النسب المالية - دراسة حالة مؤسسة اتصالات الجزائر للهاتف النقال (موبيليس) (ATM)"، مجلة أبحاث ودراسات التنمية، المجلد (08)، العدد (02)، مخبر الدراسات والبحوث في التنمية الريفية، جامعة محمد البشير الإبراهيمي برج بوعرييج - الجزائر، ديسمبر 2021، ص ص 219-233.

- 54- تحريشي جمانة، " مدى استفادة البنوك التجارية من تطبيق حوكمة البنوك "بنك أبو ظبي التجاري نموذجا"، مجلة البشائر الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد 1، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة طاهري محمد - بشار - الجزائر، مارس 2017، ص ص 132 - 151.
- 55- جابر مهدي، ماضي بلقاسم، " المزيج التسويقي الإلكتروني وأثره في تقويم أداء منظمات الأعمال دراسة ميدانية على عدد من شركات الصناعات التحويلية الخاصة بمدينة عنابة"، مجلة جامعة القدس المفتوحة للأبحاث والدراسات، العدد التاسع والثلاثون، الجزء الأول، تشرين الأول 2016، ص ص 283-317.
- 56- جار الله حمو زهراء، نافع حسن نور، " دور الحوكمة المصرفية في ترشيد القرارات المالية: دراسة استطلاعية لآراء عينة من الموظفين في مصرف الرافدين فرعي الموصل وبرطلة"، مجلة الريادة للمال والأعمال، المجلد الثاني، العدد 1، كلية اقتصاديات المال والأعمال، جامعة النهدين، العراق، كانون الثاني 2021، ص ص 140-155.
- 57- جمام محمود، دباش أميرة، " أثر عدالة الإفصاح المحاسبي في ترشيد القرارات الاستثمارية - دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر-"، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 26، السنة التاسعة، جامعة زيان عاشور بالجلفة، الجزائر، مارس 2017، ص ص 123 - 140.
- 58- حفصي رشيد، " دراسة وتحليل أثر سياسة توزيع الأرباح على أداء أسهم المؤسسات المدرجة في السوق المالي - حالة سوق دبي المالي في الفترة ما بين 2011-2014"، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية، العدد 02، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، 2016، ص ص 39-52.
- 59- حمد بشير علوان، " دور المؤسسات المالية في تحفيز النشاط الاقتصادي في ظل أزمات الاقتصاد المعولم"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد السابع، العدد 19، الفصل الثاني، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد، 2012، ص ص 186 - 207.
- 60- حنفي خيضر، بورنيسة مريم، " دور النسب والمؤشرات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 27، مركز البصيرة للبحوث والاستشارات والخدمات التعليمية، الجزائر، 2017، ص ص 57-67.
- 61- دادان عبد الغني، " قراءة في الأداء المالي والقيمة في المؤسسات الاقتصادية"، مجلة الباحث، العدد 04، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، الجزائر، ديسمبر 2006، ص ص 41-48.
- 62- داودي أحمد، " علاقة إدارة الموارد البشرية بعملية صنع القرار في المؤسسة"، المجلة الأفريقية للدراسات القانونية والسياسية، المجلد 01، العدد 02، جامعة أحمد دراية، أدرار، الجزائر، ديسمبر 2017، ص ص 90 - 102.

- 63-رمضاني العلا، جخيوة الطاهر وبن نوار عمار، " دور الأساليب الكمية في اختيار القرارات التمويلية المتوازنة في المؤسسة الاقتصادية"، مجلة (المدير)، المجلد 02، العدد 02، المدرسة العليا للتسيير والاقتصاد الرقمي، القليعة، الجزائر، 2015، ص ص 124-148.
- 64- روشو عبد القادر، " الوساطة المالية ودورها في إنشاء سوق تمويلية للاقتصاد الوطني دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2001-2018"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، المجلد الثالث، العدد الأول، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي الونشريسي - تسمسيت، الجزائر، 2019، ص ص 149 - 164.
- 65- ساسي هادف نجاه، " نظرية اتخاذ القرارات في المؤسسة"، مجلة المعيار، المجلد 18، العدد 35، كلية أصول الدين، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية- قسنطينة، الجزائر، جوان 2014، ص ص 359 - 372.
- 66- سلامة هاني نبيل فهمي، " الوساطة المالية لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ومخاطرها المحتملة"، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 20، العدد الثاني، الجزء الثاني، كلية التجارة، جامعة بور سعيد، 2019، ص ص 74 - 96.
- 67- سلامة هاني نبيل فهمي، " مدخل كمي للمحاسبة عن مخاطر الوساطة المالية للبنوك بين الجهات الأجنبية والمشروعات الصغيرة والمتوسطة لتفعيل الحوكمة المصرفية"، مجلة البحوث المالية والتجارية، المجلد 20، العدد الثاني، الجزء الأول، كلية التجارة، جامعة بور سعيد، 2019، ص ص 110 - 131.
- 68- صديقي أحمد، فريقي سعاد وصبرو خدوجة، " تأثير الهيكل التمويلي على القرارات المالية في المؤسسة"، مجلة الاقتصاد وإدارة الأعمال، المجلد 1، العدد 1، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أحمد دراية - أدرار، الجزائر، 2017، ص ص 77-95.
- 69- عبد الرحمن أمجد حسن، " قياس الأثر التفاعلي لإدارة رأس المال العامل وانعكاسه على الأداء المالي للشركات وفقا لمتطلبات معايير التقارير المالية الدولية IFRS- دراسة تطبيقية على شركات الأدوية المدرجة في البورصة المصرية"، الفكر المحاسبي، المجلد 24، العدد 04، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، ديسمبر 2020، ص ص 652-724.
- 70- عبد العال حازم يوسف أبو ضيف، " التمويل بالدين والفائدة بين الفقه الإسلامي والاقتصاد التقليدي"، مجلة كلية دار العلوم، المجلد 36، العدد 122، جامعة القاهرة، 2019، ص ص 309 - 371.
- 71- العربي نعيمة، " أهمية الوساطة المالية ودورها في البورصة"، مجلة الحقوق والعلوم الإنسانية - دراسات اقتصادية -، المجلد 2، العدد 1، جامعة زيان عاشور بالجلفة، 2008، ص ص 47-72.

- 72- علالي سارة، زغيب مليكة، "معوقات نشاط قرض الإيجار في الجزائر"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 04، المجلد 1، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2- عبد الحميد مهري، الجزائر، جوان 2017، ص ص 39 – 55.
- 73- علي حنان أحمد عبد الله، مصطفى يوسف عبد المعطي و عثمان منى شعبان، "معوقات صنع القرار واتخاذ له لدى مديري مدارس التعليم الأساسي بجمهورية مصر العربية (دراسة ميدانية)"، مجلة جامعة الفيوم للعلوم التربوية والنفسية، العدد الحادي عشر، الجزء الخامس، كلية التربية، جامعة الفيوم، مصر، 2019، ص ص 193-233.
- 74- عيطة متولي السيد متولي، "أثر سياسة توزيع الأرباح وهيكلة رأس المال على القيمة السوقية للمصارف المدرجة في السوق المالية السعودية"، مجلة الإسكندرية للبحوث المحاسبية، العدد الثالث، المجلد الرابع، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2020، ص ص 01-71.
- 75- غربى حمزة، بدروني عيسى، "العوامل المحددة لحساب تكلفة رأس المال في المؤسسة"، مجلة الحوكمة، المسؤولية الاجتماعية والتنمية المستدامة، المجلد 01، العدد 02، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة غليزان- الجزائر، 2019، ص ص 146-163.
- 76- القرشي فتحية مزهر عبد الرضا، "التمويل الداخلي بالأرباح المحتجزة والربحية في الشركات – دراسة تطبيقية في سوق دبي وأبوظبي للأوراق المالية"، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 2، العدد 2، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كركوك، العراق، 2012، ص ص 01-24.
- 77- كوين عبد الكاظم محسن، "العوامل الاقتصادية وتأثيرها في هيكل التمويل (بحث استطلاعي لعينة من العاملين في معهد الإدارة / الرصافة)"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 40، قسم الدراسات الاقتصادية في بيت الحكمة، بغداد، العراق، 2019، ص ص 141-157.
- 78- لفوف سفيان، "أثر محددات القرار التمويلي على قيمة الرفع المالي بالمؤسسة من وجهة نظر إسلامية: حالة عينة من المؤسسات المدرجة في السوق المالي الماليزي"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد (19)، جامعة حسية بن بوعلي بالشلف – الجزائر، 2018، ص ص 189 - 210.
- 79- مجلخ سليم، بشيشي وليد، "محددات الهيكل المالي في المؤسسة الاقتصادية دراسة تحليلية قياسية باستخدام أشعة الانحدار الذاتي VAR"، مجلة دراسات اقتصادية، المجلد 06، العدد 01، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2- عبد الحميد مهري، الجزائر، جوان 2019، ص ص 116 – 139.
- 80- مرکان محمد البشير، الحاج أحمد فوزي ودراجي عيسى، "معايير التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية في ظل ظروف التأكد"، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، المجلد 03، العدد 01،

مخبر اقتصاديات الطاقات المتجددة ودورها في تحقيق التنمية المستدامة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الوادي- الجزائر، مارس 2020، ص ص 07-22.

81- هاشم صبيحة قاسم، " نظريات هيكل التمويل الحديثة: تطبيق عملي لنظرية الالتقاط ودورة حياة الشركة / بحث تحليلي لعينة من الشركات الأجنبية "، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 83، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، العراق، 2015، ص ص 64 – 85.

➤ الرسائل العلمية:

- 82- إسماعيل أشرف عادل محمود، " محددات الهيكل المالي وأثرها على هيكل رأس المال للشركات الصناعية المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية "، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر، غزة، 2016.
- 83- بن قطاف محمد، " تمويل المشاريع الصغيرة والمصغرة في الجزائر – دراسة حالة مشاريع الصناعة التقليدية "، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2015-2016.
- 84- بوحادرة عبد الكريم، " أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم – مع دراسة حالة - "، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري – قسنطينة، الجزائر، 2011/2012.
- 85- بوربيعة غنية، " محددات اختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة – دراسة حالة مؤسسة الأشغال والتركيب الكهربائي فرع سونلغاز "، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011/2012.
- 86- بوعظم فايزة، " قرارات تمويل المؤسسات الاقتصادية في ظل عدم تماثل المعلومات – نظرية الإشارة كمدخل مفسر لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بالقروض البنكية - "، أطروحة دكتوراه، قسم علوم المالية والمحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس- سطيف 1، 2021-2022.
- 87- بوهالي محمد، " أثر القرارات المالية على الأداء المالي للمؤسسة – دراسة مجموعة من المؤسسات الجزائرية - "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017/2018.
- 88- خيري عبد الكريم، " أثر صنع القرارات المالية على قيمة المؤسسة الاقتصادية الجزائرية "، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، الجزائر، 2018/2019.

- 89- دادن عبد الغني، "قياس وتقييم الأداء المالي في المؤسسات الاقتصادية نحو إرساء نموذج للإنذار المبكر باستعمال المحاكاة المالية - حالة بورصتي الجزائر وباريس"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006 - 2007.
- 90- ريغة أحمد الصغير، "تقييم أداء المؤسسات الصناعية باستخدام بطاقة الأداء المتوازن - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج الآلات الصناعية PMO"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2، الجزائر، 2013-2014.
- 91- سبسي مصطفى يوسف، "دور المعلومات المالية المستقبلية للشركات في اتخاذ القرارات دراسة ميدانية على عدد من شركات القطاع الخاص"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، سوريا، 2011.
- 92- شطي رقية، "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية ومؤشرات تقييمه دراسة ميدانية: مؤسسة ملبنة نوميديا قسنطينة"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة 8 ماي 1945-قائمة، الجزائر، 2010-2011.
- 93- عدمان فايزة، "سياسة توزيع الأرباح وأثرها على القيمة السوقية لأسهم المؤسسات الاقتصادية المدرجة في البورصة- دراسة قياسية لأسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة ما بين 2005-2013 باستخدام نماذج بانل"، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2016-2017.
- 94- عشي عادل، "الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية: قياس وتقييم -دراسة حالة مؤسسة صناعات الكوابل بسكرة (2000-2002)", مذكرة ماجستير، كلية الحقوق والعلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2001/2002.
- 95- الغانمي حسام علي حسين فياض، "أثر احتجاز الأرباح على عوائد الأسهم العادية - دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية"، رسالة ماجستير، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء، العراق، 2015.
- 96- قدوج بدر الدين، "تكاليف التمويل وأثرها على قيمة المؤسسة - دراسة حالة -"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد البشير الإبراهيمي - برج بوعريج، الجزائر، 2020/2021.
- 97- مخلوف وسيم سليمان، "أثر سياسة توزيع الأرباح على ربحية الشركات (دراسة على المصارف في سوق عمان للأوراق المالية)", مذكرة ماجستير، الجامعة الافتراضية السورية، 2019.
- 98- المشهداني غسان محمد نومان، "أثر التكلفة المرجحة لرأس المال في تعظيم ثروة الملاك - دراسة اختبارية للشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، عمان، 2017.

99- نوبلي نجلاء، "استخدام أدوات المحاسبة الإدارية في تحسين الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية-دراسة حالة مؤسسة المطاحن الكبرى للجنوب بسكرة"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2014-2015.

➤ المداخلات:

100- برحومة عبد الحميد، زغبة طلال، "ماهية اتخاذ القرار والطرق الكمية المساعدة في صنعه بالمؤسسة الاقتصادية"، الملتقى العلمي الدولي حول: "صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف المسيلة - الجزائر، 14/15 أبريل 2009.

101- بنين بغداد، قعيد إبراهيم وشحونة حسية، "التمويل غير التقليدي وأثره على الأداء الاقتصادي - دراسة قياسية لأثر التمويل التضخمي على النمو الاقتصادي في الجزائر (1987-2016)"، الملتقى الدولي الثاني: "النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصادات النامية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، الجزائر، 05/04 فيفري 2019.

102- خبابه عبد الله، براهيمي السعيد، "آليات التمويل الإسلامي بديل لطرق التمويل التقليدية"، الملتقى الدولي حول: "أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية"، كلية الآداب والعلوم الإنسانية، قسم الاقتصاد والإدارة، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية - قسنطينة، الجزائر، 06/05 ماي 2009.

103- خليل عبد القادر، بوفاسة سليمان، "دور الوساطة المالية في التمويل غير المباشر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، الملتقى الدولي: "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الدول العربية"، مخبر العولمة واقتصاديات شمال إفريقيا، جامعة حسيبة بن بوعللي بالشلف، الجزائر، 17/18 أبريل 2006.

104- رقاب طارق، سرار خيرة وروشو نادية، "الائتمان الإيجاري كبديل لمصادر التمويل التقليدية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر خلال الفترة 2000-2016"، الملتقى الوطني حول: "النظام المالي وإشكالية تمويل الاقتصادات النامية"، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف المسيلة - الجزائر، 05/04 فيفري 2019.

105- زغيب مليكة، بوجعادة إلياس، "دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية"، الملتقى العلمي الدولي حول: "صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية"، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف- المسيلة، الجزائر، 15/14 أبريل 2009.

106- زغيب مليكة، غلاب نعيمة، "تحليل أساليب تمويل المؤسسات الاقتصادية:دراسة حالة المجمع الصناعي العمومي للحليب ومشتقاته"، الملتقى الدولي حول: سياسات التمويل وأثرها على

- الاقتصاديات والمؤسسات – دراسة حالة الجزائر والدول النامية، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير، جامعة محمد خيضر – بسكرة، الجزائر، 22/21 نوفمبر 2006.
- 107- زيد الخير ميلود، " ضوابط الاستقرار المالي في الاقتصاد الإسلامي "، الملتقى الدولي الأول: الاقتصاد الإسلامي، الواقع.. ورهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة غرداية – الجزائر، 23 / 24 فيفري 2011.
- 108- الهاشمي ليلي عبد الكريم محمد، الجرجوسي سراء سالم داؤد والجبوري جمال هداش محمد، " إمكانية تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة من خلال المساهمة المصرفية- دراسة تحليلية للشركة العراقية لتمويل المشاريع (الصغيرة والمتوسطة) للفترة 2010-2015 "، المؤتمر العلمي الدولي الثالث حول: " الاستثمار والتمويل في محافظة صلاح الدين آفاق التطوير ومعوقات التنفيذ"، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة تكريت، العراق، 28 / 29 مارس 2018.

➤ النصوص القانونية:

- 109- القانون رقم 02-17، المتضمن القانون التوجيهي لتطوير المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الجريدة الرسمية، العدد 02، المؤرخة في 11 يناير 2017.

➤ المواقع الالكترونية:

- 110- براهيمي بن حراث حياة، " مطبوعة مادة سياسة وإستراتيجية الاستثمار (دروس وتمارين) "، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة عبد الحميد بن باديس – مستغانم، الجزائر، 2020/2019، متوفر على الموقع الالكتروني: <https://www.univ-mosta.dz>، تاريخ الإطلاع: 2023/11/01.
- 111- بلقاسم ليندة، " مطبوعة في مقياس بورصة الأوراق المالية "، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، 2021-2020، متوفر على الموقع الالكتروني: <https://dspace.univ-alger3.dz/jspui/bitstream/123456789/6422/1/>، تاريخ الإطلاع: 2023/03/16.
- 112- بوجاهم رشدي، " تعريف المؤسسة الصغيرة "، ديوان مؤسسات شباب الجامعة لولاية قلمة، متوفر على الموقع الالكتروني: <https://www.odejguelma.dz>cms3>، تاريخ الإطلاع: 2023 / 08 / 06.
- 113- حازم الببلاوي، عاكوم إبراهيم وبرنية محمد يسر، " المؤسسات المالية العربية وتمويل التنمية والاستثمار في الوطن العربي "، صندوق النقد العربي، أبو ظبي – الإمارات العربية المتحدة، 2005. متوفر على الموقع الالكتروني: <https://yemen-nic.info/contents/econmic/money/studies/7.PDF>، تاريخ الإطلاع: 2023 / 03 / 31.
- 114- سامي أحمد، جمعة وليد، " مبادئ الاستثمار في السندات "، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد (35)، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، 2022. متوفر على الموقع الالكتروني: <https://www.amf.org.ae>، تاريخ الإطلاع: 2023/09/10.

- 115- العلي أحمد، " الإدارة المالية للشركات"، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، الجمهورية العربية السورية، 2020. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://pedia.svuonline.org>، تاريخ الإطلاع: 2023 / 08 / 18.
- 116- الغامدي عبد العزيز بن علي بن عزيز، " التمويل بالتورق في المعاملات المالية المعاصرة – دراسة فقهية تأصيلية"، منشورات مجلة البحوث الفقهية المعاصرة، 2020. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://www.quranicthought.com/ar/books/>، تاريخ الإطلاع: 2023/04/28.
- 117- مجدوب خيرة، " محاضرات في مقياس تقييم المشاريع"، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة ابن خلدون- تيارت، الجزائر، 2017/2016. متوفر على الموقع الإلكتروني: <https://fsecsg.univ-tiaret.dz>، تاريخ الإطلاع: 2023 / 11 / 07.
- 118- مجلة المحاسب العربي، " تعرف على المدير المالي"، قسم المحاسبة، متوفر على الموقع الإلكتروني: https://www.aam-web.com/ar/subject_detail/202، تاريخ الإطلاع: 2023 / 02 / 06.
- 119- الموقع الإلكتروني: 2018/03 > uploads > <https://mng.uokufa.edu.iq>، تاريخ الإطلاع: 2023 / 02 / 25.

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية

➤ Periodically:

- 120- Fama. Eugene F and French. Kenneth R, " The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence", Journal of Economic Perspectives, Volume 18, Number 3, 2004, PP. 25-46.

ثالثا: المراجع باللغة الفرنسية

➤ Les Ouvrages:

- 121- COULAUD Alain, " Gestion financière ", les éditions Demos, Paris, 1997.
- 122- MORISSETE Denis, " Analyse financière et gestion du fonds de roulement ", les éditions SMG, Québec, 1995.

