



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



قسم علوم التسيير

المرجع:/2020

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

قسم: علوم التسيير

الشعبة: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

العنوان:

دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار
دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
خلال الفترة (2000-2019)

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه (LMD) في علوم التسيير

إشراف الأستاذ(ة):

- د. بوسالم أبوبكر

من إعداد الطالب(ة):

- شعشوع أحمد

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيساً	المركز الجامعي ميلة	استاذ التعليم العالي	حراق مصباح
مشرفاً ومقرراً	المركز الجامعي البيض	أستاذ محاضر أ	بوسالم أبوبكر
عضواً	المركز الجامعي ميلة	أستاذ محاضر أ	زواري فرحات سليمان
عضواً	المركز الجامعي ميلة	أستاذ محاضر أ	لطرش جمال
عضواً	جامعة جيجل	أستاذ محاضر أ	بوغرة باديس
عضواً	جامعة خنشلة	أستاذ محاضر أ	زerman كريم



إهداء

الحمد لله، والصلاة والسلام على محمد أفضل خلق الله، وآله وصحبه ومن ولاه، أما بعد:

أهدي هذا العمل المتواضع إلى أعلى ما لدي في هذا الكون والديا الكريمين.

أمي الغالية منبع العطاء و الحنان حفظها الله لنا وأطال في عمرها.

إلى أبي قوتي في الحياة رحمه الله وأسكنه فسيح جنانه.

إلى زوجتي أم أولادي وأولادي الأعزاء.

إلى كل أفراد العائلة: إخوتي وأختي الذين أرى فيهم كياني ووجداني.

إلى كل الأهل والأقارب.

إلى الذين أكن لهم كل المحبة والاحترام أصدقائي وزملائي.

إلى كل قلب ينبض حبا بالله و رسوله.

شعشوع أحمد

كلمة شكر وتقدير

عملاً بقول رسول الله صلى الله عليه و سلم:

" لا يشكر الله من لا يشكر الناس "

اشكر الله عز وجل الذي وفقني وسدد خطايا لإنجاز هذا العمل المتواضع.

ومن باب الامتنان والاعتراف بالجميل أتوجه بالشكر الجزيل أولاً وقبل كل شيء للأسرة الكريمة.

إلى كل من ساعدني في إنجاز هذا العمل المتواضع من قريب أو من بعيد، وأخص بالذكر المشرف الدكتور: أبو بكر بوسالم على ما تفضل به من نصح وتوجيه وإرشادات راجياً من المولى عز وجل أن يبارك فيه وفي عمله.

كما أشكر كل أساتذة معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بالمركز الجامعي ميلة.

الملخص

سعيًا من خلال هذه الدراسة إلى توظيف المتاح من المعلومات حول دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2019)، استخدمت هذه الدراسة القوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، وقد تم الاعتماد على المنهج التحليلي الذي يستند إلى تحليل البيانات المالية، وذلك من خلال تطبيق التحليل الأفقي والتحليل الرأسي والنسب المالية وكان الهدف العام من هذا التحليل هو معرفة الوضعية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف.

ولاختبار الفرضيات المطروحة تم حساب النسب المالية لهذه القوائم واستخلاص قيم البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة خلال الفترة (2000-2018)، وتم الاعتماد على 11 نسبة تعبر عن التحليل المالي وتمثلت هذه النسب في نسب السيولة، نسب النشاط، نسب المديونية، نسب الربحية، كما تم الاعتماد على النتيجة الصافية للتعبير عن قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، ولتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات تم الاعتماد على العديد من الأساليب الإحصائية المناسبة باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار رقم 22، وتمثلت هذه الاختبارات في معاملات الارتباط لتحديد العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، تحليل الانحدار الخطي المتعدد باستخدام طريقة (STEPWISE) الانحدار المتعدد التدريجي الذي يظهر فقط المتغيرات المستقلة المؤثرة معنوياً على المتغير التابع في معادلة النموذج الخطي المتعدد، اختبار ستودنت (T) لدراسة الدلالة الإحصائية لكل متغير من المتغيرات المستقلة على حدة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، اختبار فيشر (F) لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في نموذج الخطي المتعدد.

وخلصت الدراسة أنه يوجد دور للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)، وظهرت النتائج أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين كل من نسب النشاط ونسب المديونية ونسب الربحية كمتغيرات مستقلة وقرارات الاستثمار كمتغير تابع في نموذج الانحدار الخطي البسيط، وبين تحليل الانحدار الخطي المتعدد باستخدام طريقة (STEPWISE)، أن المتغيرات المستقلة المؤثرة معنوياً على المتغير التابع في معادلة النموذج الخطي المتعدد هي معدل دوران المخزون ومعدل الربح إلى إجمالي المبيعات.

الكلمات المفتاحية: تحليل المالي، نسب المالية، الاستثمار، قرارات الاستثمار، محفظة الاستثمارية.

Résumé

À travers cette étude, nous avons cherché à utiliser les informations disponibles sur le rôle de l'analyse financière dans la prise de décisions d'investissement, Une étude de cas de l'entreprise des Ciments et Dérives d'Ech - cheliff (E.C.D.E) au cours de la période (2000-2019), Cela se fait par l'application de l'analyse horizontale, de l'analyse verticale et des ratios financiers. L'objectif général de cette analyse est de connaître la situation financière de l'entreprise des Ciments et Dérives d'Ech - cheliff (E.C.D.E).

Pour tester les hypothèses présentées, les ratios financiers de ces listes ont été calculés et les valeurs des données ont été extraites en fonction des variables de l'étude au cours de la période (2000-2018), et 11 ratios exprimant l'analyse financière ont été adoptés, Ces ratios étaient les ratios de liquidité, les ratios d'activité, les ratios d'endettement, les ratios de rentabilité, comme cela a été fait S'appuyer sur le résultat net pour exprimer les décisions d'investissement dans l'entreprise des Ciments et Dérives d'Ech - cheliff (E.C.D.E), et pour atteindre les objectifs de l'étude et de l'analyse des données Plusieurs méthodes statistiques appropriées ont été adoptées en utilisant le progiciel statistique pour les sciences sociales (SPSS) version n ° 22, et ces tests consistaient en des transactions Corrélation pour déterminer la relation entre la variable dépendante et les variables indépendantes, Analyse de la régression linéaire multiple en utilisant la régression (Étape par étape) qui montre uniquement les variables indépendantes qui affectent significativement la variable dépendante dans l'équation du modèle linéaire multiple, Test (T) pour étudier la signification statistique de chacune des variables indépendantes sur Netteté dans le modèle de régression linéaire multiple, Test de Fisher (F) pour étudier la relation entre la variable dépendante et les variables indépendantes dans le modèle linéaire multiple.

L'étude a conclu que l'analyse financière a un rôle à jouer dans la prise de décisions d'investissement dans l'entreprise des Ciments et Dérives d'Ech - cheliff (E.C.D.E) au cours de la période (2000-2018), et les résultats ont montré qu'il existe un effet statistiquement significatif entre chacun des ratios d'activité, les ratios d'endettement et les ratios de rentabilité en tant que variables indépendantes et les décisions d'investissement en tant que variable dépendante dans le modèle de régression La linéarité simple et l'analyse de régression linéaire multiple utilisant la méthode (Étape par étape) indiquent que les variables indépendantes qui ont affecté de manière significative la variable dépendante dans l'équation du modèle linéaire multiple sont le taux de rotation des stocks et le taux de profit par rapport aux ventes totales.

Mots clés: analyse financière, ratios financiers, investissement, décisions d'investissement, portefeuille d'investissement.

Summary

Through this study, we sought to use the information available on the role of financial analysis in making investment decisions, A case study of the Ciments et Dérives d'Ech - cheliff (ECDE) company During the period (2000-2019), This is done through the application of horizontal analysis, vertical analysis and financial ratios. The general objective of this analysis is to know the financial situation of the Ech - cheliff Cements and Drifts company (ECDE).

To test the hypotheses presented, the financial ratios of these lists were calculated and the data values were extracted according to the variables of the study during the period (2000-2018), and 11 ratios expressing the financial analysis were adopted, These ratios were liquidity ratios, activity ratios, debt ratios, profitability ratios, as has been done Rely on bottom line to express investment decisions in the Ciments et Dérives d'Ech-cheliff (ECDE), and to achieve the objectives of the study and data analysis Several appropriate statistical methods have been adopted using the statistical package for the social sciences (SPSS) version 22, and these tests consisted of Correlation transactions to determine the relationship between the dependent variable and the independent variables, Multiple linear regression analysis using regression (STEPWISE) which shows only the independent variables that significantly affect the dependent variable in the multiple linear model equation, Test (T) to study the statistical significance of each of the independent variables on Sharpness in the multiple linear regression model, Test of Fisher (F) to study the relationship between the dependent variable and the independent variables in the multiple linear model.

The study concluded that financial analysis has a role to play in making investment decisions in the Ciments et Dérives d'Ech - cheliff (ECDE) business during the period (2000-2018), and the results showed that there is a statistically significant effect between each of the activity ratios, the debt ratios and profitability ratios as independent variables and investment decisions as a dependent variable in the model linearity Simple linearity and multiple linear regression analysis using the (STEPWISE) method indicate that the independent variables that significantly affected the dependent variable in the multiple linear model equation are the inventory turnover rate and the rate of profit over total sales.

Keywords: financial analysis, financial ratios, investment, investment decisions, investment portfolio.

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	قوائم التغير (الزيادة والنقص)	48
2	تحليل القوائم باستخدام الأرقام القياسية	49
3	نسب السيولة	53
4	نسب النشاط	53
5	نسب التمويل (الهيكل المالي)	55
6	نسب الربحية	56
7	نسب السوق	57
8	حالات رأس المال العامل الصافي	63
9	حالات رأس المال العامل الخاص	64
10	حالات احتياج رأس المال العامل (BFR)	67
11	عرض حالات الخزينة (TR)	68
12	كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة	192
13	نموذج للوحة القيادة المالية	211
14	تطور رأس المال الاجتماعي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته	224
15	مساهمة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في المؤسسات الأخرى	224
16	المواد الأولية المستعملة في صناعة الاسمنت	227
17	تطور عدد عمال مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018)	237
18	تطور الطاقة الإنتاجية لمؤسسة ECDE للفترة (2000-2018)	238
19	حجم مبيعات مؤسسة ECDE للفترة (2000-2018)	240
20	الميزانية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018)	244
21	حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018)	250
22	نتائج التحليل الأفقي للميزانية المالية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	253
23	نتائج التحليل الأفقي لحساب النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	256
24	نتائج التحليل العمودي لميزانيات مؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	258
25	نتائج التحليل العمودي لحساب النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	261
26	التحليل المالي باستخدام نسب السيولة لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	262

263	التحليل المالي باستخدام نسب النشاط لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	27
264	التحليل المالي باستخدام نسب التمويل لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	28
266	التحليل المالي باستخدام نسب الربحية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	29
267	التحليل المالي باستخدام مؤشرات (FR) لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	30
268	التحليل المالي باستخدام مؤشرات (BFR) لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	31
269	التحليل المالي باستخدام مؤشرات (T) لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)	32
273	البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة للفترة (2000-2018)	33
274	الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة	34
275	معاملات الارتباط لنسبة السيولة المتداولة	35
276	معاملات الارتباط لنسبة السيولة النقدية	36
277	معاملات الارتباط لمعدل دوران إجمالي الأصول	37
277	معاملات الارتباط لمعدل دوران الأصول الثابتة	38
278	معاملات الارتباط لمعدل دوران المخزون	39
278	معاملات الارتباط لمعدل دوران الذمم المدينة	40
279	معاملات الارتباط لنسبة المديونية	41
280	معاملات الارتباط لنسبة المديونية إلى حقوق الملكية	42
281	معاملات الارتباط لمعدل الربح إلى إجمالي المبيعات	43
282	معاملات الارتباط لمعدل العائد على الاستثمار	44
282	معاملات الارتباط لمعدل العائد إلى حقوق الملكية	45
283	المعالم الإحصائية لانحدار الخطي المتعدد	46

فهرس الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	المخطط الاجرائي للدراسة	و
2	المدخل القديم للتحليل المالي	12
3	المدخل المعاصر للتحليل المالي	12
4	مستخدمي التحليل المالي	16
5	أهداف القوائم المالية	26
6	الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة لعرض جدول تدفقات الخزينة	41
7	نموذج دبيونت في التحليل المالي	60
8	آليات التوازن المالي	61
9	ماهية الاستثمار	77
10	أنواع الاستثمار	89
11	نموذج المحفظة الاستثمارية	92
12	أهداف المحفظة الاستثمارية	96
13	أنواع القرارات الاستثمارية	107
14	المراحل التي تسبق اتخاذ القرار الاستثماري	113
15	أنواع أسواق الاستثمار	127
16	هيكل أسواق النقد	129
17	هيكل سوق رأس المال	132
18	الأدوات المالية المتداولة في أسواق النقد	136
19	الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال	138
20	معايير بطاقة الأداء المتوازن	206
21	مساهمة صناديق المساهمة في رأس مال مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف	223
22	التمثيل البياني لمساهمة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في الشركات الأخرى	225
23	نسبة مساهمة المواد الأولية في صناعة الاسمنت	229
24	مراحل إنتاج الاسمنت	230
25	الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE)	233
26	منحني تطور عدد عمال مؤسسة (ECDE) للفترة (2000-2018)	237
27	تطور الطاقة الإنتاجية لمؤسسة (ECDE) للفترة (2000-2018)	239

240	التمثيل البياني لتطور مبيعات مؤسسة (ECDE) للفترة (2018-2000)	28
248	تطور حجم الأصول لمؤسسة (ECDE) للفترة (2018-2014)	29
249	تطور حجم الخصوم لمؤسسة (ECDE) للفترة (2018-2014)	30
252	تطور النتيجة الصافية لمؤسسة (ECDE) للفترة (2018-2014)	31

فهرس الملاحق

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
313	الميزانية	1
315	حساب النتيجة حسب الطبيعة وفق النظام المحاسبي المالي SCF	2
316	حساب النتيجة حسب الوظيفة	3
317	جدول تغيرات الأموال الخاصة	4
318	جدول سيولة الخزينة (طريقة المباشرة)	5
319	جدول سيولة الخزينة (طريقة غير المباشرة)	6
320	الجدول المدرجة في ملحق الكشوف المالية	7
334-323	مخرجات برنامج spss	19-8

فهرس الدراسة

الصفحة	المحتويات
	البسمة
	الإهداء
	كلمة شكر وتقدير
	الملخص
	قائمة الجداول
	قائمة الأشكال
	فهرس المحتويات
	قائمة الملاحق
أ-ع	المقدمة العامة
73-01	الفصل الأول: التحليل المالي
02	تمهيد الفصل الأول
03	المبحث الأول: الإطار العام للتحليل المالي
03	المطلب الأول: مفهوم التحليل المالي
08	المطلب الثاني: مراجعة تاريخية للتحليل المالي
13	المطلب الثالث: الأطراف المستفيدة من التحليل المالي
18	المطلب الرابع: معايير ومصادر التحليل المالي
21	المطلب الخامس: المحلل المالي
23	المبحث الثاني: القوائم المالية المستخدمة في التحليل المالي
23	المطلب الأول: قواعد إعداد القوائم المالية
28	المطلب الثاني: الميزانية
33	المطلب الثالث: حساب النتيجة
37	المطلب الرابع: جدول تدفقات الخزينة
42	المطلب الخامس: جدول حركة رؤوس الأموال الخاصة وملحق الكشوف المالية
46	المبحث الثالث: الأساليب المستخدمة في التحليل المالي
46	المطلب الأول: أسلوب التحليل المالي الأفقي
49	المطلب الثاني: أسلوب التحليل المالي الرأسي

51	المطلب الثالث: أسلوب التحليل المالي باستخدام النسب المالية
61	المطلب الرابع: أسلوب التحليل المالي باستخدام المؤشرات المالية
69	المطلب الخامس: الأساليب الإحصائية والرياضية المستخدمة في التحليل المالي
73	خاتمة الفصل الأول
147-74	الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة
75	تمهيد الفصل الثاني
76	المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار
76	المطلب الأول : ماهية الاستثمار
79	المطلب الثاني : أهداف الاستثمار ومخاطره
83	المطلب الثالث : محددات وظوابط الاستثمار
84	المطلب الرابع: تصنيف الاستثمار وأدواته
91	المطلب الخامس: المحفظة الاستثمارية
97	المبحث الثاني: ماهية القرار الاستثماري
97	المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري وخصائصه
101	المطلب الثاني: مبادئ ومقومات القرار الاستثماري
104	المطلب الثالث: أصناف القرارات الاستثمارية
108	المطلب الرابع: مراحل اتخاذ القرارات الاستثمارية والعوامل المؤثرة فيها
117	المطلب الخامس: أنواع المعلومات المستخدمة في اتخاذ القرار الاستثماري ومصادرها
121	المبحث الثالث: أسواق ومؤسسات الاستثمار
121	المطلب الأول: ماهية أسواق الاستثمار
126	المطلب الثاني: أنواع أسواق الاستثمار
132	المطلب الثالث: خصائص ووظائف أسواق الاستثمار
135	المطلب الرابع: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الاستثمار
143	المطلب الخامس: السوق الاستثماري الكفاء
147	خاتمة الفصل الثاني
219-148	الفصل الثالث: استخدام التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار
149	تمهيد الفصل الثالث
150	المبحث الأول: معايير تقييم قرارات الاستثمار الحقيقية
150	المطلب الأول : معيار فترة الاسترداد (DR)

153	المطلب الثاني : معيار معدل المتوسط للعائد (TMR)
156	المطلب الثالث : معيار صافي القيمة الحالية (VAN)
161	المطلب الرابع: مؤشر الربحية (IP)
164	المطلب الخامس: معيار معدل العائد الداخلي (TRI)
168	المبحث الثاني: معايير تقييم قرارات الاستثمار المالية
168	المطلب الأول: معايير تقييم قرارات الاستثمار في الأسهم العادية
174	المطلب الثاني: معايير تقييم قرارات الاستثمار في الأسهم الممتازة
175	المطلب الثالث: معايير تقييم قرارات الاستثمار في السندات
179	المطلب الرابع: معايير تقييم قرارات الاستثمار في المشتقات المالية
185	المطلب الخامس: معايير تقييم قرارات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية
190	المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة لتحليل المالي ودورها في تقييم قرارات الاستثمار
191	المطلب الأول: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)
197	المطلب الثاني: مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)
200	المطلب الثالث: يطاقاة الأداء المتوازن
207	المطلب الرابع: لوحة القيادة المالية
214	المطلب الخامس: مؤشرات أخرى لتقييم الأداء
219	خاتمة الفصل الثالث
284-220	الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)
221	تمهيد الفصل الرابع
222	المبحث الأول: عرض عام لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
222	المطلب الأول: تقديم مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
226	المطلب الثاني: طبيعة نشاط مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
232	المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
236	المطلب الرابع: إمكانيات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
241	المطلب الخامس: نظام المعلومات المحاسبي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
243	المبحث الثاني: التحليل المالي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
243	المطلب الأول: عرض القوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
252	المطلب الثاني: التحليل المالي الأفقي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
257	المطلب الثالث: التحليل المالي العمودي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

262	المطلب الرابع: التحليل المالي باستخدام النسب المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
267	المطلب الخامس: التحليل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف
269	المبحث الثالث: التحليل الاحصائي لنتائج الدراسة التطبيقية
269	المطلب الأول: منهجية الدراسة
271	المطلب الثاني: التحليل الاحصائي لمتغيرات الدراسة
274	المطلب الثالث: مناقشة وتحليل الفرضيات
285	خاتمة الفصل الرابع
293-286	الخاتمة العامة
311-294	قائمة المصادر والمراجع
334-312	الملاحق

المقدمة العامة

مقدمة

إن مطلع الثلاثينات من القرن الماضي وبالتحديد في فترة الكساد الكبير الذي ساد الولايات المتحدة الأمريكية هي بداية التحولات الاقتصادية وذلك بما أفرزته من إفلاس لشركات كثيرة في العالم بسبب الغش والخداع، حيث أن غالبية الشركات التي أعلنت إفلاسها كان بسبب وضع السيولة لديها لأنها لم تستطع تسديد التزاماتها المالية عند تاريخ استحقاقها، ومنذ تلك الفترة أصبح إلزاماً على الشركات نشر المعلومات والبيانات عن القوائم المالية، وهكذا تم ظهور وظيفة جديدة للإدارة المالية هي " وظيفة التحليل المالي".

يعتبر التحليل المالي أداة لتشخيص الوضعية المالية للمؤسسة من خلال تحويل الكم الهائل من البيانات المالية التاريخية المدونة بالقوائم المالية إلى كم أقل من المعلومات أكثر فائدة لعملية اتخاذ القرارات، ومن خلاله أيضاً يمكن التأكد من مؤشرات الأداء الرئيسية مثل السيولة والربحية وكفاءة عملية الكيان، أما السيولة فهي تعبر عن قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها، والربحية تعبر عن الأداء السابق والوضع الحالي للمؤسسة، أما كفاءة عملية الكيان فتتمثل في بقاء التكلفة في حدودها الدنيا والأرباح في حدودها القصوى، ولم يعد التحليل المالي يقتصر على استخدام البيانات المحاسبية للكيان فقط بل يستخدم بيانات خارجية تتعلق بالوحدة.

إن نجاح المشروع الاستثماري يتوقف إلى حد كبير على مدى سلامة القرارات الاستثمارية المتخذة ويرجع هذا إلى أن القرارات الاستثمارية تتميز عن القرارات التشغيلية بمجموعة من الخصائص التي تجعلها أكثر خطورة فالقرارات الاستثمارية يترتب عليها مجموعة من الأعباء الثابتة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها إذا ما تبين عدم سلامة هذه القرارات، وهنا تظهر أهمية التحليل المالي الذي يعتبر من أهم الأدوات التي يستعين بها متخذو القرارات في اكتشاف الفرص الاستثمارية الجديدة وتشخيص الحالة المالية للمؤسسة وتحديد الاحتياجات المالية وتقييم الأداء المالي للمؤسسة، حيث أصبح هذا الأخير يساهم بشكل فعال في تفسير مجريات الأحداث وصياغة التوصيات لمستخدمي المعلومات لاتخاذ القرارات المناسبة، وبما أن الأداء الاستثماري هو أحد العوامل التي تحقق نجاحاً للمؤسسة فمن المناسب أن تكون قرارات الاستثمار مستحقة إلى أقصى درجة من اليقين، حيث تعتمد قرارات الاستثمار على الاعتماد على قيمة المعلومات الأساسية التي تشكل مصدر ذلك القرار الاستثماري، مما يتطلب بالضرورة

تكوين رأي عن الوضع المالي للمنشأة بناءً على تحليل بياناتها المالية من خلال استعمال مجموعة متنوعة من التقنيات والأساليب.

1. مشكلة الدراسة

تركز المؤلفات السابقة على ضرورة أخذ المنظور المالي وغير المالي في الاعتبار عند النظر في قرارات الاستثمار، كما تعتبر طبيعة وبنية المعلومات المالية ونوع المعلومات المتاحة أدوات داعمة لقرارات الاستثمار ويعتقد على نطاق واسع أن قرارات الاستثمار هي نتاج العديد من المتغيرات مثل خصائص السوق، العائد والمخاطر، المعلومات المحاسبية والبيانات المالية التي توفرها المؤسسة... إلخ.

ومن أجل ما سبق قمنا بهذه الدراسة التي بين أيدينا والمتمثلة في " دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار من خلال دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)"، محاولاً من خلالها معرفة ما إذا كان هناك للتحليل المالي دور في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، وذلك من خلال طرح الإشكالية الآتية:

هل للتحليل المالي دور في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؟

ويندرج تحت هذا التساؤل الرئيسي مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

- هل حساب نسب السيولة لها تأثير على قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته خلال الفترة (2000-2018)؟

- هل حساب نسب النشاط لها تأثير على قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؟

- هل حساب نسب المديونية لها تأثير على قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؟

- هل تقييم ربحية المؤسسة لها تأثير على قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؟

2. فرضيات الدراسة

رغبة منا في حصر الإجابة عن التساؤلات الفرعية من منظور الإشكالية المطروحة، فإنه يتوجب علينا إعطاء رد أولي عن تلك التساؤلات من خلال تبني فرضيات تعكس قناعتنا من منظور احتمالي مرتفع ولهذا قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

الفرضيات الفرعية: لغرض تحليل العلاقة بين التحليل المالي وقرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018) تم صياغة الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب السيولة في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب النشاط في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب المديونية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب الربحية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

3. أهمية الدراسة

تكمن أهمية دراسة هذا الموضوع في الأهمية البالغة للتحليل المالي الذي يعتبر من أهم الوسائل الحديثة في اتخاذ القرارات في المؤسسة، حيث أن كل من لديهم صلة بالمؤسسة سواء الملاك، أو المقرضون، أو المسكرون أو المستثمرون.... (الخ) يعتمدون بشكل كبير على نتائج التحليل المالي للقوائم المالية للمؤسسة عند فترة محددة أو عدة فترات، لاتخاذ القرارات الملائمة.

4. أهداف الدراسة

تتجسد أهداف الدراسة في:

الهدف العام من الدراسة: إن الهدف العام من هذه الدراسة هو معرفة دور التحليل المالي باستخدام أدواته المختلفة في اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية وذلك من خلال دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف؛

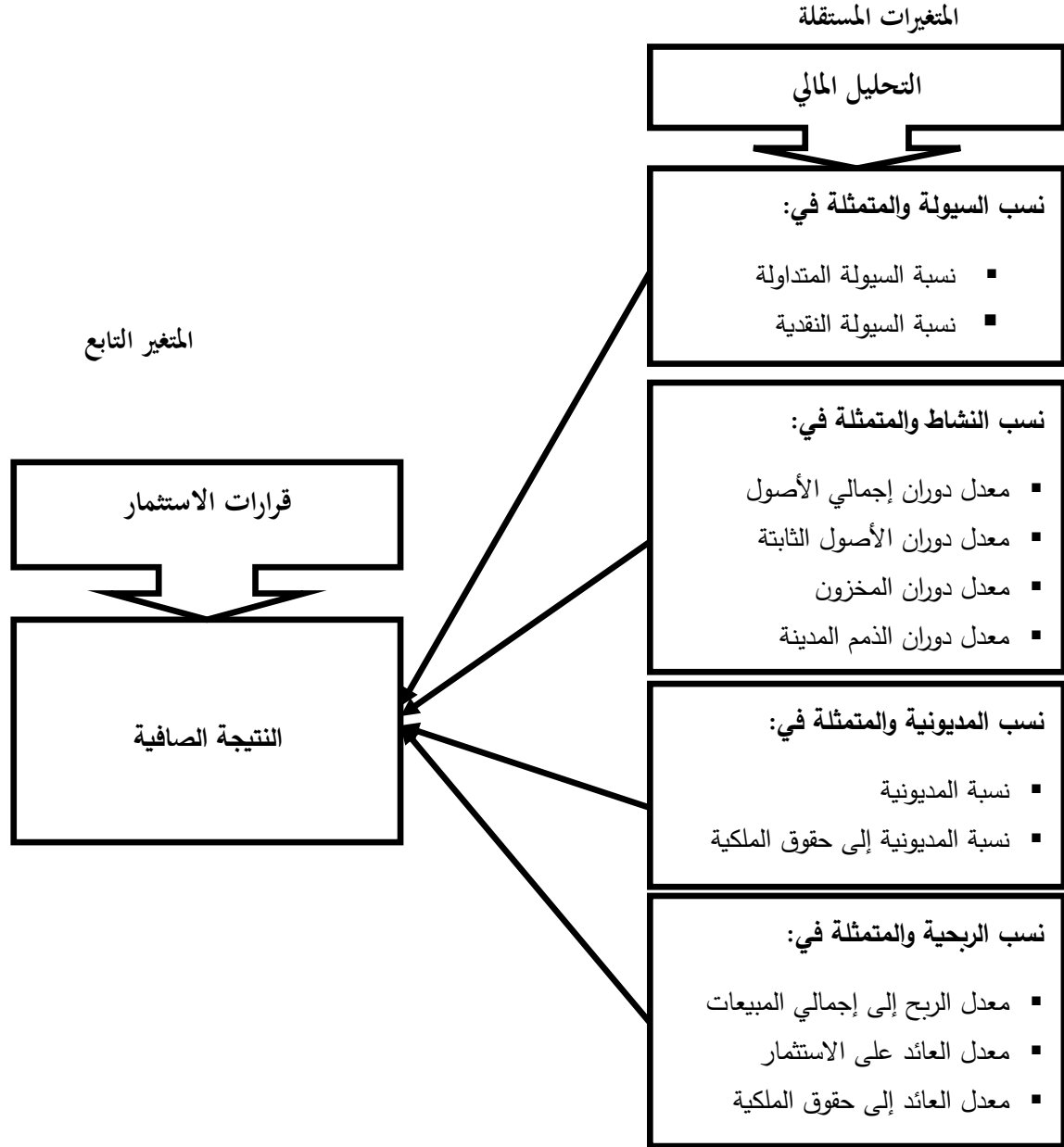
أهداف محددة: وتتمثل في ما يلي:

- تحليل تأثير التحليل المالي باستخدام نسب السيولة على اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته؛
- تحليل تأثير التحليل المالي باستخدام نسب النشاط على اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف؛
- تحديد أثر التحليل المالي باستخدام نسب المديونية على اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف؛
- معرفة تأثير التحليل المالي باستخدام نسب الربحية على اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف؛

5. المخطط الإجرائي للدراسة

من أجل اختبار فرضيات الدراسة تم تصميم النموذج التالي:

الشكل رقم (1) المخطط الإجرائي للدراسة



المصدر: من اعداد الطالب بالاعتماد علي: ¹(THEOGENE & MULEGI & HOSEE, 2014)

ويتبين من المخطط أنه يشمل متغيرين رئيسيين هما:

¹:HABIMAMA THEOGENE, TOM MULEGI, NIYOMPANO HOSEE, "THE CONTRIBUTION OF FINANCIAL RATIOS ANALYSIS ON EFFECTIVE DECISION MAKING IN COMMERCIAL BANKS", International Journal of Management and Applied Science, Volume 3, 2017, p. 36.

- المتغير المستقل: ويتمثل في التحليل المالي الذي تتفرع عنه متغيرات أخرى وتتمثل في: نسب السيولة، نسب النشاط، نسب المديونية، نسب الربحية؛

- المتغير التابع: ويتمثل في قرارات الاستثمار ويعبر عنه بالنتيجة الصافية؛

6. المنهج المستخدم في الدراسة

من أجل دراسة إشكالية موضوع بحثنا والإجابة على الأسئلة المطروحة واختبار الفرضيات المعتمدة وللوصول إلى الأهداف المرجوة من الدراسة، سيتم معالجة الدراسة بإتباع المنهج الوصفي التحليلي لكونه أسلوب من أساليب التحليل المرتكز على معلومات كافية ودقيقة عن ظاهرة أو موضوع محدد خلال فترة أو فترات زمنية معلومة.

سنعتمد في الجانب النظري من هذه الدراسة على المنهج الوصفي من خلال الدراسات المسحية حيث سيتم إجراء المسح المكتبي للإطلاع على البحوث النظرية والدراسات الميدانية لعرض مختلف المفاهيم التي تخص التحليل المالي وقرارات الاستثمارية.

أما الجانب التطبيقي فسيتم الاعتماد على منهج دراسة حالة من خلال تحليل البيانات واستخدام الطرق الإحصائية المناسبة لمعالجتها واستيضاح العلاقات بين المتغيرات.

7. أدوات الدراسة

سنعتمد في بحثنا هذا على المسح المكتبي والمتمثل في الكتب والمذكرات والمجلات العلمية بالإضافة إلى المواقع الإلكترونية كما سيتم الاعتماد في دراسة الحالة على البيانات المتوفرة في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، وسيتم اختبار الفرضيات بالاعتماد على مجموعة من الاختبارات باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS).

8. حدود البحث

تكمن حدود البحث فيما يلي:

- الإطار الزمني: يمكن حصر الحدود الزمنية للدراسة (2000-2018)؛

- لإطار المكاني: ستم دراسة الحالة على مستوى مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف؛

9. التعريفات الإجرائية

بناء على النموذج الواضح في الشكل رقم (1) أعلاه، سيتم استخدام الوكلاء التاليين لتمثيل المتغيرات المختلفة؛

- **نسبة السيولة:** نسبة السيولة هي فئة من المقاييس المالية التي تستخدم لتحديد قدرة الشركة على سداد التزامات الديون قصيرة الأجل الخاصة بها، والمعبر عنها في هذه الدراسة بنسبة السيولة المتداولة ونسبة السيولة النقدية؛

- **نسب النشاط:** تهتم هذه النسب في العموم بمدى فاعلية وكفاءة المنشأة في استخدام الموارد المالية المتاحة لديها، ويعني مصطلح استخدام الموارد هنا بأوجه استثمارها والتي غالباً ما تكون متمثلة في أصول المتداولة والثابتة، وبالتالي تهدف هذه النسب إلى قياس كفاءة وفاعلية الشركة في الاستثمار الأمثل لأصولها، والمعبر عنها في هذه الدراسة بمعدل دوران إجمالي الأصول ومعدل دوران الأصول الثابتة ومعدل دوران المخزون ومعدل دوران الذمم المدينة؛

- **نسبة المديونية:** تشير هذه النسبة إلى كمية أموال الغير لدي الشركة والتي استفادة منها في محاولتها لتحقيق الأرباح، كذلك يلقي التمويل طويل الأجل (الديون طويلة الأجل) اهتمام كبير لدى المحلل المالي حيث يلزم ذلك الشركة بسداد فوائد خلال فترة طويلة الأجل وكذلك إعادة تسديد قيمة القرض وطالما حقوق الدائنين يجب الوفاء بها أولاً قبل إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم، فإن الملاك الحاليين وكذلك المرتقبين يولون اهتمام كبير بمدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها في مواعيدها وفقاً لشروط الاقتراض، والمعبر عنها في هذه الدراسة بنسبة المديونية ونسبة المديونية إلى حقوق الملكية؛

- **نسب الربحية:** تقيس كفاءة التشغيل والقدرة على ضمان عائد مناسب للمساهمين، بمعنى آخر، يتم استخدامها لتقييم فعالية الإدارة الكلية وكفاءتها في تحقيق الربح من المبيعات وإجمالي الأصول وحقوق الملكية للمالكين، تساعد نسب الربحية في قياس مدى إدارة الشركة لنفقاتها، والمعبر عنها بمعدل الربح إلى إجمالي المبيعات ومعدل العائد على الاستثمار ومعدل العائد إلى حقوق الملكية؛

10. الدراسات السابقة

لقي موضوع دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار اهتماماً كبيراً من طرف العديد من الباحثين حيث توجد العديد من الدراسات التي تناولت هذا الموضوع.

أولاً: الدراسات باللغة العربية:

1. دراسة (روتال عبد القادر، 2018)¹، القوائم المالية ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية المالية في الجزائر.

انطلق الباحث من إشكالية كيف تساهم القوائم المالية المعدة على أساس معايير المحاسبية الدولية في ترشيد قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية في الجزائر، وللإجابة على التساؤل الوارد في الإشكالية اعتمد الباحث على الأسلوب الوصفي التحليلي في فصوله النظرية القائم على جمع المعلومات المرتبطة بالموضوع محل الدراسة، بينما تم الاعتماد في الفصل التطبيقي على استبيان تم تحليله باستخدام البرنامج الاحصائي SPSS 20 وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكر منها:

- القوائم المالية المعدة وفق معايير المحاسبة الدولية تلعب دوراً هاماً في ترشيد قرارات الاستثمار، وذلك من خلال الدور الهام الذي تلعبه القوائم المالية في توفير معلومات محاسبية تتمتع بالثقة والمصدقية وفي الوقت المناسب الذي يعتبر من أبرز احتياجات المستثمرين؛

- أن الثقة والمصدقية في القوائم المالية تعد أهم متطلبات المستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية؛

2. دراسة (محمد الحافظ عيشوش، 2017)²، دور التشخيص المالي والاقتصادي في اتخاذ القرارات الاستثمارية، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة الأدوية صيدال.

صاغ الباحث إشكالية بحثه على الشكل التالي: كيف يساهم التشخيص المالي والاقتصادي في اتخاذ القرارات الاستثمارية؟، تطرق الباحث في الجانب النظري من الدراسة لأهم الأدوات المساعدة في اتخاذ القرارات الاستثمارية انطلاقاً من القوائم المالية التي اعتبرها المادة الخام في معرفة الوضعية المالية ثم تطرق إلى التشخيص الاقتصادي من خلال المعرفة الجيدة لمحيط المؤسسة، أما في الجانب التطبيقي

¹: روتال عبد القادر، "القوائم المالية ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية المالية في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 03، 2018/2017.

²: محمد الحافظ عيشوش، "دور التشخيص المالي والاقتصادي في اتخاذ قرارات الاستثمار دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة الأدوية صيدال"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة بسكرة، 2017/2016.

من الدراسة قام الباحث بتحليل وتشخيص الوضعية المالية والاقتصادية لمجمع صيدال للفترة (2012-2015) وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكر منها:

- أن التشخيص المالي يوفر معلومات للوضعية المالية للمؤسسة معتمداً على مخرجات النظام المحاسبي التي تشكل القاعدة الأساسية لمدخلات التحليل المالي؛

- استعمال نسب السيولة يمكن من معرفة مقدرة المؤسسة في مواجهة التزاماتها المالية القصيرة الأجل؛

- نسب الربحية تعتبر من المؤشرات التي يعتمد عليها المحللون الماليون لأنها تمكن المستثمرين من معرفة مدى نجاح المؤسسة في إدارة الأصول بكفاءة؛

- ان دراسة النسب المالية مجمعة تخلق نظاما للمعلومات يساعد على التعرف على نواحي القوة والضعف في المؤسسة الاقتصادية محل الدراسة؛

3. دراسة (اميرة دباش، فريد خميلي، 2017)¹، مساهمة القوائم المالية في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر.

جاءت هذه الدراسة للتعرف على مساهمة القوائم المالية في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية اعتمد الباحثان على عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر لإجراء دراسة إحصائية حول آراء العينة من خلال استخدام أداة الاستمارة لجمع المعلومات ومعالجتها ببرنامج التحليل الإحصائي (spss)، حيث تم اختبار فرضيات الدراسة باستخدام معامل الانحدار، معامل الارتباط ومعامل التحديد.

وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج نذكر منها:

- أنه يوجد دور إيجابي ذو دلالة إحصائية بين القوائم المالية واتخاذ قرارات الاستثمار، واعتبرت الدراسة أن القوائم المالية من أهم مصادر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرين في اتخاذ قراراتهم؛

- لابد من توفير المعلومات الدقيقة حول البدائل المتاحة للقرار الاستثماري لتحقيق جودة أكبر للقرار الاستثماري وإيصال المعلومات المحاسبية في الوقت المناسب هذا ما سيزيد من اتخاذ القرار المناسب للإفصاح الكامل والجيد لتمكين المستثمرين والمديرين الماليين والمساهمين في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة؛

¹: أميرة دباش، فريد خميلي، "مساهمة القوائم المالية في اتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر"، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد الثالث 2017.

4. دراسة (بن يوسف مريم، 2014)¹، التحليل المالي ودوره في اتخاذ القرارات المالية - دراسة تطبيقية للتحليل المالي على مؤسسة جزائرية.

تمثلت إشكالية الدراسة في ما هو دور التحليل المالي في اتخاذ القرارات المالية؟ تطرقت الباحثة في الجانب النظري إلى الوظيفة المالية في المؤسسة واتخاذ القرارات المالية بالإضافة إلى إعداد وعرض القوائم المالية والمعلومات التي تحتويها لاستخدامها كقاعدة للتحليل المالي، أما الجانب التطبيقي فهو عبارة عن دراسة تطبيقية للتحليل المالي للقوائم المالية في مؤسسة "أي أن سي" رويال، حيث استعملت الباحثة الطرق والنماذج المعاصرة لتحليل القوائم المالية كطريقة كونان وهولدر (CONAN et HOLDER) ونموذج ألتمان (ALTMAN) وطريقة كيدا (KIDA) لتشخيص وضعية المؤسسة لدورتين 2010 و2011. وكننتيجة لهذه الدراسة التي قامت بها الباحثة توصلت إلى أن التحليل المالي أداة جد فعالة لكشف

وتشخيص وضعية المؤسسات كما له دور مهم في ترشيد قراراتها من خلال التفسيرات التي يعطيها.

5. دراسة (وليد أحمد صافي، 2014)²، أهمية النسب المالية كأداة لاتخاذ القرارات الاستثمارية - دراسة تطبيقية على عينة من المدراء الماليين في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان لأوراق المالية-.

أنطلق الباحث من صياغة إشكالية بحثه على النحو الآتي: ما هي النسب المالية التي تحتاجها الإدارة في القرارات الاستثمارية؟ وهل يتم إعداد هذه النسب بما يتناسب وحاجات الإدارة في اتخاذ القرارات الاستثمارية؟ اختار الباحث عينة عشوائية بلغت 80 شركة، بهدف تحديد العلاقة بين أدوات التحليل المالي وعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

- بينت نتائج البحث أن المدراء الماليين يعتمدون بشكل أساسي على نسب التحليل المالي كوسيلة لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية والتوسعية؛
- كما بينت أن النسب المالية تؤثر في زيادة فاعلية القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية؛
- إن التحليل المالي يوفر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية؛

¹: بن يوسف مريم، "التحليل المالي ودوره في اتخاذ القرارات المالية - دراسة تطبيقية للتحليل المالي على مؤسسة جزائرية-"،

مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة البليدة 02، 2015.

²: وليد أحمد صافي، "أهمية النسب المالية كأداة لاتخاذ القرارات الاستثمارية - دراسة تطبيقية على عينة من المدراء الماليين في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية-"، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة، العدد 11، 2014.

ثانيا: الدراسات باللغة الأجنبية:

1. Etude (HABIMANA THEOGENE, TOM MULEGI, NIYOMPONHO HOSEE, 2017)¹, THE CONTRIBUTION OF FINANCIAL RATIOS ANALYSIS ON EFFECTIVE DECISION MAKING IN COMMERCIAL BANKS.

كان الهدف العام من هذه الدراسة هو مساهمة تحليل النسب المالية في اتخاذ القرارات الفعالة في البنوك التجارية، وكانت الأهداف المحددة تحليل مساهمة نسبة السيولة في صنع القرار الفعال، تحديد تأثير نسبة الكفاءة على اتخاذ القرار الفعال في البنوك التجارية، تقييم دور تحليل نسبة الربحية في اتخاذ القرار وكانت عينة الدراسة تتألف من 139 موظف من بنك الكويت، استخدم الباحث تحليل الانحدار لإنشاء علاقة بين متغيرات الدراسة باستخدام برنامج (spss) الإصدار 16.

كانت نتائج الدراسة أن نسبة الكفاءة ونسبة جودة الأصول لهما تأثير إيجابي على اتخاذ القرارات الفعالة في بنك الكويتي، وأوصي الباحث متخذو القرارات في البنوك التجارية للتركيز على تحليل النسب المالية واعتبرها من بين أفضل الأدوات لصنع القرار في البنوك التجارية.

2. Etude (Mukarushema Vestine, Julius Warren Kule, Mbabazi Mbabazize, 2016)², EFFECT OF FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS ON INVESTMENT DECISION MAKING . A CASE OF BANK OF KIGALI.

تمثلت إشكالية الدراسة في استخدام المستثمرين للنسب المالية لتحليل الأداء المالي للشركة قبل القيام بالاستثمار، وكان الهدف العام من هذه الدراسة هو التأكد من دور البيانات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، استخدم الباحث البيانات الثانوية من عشر سنوات للقوائم المالية للبنك، واعتمد في اختبار الفرضيات على طريقة المربعات الصغرى العادية لتحديد الانحدار، وخلص الباحث:

- أن النسب المالية تكشف عن كيفية تمويل الشركة وكيفية استخدامها لمواردها وقدرتها على سداد ديونها وقدرتها على تحقيق الربح؛

¹ : HABIMANA THEOGENE , TOM MULEGI , NIYOMPANO HOSEE, " THE CONTRIBUTION OF FINANCIAL RATIOS ANALYSIS ON EFFECTIVE DECISION MAKING IN COMMERCIAL BANKS " , op,cit.

² : Mukarushema Vestine, Julius Warren Kule, "EFFECT OF FINANCIAL STATEMENT ANALYSIS ON INVESTMENT DECISION MAKING . ACAS OF BANK OF KIGALI " , European journal of Business and Social sciences, Vol . 5, N°.06, 2016.

- تقدم النسب لمحة عن موقف الشركة في وقت معين وهي أكثر فائدة عند مقارنتها عبر الفترات الزمنية وعند مقارنة الشركات في نفس الصناعة؛
- أن استخدام المؤشرات المالية له تأثير إيجابي كبير على الاستثمار الذي يتخذه المستثمرين، كما تلعب المؤشرات المالية المتمثلة في تحليل النسب دورا حيويا في عملية التخطيط وتحديد نقاط القوة والضعف في المؤسسة؛

3. Etude (Eva Malichova, Maria Durisova, 2015)¹ Evaluation of Financial Performance of Enterprises in IT Sector.

كان الهدف العام من هذه الدراسة هو دراسة تقييم الأداء المالي للشركات في قطاع تكنولوجيا المعلومات، اعتمدت الدراسة على الإحصاءات الوصفية لتحديد الأداء الكلي للمؤسسات العاملة في تكنولوجيا المعلومات وذلك من خلال اختبار المؤشرات التالية: العائد على الأصول (ROA)، العائد على حقوق المساهمين (ROE)، العائد على المبيعات كمؤشرات تحديد الربحية، ومؤشرات السيولة (نسبة السيولة العامة، نسبة السيولة السريعة، نسبة السيولة الفورية)، إجمالي دوران الأصول، نسب المديونية.

أوصي الباحث المستثمرين أن العائد على الأصول من بين المؤشرات الهامة والضرورية لتقييم الأداء المالي للمؤسسة لأنه يحلل أداء المؤسسة من منظور توليد الأرباح.

4. Etude (Anaja Blessing & Emmanuel E. Onoja, 2015)², THE ROLE OF FINANCIAL STATEMENTS ON INVESTMENT DECISION MAKING: A CASE OF UNITED BANK FOR AFRICA PLC (2004-2013).

الهدف الاساسي من هذه الدراسة هو تقييم دور البيان المالي بشأن اتخاذ القرارات الاستثمارية للبنك لافريقيا في بي ال سي في نيجيريا، وذلك لأن استخدامات المستثمرين المحتملين للقوائم المالية للمؤسسات المالية كمعيار رئيسي لتقييم الربحية ومخاطر الاستثمار في مثل هذه المشاريع، والهدف من البيان المالي هو توفير المعلومات المالية عن المنشأة للأطراف المعنية، حيث تصبح المعلومات ذات مغزى من خلال

¹ : Eva Malichova, Maria Durisova, "Evaluation of Financial Performance of Enterprises in IT Sector", Procedia Economics and Finance , 2015 .

² : Anaja Blessing & Emmanuel E. Onoja, "THE ROLE OF FINANCIAL STATEMENTS ON INVESTMENT DECISION MAKING: A CASE OF UNITED BANK FOR AFRICA PLC (2004-2013)", European Journal of Business, Economics and Accountancy Vol. 3, N°. 2, 2015.

التفسيرات المالية والقرارات التي تكشف عن جوهر البيان المالي باعتباره الحارس الرئيسي للمعلومات المالية اللازمة لأي قرار استثماري.

5. Etude (Rahmat Faikarimand, Ana Noveria, 2014)¹ INVESTMENT DECISION BASED ON FINANCIAL PERFORMANCE ANALYSIS AND MARKET APPROACH VALUATION OF INDONESIAN CONSTRUCTION SECTOR.

كان الهدف العام من هذه الدراسة هو تحليل الأداء المالي لخمس شركات مدرجة في قطاع البناء في أندونيسيا وتقييمها باعتباره احد أهم الأدوات الأساسية لاتخاذ قرار الاستثمار، استخدم الباحث 13 نسبة التي تستخدم في تقييم الأداء وتتمثل في نسب السيولة ، نسب الربحية، نسب النشاط، نسب المديونية خلال فترة الدراسة من 2009 حتى 2013.

توصل الباحث إلى أنه يمكن للمستثمرين الاعتماد على تحليل الأداء المالي للشركة في اتخاذ قرار الاستثمار لأنه يعطي صورة عن الحالة المالية للمؤسسة للتنبؤ بمستقبلها وبناء ثقة المستثمر لاستثمار.

6. Etude (Abdel- Rahman kh. El- Dalabeeh, 2013)², The Role of Financial Analysis Ratio in Evaluating Performance (Case Study: National Chlorine industry.

انطلق الباحث من طرح الإشكالية التالية: ما هو دور المحاسبة الإدارية في تقييم أداء الصناعات الوطنية للكlor من خلال استخدام أساليب التحليل المالي (الأفقي)، التحليل الرأسي والنسب المالية وللإجابة على هذه الإشكالية قام الباحث بالاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي الذي يستند إلى تحليل البيانات المالية لمدة 5 سنوات (2003-2008)، وتم تطبيق التحليل الأفقي والتحليل الرأسي والنسب المالية.

وخلصت الدراسة أن التحليل المالي يؤدي إلى تحديد وشرح الانحرافات والنتائج المتطرفة وغير المرغوب فيها وأوصي الباحث بضرورة استعمال الطرق الحديثة للتحليل المالي من أجل تقييم الشركة تقيماً جيداً.

¹ : Rahmat Faikarimand, Ana Noveria, "INVESTMENT PERFORMANCE ANALYSIS AND MARKET APPROACH VALUATION OF INDONESIAN CONSTRUCTION SECTOR", School of Business and Management, vol, 3, Indonesia, 2014.

² : Abdel-Rahman, Kh. El- Dalabeeh, "The Role of Financial Analysis Ratio in Evaluating Performance (Case Study : National Chlorine Industry)", INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS COPY RIGHT, Institute of Interdisciplinary Business Resseach,2013.

ثالثاً: بيان الاستفادة من الدراسات السابقة

ساهمت الدراسات السابقة في إعطاء خلفية وإطار مفاهيمي للمحاور الرئيسية للدراسة والتمثلة في (التحليل المالي وقرارات الاستثمار) من خلال التعرف على بعض المصادر البحثية النظرية والتطبيقية، مما سهل الطريق أمامنا لتحديد مشكلة الدراسة وتحديد متغيراتها وقد خلصت الدراسات السابقة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

1. أن النسب المالية تؤثر في زيادة فاعلية القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية، وأن التحليل المالي يوفر المعلومات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار؛
2. أنه يوجد دور إيجابي ذو دلالة إحصائية بين القوائم المالية واتخاذ قرارات الاستثمار، وأن القوائم المالية من أهم مصادر المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرين في اتخاذ قراراتهم؛
3. أن التحليل المالي أداة جد فعالة لكشف وتشخيص وضعية المؤسسات كما له دور مهم في ترشيد قراراتها من خلال التفسيرات التي يعطيها؛
4. التشخيص المالي يوفر معلومات للوضعية المالية للمؤسسة معتمداً على مخرجات النظام المحاسبي الذي يشكل القاعدة الأساسية لمدخلات التحليل المالي؛
5. أن النسب المالية تكشف عن كيفية تمويل الشركة وكيفية استخدامها لمواردها وقدرتها على سداد ديونها وقدرتها على تحقيق الربح؛
6. يمكن للمستثمرين الاعتماد على تحليل الأداء المالي للشركة في اتخاذ قرار الاستثمار لأنه يعطي صورة عن الحالة المالية للمؤسسة للتنبؤ بمستقبلها وبناء ثقة المستثمر لاستثمار؛
7. تحليل النسب هو واحدة من المؤشرات المالية الرئيسية المستخرجة من تحليل القوائم المالية هي مؤشر سريع على الأداء المالي للمؤسسة في العديد من المجالات، الصناعية والتجارية والخدماتية؛

وتختلف هذه الدراسة عن سابقتها في يلي:

1. اعتمدت هذه الدراسة على المصادر الأولية (القوائم المالية) في جمع البيانات من مصادرها الرئيسية بعيداً عن الاستبيانات؛

2. قامت هذه الدراسة بإجراء دراسة تحليلية للبيانات المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف ومن ثم استخدمت نتائج هذا التحليل كمدخلات في التحليل الاحصائي لقياس دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار؛

3. بما أن المؤسسة ليست مدرجة في البورصة، قامت هذه الدراسة باعتماد النتيجة الصافية كمؤشر لقياس ربحية مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للتعبير عن قرارات الاستثمار؛

الفصل الأول: التحليل المالي

تمهيد الفصل الأول

لم ينتشر استعمال التحليل المالي انتشارا واسعا إلا بعد عام 1930، ويعود سبب هذا الانتشار الواسع للتحليل المالي إلى انفصال ملكية المؤسسات عن إدارتها وما تبع ذلك من تشريعات أوجبت نشر البيانات المالية للمؤسسات الأمر الذي أوجد الحاجة لتحليل المعلومات المنشورة وقراءة مؤشراتها وتعريف جمهور المستثمرين بها لمساعدتهم في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

ويعد التحليل المالي في المؤسسة أحد الشروط الأساسية للإدارة الناجحة للموارد المالية، وهو ما يعتبره العديد من المهتمين أحد أهم عناصر الإدارة المالية وذلك لما يكتسبه من أهمية خاصة لدى الكثير من مستعمليه لما يقدمه من معلومات ذات دلالة هامة.

كما أن التحليل المالي يعتبر من بين الوسائل التي يعتمد عليها المستثمرين والمديرين والأطراف الأخرى ذات العلاقة في عملية اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بكفاءة بما يكفل الحصول على أكبر عائد ممكن بالحدود الدنيا للمخاطرة، وهذا لقدرته على استعمال المعلومات المتاحة لتحليل الأداء المالي للمؤسسة قبل القيام بالاستثمار وعن كيفية تمويلها وكيفية استخدامها لمواردها وقدرتها على سداد ديونها وقدرتها على تحقيق الربح، كما انه يستخدم أيضا لتحديد اتجاهات أداءها المالي على مدى السنوات القادمة ومن ثم يسهل المقارنة لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة ويساعد التحليل المالي المقارنة بين الشركات في نفس الصناعة ومقارنة أدائها المالي مع متوسطات الصناعة.

وعلى هذا الأساس قمنا بتقسيم هذا الفصل التحليل المالي إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الإطار العام للتحليل المالي؛

المبحث الثاني: القوائم المالية المستخدمة في التحليل المالي؛

المبحث الثالث: الأساليب المستخدمة في التحليل المالي؛

المبحث الأول: الإطار العام للتحليل المالي

سنقوم في هذا المبحث إلى تحديد نطاق مفهوم التحليل المالي من خلال طرح واستعراض ومناقشة المفاهيم المختلفة التي تطرقت إلى التحليل المالي لأجل استخلاص مفهوم إجرائي يخدم الدراسة.

المطلب الأول: مفهوم التحليل المالي

يعتبر التحليل المالي وسيلة جد ضرورية من أجل الوصول الى تخطيط مالي سليم كما يبين لنا الحالة المالية للمؤسسة في فترة زمنية باستخدام مجموعة من الوسائل والتقنيات.

أولاً: تعريف التحليل المالي

نظرا للأهمية البالغة لموضوع التحليل المالي من طرف المفكرين الاقتصاديين نجد مجموعة من التعريفات نذكر منها:

التعريف الأول: التحليل المالي عبارة عن معالجة للبيانات المالية المتاحة لتقييم الأعمال وتحديد الربحية على المدى الطويل وهو ينطوي على استخدام البيانات والمعلومات لخلق نسب ونماذج رياضية تهدف إلى الحصول على معلومات تستخدم في تقييم الأداء واتخاذ القرارات الرشيدة، كما يعتبر التحليل المالي مكون أساسي من المكونات القوية التي تساعد على فهم أفضل لمواطن القوة والضعف¹.

التعريف الثاني: التحليل المالي عبارة عن عملية معالجة منظمة للبيانات المالية المتاحة عن منظمة ما للحصول على معلومات تستعمل في عملية اتخاذ القرارات وتقييم أداء المنظمات التجارية والصناعية في الماضي والحاضر وكذلك في تشخيص اية مشكلة موجودة (مالية أو تشغيلية) وتوقع ما ستكون عليه الوضع في المستقبل ويتطلب تحقيق مثل هذه الغاية القيام بعملية جمع وتصحيح للبيانات المالية وتقديمها بشكل مختصر وبما يتناسب وعملية اتخاذ القرارات².

التعريف الثالث: التحليل المالي أسلوب للتعامل مع البيانات المالية المتاحة باستخدام الوسائل والأدوات والنسب المالية لتحليل العناصر المالية والاقتصادية الخاصة والعامّة المحيطة بالمشروع وتحويلها إلى

¹: فهمي مصطفى الشيخ، " التحليل المالي"، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008، ص 2.

²: يزيد تفرات، "استخدام أدوات التحليل المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح المحاسبي دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج اللوالب والسكاكين والصنابير" BCR" بولاية سطيف - للفترات المالية (2011 - 2014)", مجلة بحوث، العدد 11، الجزء الثاني، جامعة الجزائر، ص 125.

معلومات وعرضها للجهات المستفيدة للاسترشاد بها عند اتخاذ القرارات، ويمكن استخدامها لقياس كفاءة التنفيذ وفي متابعة الخطط ومراقبتها وتقييمها وتحديد المشاكل وتحفيز الإدارة على معالجتها¹.

التعريف الرابع: التحليل المالي هو عملية فنية تهدف إلى فحص القوائم المالية والبيانات المنشورة عن منشأة معينة خلال فترة زمنية أو فترات ماضية بهدف استنتاج بعض المعلومات عن مدى تقدم المنشأة خلال تلك الفترة والتنبؤ بنتيجة أعمالها عن فترات مستقبلية، حيث تتعدد مجالات التحليل بتعدد الجهات المستفيدة من نتائجه سواء داخلية أو خارجية².

التعريف الخامس: التحليل المالي هو تقنية تهدف إلى تقييم الواقع الاقتصادي والمالي للمؤسسة انطلاقاً من الوثائق المحاسبية³.

التعريف السادس: التحليل المالي هو أداة من أدوات الإدارة المالية في المؤسسة فهو يقدم إجابة عن المستقبل بفضل دراسة حول ماضٍ حقيقي، ولا يمكن أن يكون وحدة قياس إلا إذا كانت الدراسة وعمل بحث تم القيام به لأكثر من 03 سنوات⁴.

من التعاريف السابقة نستنتج ما يلي:

1. التحليل المالي هو جمع وتفسير المعلومات التي تجعل من الممكن الحكم على الوضع الاقتصادي والمالي للمؤسسة وتطويرها؛
2. التحليل المالي هو مجموعة من المفاهيم والأساليب والأدوات للتعامل مع المحاسبة ومعلومات المؤسسات الأخرى من أجل تقييم المخاطر الحالية والسابقة والمستقبلية الناشئة عن المركز المالي وظروف المؤسسة وأدائها؛
3. هو أداة من أدوات الإدارة المالية يستند على رؤية فنية بحثه تقوم على تحليل وتفسير النتائج المتعلقة بقراءة المستندات المحاسبية والمالية؛
4. يوفر جميع المعلومات اللازمة للحفاظ على التوازن المالي للمؤسسة على المدى الطويل والقصير واتخاذ القرارات الرشيدة في المؤسسة؛

¹: بن يوسف مريم، مرجع سابق، ص 86.

²: نبيل عبد السلام شاكر، "الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات"، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص، 543.

³: يوسف بومدين، فاتح ساحل، "تيسير التسيير المالي للمؤسسة"، الطبعة الأولى، دار بلقيس، الجزائر، 2016، ص، 4.

⁴: N. LOTMANI, "Analyse Financière", Pages Bleues, Alger, 2011, p, 17.

5. يستمد التحليل المالي معلوماته انطلاقاً من الوثائق المحاسبية للمؤسسة وفق آلية معينة للوصول إلى الهدف الذي يختلف باختلاف الأطراف المهتمة سواء من داخل المؤسسة أو خارجها؛

ثانياً: أهمية التحليل المالي

تتمثل أهمية التحليل المالي في ما يلي¹:

1. تحديد القدرة الائتمانية للمؤسسة؛
2. تحديد القدرة الأيرادية للمؤسسة (وتحديد مدي كفاءة النشاط الذي تقوم به المؤسسة)؛
3. تحديد الهيكل التمويلي الأمثل والتخطيط المالي للمؤسسة؛
4. تحديد حجم المبيعات المناسب من خلال تحليل التعادل والتحليل التشغيلي؛
5. تحديد قيمة المؤسسة الصافية ومؤشر للمركز المالي الحقيقي للمؤسسة؛
6. تحديد هيكل التكاليف في المؤسسة؛
7. تقييم أداء الإدارة العليا؛
8. المساعدة في وضع السياسات والبرامج المستقبلية للمؤسسة وتوفير أرضية مناسبة لاتخاذ القرارات؛
9. تحديد القيمة العادلة لأسهم المؤسسة؛

ثالثاً: إطار التحليل المالي

يتكون التحليل المالي من فرعين هما²:

1. **التحليل المالي للشركات:** غاية هذا الفرع هي مساعدة المستثمرين والمديرين والأطراف الأخرى في تقييم قرارات الاستثمار الرأسمالية والتمويل والقرارات الأخرى ذات الأثر المالي في وضع الشركة لأن جميع القرارات التي تتخذ داخل المؤسسة لها نوع من الآثار المالية، لذا يركز المحللون على تقدير الآثار ووصفها إن لم يستطيعوا تحديدها كمياً، ومن المجالات التي يتناولها هذا التحليل ما يلي:
 - القرارات الاستثمارية طويلة الأجل؛
 - هيكل رأس المال؛
 - سياسة توزيع الأرباح؛

¹: حازم أحمد فروانة، "أثر اعتماد المصارف الفلسطينية على التحليل المالي كأداة لترشيد قراراتها الائتمانية"، دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، مجلد 10، العدد 03، سبتمبر 2018، ص، 482.

²: فيصل محمود الشواورة، "مبادئ الإدارة المالية، إطار نظري ومحتوى عملي، التمويل - الاستثمار - التخطيط - التحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2013، ص، 240.

- إدارة رأس المال العامل؛
- مصادر التمويل طويلة الأجل؛
- إدارة المطلوبات؛
- التخطيط المالي؛

2. تحليل الأوراق المالية: غاية هذا النوع من التحليل هو مساعدة المستثمرين ومديري محافظ الأوراق المالية تقييم البدائل الاستثمارية المتاحة في البورصة.

رابعاً: مقومات ومحددات التحليل المالي

يتطلب نجاح عملية التحليل المالي في تحقيق الأهداف والأغراض المنشودة منه توفر مجموعة من المقومات والمحددات لا بد من مراعاتها في عملية التحليل.

1. مقومات التحليل المالي: تتمثل أهم مقومات نجاح التحليل المالي فيما يلي¹:

▪ التحديد الواضح للأهداف من التحليل؛

▪ تحقيق التجانس بين المفردات في القوائم المالية؛

▪ الدقة في عرض البيانات المالية؛

▪ ترتيب النسب والمؤشرات بطريقة منطقية؛

▪ التفسير الدقيق والصحيح للنسب والمؤشرات؛

2. محددات التحليل المالي: هناك مجموعة من العوامل التي تعتبر محددات بالنسبة للتحليل المالي وهي²:

- جودة التحليل المالي تتوقف على جودة المعلومات المستخدمة في عملية التحليل حيث يتم في كثير من الأحوال هذه العملية في ضوء شح من المعلومات أو الاعتماد على معلومات غير دقيقة الأمر الذي يؤثر في دقة نتائج التحليل؛
- التحليل المالي لا يمكن من الوصول إلى استنتاجات مطلقة فضلاً عن ذلك فإنه يتعامل مع كثير من حالات عدم التأكد لذلك فإنه يطرح أسئلة أكثر مما يعطي من أجوبة؛

¹: صلاح بسيوني عيد، عبد المنعم فليح، زايد سالم أبوشناف، عماد سعيد الزمر، "المحاسبة الإدارية"، جامعة القاهرة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2017، ص، 144.

²: أحمد هاشم أحمد يوسف، موسى فضل الله على إدريس، "تحليل البيانات المالية"، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى، السودان، 2007، ص، 102.

- يتم التركيز عند القيام بالتحليل في معظم الأحوال على جانب معين من جوانب الوضع المالي للمشروع وترك الجوانب الأخرى مثل التركيز على الربحية وترك السيولة؛
- دخول بعض العوامل الشخصية الافتراضية في إعداد القوائم المالية مثل طرق حساب الإهلاك بالنسبة للأصول الثابتة فقد يتم اختيار طريقة معينة بناء على الحكم والتقدير الشخصي؛
- عدم إظهار القوائم المالية شيئاً عن خطط الإدارة وأنشطتها الأخرى والعلاقات مع الموردين والمقرضين؛

رابعاً: أهداف التحليل المالي

تتمثل أهداف التحليل المالي في ما يلي¹:

1. بيان الوضع المالي للمؤسسة وقدرتها على الافتراض وتقييم جدوى الاستثمار؛
 2. الحكم على مدى كفاءة الإدارة والاستفادة من المعلومات المتاحة؛
 3. تقييم جدوى الاستثمار ومعرفة الاتجاهات التي يتخذها أداء المؤسسة؛
 4. تقييم السياسات المالية والتشغيلية ومعرفة وضع الشركة في قطاعها؛
 5. تحليل مسببات الأرباح والخسائر وتقييم هيكل الأموال؛
 6. التنبؤ باحتمالات الفشل الذي يواجه المؤسسة وتحديد الانحرافات في الأداء وتشخيص أسبابها؛
 7. يعتبر التحليل المالي مصدر للمعلومات الكمية والنوعية لمتخذي القرار؛
 8. تحقيق العوائد المناسبة على الاستثمار كالربحية التجارية للمشاريع القائمة والجديدة على حد سواء؛
 9. بناء توقعات خلال فترة زمنية قصيرة الأجل ومتوسطة وطويلة الأجل للمحافظة على السيولة اللازمة وتحقيق فوائض مالية مستمرة؛
 10. اتخاذ القرار المناسب بما يخص الرقابة والتخطيط وتقييم الربحية والسيولة؛
- كما أن التحليل المالي يهدف إلى الإجابة على خمسة أسئلة أساسية²:
1. كيف تطور الهيكل المالي للمؤسسة: ما هو الهيكل المالي للمؤسسة؟ هل هذه البنية متوازنة؟ ماذا عن قدرتها على تسديد الديون؟

¹: محمود عزت اللحام، أيمن هشام عزريل، " دور التحليل المالي في تحديد مسار المؤسسة الاقتصادي دراسة ميدانية في الشركات التجارية في محافظة نابلس"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 49، بغداد، 2016، ص، ص، 304، 305.

² EL MALLOUKI ,FEKKAK, "Analyse Financière " , 2014, p, p, 10,11.

2. كيف تطورت أصول المؤسسة: هل تقوم المؤسسة بزيادة أو صيانة أو تقليص أجهزتها الصناعية والتجارية؟
3. كيف تطورت دورة التشغيل، لا سيما من حيث الوقت: هل تقوم المؤسسة بتخفيض المستوى النسبي للأسهم؟ هل تمنح ائتمانا أكبر أو أصغر؟ هل تستفيد من الائتمان الطويل من الموردين؟
4. كيف تطور النشاط: هل ينمو معدل الدوران بقوة، ضعف، ركود، هبوط؟ ماذا كانت وتيرة النمو؟ هل هو أعلى من قطاع الأعمال؟
5. وقبل كل شيء، كيف تطورت الربحية: هل العوائد الاقتصادية والمالية مرضية؟ في تزايد؟ هل الوسائل المستخدمة متوافقة مع النتائج التي تم الحصول عليها؟ ماذا عن نفقات التشغيل، هل تنمو بسرعة أكبر أو أقل من النشاط؟ ما هي المخاطر؟ هل هناك مخاطر عالية أو منخفضة من الفشل؟

المطلب الثاني: مراجعة تاريخية للتحليل المالي

شهد التحليل المالي عدة مراحل تبعا لحالة المحيط الاقتصادي والمالي للمؤسسات ويمكن ايجاز مراحل التطور التاريخي للتحليل المالي في ما يلي:

أولاً: مراحل تطور التحليل المالي

يرى الباحثون أن نشأة التحليل المالي يرجع إلا ما قبل عام 1900 وبالتحديد إلى سنة 1895، وفي ما يلي تفصيل لمرحل تطور التحليل المالي:

1. المرحلة الأولى (1895): اقترن استخدام التحليل المالي في هذه المرحلة باستخدام النسب المالية ذات المدلولية خاصة لتحديد قدرة المؤسسة على الدفع (الوفاء بديونها) وهو ما يعرف بالتحليل الائتماني حيث دعا المجلس التنفيذي لجمعية المصرفيين في عام 1895 إلى إعداد توصية لأعضاء الجمعية تفيد المقترض أن يقدم بيانات مكتوبة حول الأصول (الموجودات) والخصوم (المطلوبات وحق الملكية) عند طلب الحصول على تسهيلات مصرفية¹.

2. المرحلة الثانية (من 1900 – 1919): اتسمت هذه الفترة بثلاثة سمات هامة هي²:

¹: عدنان تايه النعمي، أرشد فؤاد التميمي، "التحليل والتخطيط الماليين إتجاهات معاصرة"، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2016، ص، 13.

²: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاة، "الإدارة المالية المعاصرة"، الطبعة الثانية، دار الاعصار للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص، 207.

- ظهور بعض الدراسات التي استخدمت أكثر من نسبة مالية، اذ نشرت في سنة 1905 عشر نسب مختلفة يمكن استخدامها في التحليل الائتماني؛
- اعتماد القياس الكمي بواسطة النسب للبيانات المقدمة من طرف المقترضين بهدف تحديد الجدارة الائتمانية سنة 1908؛
- ظهور بعض المؤشرات لمعايير النسب مثل معيار $\frac{1}{2}$ فيما يتعلق بنسبة التداول مثلا؛
- ظهور أهم دراستين متعلقتين باستخدام النسب المالية لأغراض التحليل الائتماني ولأغراض الإدارية (سنة 1919)، في مارس 1919 تحديدا في أمريكا قام أ.وال (A.WALL) بدراسة حول التحليل في وقت واحد لسبعة (07) نسب لـ 981 شركة مرتبة حسب القطاع والمناطق الجغرافية والذي كان بمثابة انطلاقة وبداية للتحليل ما بين الشركات¹؛
- 3. **المرحلة الثالثة (1920 - 1929):** تميزت هذه الفترة بقيام بعض الجامعات والهيئات التجارية والمالية بتجميع البيانات الخاصة بالكثير من الشركات لأغراض إعداد النسب المالية، كما قامت بحساب المتوسط الحسابي لنسب معينة، وقد قام أحد الكتاب سنة 1925 بنشر دراسة عن استخدام 40 نسبة²؛
- 4. **المرحلة الرابعة (1930 - 1945):** كان لهذه المرحلة أثر معتبر في تطوير تقنيات التسيير والتحليل المالي، ففي سنة 1933 أسس في الولايات المتحدة الأمريكية هيئة على سوق الرقابة الأمريكية ساهمت في نشر التقديرات والإحصائيات المتعلقة بالنسب المالية لكل قطاع اقتصادي³؛
- 5. **المرحلة الخامسة (1940 - 1945):** زاد الاهتمام في هذه الفترة بالنواحي التحليلية للقوائم المالية والتركيز خاصة على الهياكل التمويلية بهدف الاستخدام الأمثل للعناصر المالية النادرة؛
- 6. **المرحلة السادسة (1946 حتى الآن):** شهدت هذه المرحلة تطورا هام للتحليل المالي في مجالات متعددة منها:
 - زيادة الاهتمام باستخدام التحليل المالي كأداة لخدمة الإدارة؛

¹: رضوان باصور، "استخدام التحليل المالي في التنبؤ بالأداء المالي للمؤسسة دراسة حالة: مركب أنتيبوتيكال - صيدال -

المدينة"، مذكرة ماجستير، جامعة يحي فارس المدينة، 2009، ص، 6.

²: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاة، مرجع سابق، نفس الصفحة.

³: بن مالك عمار، "المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء - دراسة حالة بشركة إسمنت السعودية - للفترة

الممتدة من 2006 - 2010"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2010/2011، ص، 7.

- الاستفادة من أساليب بحوث العمليات والأساليب الرياضية الحديثة التي ساعدت التحليل المالي في المساهمة في التخطيط للاستثمارات طويلة الأجل وإعداد الموازنات التقديرية وكذا زيادة الأسعار وزيادة الإنتاجية والربحية للمؤسسة؛
- استخدام الكمبيوتر والأساليب الإحصائية في اختيار القوة التنبؤية للتحليل المالي؛
- في فترة ما بعد 1985 أدخل مفهوم التحليل الاستراتيجي على اعتبار أن الإدارة الاستراتيجية أصبحت تلعب دورا مهما في الشركات وأصبحت الإدارة المالية إحدى الاستراتيجيات الوظيفية في الشركة؛
- منذ عام 1990 حتى يومنا هذا توسع مجال التحليل المالي وازدادت العناصر التي تخضع للتحليل المالي ومن أهمها انتشار وتوسع مفاهيم العولمة وما ترتب عنها من¹؛
- توحيد أسس ومعايير إعداد القوائم المالية؛
- تغير القوى الشرائية للعملاء؛
- مشكلات نقل الأموال عبر الدول والاستثمار العالمي؛
- الاتفاقيات الدولية؛
- الاهتمام بالبيئة وأثاره على نشاط المؤسسة؛

ثانيا: أسباب نشأة وتطور التحليل المالي

هناك عدة أسباب وعوامل ساهمت في زيادة الاهتمام بالتحليل المالي وتطويره يمكن ابرازها على النحو الآتي²:

1. **الثورة الصناعية:** أظهرت الثورة الصناعية في أوروبا الحاجة إلى رأس مال ضخم لإنشاء المصانع وتجهيزها وتمويل العملية الإنتاجية سعيا وراء الأرباح ووفرات الإنتاج، وبذلك تطور حجم المؤسسات الاقتصادية من مؤسسات فردية صغيرة إلى شركات مساهمة كبيرة تجمع مدخرات آلاف من المساهمين لاستثمارها على نطاق واسع، ولقد أضطر هؤلاء المساهمين نظرا لنقص خبرتهم إلى تفويض سلطة إدارة الشركات إلى مجلس إدارة مستقل، وأصبحت القوائم المالية وسيلتهم الأساسية في متابعة وضعية

¹ رميدي عبد الوهاب، باصور رضوان، "استخدام الأساليب الإحصائية والرياضية في التحليل المالي لأداء المؤسسة"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد الثاني، العدد: 07، أبريل 2017، ص، ص، 131، 132.

² اليمين سعادة، "استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيدها قراراتها - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة - العلة - سطيف"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة الحاج لخضر - باتنة، 2009، ص، ص، 06، 07.

المؤسسات ومدى نجاح الإدارة في أداء مهمتها، وبالتالي ظهرت الحاجة إلى تحليل هذه القوائم وتفسير النتائج لتحديد جوانب القوة والضعف في المركز المالي لها نتيجة أعمالها؛

2. **الإئتمان:** دفع انتشار أسلوب التمويل القصير الأجل البنوك التجارية إلى ضرورة تقييم سلامة المركز المالي والنقدي للمؤسسة الطالبة لهذا النوع من الائتمان، ولذلك ظهرت الحاجة إلى ضرورة تحليل القوائم المالية وعلى ضوء نتائجها تتوصل البنوك إلى قرار منح القرض أو عدم المنح، ومن أجل هذا فقط أنشأت الكثير من البنوك وحدات خاصة مهمتها القيام بتحليل القوائم المالية للمؤسسات التي تطلب القرض؛

3. **أسواق الأوراق المالية:** تهتم الأسواق المالية بالمستثمرين في الأوراق المالية فهم أكثر الأطراف الذين يحققون الأرباح نتيجة استثمارهم في الأوراق المالية، كما أنهم أكثر الأطراف تعرضا للمخاطر ولذلك يحتاج المستثمرون الحاليون والمرتبون إلى معلومات دقيقة عن واقع المؤسسات التي تتداول أسهمها في الأسواق المالية، ولإرضاء هؤلاء المستثمرون تقوم الأسواق المالية بتحليل حسابات تلك المؤسسات لتحديد مدى قوتها أو ضعفها، وعلى ضوء تلك النتائج يتحرك الطلب والعرض للأوراق المالية في السوق؛

4. **تدخل الحكومات في طريقة عرض البيانات بالقوائم المالية:** إن نجاح شركات المساهمة كوسيلة لاستثمار المدخرات يتوقف على حماية المستثمر من تلاعب المسيرين لذا فقد اهتمت الحكومات بإصدار القوانين لضمان هذه الحماية سواء بالنص على ضرورة تعيين مراجعين للحسابات، أو نشر القوائم المالية على الجمهور اعترافا منها بأهمية اطلاع الأطراف الخارجية (المساهمين وغيرهم) عليها؛

ثالثا: تطور التحليل المالي

كان للتوسع في عمل المؤسسات وتوسع نشاطاتها ونموها وتطورها سواء كان بالتوسع في الاستثمار أو الاندماج مع المؤسسات أخرى أثر مباشر في تطور التحليل المالي بشكل يتناسب مع حجم التطور الحاصل في المؤسسات، كما كان التطور في نظم المعلومات المحاسبية ونظم المعلوماتية دورا كبيرا في حصول التطور في عمليات التحليل المالي.

1. **المدخل القديم للتحليل المالي:** الشكل رقم (2) يبين لنا المدخل القديم للتحليل المالي والبيانات التي يستعملها في عملية التحليل¹.

¹: بنية حيزية، "دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تطوير عملية تقييم الأداء المالي دراسة حالة مجمع صيدال"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، علوم التسيير، جامعة المدينة، 2016/2017، ص، 12.

الشكل رقم (2) المدخل القديم للتحليل المالي

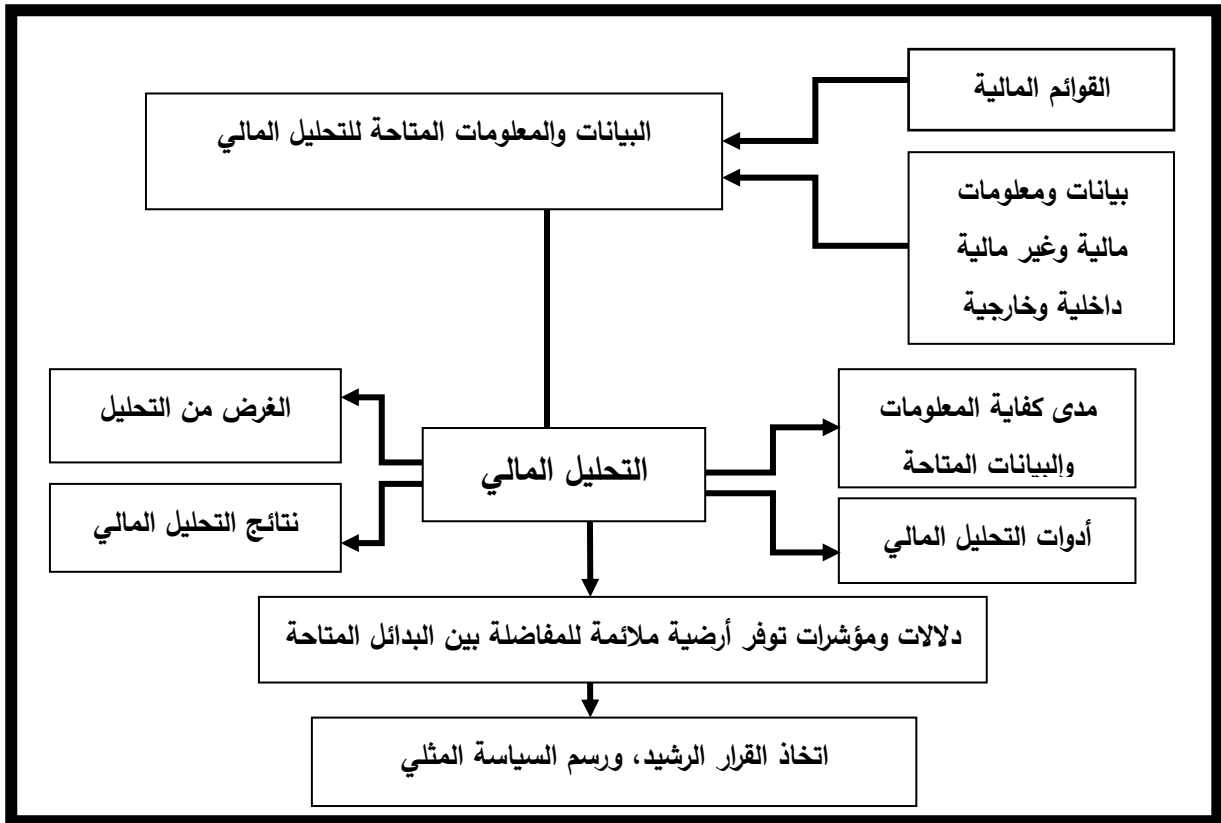


المصدر: بنية حيزية، "دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تطوير عملية تقييم الأداء المالي دراسة حالة مجمع صيدال"، ص، 12.

يتضح من الشكل السابق أن التحليل المالي كان يستعمل في بدايته مؤشرات ونسب مالية لمعرفة الأداء الكلي أو الجزئي للمؤسسة وقدرة المؤسسة على الوفاء بديونها معتمداً في ذلك على البيانات الداخلية للمؤسسة والمتمثلة في القوائم المالية للمؤسسة.

2. المدخل المعاصر للتحليل المالي: الشكل الموالي (الشكل رقم (3)) يبين لنا المدخل المعاصر للتحليل المالي والمعلومات التي يعتمد عليها في عملية التحليل¹.

الشكل رقم (3) المدخل المعاصر للتحليل المالي



¹: حليلة خليل الجرجاوي، "دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2008 ص، 28.

المصدر: حليمة خليل الجرجاوي، "دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للنتبؤ بأسعار الأسهم دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية" ص، 28.

يتضح من الشكل رقم (3) أن عملية التحليل المالي قد تطورت عبر الزمن حيث أصبح يقوم على أساس تحليل القوائم المالية بالإضافة إلى الحصول على بيانات ومعلومات مالية وغير مالية داخلية وخارجية، ومن ثم القيام بدراسة مدى كفاية البيانات والمعلومات المتاحة واختيار الأدوات اللازمة للقيام بعملية التحليل ووضع أهداف محددة للوصول إلى نتائج يمكن من خلالها صناع القرار في المؤسسة والأطراف ذات العلاقة من الاختيار بين البدائل المتاحة لاتخاذ القرارات الرشيدة ورسم السياسات المثلى لتحسين الأداء.

المطلب الثالث: الأطراف المستفيدة من التحليل المالي

التحليل المالي يعطى صورة عن النشاط الاقتصادي للمؤسسة، والهدف منه هو تمكين المستخدمين من فهم الوضع الشامل (اقتصادي أو مالي) للمؤسسة، كما أنه يوفر معلومات وبيانات لأصحاب المصلحة لاتخاذ قراراتهم.

أولاً: استعمالات التحليل المالي

يستعمل التحليل المالي للتعرف والحكم على مستوى أداء المؤسسات موضوع التحليل واتخاذ القرارات ذات الصلة بها، هذا ويستعمل التحليل المالي للأغراض التالية:

1. **التحليل الائتماني:** يقوم بهذا التحليل المقرض وذلك بهدف التعرف على الأخطاء المتوقع أن يواجهها في علاقته مع المقترض (المدين) وتقييمها وبناء قرار بخصوص هذه العلاقة استناداً إلى نتيجة هذا التقييم، وتقديم أدوات التحليل المالي المختلفة للمحلل بالإضافة إلى الأدوات الأخرى الإطار الملائم والفعال الذي يمكنه من اتخاذ القرار المناسب، وذلك لما لهذه الأدوات من قدرة التعرف على المخاطر المالية إذا ما جري التحليل المناسب للقوائم المالية للمقترض وتمت القراءة المناسبة للنتائج المستخرجة من التحليل¹؛

2. **التحليل الاستثماري:** إن من افضل التطبيقات العملية للتحليل المالي هي تلك المستعملة في مجال تقييم الاستثمارات في أسهم الشركات وإسناد القرض، ولهذا الغرض أهمية بالغة لجمهور المستثمرين من أفراد وشركات ينصب اهتمامهم على سلامة استثماراتهم وكافة عوائدها؛

¹: محمد كمال عفانة، "إدارة الائتمان المصرفي"، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2018، ص، 54، 55.

ولا تقتصر قدرة التحليل المالي على تقييم الأسهم والسندات وحسب، بل تمتد هذه القدرة لتشمل تقييم المؤسسات نفسها والكفاءة الإدارية التي تتحلّى بها الاستثمارات في مختلف المجالات¹.

3. تحليل الاندماج والشراء: يستخدم هذا النوع من التحليل أثناء عمليات الاندماج بين شركتين فتتم عملية التقييم للقيمة الحالية للمؤسسة المنوي شراؤها كما تقدر الأداء المستقبلي للشركة بعد الاندماج في المستقبل، وفي نفس الوقت تتولي الإدارة المالية للبائع القيام بنفس عملية التحليل لأجل تقييم العرض المقدم والحكم على مدى مناسبته²؛

4. تحليل تقييم الأداء: تعتبر أدوات التحليل المالي أدوات مثالية لتحقيق هذه الغاية، لما لها من قدرة على تقييم ربحية المؤسسة، وكفاءتها في إدارة موجداتها وتوازنها المالي وسيولتها والاتجاهات التي تتخذها في النمو، وكذلك مقارنة أدائها بشركات أخرى تعمل في نفس المجال أو في مجالات أخرى، ومن الجدير بالذكر أن هذا النوع من التحليل تهتم به معظم الأطراف التي لها علاقة بالمؤسسة مثل الإدارة المستثمرين والمقرضين³؛

5. التخطيط المالي: هو دراسة المستقبل والتوقع له وحسن اتخاذ الإجراءات والوسائل والخطوات لمعالجة المستجدات المحتملة بما يخدم ويعزز أهداف المؤسسة⁴.

إذا التخطيط المالي هو التنبؤ بالمستقبل وضرورة الاستعداد له، فهو بعد النظر الذي يتجلى في القدرة على التنبؤ المستقبلي ومدى التحضير له بإعداد الخطة المناسبة، وذلك في الإطار المالي لتحديد الاحتياجات ومصادر التمويل، وعملية التخطيط المالي تتضمن القيام بما يلي⁵:

- تحليل أثر الخيارات المالية والاستثمارية المتاحة للمنشأة؛
- توقع النتائج المستقبلية للقرارات الحالية تجنباً للمفاجآت ولتفهم الروابط بين الحاضر والمستقبل؛
- التقرير بشأن أحد البدائل المتاحة؛
- قياس النتائج في ضوء الخطة الموضوعية؛

ثانياً: الجهات المستفيدة من التحليل المالي

¹: فيصل محمود الشوارة، مرجع سابق، ص، 242.

²: رائد محمد عبد ربه، " مبادئ المحاسبة المالية، الجزء الثاني"، المنهل، الأردن، 2016، ص، 54.

³: فيصل محمود الشوارة، مرجع سابق، ص، 243.

⁴: جابر شعيب إسماعيل، " المالية للقادة - أفضل الممارسات المالية للقادة وكبار التنفيذيين"، دار الكتب العلمية، بيروت، 2018، ص، ص، 20، 21.

⁵: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاة، مرجع سابق، ص، 149.

هناك العديد من الجهات سواء الداخلية أو الخارجية تستفيد من نتائج التحليل المالي في اتخاذ قراراتهم ومن بين أهم الجهات المستفيدة من التحليل المالي نجد:

1. الجهات الداخلية المستفيدة من التحليل المالي: تتمثل الجهات الداخلية المستفيدة من نتائج التحليل المالي في إدارة المؤسسة والعاملون بها، وفي ما يلي نتطرق إلى كيفية استفادة هذه الفئة من التحليل المالي:

1.1 الإدارة المالية في المؤسسة: يساعد التحليل المالي المدير في تحديد مواطن القوة والضعف وتصحيح الأداء لغرض تحقيق الهدف الأساس وهو تعظيم قيمة المؤسسة، وقد يتطلب ذلك العمل على زيادة حجم المبيعات أو رفع أسعارها أو خفض الأنواع المختلفة من التكاليف لغرض زيادة هامش الربح، ومن جهة أخرى فإن اهتمام الإدارة المالية بالسيولة يجعلها تتابع نتائج التحليل المالي لتمكينها من الوفاء بالتزاماتها عند الاستحقاق كما قد تجد أنه من الضروري زيادة كفاءة تحصيل ديونها من الزبائن أو زيادة مستوى التخزين¹؛

1.2 العاملون بالمؤسسة: يعتبر العاملون بالمؤسسة من بين الجهات الداخلية ذات المصلحة في المؤسسة، وهؤلاء يكونون مهتمين بالأمن الوظيفي والأجور والتفاوض على الأجور وبالتالي لا بد لهم من الإطلاع على الوضع المالي الحقيقي للمؤسسة ووضعها الخزينية النقدية ودرجة الربحية الحقيقية ومدى كفاءة الأنشطة الرئيسية والثانوية والسياسات المالية المتبعة وكذا القرارات المتخذة لضمان استمرارية المؤسسة؛

2. الجهات الخارجية المستفيدة من التحليل المالي: الجهات الخارجية المستفيدة من التحليل المالي هي:

2.1 المستثمرون في المؤسسة: ويمكن تقسيمهم إلى²:

- المساهمين ومستشاريهم الذين يهتمون في قياس أداء أسهمهم وكذلك في تشكيل توقعات عن مستقبل هذا الأداء، كما يهتم المساهمين بإدارة المؤسسة وقدرتها على السيطرة على مصادرها من أجل خدمة مصالح المساهمين، ويستخدم المساهمين ومستشاريهم المعلومات المالية والمحاسبية مثل نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة أو العائد على الاستثمار من أجل الحكم على أداء المؤسسة؛
- حاملي السندات وهؤلاء يكونوا مهتمين بالعسر المالي للمؤسسة وأن هناك أمان كافي من أجل سداد ديونهم، وتلعب المعلومات المالية دور هام في هذه العملية حيث أن اتفاقيات الدين تضمن

¹: أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2013، ص، 77.

²: فايز سليم حداد، "الإدارة المالية"، مطابع الدستور التجارية، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص، 57.

الحق لحمالي السندات في التدخل في حالة أنهم شعروا أو وجدوا أن هناك خطر على أموالهم، ويمكن استخدام المعلومات المالية والمحاسبية لمساعدتهم في هذه العملية مثل نسبة الديون إلى الملكية؛

- المستثمرين الآخرين مثل البنوك والمؤسسات المالية يهتم هؤلاء بالدرجة الأولى بالحصول على دفعات القروض وبالفوائد على هذه القروض ضمن الوقت المحدد لها، وإذا ما شعر البنك بأن المعلومات المالية والمحاسبية تدل على أداء غير جيد للمؤسسة فإنه سيتدخل لحماية مستثمريه؛

كما وتتولى المصارف الاستعلام عن المركز الائتماني للمؤسسة قبل تقديم التسهيلات المصرفية مستندا إلى نتائج التحليل المالي، فكل مصرف يرغب في التأكد أن قروضه المقدمة للمؤسسة تسهم في خلق القدرة الذاتية لها على تسديد تلك القروض الممنوحة.

2.2. الجهات الحكومية: تستخدم بعض المؤسسات التابعة للدولة مؤشرات التحليل المالي في رقابة الأسعار وفي تحصيل الضرائب ورقابة المنشأة التي تتمتع بدعم حكومي، كما تستخدم مؤشرات التحليل المالي في إعداد الخطط المستقبلية على المستوى الكلي أو القطاعي، وفرض الضرائب، وتتمثل الجهات الحكومية في¹:

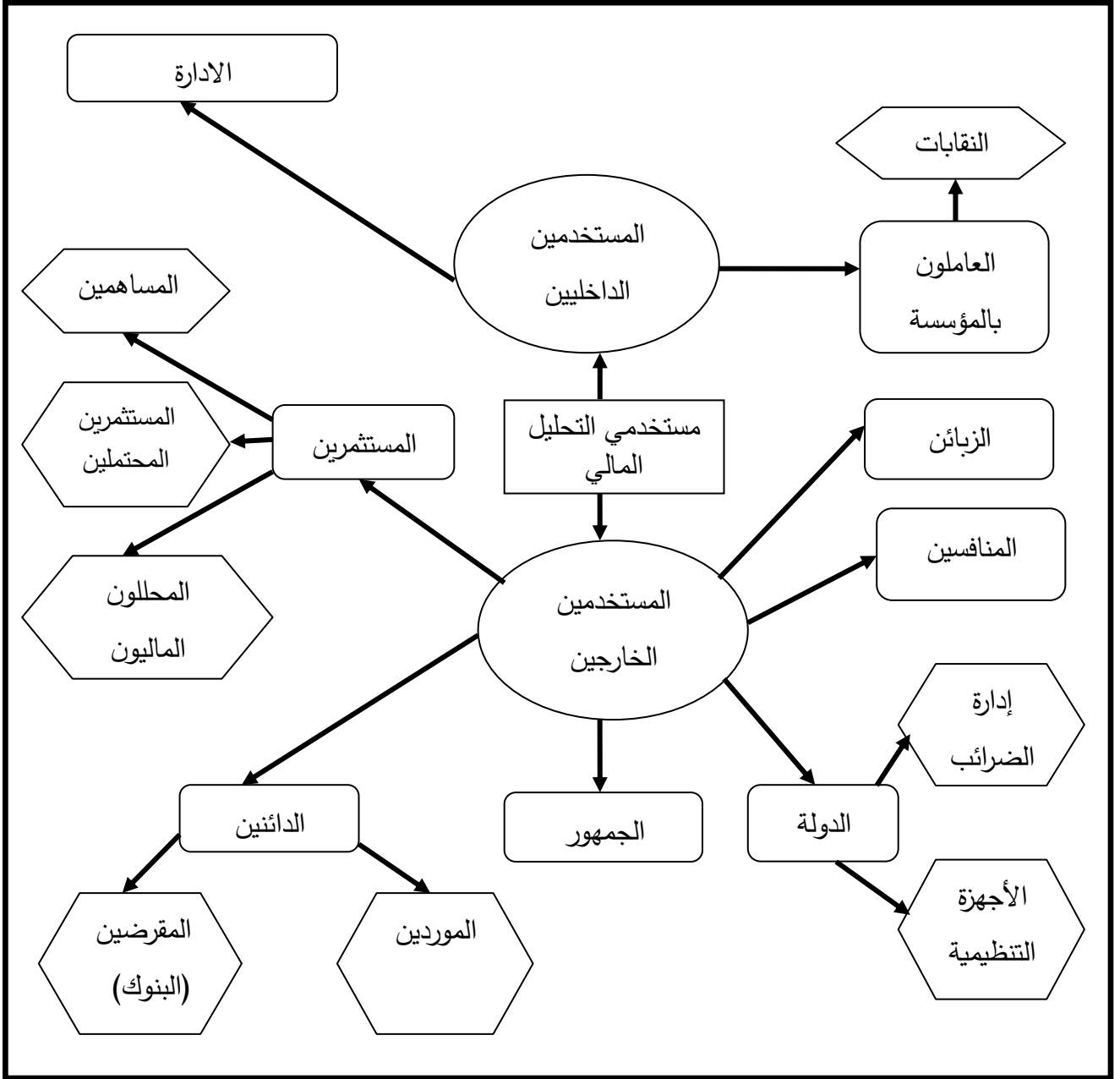
- الأجهزة الرقابية الحكومية؛
- أجهزة التخطيط الحكومية؛
- الأجهزة الضريبية؛
- مراكز البحث العلمي؛
- الباحثون والمختصون؛
- الصحافة الاقتصادية؛
- الغرف الصناعية والغرف التجارية؛
- الأسواق المالية (البورصات)؛

3.2 الموردون والدائنون الآخرون: يقوم الموردون بالتحليل المالي للمؤسسة قبل أن يتخذوا قرارات توريد الموارد الأولية وبيعها على الحساب، وكلما قصر أجل البيع الأجل كلما أهتم المورد بتحليل السيولة في حين كلما زاد أجل البيع الأجل كلما أهتم المورد بتحليل الربحية كذلك؛

¹: وليد ناجي الحيايلى، " التحليل المالي"، من منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، الدانمارك، 2007، ص، 23.

3.3 الزبائن: يعتمد الزبائن على نتائج التحليل المالي للحصول على معلومات حول استمرارية النشاط للمؤسسة، خاصة إذا كانت العلاقة طويلة الأمد مع المؤسسة¹؛

الشكل رقم(4) مستخدمي التحليل المالي



SOURCE : Hervé Stolowy, Michel J, Lebas Yuan Ding, Georges Langlois, "COMPTABILITE ET ANALYSE FINANCIERE UNE PRESPECTIVE GLOBALE ", op, p, 32.

¹ : Hervé Stolowy, Michel J, Lebas Yuan Ding, Georges Langlois, " COMPTABILITE ET ANALYSE FINANCIERE UNE PRESPECTIVE GLOBALE ", 3^e édition, de boeck, Paris, 2013, p, 32.

يوضح الشكل السابق مستخدمى التحليل المالي وقسمهم إلى نوعين:

- ✓ مستخدمين داخليين: وهم الإدارة، العاملون بالمؤسسة والنقابات؛
- ✓ مستخدمين خارجيين: وهم المستثمرين (المساهمين والمستثمرين المحتملين)، الدائنين (الموردين والمقرضين)، الزبائن، المنافسين، الدولة (مصلحة الضرائب، الأجهزة التنظيمية)، الجمهور؛

المطلب الرابع: معايير ومصادر التحليل المالي

يعتمد المحلل المالي على مجموعة من المعايير ومصادر المعلومات حتى يتسنى له قراءة النتائج قراءة جيدة.

أولاً: معايير التحليل المالي

من المهم تحديد نسب معيارية تستخدم في متابعة تغير النسب المالية للمؤسسة لأن الحكم على طبيعة تغيرها عبر الوقت يعتمد على قابلية المستفيدين منها على مقارنتها مع معيار معين، تسمح هذه النسب بتحسين الحكم المالي عن طريق تسهيل المقارنات مع الوقت أو مع المؤسسات في نفس القطاع.

1. خصائص المعايير واستخداماتها: من خصائص المعايير واستخداماتها ما يلي¹:

- **الخصائص:** حتى يكون للمعيار معنى وليكون مقبولاً فإنه لابد من أن يتصف بالخصائص التالية:
 - ✓ أن يتصف المعيار بالواقعية، أي أن إمكانية تنفيذه على أرض الواقع وليس بالمثالية التي يتعذر تحقيقها ولا يتصف بالتواضع فيمكن الوصول إليه بسهولة؛
 - ✓ أن يتصف المعيار بالاستقرار النسبي وإن كان هذا لا يمنع من إدخال تعديلات عليه إذا دعت الظروف لذلك بعد إجراء الدراسات اللازمة؛

✓ أن يتصف المعيار بالبساطة والوضوح وسهولة التركيب وأن لا يتحمل أكثر من معنى؛

■ **الاستخدامات:** تستخدم المعايير لتحقيق الغايات التالية:

- ✓ إعطاء النسبة أو الرقم المطلق معنى ومغزى لغوياً يمكن فهمه من قبل غير المتخصصين؛
- ✓ يستعمل أداة للمقارنة مع النسب الفعلية مما يؤدي إلى إبراز الانحرافات التي تدفع المحلل إلى البحث عن الأسباب المؤدية لهذه الانحرافات؛

2. أنواع المعايير المستخدمة: هناك أربعة أنواع رئيسية من النسب المعيارية¹:

¹: فيصل محمود الشوارة، مرجع سابق، ص، 250.

■ **المعايير المطلقة (المنطقية):** وهي المعايير السائدة والمتعارف عليها في حقل التحليل المالي والتي يمكن استخدامها بغض النظر عن المؤسسة ونوع الصناعة والظروف السائدة وتعتبر من أضعف المعايير المستخدمة، وتأخذ هذه المعايير شكل قيمة ثابتة لنسب معينة مشتركة بين جميع المؤسسات وتقاس بها النسب ذات العلاقة في المؤسسة، ومن الأمثلة عليها المعايير المستخدمة في قياس السيولة مثل نسبة التداول، ونسبة السيولة السريعة؛

■ **المعايير القطاعية (الصناعية):** يتم التوصل إلى هذا المعيار من خلال المتوسط الحسابي لنسب مجموعة من المؤسسات التي تنتمي إلى صناعة واحدة خلال فترة زمنية واحدة ويعتبر هذا المعيار من أكثر المعايير استعمالاً وحتى يمكن استعمال هذا المعيار بنجاح وتكون نتائجه مقنعة ومناسبة لا بد أن تتوفر الخصائص التالية²:

✓ أن تكون المؤسسات موضوع الدراسة تابعة لصناعة واحدة؛

✓ أن تكون المؤسسات موضوع الدراسة ذات حجم واحد؛

✓ أن تكون المؤسسات موضوع الدراسة في منطقة جغرافية معينة؛

✓ أن تستخدم المؤسسات موضوع الدراسة نفس النظم المحاسبية؛

كما لهذا المعيار صعوبات في استخدامه تتمثل فيما يلي:

✓ صعوبة تصنيف الصناعات لاختلاف أنشطتها؛

✓ اختلاف الظروف والحجم والمستوى التكنولوجي وطرق الإنتاج لدى المؤسسات؛

✓ اختلاف الأساليب والنظم المحاسبية بين المؤسسات؛

✓ الاختلاف في الموقع الجغرافي؛

✓ الاختلاف بمصادر التمويل فمنها من يعتمد على الاقتراض ومنها من يعتمد على أموال الملكية ومنها

من يجمع بين النوعين؛

■ **المعايير التاريخية:** هي نسب معدلات خاصة بالمؤسسات في الماضي تستخدم في الحكم على

مستوى المؤسسات في الحاضر والمستقبل بالمقارنة بين النسب والمعدلات الحالية مع النسب في

¹: تبة سمية، "دور المعايير المحاسبية ومعايير الإبلاغ المالي الدولية في تفعيل التحليل المالي للمؤسسة - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للهندسة المدنية والبناء (GCB) (2009-2012)"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة بومرداس، 2013/2014، ص، ص، 53، 54.

²: محمد الصيرفي، "التحليل المالي: وجهة نظر إدارية ومحاسبية"، دار الفجر، مصر، 2014، ص، 117.

- الماضي وعلى ضوء المقارنة يمكن اكتشاف الانحرافات والحكم على مستوى الأداء لهذه المؤسسات "وتحسب هذه النسب من الكشوف المالية للسنوات السابقة لغرض رقابة الأداء من قبل الإدارة المالية والاستفادة منها في وضع الخطط المستقبلية"¹، ويمكن استعماله في الحالات التالية:
- ✓ التعرف على الاتجاه الذي يتخذه أداء المنظمة على مدى الزمن؛
 - ✓ عدم توافر معايير أخرى لقياس أداء المؤسسة؛
 - ✓ عدم وجود صناعات أخرى مشابهة لأجل المقارنة بأدائها؛
 - ✓ صعوبة مقارنة أداء المؤسسة بأداء الصناعة لأسباب تتعلق بالحجم أو العمر أو غيرها؛
- إلا أن هذا المعيار يعاني من الصعوبات التالية:
- ✓ تحديد عدد الفترات الواجب استخدامها لاستخراج المعدل المناسب؛
 - ✓ صعوبة انطباق الماضي على المستقبل خاصة في حالة تغير ظروف البيئة الخارجية والداخلية؛
 - ✓ لا توفر المقارنة مع الماضي أساساً للقياس؛
- **المعايير المستهدفة (المعيار المستهدف):** وهي نسب تستهدف إدارة المؤسسة تحقيقها من خلال تنفيذ الموازنات (الخطط) وبالتالي فإن مقارنة النسب المتحققة مع تلك المستهدفة تبرز أوجه الابتعاد بين الأداء الفعلي والمخطط وبالتالي اتخاذ الإجراءات التصحيحية اللازمة.

ثانياً: مصادر بيانات ومعلومات التحليل المالي

هناك مجموعة من مصادر بيانات ومعلومات يعتمد عليها التحليل المالي في عملية التحليل وتتمثل هذه المصادر في²:

1. **القوائم المالية:** وتتمثل في:
 - قائمة الدخل (جدول حساب النتيجة)؛
 - قائمة المركز المالي (الميزانية)؛
 - قائمة التدفقات النقدية؛
 - قائمة الأرباح المحتجزة (جدول تغيرات الأموال الخاصة)؛
 - الإيضاحات المتممة للقوائم المالية (الملاحق)؛
2. **بيانات من خارج المنشأة:** وتتمثل في:

¹: أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 78.

²: صلاح بسيوني عيد، عبد المنعم فليح، زايد سالم أبوشناف، عماد سعيد الزمر، "المحاسبة الإدارية"، مرجع سابق، ص، 143.

- بيانات اقتصادية؛
- بيانات تشريعية (زيادة أجور، جمارك)؛
- بيانات تنظيمية؛
- تشريعات وقوانين منظمة للعمل؛
- 3. بيانات من داخل المنشأة: وهي:
 - عن القيادة الإدارية؛
 - عن الأوضاع المالية للمنشأة؛
 - عن الأسس والقواعد المحاسبية في إعداد القوائم المالية؛
 - الأحداث اللاحقة لتاريخ إعداد القوائم المالية؛

المطلب الخامس: المحلل المالي

إن عملية التحليل المالي تعتمد في مضمونها ومنهجها على هدف ومهارات ووجه نظر القائم بالتحليل ومدى الحاجة إلى التعمق فيه.

أولاً: تعريف المحلل المالي

يختلف مضمون والغرض من التحليل وفقاً لتفاوت من يقوم بالتحليل للمؤسسة فهناك ما يعرف بالمحلل الداخلي وهناك المحلل الخارجي حيث يختلف الغرض الذي يقوم به كل منهما والجهات التي يخدمها¹.

1. **المحلل الداخلي:** هو أحد أفراد التنظيم في المؤسسة، ينحصر نشاطه بتحليل الحسابات الختامية للمؤسسة ليحصل على نتائج من خلالها يستطيع أن يقيم شكل الأداء السائد والذي هو انعكاس لمجموع السياسات والتصرفات والقرارات الإدارية المختلفة، ولكونه أحد أفراد التنظيم فهو قادر على الحصول على البيانات المالية والمحاسبية بدقة أكبر وتشمل المصادر الداخلية التي يعتمد عليها المحلل الداخلي ما يلي:

- القوائم المالية الأساسية؛
- المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية؛
- تقارير مجلس الإدارة؛
- تقارير الإدارات المتخصصة؛

¹: حمزة محمود الزبيدي، " التحليل المالي (تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل)"، مؤسسة الوراق، الأردن، 2000، ص، ص، 39، 40.

▪ تقرير مراقب الحسابات في المؤسسة؛

2. **المحلل الخارجي:** شخص من خارج التنظيم يتسم بمنهج حيادي في التحليل المالي ولذلك فإن ما يقدمه من نتائج مستخرجة من تحليل الحسابات الختامية للمؤسسة تتصف بالدقة سواء بحساب النتائج أو بتحليلها لتقييم الأداء، ولكونه من غير أعضاء التنظيم للمؤسسة فإن إمكانية حصوله على بيانات ومعلومات دقيقة خصوصا تلك المتعلقة بالسياسات التشغيلية للمؤسسة وتطلعاتها المستقبلية قد تكون محدودة.

وبشكل عام، فإن كل من المحلل الداخلي والمحلل الخارجي إنما يخدم أطراف مهمة ولذلك فإن طريقة عرض وتحليل النتائج التي يتم التوصل إليها سوف تختلف تبعا للطرف المهتم بالتحليل.

ثانيا: دور المحلل المالي

هناك مظهران رئيسيان لهذه الوظيفة هما¹:

1. **المظهر الفني:** يقوم المظهر الفني على استعمال المبادئ الرياضية والمالية المعروفة وذلك للقيام بما يلي:

▪ احتساب النسب المالية؛

▪ إعادة صياغة المعلومات بشكل أقرب للفهم؛

▪ مقارنة المعلومات المستخرجة بما هو متوقع بالمعلومات المتاحة عن المؤسسات الأخرى؛

2. **المظهر التفسيري:** ويهدف هذا المظهر الى القيام بعملية فهم وتفسير لنتائج العملية الفنية في التحليل المالي بعد الاستعانة بالمعلومات التالية:

▪ خلفية المؤسسة والتي تشمل الشكل القانوني والملكية والإدارة وطبيعة النشاط والمنافسة؛

▪ المحيط الذي تعمل فيه المؤسسة والتي تشمل خصائص الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة ومركز المنظمة في الصناعة والسوق الذي تعمل فيه والأنظمة الحكومية التي تعمل المؤسسة في ظلها ومدى قدرتها على التكيف؛

كما على المحلل أن يسلك المنهج العلمي في عملية التحليل وذلك من خلال مراعاة الأمور

التالية²:

¹: فيصل محمود الشوارة، مرجع سابق، ص، 246.

²: أحمد هاشم أحمد يوسف، موسى فضل الله على إدريس، "تحليل البيانات المالية"، مرجع سابق، ص، ص، 101، 102.

- أن تتوفر لديه خلفية عامة عن المنشأة وأنشطتها والمجال والقطاع الصناعي الذي تنتمي إليه البيئة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والقانونية المحيطة به؛
- أن يبرز الفروض التي يبني عليها عملية التحليل؛
- أن لا يقف المحلل المالي عند مجرد الكشف عن عوامل القوة ومواطن الضعف في نشاط المشروع، بل يجب أن يسعى إلى تشخيص أسبابها واستقراء اتجاهاتها المستقبلية؛
- يجب أن يتسم المحلل المالي بالموضوعية وذلك بكشف الحقائق التي توصل إليها كما هي قبل أن يقوم بتفسيرها بصورة مجردة بعيدة عن التحيز الشخصي وذلك حتى يتسنى له القيام بتقديم تقريره بما يتضمنه من مؤشرات وبدائل تخدم القرار؛

المبحث الثاني: القوائم المالية المستخدمة في التحليل المالي

تُشكل القوائم المالية في مجملها مخرجات النظام المحاسبي المالي، وتنقسم إلى قسمين: القوائم المالية الأساسية، وأخرى مكملة أو ملحقية، سنحاول في هذا المبحث التركيز على وجه الحصر على المبادئ والمفاهيم الرئيسية التي تدفع بعرض القوائم المالية.

المطلب الأول: قواعد إعداد وتقديم القوائم المالية

القوائم المالية هي تقارير موجزة عن المعاملات المالية للمؤسسة تقوم بالإبلاغ عن نتائج الأنشطة المحاسبية خلال فترة زمنية محددة، فهي تعبر عن الوضع المالي لتاريخ معين كما أنها توفر معلومات عن المعاملات المالية السابقة وتأثيرها على الربحية والمركز المالي للمؤسسة.

أولاً: تعريف القوائم المالية

هناك مجموعة من التعاريف تطرقت لموضوع القوائم المالية نذكر منه:

1. **القوائم المالية:** عبارة عن وثائق مالية مهيكلة مُنتجة في تاريخ محدد تحتوي معلومات شاملة ناتجة عن معالجة العديد من البيانات المتعلقة بنشاط المؤسسة خلال دورة معينة مع مراعاة التفاصيل في العناصر المهمة، وكذلك مدى التوازن بين المنافع المرجوة من استخدام هذه الكشوف وتكاليف إعدادها ونشرها¹.

2. **القوائم المالية (الكشوف المالية):** هي مجموعة من الوثائق هدفها إعطاء معلومات صادقة حول الوضعية المالية للمؤسسة، الأداء والتغيرات في هذه الوضعية، حيث تصور القوائم المالية الآثار

¹: يوسف بومدين، فاتح ساحل، نفس المرجع السابق ونفس الصفحة.

المالية للعمليات والأحداث الأخرى وذلك لتجميعها وتوزيعها على تصنيفات رئيسية تبعا لخصائصها الاقتصادية، وتُعرف هذه التصنيفات الرئيسية بعناصر القوائم المالية، حيث تمثل العناصر المتعلقة مباشرة بقياس الوضعية المالية في ميزانية المؤسسة الأصول والخصوم ورؤوس الأموال، والعناصر المتعلقة مباشرة بقياس الأداء في حساب النتيجة الإيرادات والأعباء، ويعكس بيان التغيرات في الوضعية المالية عادة عناصر حساب النتائج والتغيرات في عناصر الميزانية¹.

3. عرفها النظام المحاسبي المالي: القوائم المالية هي مجموعة كاملة من الوثائق المحاسبية والمالية التي تسمح بتقديم صورة عادلة عن الوضعية المالية، الأداء، خزينة المؤسسة في نهاية الدورة²، حدد الإطار التصوري عناصر القوائم المالية³:

- الميزانية (تضم العناصر المحددة للوضعية المالية)؛
 - حسابات النتائج (يضم أداء المؤسسة)؛
 - قائمة تدفقات الخزينة (تغيرات الوضعية المالية)؛
 - جدول تغيرات الأموال الخاصة؛
 - ملحق يبين القواعد والطرق المحاسبية المستعملة ويوفر معلومات مكملة للميزانية وحساب النتائج؛
- تهدف هذه الكشوف المالية والتي عددها خمسة إلى توفير المعلومات المالية والأداء وتغيير الوضعية المالية لاتخاذ القرارات الاقتصادية والمالية في المؤسسة، يجب إعداد البيانات المالية للمؤسسة بحيث تكون قابلة للمقارنة مع الشركات الأخرى في نفس الصناعة أو أنها قابلة للمقارنة مع البيانات المالية السابقة لنفس المؤسسة.

ثانيا: الفرضيات الأساسية لإعداد القوائم المالية

تضمن الإطار التصوري أساسا الفرضيتين الأساسيتين التاليتين:

1. محاسبة الالتزام: تسجل الأحداث المحاسبية عند القبض أو الدفع للمبالغ المقابلة؛

¹: لخضر علاوي، "معايير المحاسبة الدولية دروس وتطبيقات محلولة"، Pages Bleues، الجزائر، 2012، ص، ن 39، 40.

²: القرار المؤرخ في: 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008 "المتضمن قواعد تقييم والمحاسبة ومحتو الكشوف

المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها"، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية /العدد19، المواد، 1.210 –

2.210 – 3.210 – 4.210 – 5.210، ص، ص، ص، 22، 23.

³: Omar HNICHE, " Normes IAS/IFRS et analyse financière", Revue Marocaine de Recherche en Management et Marketing, n° 1, Janvier 2009, p, 264.

2. **استمرارية النشاط:** أن تعد القوائم المالية على أساس فرضية الاستمرار في النشاط، وفي حالة عدم استمرارية المؤسسة في نشاطها لابد من تفسير الأسباب وشرح كيفية إعدادها لقوائمها المالية في هذه الحالة؛

ثالثاً: خصائص القوائم المالية

حتى تكون القوائم المالية مطابقة للمعايير الدولية لإعداد القوائم المالية "IFRS"، يجب أن تتضمن القوائم المالية الخصائص والميزات التالية¹:

1. **القابلية للفهم:** يجب أن تكون المعلومات مفهومة لمستخدمي البيانات المالية، هذا يعني أنه يجب تقديم المعلومات بوضوح مع معلومات إضافية مقدمة مساعدة في التوضيح؛

2. **الملاءمة:** يجب أن تكون المعلومات ذات صلة باحتياجات المستخدمين، وهذا هو الحال عندما تؤثر المعلومات على القرارات الاقتصادية للمستخدمين، قد ينطوي ذلك على الإبلاغ عن معلومات يمكن أن يؤثر إغفالها على القرارات الاقتصادية للمستخدمين؛

3. **الموثوقية:** يجب أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء المادية والتحيز، وليست مضللة وبالتالي ينبغي أن تمثل المعلومات بأمانة المعاملات والأحداث الأخرى، وتعكس الجوهر الأساسي للأحداث وتمثل بحذر التقديرات والشكوك من خلال الكشف الصحيح، وحتى تكون المعلومات ذات مصداقية يجب تواف المميزات التالية²:

■ **الحياد:** عدم التحيز وهذه الصفة تتفق مع مستنديه المعلومات لأن المعلومات المنجزة بحكم طبيعتها معلومات لا يمكن الثقة بها أو الاعتماد عليها، وتساعد المعلومات المحاسبية التي تتصف بالنزاهة أنها تخدم احتياجات متخذي القرار؛

■ **الصورة الصادقة:** على المعلومات أن تقدم الصورة الصادقة للأحداث التي وقعت خلال الفترة؛

■ **تغليب الواقع الاقتصادي على الشكل القانوني:** على أن إظهار العمليات والأحداث وتسجيلها حسب حقيقتها الاقتصادية وليس فقط حسب شكلها القانوني؛

■ **الحذر:** أخذ الاحتياطات اللازمة عند إعداد تقديرات في حالة اللابقين وعدم المبالغة بالزيادة والنقصان في قيم الأصول والإيرادات وفي قيم الخصوم والأعباء؛

¹ : Amina Haji Nkuhi, " THE ROLE OF FINANCIAL STATEMENTS IN INVESTMENT DECISION MAKING - A CASE OF TANGA PORT AUTHORITY" Master of Business Administration of Mzumbe University, 2015, p, p, 10, 11.

²: لقلبي الأخضر، "دراسات في المالية والمحاسبة"، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2018، ص، ص، 148، 149.

■ **الشمولية:** ينبغي أن تكون المعلومات المالية الظاهرة في القوائم المالية شاملة ووافية ما أمكن أخذًا في الحسبان مبدأ الأهمية النسبية والتكلفة؛

4. **القابلية للمقارنة:** يجب أن تكون المعلومات قابلة للمقارنة مع المعلومات المالية المقدمة للفترات المحاسبية الأخرى، بحيث يمكن للمستخدمين تحديد الاتجاهات في الأداء والوضع المالي للمؤسسة؛ كما يجب ان تتضمن القوائم المالية المعلومات التالية¹:

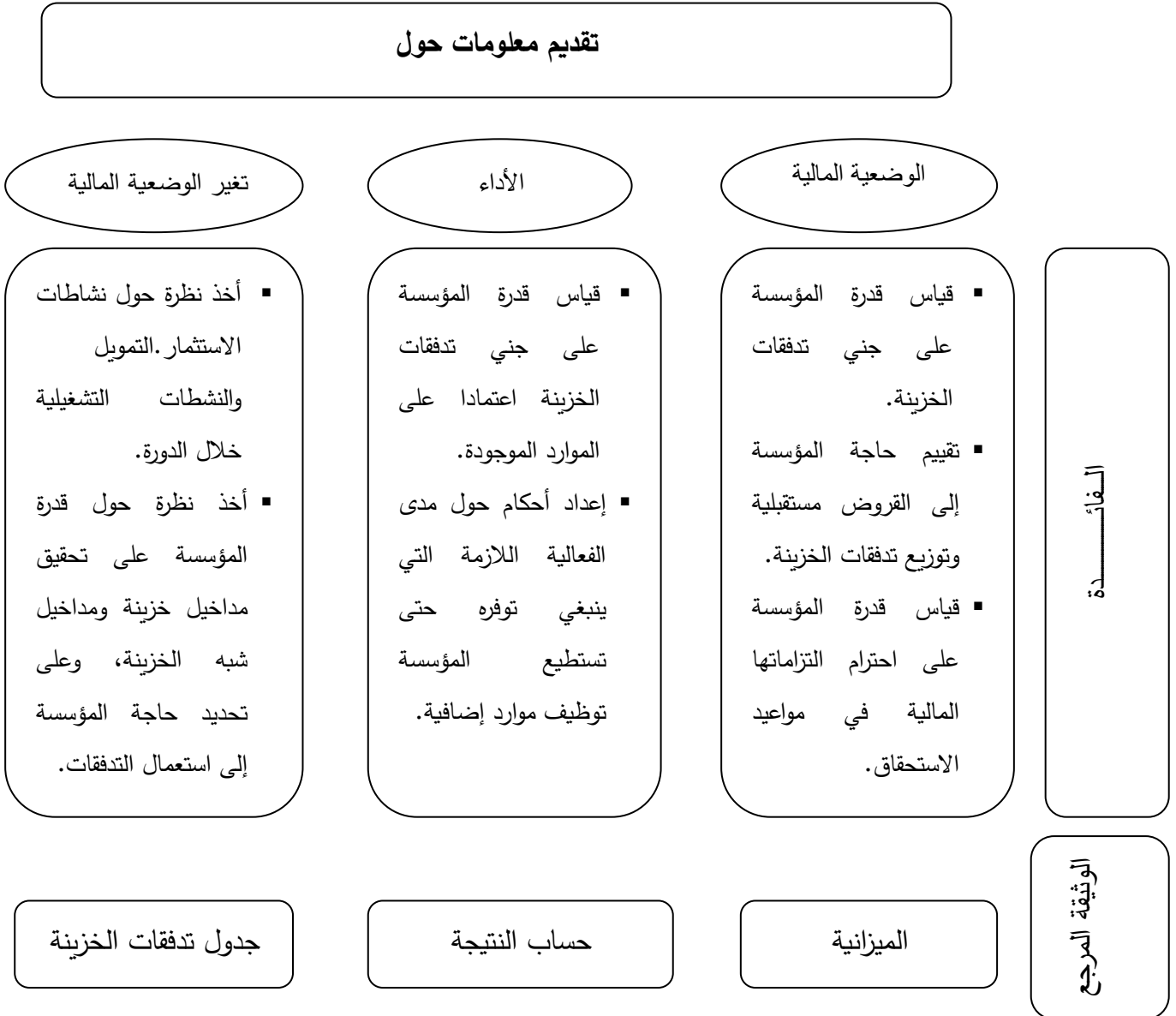
- اسم المؤسسة المقدمة (العارضة) للقوائم المالية؛
- ما إذا كانت القوائم المالية تخص مؤسسة فردية أو مجمع مؤسسات؛
- تاريخ الدورة التي تعرضها؛
- عملة النقد المستعملة؛
- مستوى التقديم الرقمي لغرض عرض المبالغ؛
- حدد المعيار المحاسبي الدولي IAS 1 عرض القوائم المالية مرة واحدة في السنة على الأقل وفي حال تغيير تاريخ عرض القوائم المالية (تاريخ إقفال الحساب) على المؤسسة تقديم:
 - ✓ أسباب هذا التغيير في مدة وتاريخ إعدادها لقوائمها المالية؛
 - ✓ مع ذكر عدم قابلية مقارنة المعلومات (الأرقام) المحتواة في هذه القوائم مع أرقام الدورة السابقة والدورات اللاحقة؛

ثالثًا: هدف القوائم المالية

تهدف القوائم المالية إلى تزويد مستخدميها بمعلومات شاملة حول الوضعية المالية للمؤسسة والأداء والتغيرات في هذه الوضعية حيث يوضح الشكل رقم (5) أهم المعلومات من خلال القوائم المالية:

¹ :IAS 1 : Norme Comptable internationale 1 "Présentation des états financiers", p- p, 5-7.

الشكل رقم (5) أهداف القوائم المالية.



المصدر: لخضر علاوي، "معايير المحاسبة الدولية دروس وتطبيقات"، ص، 36.

من الشكل رقم (5) نلاحظ أن العناصر المكونة للقوائم المالية ليست مستقلة بطبيعتها بل هي متداخلة فيما بينها حيث تعكس جوانب مختلفة من الأحداث التي قامت بها المؤسسة، كما تقدم القوائم المالية ملاحظات وتفسيرات يحتاجها مستخدمي القوائم المالية لغرض فهم الأحداث خلال الفترة التي تم اعدادها فيها، كما يوضح لنا هذا الشكل دور كل قائمة من القوائم المالية المذكورة في هذا الشكل والمتمثلة في تحليل الوضع المالي بالنسبة للميزانية، وتحليل الأداء بالنسبة لجدول حساب النتيجة، وتغير الوضع المالي بالنسبة لجدول تدفقات الخزينة.

المطلب الثاني: الميزانية

سنحاول في هذا المطلب التطرق لمفهوم الميزانية، أهميتها، المعلومات الدنيا الواجب توفرها.

أولاً: مفهوم الميزانية

هي خلاصة التطبيق العملي للمبادئ المحاسبية فهي مرآة تعكس الوضع المالي للمؤسسة في لحظة من اللحظات وذلك من خلال ما تحويه من موجودات ومطلوبات وحق الملكية، وبتعبير آخر فإن الميزانية ما هي إلا صورة فوتوغرافية لأوضاع المؤسسة المالية في لحظة إعدادها، فهي وصف ساكن للمركز المالي للمؤسسة تتألف من جانبين، جانب يسمى الخصوم أو المطلوبات وتدرج فيه جميع خصوم المؤسسة والتزاماتها تجاه الآخرين، والآخر يسمى بالأصول أو الموجودات تدرج فيه كافة البنود الخاصة بأصول المؤسسة وحقوقها على الآخرين، ويجب أن يتوازن الجانبان لقاعدة القيد المزدوج في المحاسبة¹، ومحتوى جانب الأصول يعبر عنه بقرارات الاستثمار التي اعتمدها إدارة المؤسسة ومن خلالها وُظفت بها مجموع الأموال المتاحة للاستثمار، في حين يدل جانب الخصوم على هيكل تمويل المؤسسة، أي المصادر التي استندت إليها في إدارة المؤسسة في الحصول على أموالها.

ترتكز طريقة تقييم العناصر المقيدة في الحسابات كقاعدة عامة، على اتفاقية التكاليف التاريخية في حين يعمدُ حسب بعض الشروط التي يحددها القرار المؤرخ في 23 رجب 1429 هـ الموافق لـ 26 يوليو سنة 2008 وبالنسبة إلى بعض العناصر إلى مراجعة تجري على ذلك التقييم بالاستناد إلى²:

- القيمة الحقيقية (أو الكلفة الراهنة)؛
- قيمة الإنجاز؛
- القيمة المحينة (أو قيمة المنفعة)؛

ثانياً: مكونات الميزانية

تحدد الميزانية بصفة منفصلة عناصر الأصول وعناصر الخصوم، يبرز عرض الأصول والخصوم داخل الميزانية الفصل بين العناصر الجارية والعناصر الغير جارية³.

¹: حمزة محمود الزبيدي، "التحليل المالي (تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل)"، مرجع سابق، ص43..

²: القرار المؤرخ في: 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008، مرجع سابق، المادة 1.112، ص، 6.

³: المرسوم التنفيذي رقم 08-156 المؤرخ في 20 جمادى الأولى عام 1429 الموافق لـ 26 ماي 2008 المتضمن تطبيق أحكام

القانون 07-11، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية /العدد27، المادة رقم 33، ص، 14.

1. الأصول: ويقصد بها جميع ممتلكات المشروع الملموسة وغير الملموسة أي جميع ممتلكات على اختلاف أنواعها التي بحوزة المؤسسة، تتكون الأصول من الموارد التي يسيرها الكيان بفعل أحداث ماضية والموجهة لأن توفر لها منافع اقتصادية مستقبلية¹.
وتقسم الأصول إلى ما يلي:

1.1 الأصول الجارية (الأصول المتداولة): يتم تصنيف أصل على أنه أصل جاري (متداول) إذا توفرت فيه المعايير التالية²:

- عندما يتوقع أن يحتفظ به خلال الدورة التشغيلية العادية (خلال دورة الاستغلال)؛
 - عندما يحتفظ بالأصل بشكل أساسي لغرض المتاجرة؛
 - عندما يحتفظ به بشكل رئيسي من أجل استغلاله خلال المدى القصير، وأن يتحقق في حدود السنة من تاريخ إعداد الميزانية؛
 - عندما يكون نقداً أو أصلاً نقدياً مماثلاً ولا توجد شروط على استعماله؛
- تحتوي الأصول الجارية (المتداولة) على ما يلي:

- المخزونات؛
- الأصول الدائنة والاستخدامات المماثلة (زبائن ومدينون آخرون)؛
- الموجودات وما يماثلها (الخزينة وأشباه الخزينة)؛

1.2 الأصول الثابتة (الأصول غير الجارية): ويقصد بها كافة النفقات الاستثمارية التي أنفقتها المؤسسة على اقتناء الموجودات لاستخدامها لأمد طويل أي تحتفظ بها لأغراض العمل والإنتاج وليس بهدف بيعها، يتم تصنيف الأصل على أنه ثابت إذا توفرت فيه المعايير التالية³:

- الأصول الموجهة للاستعمال المستمر لتغطية احتياجات أنشطة الكيان مثل الأموال العينية الثابتة أو المعنوية؛

¹: نفس المرجع السابق، المادة 20، ص، 13.

²: Rachida BOURSALI, " LES ETATS FINANCIERES ET PCN DU SCF Avec Exercices", ALOULFIA ALTALITA, oran, 2010, p, p, 17, 18.

³: مجيد الكرخي، " تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية: 388 معيار للتقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية المختلفة"، دار المناهج، الطبعة الأولى، الأردن، 2014، ص، 186.

■ الأصول التي تتم حيازتها لغرض توظيفها على المدى الطويل أو الغير الموجهة لأن يتم تحقيقها خلال الأتني عشر شهراً ابتداءً من تاريخ الإقفال؛
تحتوي الأصول الثابتة على ما يلي:

- الأصول الثابتة غير المادية (المعنوية غير الملموسة)؛
- عقارات التوظيف؛
- أصول ثابتة مادية (الملموسة)؛
- الأصول البيولوجية؛
- مساهمات في شركات شريكة؛
- أصول مالية أخرى؛

2. الخصوم: وهي التزامات حالية للمؤسسة ناتجة عن أحداث ماضية، والتي تتطلب عملية سدادها وتسويتها خروج تدفقات من الموارد التي تملكها المؤسسة وتمثل منافع اقتصادية¹، هذا التعريف لا يعتبر الأموال الخاصة خصوماً، وتنقسم الخصوم إلى ما يلي:

2.1 رؤوس الأموال الخاصة: وتمثل الفرق (الموجب) بين أصول المؤسسة ومجموع خصومها الجارية والغير الجارية، إن الأموال الخاصة تظهر في الميزانية في جانب الخصوم رغم أنها لا تعتبر خصوماً واجبة التسديد²، وتحتوي رؤوس الأموال الخاصة على ما يلي³:

- رأس المال الصادر؛
- احتياجات؛
- النتيجة (موجبة)؛
- فوائد الأقلية؛

2.2 الخصوم الجارية (المتداولة): هي الالتزامات التي يتوقع أن يتم تسويتها خلال دورة الاستغلال أو خلال اثني عشر شهراً الموالية من تاريخ الإقفال¹، تصنف الالتزامات على أنها جارية (متداولة) في الحالات التالية²:

¹ : Rachida BOURSALI, " LES NORMES COMPTABLES DU SCF" ALOULFIA TALITA , oran, 2010, p, 23.

² : عبد الرحمان عطية، "المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي المالي (المخطط المحاسبي الجديد)"، دار النشر جيطلي، الطبعة الثانية، برج بوعريبيج، 2011، ص، 12.

³ : N. LOTMANI, " Analyse Financière ",op, p, 43.

- عندما يستحق التسوية خلال اثني عشر شهرا من تاريخ إعداد الميزانية؛
 - عندما تتوقع تسوية خلال الدورة التشغيلية العادية (خلال دورة الاستغلال)؛
 - عندما يحتفظ بالخصم بشكل أساسي لغرض المتاجرة؛
 - ليس لدى المؤسسة الحق في تأجيل تسوية الخصم على الأقل 12 شهرا بعد فترة إعداد التقرير؛
- تصنف باقي الخصوم كخصوم غير جارية؛
- وتتضمن الخصوم الجارية (المتداولة) على³:

■ قروض جارية بفوائد؛

■ ضرائب جارية واجبة الدفع؛

■ موردون ودائنون آخرون؛

■ مؤونات الضمان؛

2.3 الخصوم غير الجارية (غير المتداولة): وهي الالتزامات التي لا يتم تسديدها خلال الدورة العادية التشغيلية للمؤسسة، أو التي لا تستحق خلال اثني عشر شهرا، أو تلك التي قد يكون للمؤسسة حق غير مشروط بتأجيل سدادها لأكثر من اثني عشر شهرا الذي يتوقع أن سيتم إعادة تمويله بموجب تسهيلات قروض حالية حتي لو استحق خلال لأثني عشر شهرا⁴، وتحتوي الخصوم غير الجارية (غير المتداولة) على ما يلي:

■ قروض بفوائد؛

■ ضرائب مؤجلة؛

■ المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا؛

على المؤسسة إظهار ديونها طويلة الأجل مع الخصوم غير الجارية ولو أن هذه الديون أصبحت واجبة الدفع خلال 12 شهرا، إذا توفر الشرطان التاليان⁵:

¹: المرسوم التنفيذي رقم 08-156، مرجع سابق، المادة رقم 22، ص، 13.

²: Rachida BOURSALI, " LES ETATS FINANCIERES ET PCN DU SCF Avec Exercices", op, p, 18.

³: لخضر علاوي، مرجع سابق، ص، 67.

⁴: لزعر محمد سامي، "التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي - دراسة حالة -"، مذكرة ماجستير، قسم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011-2012، ص، 43.

⁵: لخضر علاوي، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

- ✓ تاريخ الاستحقاق الأصلي كان أكبر من 12 شهراً؛
✓ للمؤسسة نية اللجوء إلى إعادة التمويل وقد جسدت هذه النية في اتفاقية تمت بتاريخ الإقفال؛

ثالثاً: أهمية إعداد الميزانية

تكمن أهمية إعداد الميزانية في ما يلي¹:

1. تلبية المتطلبات القانونية: إن كلاً من القانون التجاري والنظام المحاسبي المالي وقانون الضرائب المباشرة تنص على أن تقوم المؤسسات التي تستجيب لشروط محددة بإعداد الميزانية الختامية وحسابات النتيجة؛
2. إظهار أصول وخصوم المؤسسة بتاريخ محدد ومنه تحديد مركزها المالي وهذا ما جعل البعض يعرف الميزانية على أنها صورة فوتوغرافية لثروة المؤسسة بتاريخ محدد؛
3. تمكن الميزانية من تعريف الغير (بنوك، دائنون، عملاء،...) عن الوضعية المالية للمؤسسة؛
4. حساب نتيجة الدورة وهذه النتيجة يمكن حسابها بواسطة الميزانية أو بواسطة حساب النتيجة؛

كما يمكن تحديد ثلاثة مجالات يمكن من خلالها أن تقدم الميزانية وسيلة لإجراء عملية التحليل العناصر التالية²:

1. السيولة: وتتمثل في النقدية وشبه النقدية وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية المتوقع حدوثها ضمن الدورة التشغيلية للمؤسسة ويعبر عن المدة المتوقع انقضائها حتى تتحقق الأصول أو تتحول إلى نقدية أو حتى يتم سداد الالتزامات؛
2. القدرة على سداد الديون طويلة الأجل: تعتبر عملية تحليل عناصر الميزانية أداة للوقوف على قدرة الشركة على سداد ديونها طويلة الأجل عند الإستحقاق وهذا بمقارنة حجم الديون ومدة استحقاقها مع قيمة الخزينة الآنية والمختصرة ومدة تحول عناصر الأصول إلى سيولة؛
3. المرونة المالية: يعتبر مفهوم المرونة المالية أوسع من مفهوم السيولة حيث تقيس المرونة المالية قدرة الشركة على تعديل حجم وتوقيت التدفقات النقدية والذي يمكنها من الاستجابة للاحتياجات

¹: عبد الرحمان عطية، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

²: يوسف بومدين، فاتح ساحل، مرجع سابق، ص، 09.

والفرص غير المتوقعة، وهناك علاقة عكسية بين المرونة المالية ومخاطر تعرض الشركة للفشل المالي؛

كما يعطي بيان المركز المالي (الميزانية) تصوراً عن حجم نشاط الشركة من خلال مجموعة الموجودات وكذلك يعطي تصور عن حجم ونوعية مواردها الاقتصادية (الأصول) وهيكل الالتزامات المترتبة عليها وحقوق أصحاب الشركة في تلك المصادر الاقتصادية (الخصوم)، وحتى تكون الميزانية معبرة عن الصورة الصادقة للمؤسسة فإن عملية المقاصة ممنوعة بين عناصر الأصول والخصوم حسب المعايير المحاسبية الدولية والنظام المحاسبي المالي الجزائري إلا إذا تمت هذه المقاصة على أسس قانونية أو تعاقدية أو إذا كان من المقرر أصلاً تحقيق عناصر هذه الأصول والخصوم بالتتابع.

المطلب الثاني: حساب النتيجة

يهتم التحليل المالي بجدول حساب النتيجة لقدرته على إظهار ربحية المشروع ومدى استمراره في تحقيق هذه الأرباح، كما يهتم بها المستثمرون لتحديد العائد من وراء استثماراتهم وكذا الدائنون والبنوك لتحديد مقدرة المشروع على سداد التزاماتهم القصيرة أو طويلة الأجل.

أولاً: مفهوم حساب النتيجة (قائمة الدخل)

إن الغرض الأساسي من إعداد حساب النتيجة هو بيان صافي الدخل أو الربح المتحقق خلال الفترة المالية وهناك عدة تسميات لحساب النتيجة منها¹:

- قائمة الدخل: لكون القائمة تظهر لنا مدى إمكان الإيرادات المتحققة من العمليات التشغيلية أن تغطي النفقات الضرورية لتوليد هذه الإيرادات لتحقيق صافي الدخل والذي يمثل الهدف الأساسي للمنشأة؛
- حساب الأرباح والخسائر: لكون الغرض من إعداد الكشف هو التوصل لصافي الربح أو صافي الخسارة؛

1. تعريف حساب النتيجة: هناك عدة تعريف لجدول حساب النتيجة نذكر منها:

- يشير البعض إلى قائمة الدخل أو (حساب النتيجة) من أنها تبين التغيرات الناتجة عن العمليات المالية التي تمت خلال الفترة المحاسبية (سنة عادة)، كما تحدد بأنها الترجمة الرياضية لسياسات وخبرة ومعرفة وبعد نظر ومبادرة إدارة المنشأة وذلك من وجهة نظر الإيرادات والنفقات، ومجمل الربح عن

¹: أحمد هاشم أحمد يوسف، موسى فضل الله علي إدريس، "تحليل البيانات المالية"، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى، 2007، ص، 45.

إدارة الأعمال وصافي الربح أو الخسارة، فصافي الربح أو الخسارة النهائية هو المؤشر النهائي لمهارة إدارة الأنشطة داخل المنشأة¹.

▪ جدول حسابات النتائج: هو بيان ملخص للأعباء والمنتجات المنجزة في المؤسسة خلال السنة المالية ولا يأخذ في الحسبان تاريخ التحصيل أو تاريخ السحب ويبرر بالتميز النتيجة الصافية للسنة المالية (الربح والخسارة)².

▪ يضمن جدول حساب النتيجة تطور أنشطة المؤسسة خلال فترة محددة، يتم تلخيصها بغض النظر عن تاريخ استلامها أو سدادها وهي³:

- العناصر التي تؤثر سلبا على قيمة المؤسسة (المصروفات أو التكاليف)؛

- العناصر التي تؤثر بشكل إيجابي على قيمة الكيان (المنتجات أو الإيرادات)؛

من التعريفات السابقة نستنتج أن جدول حساب النتيجة هو كشف مالي يبين الإيرادات التي تم الحصول عليها، والمصروفات التي تتكبدتها الوحدة على مدار المدة المحاسبية.

كما نميز نوعين من حساب النتيجة:

▪ **حساب النتيجة حسب الطبيعة:** حيث تصنف الأعباء والإيرادات حسب طبيعتها مما يسمح من حساب مجاميع التسيير الرئيسية، وهي بمثابة أرصدة وسيطية تسمح من حساب (في النهاية) النتيجة الصافية للدورة المالية؛

▪ **حساب النتيجة حسب الوظيفة:** حيث تصنف الأعباء والإيرادات حسب الوظيفة التي تسببت فيها؛ في الجزائر يتم اعتماد حساب النتيجة حسب الطبيعة من طرف كل المؤسسات الخاضعة للنظام المحاسبي المالي لأن إعداده يعتبر إجباريا من وجهة النظر الضريبية عند التصريح الضريبي الخاص بنهاية الدورة المالية⁴.

2. **مميزات وخصائص جدول حساب النتيجة:** يسمح هذا الجدول بتحقيق الميزات والخصائص التالية¹:

¹: حمزة محمود الزبيدي، "التحليل المالي (تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل)"، مرجع سابق، ص، 46.

²: القرار المؤرخ في: 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008، مرجع سابق، المادة 1.230، ص، 24.

³: Karine CERRADA, Yves DE RONGE, Michel DE WOLF, Michel GATZ, " Comptabilité et analyse des états financiers, principes et application", de boeck, 1^{ère} édition, paris, 2014, p, 24.

⁴: الجريدة الرسمية رقم 19 لسنة 2009، مرجع سابق، ص، 24.

- التعرف على نتيجة أعمال المؤسسة من ربح أو خسارة؛
- التعرف على كفاءة الإدارة في أدائها المالي، ويستخدم الربح كقياس الأداء؛
- معرفة ربحية السهم الواحد وإمكانية توزيع أرباح الملاك؛
- تعتبر نتيجة الأعمال التي يتضمنها جدول حسابات النتائج من المؤشرات الرئيسية في تحديد أسعار الأسهم؛

3. أهداف جدول حساب النتيجة: إن الهدف الأساسي من إعداد جدول حساب النتيجة يتمثل في²:

- تحدد كيفية الوصول إلى صافي نشاط الوحدة الاقتصادية (من ربح وخسارة) عن طريق عرض البيانات التي تتأثر وتتأثر في نتيجة نشاط الوحدة وتفاصيل هذه القائمة مهمة للإدارة المالية؛
- المساعدة في اجراء التحليل المالي من خلال العلاقة المترابطة بين الكثير من البنود التي تحتويها وبصورة مفهومة وسهلة الاستخدام من المحلل المالي؛

ثانيا: مجالات استخدام المعلومات المتعلقة بجدول حساب النتيجة

يساعد جدول حساب النتيجة في عدد من المجالات المختلفة والتي يمكن إجمالها في النقاط التالية³:

1. استخدام المعلومات المتعلقة بجدول حساب النتيجة (قائمة الدخل) لتقييم الأداء السابق للشركة؛
2. الحصول على نوع من الثقة بالتدفقات النقدية المستقبلية؛
3. تحديد المخاطرة ومستوى حالة عدم التأكد من عدم تحقيق التدفقات النقدية؛
4. التنبؤ بشكل أفضل لتأثير التغيير في الطلب لمنتج الشركة على إيرادات والمصاريف ومن ثم الدخل؛
5. الكشف عن نتائج النشاطات التشغيلية المستمرة والتي عادة ما تكون ذات أهمية أكبر من النتائج الناجمة عن النشاطات غير التشغيلية؛
6. تقدير درجة السيولة النقدية التي تتمتع بها الشركة؛

¹: جحنين كريمة، " التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء وترشيد قرارات الإستثمار في البورصة، دراسة حالة المعمل الجزائري الجديد للمصبرات: NCA روية"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013/2014، ص، 09.

²: سالم عواد هادي، زينة فاصل صبري، " دور الإجراءات التحليلية في تعزيز ثقة ومصداقية القوائم المالية المقدمة للإدارة الضريبية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثالث، العدد 43، الفصل الثاني 2017، ص، 49.

³: ناظم حسن الشريفي، سعود حابد مشكور العامري، " المحاسبة المتقدمة في الشركات، الأسس النظرية والعلمية لاحتساب قيمة الشركات"، زهران للنشر، عمان، 2009، ص، 36، 37.

7. الكشف عن مدى قدرة الشركة في مواجهة توزيعات الأرباح أو فوائد القروض؛
8. التأثير على أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، فإذا كانت نتيجة جدول حساب النتيجة تتمثل في الأرباح فهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع قيمة السهم في السوق ومن ثم ارتفاع القيمة السوقية للشركة، أما إذا كانت نتيجة جدول حساب النتيجة تتمثل بالخسارة فهذا يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم في السوق ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للشركة؛
9. اعتماد بعض الجهات الحكومية "دوائر الضرائب" على نتيجة جدول حساب النتيجة، فعلى أساس هذه النتيجة تتحدد الضرائب التي تفرض على الشركات؛
10. التعرف على الكيفية التي قامت بها الإدارة بالنهوض في مسؤولياتها والاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بما يؤدي إلى حماية الشركة ومصالح المساهمين؛

ثالثاً: مكونات جدول حساب النتيجة

يتم من خلال جدول حساب النتيجة عرض مختلف أعباء المؤسسة إما حسب وظيفتها (تكاليف التصنيع، تكاليف التوزيع، التكاليف الإدارية،)، أو حسب طبيعتها (سلع، بضائع، مواد أولية، نفقات المستخدمين،)، أي على الأساس الذي يقدم من خلاله معلومات صادقة حول وضعية المؤسسة، ويجب أن يشمل كحد أدنى العناصر التالية¹:

1. إيرادات ونتائج الأنشطة التشغيلية؛
2. الأعباء المالية (أعباء التمويل)؛
3. أعباء المستخدمين؛
4. الأعباء الضريبية؛
5. مخصصات الإهلاكات وخسائر القيمة التي تخص الأصول العينية؛
6. مخصصات الإهلاكات وخسائر القيمة التي تخص الأصول المعنوية؛
7. النتيجة من النشاطات العادية؛
8. الأرباح والخسائر من النشاطات غير العادية؛
9. صافي الربح أو الخسارة للدورة الجارية؛

¹: زين عبد المالك، "القياس والإفصاح عن عناصر القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، دراسة حالة مجمع صيدال - وحدة الحراش - (2012-2013)"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة بومرداس، 2014/2015، ص، ص، 33، 34.

10. النتيجة الصافية لكل سهم من الأسهم بالنسبة إلى الشركات المساهمة؛

المطلب الرابع: جدول تدفقات الخزينة (جدول سيولة الخزينة)

بالإضافة إلى القوائم سابقة الذكر فإن جدول تدفقات الخزينة تزودنا بتحليل أكثر شمولية للعملية التي تولد بها المؤسسات نقدا من عملياتها (استثماراتها والأنشطة التمويلية)، كما تقتفي أيضا الطرق التي تستخدم فيها المؤسسة تلك النقود، و نظراً للأهمية البالغة التي يحظى بها جدول تدفقات الخزينة عند مستعملي التحليل المالي كان لا بد لنا في هذا المطلب الإحاطة والوقوف على الجوانب الهامة لجدول تدفقات الخزينة وذلك من خلال.

أولاً: تعريف جدول تدفقات الخزينة

هناك مجموعة من التعريفات تطرقت لجدول تدفقات الخزينة نذكر منها:

1. توضح قائمة التدفقات النقدية (جدول تدفقات الخزينة) المركز النقدي للشركة وكيفية تغيير هذا المركز عبر مدة إعداد قائمة التدفقات النقدية، ولذلك تعتبر هذه القائمة مكملة لقائمة المركز المالي (الميزانية) ولقائمة الدخل (جدول حساب النتيجة)، علماً أن التغيرات في المركز النقدي للشركة قد يكون نتيجة للعديد من الصفقات المختلفة التي تعقدتها الشركة¹.
2. يعرف جدول تدفقات الخزينة على أنه تلك الأداة الدقيقة المستخدمة في الحكم على فعالية تسيير الموارد المالية واستخداماتها، وذلك اعتماداً على عنصر الخزينة الذي يعد المعيار الأكثر موضوعية في الحكم على نجاعة التسيير المالي للمؤسسة².
3. يقدم جدول سيولة الخزينة مداخل ومخارج الموجودات المالية الحاصلة أثناء السنة المالية حسب منشئها (مصدرها)³.
4. تقوم هذه الوثيقة (جدول تدفقات الخزينة) بتتبع التدفقات النقدية الناتجة والمستخدمه خلال كل سنة مالية وتوضح التغيير في النقد المسجل في الميزانية كما توفر معلومات جديدة عن الميزانية و جدول

¹: أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص، 69.

²: الياس بن ساسي، يوسف قرنيشي، "التسيير المالي (الإدارة المالية)"، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011، ص، 222.

³: : القرار المؤرخ في: 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008، مرجع سابق، المادة 1.240، نفس الصفحة.

حساب النتيجة، وتوضح أيضاً التغير في التدفقات النقدية من خلال تقديم التدفقات النقدية خلال الفترة وفقاً لطبيعة الأنشطة (التشغيلية، الاستثمارية والتمويلية)¹.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن جدول تدفقات الخزينة هي القائمة الثالثة بعد كل من قائمة الميزانية وقائمة جدول حساب النتيجة والتي أصبح إلزاماً على الشركات إعدادها على أنها جزء لا يتجزأ من بياناتها المالية لكل فترة، حيث أنها القائمة التي تظهر التدفقات النقدية الداخلة (المقبوضات) والتدفقات النقدية الخارجة (المدفوعات)، وذلك حسب النشاطات التشغيلية (النشاطات الرئيسي للمؤسسة) التمويلية (الاقتراض والائتمان) والاستثمارية (الاستثمار في الأصول المختلفة) خلال فترات مالية معينة.

لقد وردت في هذه التعاريف مصطلحات متعلقة بجدول تدفقات الخزينة، ومن أجل فهم هذه التعاريف يمكن شرح المفردات كالتالي²:

التدفقات: مجمل العمليات الجارية التي تقوم بها المؤسسة عند مزاولتها لنشاطها ولها علاقة وثيقة بهذا النشاط أي متعلقة أصلاً بالعملية الإنتاجية أو الاستغلالية، وتنقسم إلى تدفقات داخلية وتدفقات خارجة.

النقدية: هي النقدية في الخزينة والصندوق، بالإضافة إلى الودائع الجارية في البنوك و المؤسسات المالية.

التدفقات النقدية: وتتمثل في دخول وخروج النقدية وما يعادله.

ثانياً: أهمية وأهداف جدول تدفقات الخزينة

تكمن أهمية جدول تدفقات الخزينة في قدرة تعبيره ودلالة المؤشرات والتجمعات المالية والتي تكشف عن بعض الأمور الهامة التي لا توضحها القوائم المالية الأخرى في حكم على مدى نجاح المؤسسة وإمكانية استمرارها، ويمكن تلخيص أهميته فيما يلي³:

1. تمكن المعلومات التي تحتويها هذه القائمة مع باقي المعلومات الموجودة في باقي القوائم من الحصول على معلومات تجعل المستخدمين قادرين على تقييم التغيرات في صافي موجودات المنشأة وهيكلها التمويلي بما في ذلك السيولة والملاءة المالية؛

¹ : Omar HNICHE, " Normes IAS/IFRS et analyse financière", op, p, 273.

² : شعيب شنوف، "التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS"، زهران للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2012، ص، 167.

³ : مرازقة صالح، بوهرين فتيحة، "المعيار المحاسبي الدولي رقم 07 قائمة التدفقات النقدية"، مجلة الاقتصاد والمجتمع، العدد 6، قسنطينة، 2010، ص، 85.

2. تساعد في عملية إجراء المقارنات بين تقارير تقييم الأداء التشغيلي لمختلف المنشآت؛
3. تستخدم المعلومات المتعلقة بالتدفقات النقدية التاريخية غالبا كمؤشر يساعد في التنبؤ بمقادير وتوقيت التدفقات النقدية المستقبلية وتحديد عوامل التأكد المرتبطة بها؛
4. تفيد قائمة تدفقات الخزينة في فحص العلاقة بين الربحية وصافي التدفقات النقدية وأثار التغيير في الأسعار؛

كما يهدف جدول تدفقات الخزينة إلى إظهار كيفية تغير الخزينة من دورة إلى أخرى، من خلال ثلاث وظائف أساسية، وبالتالي شرح مساهمة كل وظيفة في تغير الخزينة، وتتمثل الوظائف التي تكون هذا الجدول في¹:

- وظيفة التمويل (الأنشطة التمويلية): وهي الأنشطة التي ينتج عنها تغيرا في حجم ومكونات ملكية رأس المال وعمليات الاقتراض التي تقوم بها المؤسسة؛
 - وظيفة الاستثمار (الأنشطة الاستثمارية): وهي تلك المتمثلة في امتلاك الأصول طويلة الأجل والتخلص منها وغيرها من الاستثمارات التي لا تدخل ضمن البنود التي تعادل النقدية؛
 - وظيفة الاستغلال (الأنشطة التشغيلية): وهي الأنشطة الرئيسية لتوليد الإيرادات في المؤسسة والأنشطة الأخرى التي لا تعتبر من الأنشطة الاستثمارية والتمويلية؛
- هذه الوظائف الثلاثة تنتج ثلاث تدفقات: تدفق الخزينة للتمويل، تدفق الخزينة للاستثمار، تدفق الخزينة للاستغلال، ولهذا صمم جدول تدفقات الخزينة لتحقيق الأهداف التالية²:

- معرفة المركز النقدي للمؤسسة؛
- بيان التدفقات النقدية المرتبطة بالأنشطة التشغيلية، الاستثمارية والتمويلية؛
- يعتبر أداة لتقييم سيولة وربحية المؤسسة؛
- تقييم مدى قدرة المؤسسة على مواجهة وصداد التزاماتها وكذا قدرتها على توزيع الأرباح؛

¹: سايح فايز، "اعداد وتحليل جدول سيولة الخزينة وفقا للنظام المحاسبي المالي"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 22، مركز البصرة، ديسمبر 2013، ص، 59.

²: جلال إبراهيم، "التحليل المالي في الأعمال التجارية"، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009، ص، 146.

ثالثاً: عرض جدول تدفقات الخزينة

يجب أن يظهر جدول سيولة الخزينة التدفقات النقدية خلال الفترة مصنفة حسب النشاطات التشغيلية والاستثمارية والتمويلية، كما حدد المعيار المحاسبي الدولي السابع طرق عرض جدول تدفقات الخزينة وحددها في طريقتين هما الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة.

1. **الطريقة المباشرة:** تعتمد الطريقة المباشرة في إعداد جدول تدفقات الخزينة على قاعدة الإفصاح المالي، حيث أنها تبين بالتفصيل مكونات الرئيسية للتدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية، ومن خلال حصر كل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وتبويبها ضمن البنود الرئيسية الواجب وضعها في جدول تدفقات الخزينة¹؛

2. **الطريقة غير المباشرة:** تركز هذه الطريقة على الفروق بين الربح المحاسبي والمبلغ الصافي للتدفقات النقدية، وتبدأ هذه الطريقة بصافي النتيجة مضافاً إليها أو مخصوماً منها التغير في حسابات الأصول والخصوم المتداولة المرتبطة بالتشغيل ما عدا النقدية وما يعادلها²؛

يشجع النظام المحاسبي المالي المؤسسات على تقديم التقارير عن التدفقات النقدية باستخدام الطريقة المباشرة لسهولة الإعداد، فعند استخدام الطريقة المباشرة يمكن الحصول على معلومات عن الفئات الرئيسية لإجمالي المقبوضات النقدية وإجمالي المدفوعات النقدية بالذهاب مباشرة إلى التسجيل المحاسبي الخاص بالتسديد والتحصيل، وبالرجوع إلى الخزينة لحصر كل التغيرات التي حدثت فيها مصنفة حسب تسجيلها في الدفاتر في كل عمليات الاستغلال والاستثمار والتمويل³.

¹: محمد الأمين خنيوة، " فعاليت إدارة التدفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي دراسة حالة مؤسسة الإسمنت حامة بوزيان

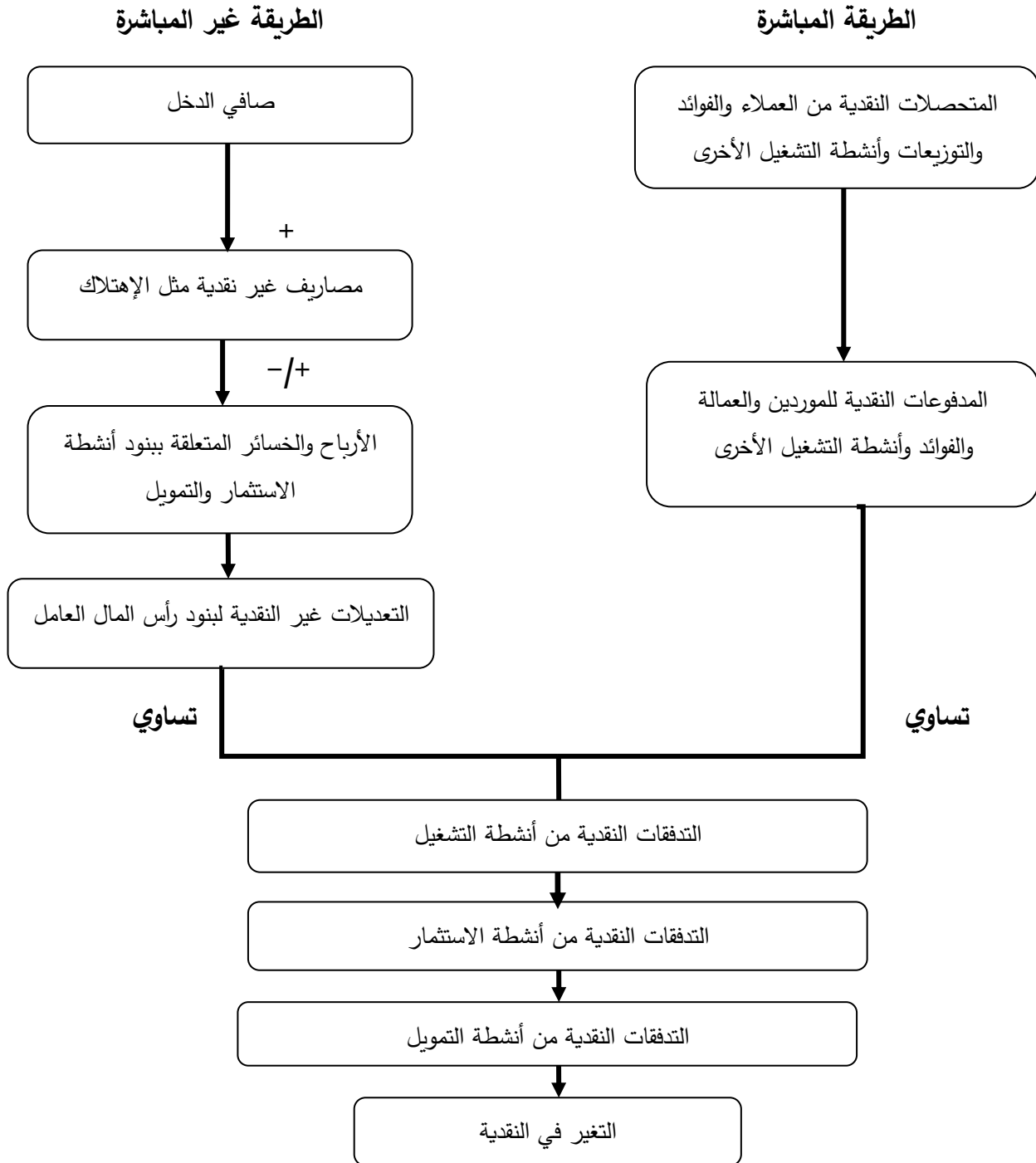
CSHB"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007/2008، ص، 71.

²: شعيب شنوف، مرجع سابق، ص، 172.

³: سايح فايز، مرجع سابق، ص، 61.

الشكل رقم (6) الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة

لعرض جدول تدفقات الخزينة



المصدر: محمد الأمين خنيوة، " فعاليات إدارة التدفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي

دراسة حالة مؤسسة الإسمنت حامة بوزيان CSHB"، ص، 73.

يعرض لنا الشكل رقم (6) الطريقة المباشرة والطريقة غير المباشرة لعرض جدول تدفقات الخزينة وبين لنا أوجه الاختلاف بين الطريقتين وذلك ما يظهر في الجزء العلوي والمتمثل في دورة الاستغلال من الشكل حيث أن الطريقة غير المباشرة تعتمد على النتيجة الصافية (صافي الدخل) الظاهرة في جدول حساب النتيجة، بينما تعتمد الطريقة المباشرة على العمليات التي قامت بها المؤسسة مع العملاء والموردين أي أنشطة التشغيل المختلفة، حيث تتساوي الطريقتان في عملية الحساب وتلتقيان عند التدفقات النقدية من أنشطة التشغيل، أما الجزء السفلي من هذا الشكل فيوضح التدفقات النقدية من أنشطة الاستثمار والتدفقات النقدية من أنشطة التمويل والتغير في الخزينة.

المطلب الخامس: جدول حركة رؤوس الأموال الخاصة وملحق الكشوف المالية

بالإضافة إلى الميزانية وجدول حسابات النتيجة فرض النظام المحاسبي المالي على المؤسسات الخاضعة للقانون التجاري عرض جدول حركة رؤوس الأموال، وملحق الكشوف المالية.

أولاً: جدول حركة رؤوس الأموال

حيث يقدم هذا الجدول معلومات متعلقة بالزيادة والنقص في أصول المؤسسة وثروتها، وفي ما يلي عرض عام عن جدول حركة رؤوس الأموال الخاصة.

1. تعريف جدول حركة رؤوس الأموال الخاصة: عرف النظام المحاسبي المالي جدول تغيرات الأموال الخاصة: "يشكل جدول تغيرات الأموال الخاصة تحليلاً للحركات التي أثرت في كل فصل من الفصول التي تتشكل منها رؤوس الأموال الخاصة للمؤسسة خلال السنة المالية"¹.

يقدم جدول تغيرات رؤوس الأموال حالة تحليلية لحركة رؤوس الأموال (بالزيادة والنقصان) خلال الدورة المحاسبية، وعن المعلومات الدنيا المطلوب تقديمها في هذا الجدول تخص الحركات المرتبطة بما يلي²:

- النتيجة الصافية للسنة المالية؛
- تغيرات الطريقة المحاسبية وتصحيحات الأخطاء المسجل تأثيرها مباشرة كرؤوس أموال؛

¹: القرار المؤرخ في: 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008، مرجع سابق، المادة 1.250، ص، 26.

²: فضيل لحسن، "انعكاسات النظام المحاسبي المالي على التحليل المالي دراسة حالة مؤسسة تجديد وتركيب المعدات الكهربائية

"SARL REMELEC"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلى، شلف، 2010/2011، ص، 49.

▪ المنتجات والأعباء الأخرى المسجلة مباشرة في رؤوس الأموال الخاصة ضمن إطار تصحيح أخطاء هامة؛

▪ عمليات الرسملة (الارتفاع، الانخفاض، التسديد.... إلخ)؛

▪ توزيع النتيجة والتخصيصات المقررة خلال السنة المالية؛

يتطلب جدول رؤوس الأموال الخاصة في ظل معايير المحاسبة الدولية تغيير ثلاث ميزانيات وفق للمعايير الجديدة إذ يتعين عرض سنتين من التغييرات المقارنة أما فيما يتعلق بتغييرات السنة السابقة فمن الضروري عرض الرصيد الختامي للسنة (ن-2)¹، على المؤسسة أن تفصح في جدول تغيرات رؤوس الأموال الخاصة (حقوق المساهمين) عن التعديل الإجمالي لكل عنصر من عناصر حقوق الملكية الناتجة بشكل منفصل عن التغييرات في السياسات المحاسبية والتصحيحات، يتم عرض هذه التسويات لكل فترة سابقة وبداية الفترة الحالية².

تنتج تغييرات في رؤوس الأموال الخاصة خلال السنة المالية من مصدرين³:

▪ المعاملات مع المساهمين (زيادة رأس المال، توزيعات أرباح الأسهم....)؛

▪ النتيجة المحققة الظاهرة بقائمة الدخل (جدول حساب النتيجة) وغير الظاهرة، ويقصد عناصر الأداء غير الظاهرة بقائمة الدخل مثل أثر التغيير في طرق القياس وبعض المعاملات الخاصة بالتحويلات بالعملة الأجنبية والتغيير في القيمة العادلة للأدوات المالية؛

2. أهمية جدول تغيرات الأموال الخاصة: إن معرفة الأسباب التي أدت إلى التغيير في الأموال الخاصة

للمؤسسة (الأموال الخاصة = الأصول - الديون) وعليه الأموال الخاصة يكون نتيجة لمختلف

الأنشطة (إنتاج، بيع....) والعمليات (كزيادة رأس المال، توزيع الأرباح...) التي قامت بها المؤسسة

وعليه فإن هذا الجدول يمكننا من معرفة ما يلي⁴:

▪ التغييرات في الأموال الخاصة المتعلقة بنتيجة السنة، فإذا كانت هناك أرباح هذا يؤدي إلى زيادة في

الأموال الخاصة أما إذا كان العكس (خسارة) فهذا يؤدي إلى تخفيضها؛

¹: لخضر علاوي، مرجع سابق، ص، 76.

²: Rachida BOURSALI, " LES ETATS FINANCIERES ET PCN DU SCF Avec Exercices", op, p, 62.

³: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 44.

⁴: بن يوسف مريم، مرجع سابق، ص، 76، 77.

- معرفة التغيرات في الأموال الخاصة الناتجة عن الإيرادات والتكاليف المحتملة خلال السنة المالية والتي لم تحتسب ضمن نتيجة السنة المالية ولكن حملت مباشرة إلى الأموال الخاصة مثل الأرباح والخسائر المتعلقة بفوائض القيمة الناتجة عن إعادة تقييم بعض عناصر الأصول والفروق الناتجة عن التغير في أسعار الصرف؛
- التغيرات في الأموال الخاصة نتيجة تبني سياسات وطرق محاسبية جديدة نتيجة لوجود قانون يفرض ذلك، أو التغيرات التي تؤدي إلى تحسين عملية عرض القوائم المالية؛

ثانياً: ملحق الكشوف المالية

تعتبر الملاحق جزء من القوائم المالية لها دور كبير في إعطاء تفسيرات وتكملات لفهم المعلومات الموجودة في القوائم المالية.

1. تعريف ملحق الكشوف المالية: هناك مجموعة من التعريفات نذكر منها:

- الملحق: هو وثيقة ملخصة توفر التفسيرات الضرورية لفهم الميزانية وقائمة حساب النتيجة فهماً أفضل، ويتم كلما اقتضت الحاجة إلى المعلومات المفيدة لقارئ القوائم المالية¹؛
- يعتبر الملحق قائمة مالية تتضمن شرحاً كتابياً لقواعد التسجيل والتقييم والطرق المحاسبية المعتمدة ويعطي معلومات إضافية ضرورية لفهم والإفصاح (مبدأ الإفصاح الشامل) بالإضافة إلى جميع المعلومات المهمة والمفيدة لفهم محتوى وعمليات المؤسسة الواردة في القوائم المالية (الميزانية، حساب النتيجة، جدول تدفقات الخزينة، جدول تغير الأموال الخاصة)²؛
- يتضمن الملحق جداول ملحقه لشرح الأعباء والنواتج الخاصة بالقوائم المالية، كما تحتوي على الطرائق المحاسبية والمعلومات المحاسبية الضرورية لشرح أو تكملة للميزانية، جدول حسابات النتائج وجدول تدفقات الخزينة، إيضاحات تخص الشركاء، الأسهم، الوحدات والفروع والشركة الأم، التحويلات ما بين الفروع والشركة الأم³؛

من التعاريف السابقة نستنتج أن ملاحق الكشوف المالية هي عبارة عن جداول منفصلة عن بعضها البعض مكملة للقوائم المالية الأربعة السابقة الذكر، كما انها جاءت للإفصاح عن المعلومات التي

¹: زين عبد المالك، مرجع سابق، ص، 39.

²: بن يوسف مريم، مرجع سابق، ص، 78.

³: فضيل لحسن، مرجع سابق، ص، 50.

تكتسي طابعاً هاماً أو كانت مفيدة لفهم العمليات الواردة في الكشوف المالية والكفيلة بالتأثير على قرارات مستخدمي القوائم المالية.

2. عناصر ملحق الكشوف المالية

حسب النظام المحاسبي المالي، يجب أن تتضمن الملاحق أربعة عناصر أساسية وكل واحدة منها تتضمن مجموعة من العناصر، كما يشترط في إدراج أي توضيح توفر عنصر الطابع الملائم للإعلام والأهمية النسبية، والعناصر المكونة للملاحق تتمثل فيما يلي¹:

- القواعد والطرق المحاسبية المعتمدة لمسك المحاسبة وإعداد الكشوف المالية؛
- مكملات المعلومات الضرورية لحسن فهم جدول الميزانية وحساب النتيجة وجدول تدفقات الخزينة وجدول تغير الأموال الخاصة؛
- المعلومات التي تخص المؤسسات المشاركة (وحدات في حالة الشراكة)، والمؤسسات المشتركة والفروع أو الشركة الأم كذلك المعاملات التي تتم مع هذه المؤسسات أو مسيرتها، طبيعة العلاقات، نمط المعاملة، حجم ومبلغ المعاملات، سياسة تحديد الأسعار التي تخص هذه المعاملات؛
- المعلومات ذات الطابع العام والتي تُعني ببعض العمليات الخاصة الضرورية للحصول على صورة وافية؛

3. الجداول المدرجة في ملحق الكشوف المالية

الجداول المدرجة في الملاحق هي²:

- تطور الاستثمارات والأصول الثابتة؛
- جدول الاهتلاكات؛
- جدول خسائر القيمة في الاستثمارات والأصول الأخرى الثابتة؛
- جدول المساهمات؛
- جدول المؤونات؛
- جدول استحقاق الحسابات الدائنة والديون عند إقفال السنة المالية؛

¹: القرار المؤرخ في: 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008، مرجع سابق، الفصل 8، ص، 38.

²: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 55.

المبحث الثالث: الأساليب المستخدمة في التحليل المالي

يعتبر التحليل المالي أداة لتشخيص الوضعية المالية الماضية والحاضرة للمؤسسة واتخاذ القرارات المستقبلية من خلال القوائم المالية التي تتضمن كمياً كبيراً من البيانات المحاسبية الخاصة بالفترات المالية السابقة والحالية، لذلك لا يكفي إعداد القوائم المالية والكشوف المحاسبية وإنما يجب تحليل كل جانب من جوانب القوائم المالية باستخدام عدد معين من الأساليب والأدوات المناسبة التي توضح العلاقة بين عدد معين من العناصر والمتغيرات التي ترتبط بشكل معين لبيان نتيجة العلاقة وقت التحليل، ومن المهم جداً أن يعرف المحلل المالي ما يريده من التحليل فهناك العديد من الأساليب المستخدمة في مجال تحليل القوائم المالية وتفاوت هذه الأساليب فيما بينها إنما يعكس تفاوتاً في درجة التحليل المطلوبة وكذلك تفاوتاً في مجالات استخدام نتائج التحليل بالإضافة إلى احتياجات مستخدمي القوائم المالية، ومن خلال ما سبق سنقوم في هذا المبحث بعرض أهم الأساليب المستخدمة في التحليل المالي وذلك من خلال ما يلي:

المطلب الأول: أسلوب التحليل المالي الأفقي (L'analyse horizontale)

يهتم هذا الأسلوب بعملية تقييم الأداء خلال فترتين زمنيتين وذلك بإيجاد العلاقة الأفقية بين بنود أو فقرات قائمة المركز المالي (الميزانية)، أو قائمة الدخل (حساب النتيجة)، وذلك بهدف دراسة الاتجاهات والتغيرات الحاصلة في كل فقرة زيادةً أو نقصاناً.

أولاً: مفهوم أسلوب التحليل المالي الأفقي

يقوم التحليل المالي الأفقي على أساس مقارنة البيانات المحاسبية الواردة بالقوائم المالية في سنة معينة، بما كانت عليه في سنة أو سنوات سابقة، مع نفس الشركة أو مع شركات مماثلة، هذه المقارنة من المفترض أنها تمكن المحلل الذي يستخدم هذه القوائم من أن يكتشف التغيرات المهمة التي حدثت على البنود المختلفة للقوائم المالية، ليقوم بعد ذلك بدراستها ومعرفة أسبابها¹.

ويسمى أيضاً تحليل الاتجاه لاهتمامه بتطور اتجاه عناصر القوائم المالية، هذا التحليل يُعني بدراسة تغيرات القوائم المالية على مدى عدة فترات لذلك يسمى بالتحليل المتحرك².

¹: محمد المبروك أبو زيد، "التحليل المالي شركات وأسواق مالية"، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009، ص، 103.

²: محمد إبراهيم عبد الرحيم، "اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008، ص،

ويستند هذا التحليل على استعراض وثائق سنتين على الأقل لتجنب بناء تحليل استنتاجات تستند إلى حالات استثنائية أو غير العادية لا يعكس بالضرورة حقيقة الوضع المالي للمؤسسة، حيث يتم استخدام المجاميع الرئيسية (التوازنات المالية) والنسب، من أجل تحليل وتقييم¹:

- المخاطر الرئيسية؛
- التغييرات في الهيكل المالي؛
- فعالية المؤسسة؛

وبمعنى آخر فإن التحليل الأفقي يتابع التغييرات في البنود زيادةً أو نقصاناً بمرور الزمن ولهذا فإن شكل التحليل هو تحليل ديناميكي لأنه يقارن البيانات الفعلية ببيانات السنة السابقة كما يقوم بمقارنة بيانات السنة الحالية مع المؤشرات المعيارية أو مقارنة البيانات المتعلقة بمؤسسة أو مشروع مع بيانات مشروع منافس، وبشكل عام فإن التحليل الأفقي يساعد في²:

- اكتشاف سلوك النسبة أي بند من بنود الحسابات موضوع الدراسة وعبر الزمن؛
- يقيم إنجازات ونشاط المنشأة في ضوء هذا السلوك ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة بعد تتبع أسباب التغيير إلى جذورها؛

ثانياً: محددات أسلوب التحليل المالي الأفقي

بالرغم من أهمية التحليل الأفقي إلا أن هناك بعض المحددات التي يجب الانتباه إليها للتقليل من فرص الوقوع في استنتاجات خاطئة أبرزها ما يلي³:

1. عدم ملائمة المعايير المستخدمة: كأن تكون سنة الأساس المستخدمة كميّار تتميز بأرباح منخفضة جداً أو مرتفعة جداً؛
2. استخدام الأرقام المطلقة للمتغيرات المحاسبية قد يؤدي إلى نتائج مضللة لا تتلاءم مع البعد الاقتصادي للتغيير في هذا المتغير؛
3. استخدام نسبة التغيير قد يؤدي إلى اظهار قيم متطرفة إذا كانت سنة الأساس قيمة منخفضة جداً أو مرتفعة جداً؛

¹ : Audrey Bouteley, Louise Wiart, "Le Diagnostic Financier, Fiche Partique De Gestion", UNIOPSS, France, Avril 2008,p, p, 2.

² : حمزة محمود الزبيدي، "التحليل المالي (تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل)"، مرجع سابق، ص، 60.

³ : فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 63.

4. القيمة السالبة في سنة الأساس تؤدي إلى نسبة تغير مضللة لا تتناسب مع واقع التغير؛
5. عدم احتساب التغيرات بين عناصر مختلفة في طبيعتها، بل يجب أن تتم بين عناصر ذات طبيعة واحدة¹؛
6. تقديم تفسيرات للتغيرات الحاصلة على أن تكون مختصرة وواضحة؛

ثالثاً: طريقة أسلوب التحليل المالي الأفقي

يمكن استخدام إحدى الطرق التالية للقيام بالتحليل الأفقي للقوائم المالية، وهما:

1. **طريقة قوائم التغير (الزيادة والنقص):** تستخدم طريقة قوائم التغير لدراسة كل من قائمة الدخل والميزانية، حيث تقوم على مقارنة بنود هذه القوائم مع نفس البنود بقوائم للشركات مماثلة أو لنفس الشركة عن فترات سابقة، حيث يتم بناءً على هذه الطريقة وضع القوائم المراد مقارنتها ودراستها بجانب بعضها البعض، ومن ثم إيجاد الفروقات بين هذه الأرقام في شكل مقدار للتغيير بين كل قائمة وأخرى، وكذلك بإيجاد نسب هذا التغير، ويتم تحديد نسب التغير من خلال قسمة قيمة التغير على قيمة البند في السنة الأولى (سنة الأساس) ثم ضربه في 100²، ولكي تكون هذه الطريقة مفيدة يجب أن تعد بطريقة تسهل عملية إجراء المقارنات والفهم وغالباً ما تأخذ هذه الطريقة الشكل التالي:

الجدول رقم (1) جدول قوائم التغير (الزيادة والنقص)

العناصر أو التفاصيل		البيانات التاريخية أو القيمة		قيمة التغير		النسبة المئوية للتغير	
		السنة الماضية	السنة الحالية	الزيادة	النقص	الزيادة	النقص

المصدر: محمد المبروك أبو زيد، "التحليل المالي شركات وأسواق مالية"، ص، 103.

من المهم الإشارة هنا إلى أنه عند القيام بعملية المقارنة بين سنتين أو ثلاث سنوات، فإن عملية إظهار النسب عملية ممكنة ومفهومة، ولكن عندما يزيد عدد سنوات المقارنة عن ثلاث تصبح عملية

¹: وليد ناجي الحيايلى، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي"، من منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، الدانمارك، ص، 117.

²: محمد المبروك أبو زيد، نفس المرجع السابق، ص، ص، 103، 104.

المقارنة صعبة وغير مفهومة، وهو ما يتطلب استخدام نوع آخر من قوائم التحليل الأفقي وهي طريقة الأرقام القياسية.

2. طريقة تحليل القوائم باستخدام الأرقام القياسية: يستند هذا الأسلوب في إجراء المقارنات على الأرقام القياسية والسلاسل الزمنية لمجموع بيانات ولعدد من السنوات، لتوضيح العلاقة بين مؤشراتها التي تعبر عنها بالمعدل قياسا لمعدلات نفس المؤشرات لفترات زمنية سابقة، أو علاقة بالمؤشر القياسي الذي يعتبر أساسا لباقي المؤشرات، وترتبط عملية اختيار المؤشر الأساسي باختيار سنة الأساس، التي يجب أن تخضع لمعايير دقيقة وموضوعية بعيدا عن التحيز الشخصي، بقصد إخفاء بعض الحقائق أو لإظهار بعض الوقائع بصورة مغايرة للواقع، كما يجب أن تكون سنة الأساس من السنوات الطبيعية البعيدة عن المؤثرات الشاذة¹، ويتم احتساب العلاقة بين المؤشرات وفقا لأسلوب الأرقام القياسية عن طريق نسبة قيمة العنصر في السنة المقارنة على قيمة العنصر في سنة الأساس مضروبا في 100.

$$100 \times \frac{\text{قيمة العنصر في سنة المقارنة}}{\text{قيمة العنصر في سنة الأساس}}$$

ولتوضيح طريقة الأرقام القياسية نستعرض الجدول التالي:

الجدول رقم (2) جدول تحليل القوائم باستخدام الأرقام القياسية

النسبة	قيمة التغير	سنة المقارنة	سنة الأساس	البيان
				خسارة
				ربح

المصدر: محمد المبروك أبو زيد، "التحليل المالي شركات وأسواق مالية"، ص، 103.

المطلب الثاني: أسلوب التحليل المالي الرأسي (Analyse verticale)

يتصف هذا النوع من التحليل بالسكون وعليه فانه يساعد في تقييم أداء المؤسسة في تلك الفترة واكتشاف نواحي الضعف وجوانب القوة ولكنه يظل بحاجة أن يدعم بتحليل آخر.

أولا: مفهوم أسلوب التحليل المالي الرأسي

¹: وليد ناجي الحياي، "التحليل المالي"، مرجع سابق، ص، 210.

يتضمن التحليل الرأسي أو العمودي نسبة أي رقم في القوائم المالية إلى رقم رئيسي آخر في القوائم المالية للوصول إلى دلالة ذات معنى، ففي جانب الأصول في قائمة المركز المالي قد يتم نسبة أصل معين إلى مجموع الأصول، أما في قائمة الدخل فيتم نسبة أي عنصر إلى رقم صافي المبيعات، للوصول إلى دلالة ذات معنى، وفي جميع الأحوال لا يكتمل معنى ودلالة النسبة المستخرجة عند القيام بهذا التحليل إلا عند مقارنتها بمعيار أو مقياس معين، وهذا المعيار قد يكون نفس النسبة في السنوات السابقة أو قد يتم مقارنة النسبة بمعدل النسبة لكل شركة التي تعمل بنفس الصناعة (يسمى بمعيار الصناعة)¹.

من المهم معرفة الحصة النسبية لكل بند في قائمة الميزانية أو جدول حساب النتيجة، لهذا نعرض إجمالي الأصول والخصوم في الميزانية بنسبة 100% ويتم تمثيل كل عنصر كنسبة مئوية مقابل هذه النسبة الإجمالية، بالنسبة لجدول حساب النتيجة يتم تطبيق نفس الطريقة باحتساب الإيرادات والمصروفات كنسبة مئوية من الإيرادات، بالإضافة إلى تحليل بنية الميزانية العمومية والنتائج في لحظة محددة، من الممكن أيضًا تحليل الميزانية العمومية و جدول حساب النتائج رأسياً والمقارنة، يظهر التحليل الرأسي بمرور الوقت التغييرات في تكوين الميزانية العمومية وبيان الدخل².

نستنتج من ما سبق أن التحليل الرأسي يركز على تحليل الميزانية المالية وحساب النتائج خلال سنة مالية واحدة، يهتم بقياس النسب المئوية لتوزيع عناصر القوائم المالية، كما أنه يساعد الإدارة في فهم مكونات القوائم المالية بطريقة أكثر سهولة.

ثانياً: مزايا أسلوب التحليل المالي الرأسي

يساعد التحليل المالي الرأسي إلى تقديم جملة من المزايا للمحلل المالي ولإدارة المنشأة منها³:

1. تركيزه على المدة المالية موضع البحث؛
2. دراسة التبدل في الأهمية النسبية لكل فقرة إلى المجموع المنسوب له؛
3. في حالة التحليل الرأسي لعدة سنوات، يمكن ملاحظة تبدل الأهمية النسبية عبر الزمن ودراسة عمليات وأثار هذا التبدل، مع بيان فيما إذا كانت التغييرات كبيرة أو صغيرة؛

¹: فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 62.

²: Guy Haaze, Bd Poincaré, "GUIDE PRATIQUE pour L'ANALYSE des COMPTES ANNUELS", CGSLB SYNDICAT LIBERAL, Bruxelles, 2006, p, 22 .

³: حمزة محمود الزبيدي، "التحليل المالي (تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل)"، مرجع سابق، ص، 57.

4. كما يمكن مقارنة نتائج التحليل الرأسي للمنشأة ما، مع منشأة مقارنة في الاختصاص أو لمعدل أداء القطاع الذي تعمل فيه المنشأة؛

المطلب الثالث: أسلوب التحليل المالي باستخدام النسب المالية

إن التحليل باستخدام النسب المالية يعتبر من أهم وسائل وأدوات التحليل المالي ومن أكثرها شيوعاً في أوساط المحللين الماليين، فهو يهتم بقياس العلاقة بين بعض القيم في القوائم المالية سواء كانت تلك القيم في نفس الميزانية أو قيم مشتقة من أكثر من قائمة مالية مثل الميزانية، جدول حساب النتيجة وجدول تدفقات النقدية.

أولاً: مفهوم أسلوب التحليل المالي باستخدام النسب المالية

اعتماداً على الكشوف المالية التي ينتجها المحاسب يمكن للمحلل المالي أن يحسب مجموعة من النسب تساعده في تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة ومعرفة درجة التوازن المالي.

1. **تعريف النسب المالية:** تعرف النسبة عموماً بأنها علاقة بين عنصر وآخر، وهي إما أن تصور في شكل بسط ($\frac{1}{2}$) أو كسر عشري (0.5)، أو نسبة مئوية (50%)، فهي بشكل عام تعبر عن علاقة رياضية منطقية بين عنصر وآخر لقياس وزن العنصر الذي تدل عليه، أما في التحليل المالي فتعرف النسبة المالية بأنها علاقة تربط بين بندين أو أكثر من بنود القوائم المالية، وقد تتواجد البنود التي تدخل في اشتقاق النسبة المالية على القائمة المالية نفسها كما قد تتواجد هذه البنود في قائمتين ماليتين، إلا أن الوقوف عند هذه العلاقة لا يعني شيئاً للمحلل المالي أو المستفيد منها، إذ لا بد من اعتماد معايير مرجعية على أساسها يتم تقييم نتائج النسب المالية للمؤسسة، وتعد المعايير المطلقة والتاريخية ومعيير متوسط الصناعة والمعيير المستهدف بمثابة المؤشرات المرجعية التي يستند إليها المحلل المالي في تقييم الأداء المالي للمؤسسة من خلال النسب المالية¹.

2. **شروط كفاءة استخدام النسب في التحليل المالي:** حتى تحقق النسب المالية الأهداف المرجوة منها للمحلل المالي فلا بد أن تتوفر بها مجموعة من الشروط أهمها²:

- ضرورة وجود علاقة وثيقة بين عناصر النسبة لكي تكون معبرة ولها مدلول منطقي؛

¹: لزعر محمد سامي، " التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي - دراسة حالة -"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011-2012، ص، 83.

²: محمد المبروك أبو زيد، مرجع سابق، ص، 125.

- عدم الاعتماد على نسبة واحدة في التحليل واستخلاص النتائج؛
- يجب أن تكون هناك ارتباط واضح بين الهدف من التحليل المالي، وبين النسبة المالية؛
- إن التطور المعاصر في مجال استخدام النسب المالية يتمثل في ضرورة انتقاء عدد من النسب التي تتميز بخاصيتين أساسيتين هما: القدرة التنبؤية للنسبة المستخدمة، وكذلك قدرة النسبة على الاحتفاظ بالحد الأقصى من المعلومات التي تتوفر في العديد من النسب الأخرى، بحيث يمكن الاستعاضة بنسبة واحدة عن عدة نسب؛

3. أهداف التحليل المالي باستخدام النسب المالية: يؤدي التحليل بالنسب المالية إلى تحقيق عدة أهداف منها¹:

- إتاحة الفرصة لإجراء المقارنات بين المشروعات المتجانسة؛
- مساعدة المحلل المالي على تشخيص الحالة المالية للمشروع؛
- توجيه الأداء نحو الأنشطة التي تعاني من مظاهر الضعف؛
- تخطيط أداء الوحدة الاقتصادية في المستقبل؛
- مساعدة أجهزة الرقابة الداخلية والخارجية على القيام بأعمالها بفعالية؛

ثانياً: أنواع النسب المستخدمة في التحليل المالي

هناك عدد غير محدد من النسب المالية التي يمكن استخراجها من القوائم المالية ولكن المغالاة في استخراج النسب أمر قد يؤدي إلى الخلط والتشويش، لذلك فإن استعمال عدد محدد من النسب المعبرة يكون كافياً ومفيداً.

بشكل عام غالباً ما يتم تقسيم وتبويب النسب المالية إلى مجموعات متعددة وذلك على أسس مختلفة، سيتم تبني أحد التصنيفات الشائعة للنسب وهو على النحو التالي²:

1. نسب السيولة (Les Ratios de Liquidité): تقيس سيولة المنشأة وغرضها الأساسي تقيس قدرة المنشأة لإيفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد وهناك ثلاثة نسب تقيس السيولة³، وتتمثل هذه النسب كالتالي:

¹: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاة، مرجع سابق، ص 206.

²: Béatrice et Francis Grandguillot, " L'essentiel de l'Analyse financière", Gualino 2diteur, 14^e édition, France, 2017, p- p, 94- 104.

³: أسعد حميد العلي، مرجع سابق، ص 81.

الجدول رقم (3) نسب السيولة

النسبة	الصيغة (كيفية حسابها)	التفسير المالي
نسبة السيولة العامة	$\frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$	تقيس هذه النسبة مدى كفاية الأصول المتداولة المتوقع تحويله إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة لتغطية مطالب الدائنين قصيرة الأجل، إذا كانت هذه النسبة أقل من 1 فإن ذلك معناه عدم قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.
نسبة السيولة السريعة	$\frac{\text{الأصول الجارية - المخزونات}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	تقيس هذه النسبة قدرة المؤسسة على مواجهة الخصوم الجارية بالأصول الجارية ودون اللجوء إلى المخزون، فإذا كانت هذه النسبة تساوي 1 أو أكبر فإن المخزون غير ممول عن طريق الديون قصيرة الأجل.
نسبة السيولة النقدية	$\frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$	تبين هذه النسبة مدى قدرة المؤسسة على تسديد كل ديونها القصيرة الأجل بالاعتماد على السيولة الموجودة تحت تصرفها، وارتفاع هذه النسبة عن 1 يعني إما تراجع في نشاط المؤسسة أو نقص في تجديد الاستثمارات أو فائض في السيولة غير مستعمل.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على: أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية الأسس العلمية

والتطبيقية"، مرجع سابق، ص، ص، 81، 82.

2. نسب النشاط (Les ratios d'activité): تستخدم هذه النسب لتقييم مدى نجاح إدارة المنشأة في إدارة

الموجودات والمطلوبات، أي أنها تقيس مدى كفاءتها في استخدام الموارد المتاحة للمنشأة في اقتناء

الموجودات ومن ثم مدى قدرتها في الاستخدام الأمثل لهذه الموجودات¹، وتتمثل هذه النسب فيما يلي:

الجدول رقم (4) نسب النشاط

النسبة	الصيغة (كيفية حسابها)	التفسير المالي
معدل دوران مجموع الأصول	$\frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول}}$	تقيس هذه النسبة مدى فعالية استخدام المؤسسة لأصولها لتوليد الأرباح وليس هناك معدل نمطي لجميع المؤسسات فهو يختلف من صناعة لأخرى، ويمكن مقارنة معدل المؤسسة مع معدل الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة.

¹: عمار أكرم عمر الطويل، "مدى اعتماد المصارف على التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر دراسة تطبيقية على المصارف التجارية

الوطنية في قطاع غزة"، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008، ص، 32.

الفصل الأول: التحليل المالي

تبين هذه النسبة مدى تأثير الأصول المتداولة على المبيعات ومدى قدرة الأصول المتداولة على توليد المبيعات وارتفاع هذا المعدل يعتبر شيء إيجابي.	$\frac{\text{صافي رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول المتداولة}}$	معدل دوران الأصول المتداولة
تقيس هذه النسبة درجة الكفاءة في استخدام الموجودات الثابتة فإذا كان هذا المعدل عالي فإن ذلك يدل على الاستعمال الجيد للطاقة الإنتاجية المتاحة.	$\frac{\text{المبيعات الصافية السنوية}}{\text{مجموع الأصول الثابتة}}$	معدل دوران الأصول الثابتة
تقيس هذه النسبة قدرة المشروع على تحصيل ذممه المدينة من حسابات مدينة وأوراق قبض كما أنها تقيس كفاءة إدارة الائتمان والتحصيل، وكلما زاد معدل دوران الذمم المدينة أو متوسط فترة التحصيل كلما كان ذلك مؤشرا جيدا والعكس صحيح.	$\frac{\text{صافي المبيعات الأجلة السنوية}}{\text{إجمالي الذمم المدينة}}$	معدل دوران الذمم المدينة
يساعد هذا المعدل على معرفة سرعة تدفق الأموال من خلال المخزون السلعي.	$\frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد المخزون}}$	معدل دوران المخزون
تشير إلى المدة التي يبقي فيها المخزون في المخازن قبل أن يتم بيعها كلما كانت المدة قصيرة، معناه أن الطلب على منتجات المؤسسة عال وهذا شيء إيجابي يرفع من رقم الأعمال، والعكس صحيح.	$\frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}}$	فترة التخزين
تقيس هذه النسبة المدة التي تمنحها المؤسسة لزمائنها حتى يسددوا ما عليهم من ديون اتجاهها.	$\frac{\text{(الزبائن + أوراق القبض)}}{\text{رقم الأعمال بكل الرسوم} * 360}$	مهلة ائتمان العملاء
تبين لنا هذه النسبة المدة التي يمنحها الموردين للمؤسسة حتى تتمكن من تسديد ما عليها من ديون.	$\frac{\text{(الموردين + أوراق الدفع)}}{\text{المشتريات بكل الرسوم} * 360}$	مهلة تسديد الموردين
توضح هذه العلاقة إذا كانت المؤسسة متوسعة في نشاطها أو تحتفظ بأصول سائلة أكثر من حاجتها، وتتطلب دقة الحكم على هذه النسبة مقارنة مؤشرات المؤسسة موضع التحليل بمثيلاتها من المؤسسات الأخرى، وبشكل عام يعكس معدل الدوران المنخفض عدم الكفاءة، في حين يعكس معدل الدوران المرتفع كفاءة جيدة مع أخذ احتمالات التوسع بعين الاعتبار.	$\frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{صافي رأس المال}}$	معدل دوران صافي رأس المال العامل

Source: Préparé par le chercheur sur la base de: Béatrice et Francis Grandguillot, "L'essentiel de l'Analyse financière", ,op, p, p, 94, 95.

3. نسب التمويل (Ratios de financement) (الهيكل المالي): تقيس هذه النسب مدى اعتماد الشركة

على الدين في تمويل استثماراتها بالمقارنة بالتمويل المقدم للمالكين، وتسمى أيضا رافعة التمويل لأنها

تقيس نسبة استخدام الدين في هيكل تمويل الشركة¹.

تمكننا هذه النسب من دراسة وتحليل النسب التمويلية أي اكتشاف مدى مساهمة كل مصدر تمويلي

في تمويل الأصول بصفة عامة والأصول بصفة خاصة²، وتتلخص هذه النسب في الجدول التالي:

الجدول رقم (5) نسب التمويل (الهيكل المالي)

النسبة	الصيغة (كيفية حسابها)	التفسير المالي
نسبة التمويل الخارجي للأصول	$\frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$	تعبير هذه النسبة عن المدى الذي ذهبت إليه المؤسسة في تمويل أصولها من أموال الغير.
نسبة التمويل الداخلي للأصول	$\frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الأصول}}$	تستخدم هذه النسبة كدليل على مدى استقرار وسلامة المركز المالي من منظور الأجل الطويل. إذا أرادت المؤسسة أن يكون الدائنون على ثقة فمن المستحسن أن تكون هذه النسبة أقل من 50%.
نسبة الاستقلالية المالية	$\frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$	من المستحسن أن تكون هذه النسبة أكبر من 1 حتى تقل مراقبة الدائنين لكيفية تسيير المؤسسة من جهة واكتساب حرية أكبر في التمويل.
نسبة رأس المال العامل أو نسبة التمويل الدائم	$\frac{\text{الأموال الدائمة}}{\text{الأصول الثابتة}}$	تشير هذه النسبة إلى سياسة تمويل الاستثمارات إذا كانت هذه النسبة أقل من 100% هذا يعني أن جزء من الأصول غير الجارية تم تغطيته بواسطة الخصوم الجارية.
نسبة التمويل الخاص	$\frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{الأصول الثابتة}}$	تشير هذه النسبة إلى تغطية الأصول غير الجارية بواسطة الأموال الخاصة فإذا كانت هذه النسبة أقل من 100% هذا يعني أن جزء من الأصول غير الجارية تم تغطيته بواسطة الخصوم غير الجارية.

¹: عمار أكرم عمر الطويل، مرجع سابق، ص، 37.

²: يزيد تقررات، مرجع سابق، الصفحة، 129.

الفصل الأول: التحليل المالي

عدد مرات تغطية الفوائد على القرض	النتيجة الاجمالية قبل تسديد الفوائد على القروض فوائد القروض	تشير هذه النسبة إلى عدد مرات تسديد الفوائد من أرباح المؤسسة، إن انخفاض هذه النسبة قد يؤدي إلى الإفلاس، يستحسن أن تكون عدد المرات هي 8 مرات.
عدد مرات تغطية الفوائد والإيجار	النتيجة الاجمالية قبل الفوائد وفوائد الإيجار فوائد + الإيجار	تعتمد هذه النسبة المؤسسات التي تستخدم قرض الإيجار كوسيلة تمويلية. المدة الوسطية هي 5 مرات.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على: يوسف بومدين، فاتح ساحل، "تيسير التسيير المالي للمؤسسة"، مرجع سابق، ص، ص، 66، 68.

4. نسب الربحية (Ratios de Rentabilité): تشير هذه النسب إلى التأثير المتبادل لعناصر السيولة وإدارة القروض (الرفع المالي) وإدارة الأصول (قياس الكفاءة) على الأرباح التي تحققها المنشأة في النهاية، لهذا نجد أن نسبة الربحية هي مجال اهتمام المستثمرين والإدارة والمقرضين¹، كما يعتبر تحليل الربحية باستخدام النسب المالية من أهم أشكال التحليل المالي والمحاسبي وأكثرها انتشاراً، حيث يلجأ إليه كل أصحاب الصلة في المشروع من إدارة وملاك ومقرضين.... إلخ، ويلجأ هؤلاء إلى تحليل الربحية لما له من أثر مباشر على تحليل باقي أوجه النشاط في المنشآت، وتكمن الأهمية في تحليل الربحية من أن تحقيق الربح هو سبب قيام المنشآت واستمراريتها².

الجدول رقم (6) نسب الربحية

النسبة	الصيغة (كيفية حسابها)	التفسير المالي
مجمّل الربح إلى المبيعات	$\frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{رقم الأعمال الصافي خارج الرسم}}$	تساعد هذه النسبة على معرفة النسبة من المبيعات التي تتحول إلى أرباح صافية، كما توضح مدى انخفاض سعر البيع الفردي دون تحقيق خسائر.
صافي الربح بعد الضريبة إلى المبيعات	$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{رقم الأعمال الصافي خارج الرسم}}$	تكمل هذه النسبة النسبة السابقة، وهي توضح المدى الذي يمكن للمؤسسة أن تخفض فيه سعر البيع الفردي قبل أن تتعرض للخسائر وعند حساب النسبة يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار المصاريف والأعباء.

¹: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاة، مرجع سابق، ص، 220.

²: عناب بكر مصطفى عمر، "دور الهيكل المالي في تحقيق العوائد المالية والقيمة السوقية للشركة دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة، جامعة الأزهر، غزة، 2015، ص، 50.

الفصل الأول: التحليل المالي

تشير هذه النسبة إلى نسبة الدخل المتحقق على إجمالي الأصول المستثمرة في المؤسسة.	$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة والفوائد المالية}}{\text{مجموع الأصول}}$	معدل العائد على الاستثمار (ROA)
تعتبر هذه النسبة مقياسا شاملا للربحية، لأنها تقيس العائد المالي المحقق على استثمارات المساهمين في المؤسسة.	$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي حقوق المساهمين}}$	معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

Source: Préparé par le chercheur sur la base de: Guy Haaze, Bd Poincaré, "GUIDE PRATIQUE pour L'ANALYSE des COMPTES ANNUELS ",op, p, p, 26,27 .

5. نسب السوق (Ratios de marché): تمكن هذه المجموعة من النسب من المزج بين البيانات المحاسبية والمعلومات المالية الخاصة بسوق الأوراق المالية، وهي تساعد إدارة المشروع على التعرف على اتجاهات المستثمرين¹، وتستخدم لتقييم أداء الشركات، كما تساعد المستثمرين الماليين والمحللين الذين يتعاملون في الأسواق المالية في التعرف على اتجاهات الأسعار السوقية للأسهم². وتعتبر نسب القيمة السوقية والأسهم ذات أهمية خاصة للعديد من الأطراف وخصوصا حملة الأسهم والمستثمرين المحتملين في الأسهم والذين يهمهم معرفة تأثير أداء الشركة على العوائد المتوقعة من استثماراتهم في أسهم الشركة، وكذلك أهميتها للمدير المالي الذي يسعى لتعظيم القيمة السوقية لثروة أصحاب المشروع وأهم هذه النسب ما يلي³:

الجدول رقم (7) نسب السوق

النسبة	الصيغة (كيفية حسابها)	التفسير المالي
القيمة الدفترية للسهم العادي	$\frac{\text{حقوق المساهمين العادين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$	تعبر هذه النسبة عن القيمة المحاسبية للسهم وتعكس نصيب السهم العادي الواحد من حقوق المساهمين.
نسبة القيمة السوقية للسهم	$\frac{\text{السعر السوقي للسهم الواحد}}{\text{القيمة الدفترية للسهم الواحد}}$	إن الشركات التي تحقق معدلا عاليا على العائد على أصولها أو العائد على الملكية تكون قيمتها السوقية أعلى نسبيا من قيمتها الدفترية مقارنة مع الشركات ذات معدل العائد المنخفض على أصولها.

¹: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاء، مرجع سابق، ص، 223.

²: محمود عزت اللحام، أيمن هشام عزريل، مرجع سابق، ص، 307.

³: فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 87.

نسبة سعر السهم	سعر السهم ربحية السهم	هذه النسبة تعكس كيفية تقدير السوق لكل من أرباح الشركة المتوقعة في المستقبل والمخاطر الملازمة لهذه الأرباح.
نسبة حصة الأرباح الموزعة	نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح الموزعة نصيب السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة	تقيس هذه النسبة ما تم توزيعه من أرباح للأسهم العادية من الأرباح المحققة.
نسبة الأرباح المحتجزة	1 - نسبة حصة الأرباح الموزعة	
ربح السهم	عائد السهم العادي القيمة السوقية للسهم	يعبر عن توزيعات الأرباح المتوقعة كنسبة من سعر السهم في السوق.

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: فايز سليم حداد، "الإدارة المالية"، مرجع سابق،

ص، ص، 88، 92.

6. نموذج ديبونت (DU pont) في التحليل المالي: يعتبر أحد النماذج المستخدمة في التحليل المالي

بدأ استخدامه من قبل شركة دوبونت الأمريكية، باعتباره تقنية هادفة إلى تحليل ربحية المنشأة باستخدام المؤشرات التقليدية المتمثلة في هامش الربحية ومعدل دوران الأصول باستخدام كل من قائمة الدخل (حساب النتيجة) والمركز المالي (الميزانية)، بحيث يوفر نقطة انطلاق لمعرفة نقاط القوة والضعف باستخدام كل من قائمة الدخل والمركز المالي¹، يبين لنا هذا النموذج أن معدل العائد على الاستثمار هو النسبة الرئيسية التي يتم الاعتماد عليها للحكم على قدرة وكفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح، يتم التوصل إليه من خلال مجموعتين من العناصر²:

■ العناصر التي ترتبط بقرارات الاستثمار السليم للأموال في الأصول العاملة بنوعها المتداولة والثابتة؛

■ العناصر التي ترتبط بقرارات التشغيل الرئيسية التي تؤثر على حجم الإيرادات والمصروفات؛

يقوم نموذج ديبونت على المعادلة التالية:

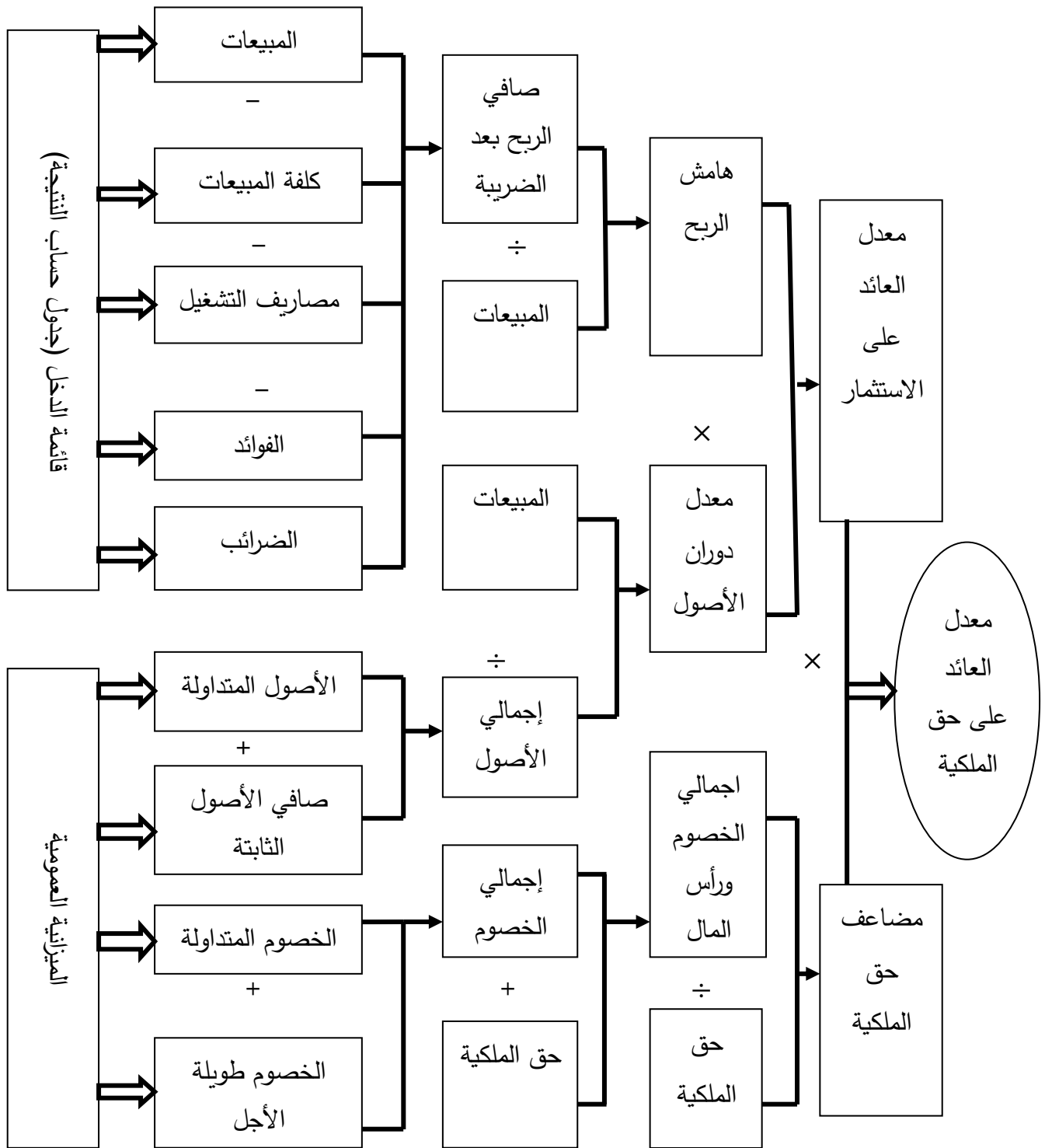
$$\text{معدل العائد على الاستثمار (ROA)} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأصول}} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي المبيعات}} \times \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{هامش الربح} \times \text{معدل دوران الأصول}$$

¹: محمد عمر شكور، "العلاقة بين العائد على الأصول وفق نظام ديبونت ومستوى القيمة الاقتصادية المضافة في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان"، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، جامعة الشرق الأوسط، عمان، 2017، ص، 13.

²: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاة، مرجع سابق، ص 206.

ترجع أهمية نموذج ديبيونت إلى أنه يقدم صورة متكاملة لجميع الأبعاد المالية للمؤسسة، كما أنه يتصف بالبساطة والشمول في نفس الوقت، كما يساعد هذا النموذج على معرفة نقاط القوة والضعف التي تؤثر على معدل العائد على الاستثمار، حيث تساعد النسب المركبة التي يعتمد عليها هذا النموذج على الرجوع إلى الوراء حتى يتم تحديد الأسباب الكامنة وراء أي مشكل من المشاكل التي تؤثر سلباً على قدرة المشروع على توليد الأرباح من الأصول المتاحة له.

الشكل رقم (7) نموذج ديونت في التحليل المالي



المصدر: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاة،

"الإدارة المالية المعاصرة"، مرجع سابق، ص، 229.

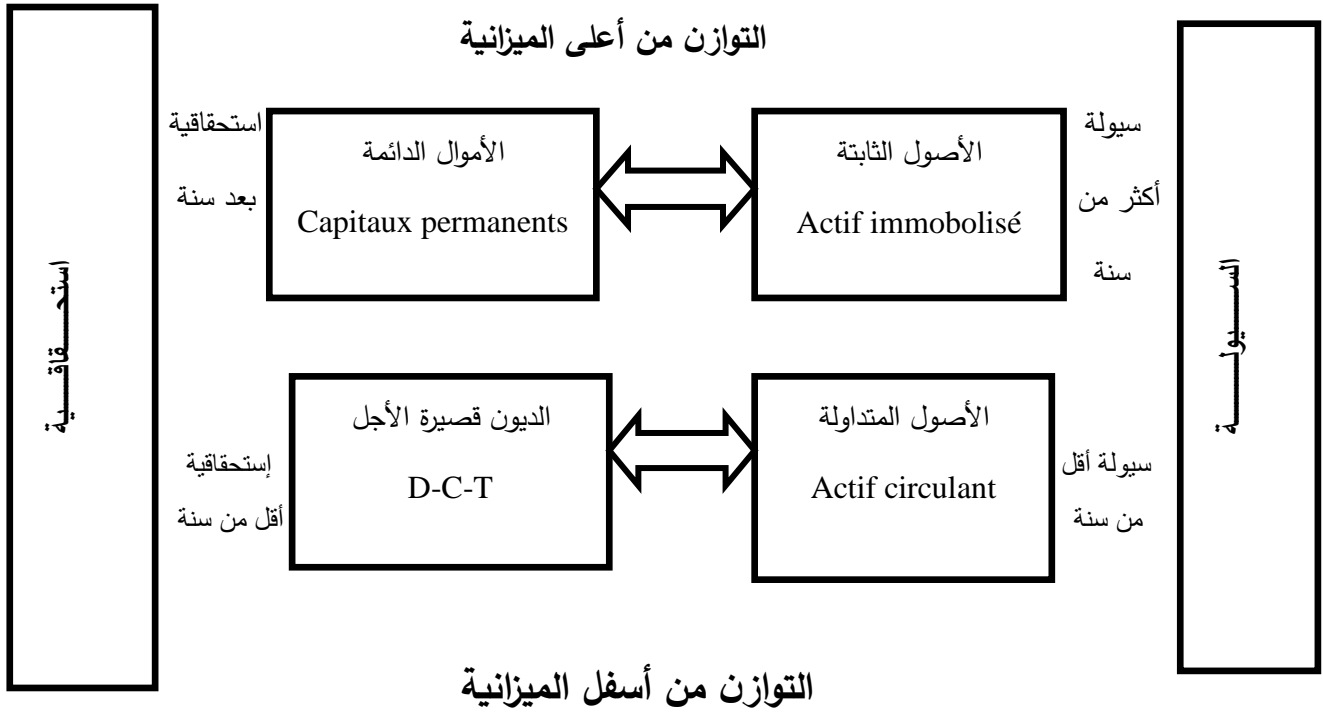
من الشكل السابق يتضح لنا أن نموذج ديونت للتحليل المالي يجمع بين مكونات جدول حساب النتيجة كما هو ظاهر في الجزء العلوي من النموذج و مكونات قائمة الميزانية كما هو ظاهر في الجزء

السفلى من النموذج، وكذلك يتضح لنا أن نموذج ديونت يربط كلا من هامش الربح الصافي ومعدل دوران الأصول ليكون الناتج النهائي لهذين المؤشرين معدل العائد على الاستثمار، ويربط مضاعف حق الملكية مع معدل العائد على الاستثمار لينتج من ذلك معدل العائد على حق الملكية.

المطلب الرابع: أسلوب التحليل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي

لكي تكون البنية المالية للمؤسسة في حالة توازن مالي يجب أن تمول أصولها الثابتة بالموارد المالية الدائمة، وأصولها المتداولة عن طريق الديون قصيرة الأجل، بعبارة أخرى يجب أن يتساوى حجم الأصول الثابتة مع الأموال الدائمة وحجم الأصول المتداولة مع اليون قصيرة الأجل، وتعرف هذه القاعدة باسم قاعدة التوازن المالي، ويمكن أن نبرز آليات تحقيق التوازن المالي في المؤسسة من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (8) آليات التوازن المالي



المصدر: أيمن فريد، "إستخدام أدوات التحليل المالي للتنبؤ بالفشل المالي دراسة حالة عينة من مؤسسات الصناعة الميكانيكية الجزائرية خلال الممتدة بين (2000 - 2002)", مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013/2012، ص، 35.

من الشكل السابق يتضح لنا أن التوازن من أعلى الميزانية سهل التحقق في المؤسسة، مقارنة مع التوازن من أسفل الميزانية وهذا راجع إلى أن:

- التوازن من أعلى الميزانية يخص العمليات التي تفوق السنة لذا يكون الوقت في صالح المؤسسة وبالتالي تتمكن من تسديد الديون التي وصل أجل استحقاقها؛
- التوازن من أسفل الميزانية يخص العمليات الأقل من سنة (دورة الاستغلال)، لذا يكون الوقت في غير صالح المؤسسة لأن مدة استحقاق الديون تكون قصيرة، لذلك لا يمكن لها أن توفى بالتزاماتها مع الغير في الوقت المحدد، وبالتالي يجب على المحلل المالي أن يخصص ما يسمى بهامش الأمان لتسديد المستحقات؛

ويتم دراسة أسلوب التحليل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي من خلال ثلاثة مؤشرات رئيسية تتمثل في:

أولاً: رأس المال العامل (« FR » Fonds de Roulement)

ينقسم رأس المال العامل إلى أربعة أنواع:

1. **رأس المال العامل (« FRN » Fonds de Roulement Net):** يقصد بالتحليل المالي باستخدام رأس المال العامل دراسة التغيرات الطارئة على الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة بهدف معرفة صافي رأس المال العامل وقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير.
 - **تعريف رأس المال العامل الصافي (FRN):** يمثل الزيادة في الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة، وهو يستخدم في الحكم على مقدرة المؤسسة على سداد التزاماتها في الآجال القصير، أو هو جزء من رؤوس الأموال التي تمول الاحتياجات ناقص عناصر الأصول الناتجة عن دورة الاستغلال لتحقيق السير العادي لنشاط المؤسسة¹، أو هو فائض الموارد الطويلة الأجل الموجهة لتغطية الاستخدامات قصيرة الأجل، هذا الفائض يشكل هامش أمان يسمح بتمويل دورة الاستغلال عن طريق موارد غير مطلوبة خلال الدورة².
- يستنتج من التعريفين السابقين أن رأس المال العامل هو جزء من الأموال الدائمة المستعمل في دورة الاستغلال، أي الفائض عن الاستثمار الإجمالي للمؤسسة من خلال الأموال الدائمة.

¹: شعيب شنوف، مرجع سابق، ص، 117.

²: أيمن فريد، "إستخدام أدوات التحليل المالي للتنبؤ بالفشل المالي دراسة حالة عينة من مؤسسات الصناعة الميكانيكية الجزائرية خلال الممتدة بين (2000 - 2002)"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2012/2013، ص، 35.

ويمكن حساب رأس المال العامل الصافي (FRN) على النحو التالي¹:

$$\begin{aligned} & \text{من أعلى الميزانية: رأس المال العامل (FRN) = الأموال الدائمة - الأصول الثابتة} \\ & \text{من أسفل الميزانية: رأس المال العامل (FRN) = الأصول الجارية - الديون قصيرة الأجل} \end{aligned}$$

▪ حالات رأس المال العامل الصافي: يمكن عرض حالات رأس المال العامل في الجدول التالي:

الجدول رقم (8) حالات رأس المال العامل الصافي (FRN)

التفسيرات		FRN
من أسفل الميزانية	من أعلى الميزانية	
أي أن المؤسسة تستطيع مواجهة القروض قصيرة الأجل باستخدام أصولها المتداولة ويتبقى فائض مالي يمثل هامش أمان للمؤسسة.	في هذه الحالة يعبر رأس المال العامل عن فائض الأموال الدائمة المتبقي بعد تمويل كل الأصول الثابتة أي أن المؤسسة استطاعت تمويل جميع استثماراتها بواسطة مواردها المالية وحققت فائض.	موجب
في هذه الحالة تكون الأصول المتداولة القابلة للحصول في الأجل القصير غير كافية لتغطية الاستحقاقات التي تسدد في الأجل القصير، كما أن هذه الحالة تدل على أن هناك جزء من الاستثمارات ممول من طرف الديون القصيرة الأجل وهذا ليس توظيفا عقلانيا لأموال المؤسسة، مما يتطلب منها القيام بإجراء تصحيحات أو تعديلات من أجل تحقيق التوازن المالي.	في هذه الحالة الأموال الدائمة غير كافية لتمويل جميع الاحتياجات المالية الثابتة حيث يلبي جزءا من هذه الاحتياجات ممول من الديون قصيرة الأجل، وهو وضع غير سليم كون أن فترة استحقاق الديون قصيرة الأجل أقصر من فترة تحويل الأصول الثابتة إلى سيولة مما يضع المؤسسة في حالة عسر مالي أي عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها القصيرة الأجل.	سالب
الحد الأدنى للتوازن المالي، يعني أن المؤسسة قادرة على الوفاء بديونها في ميعاد استحقاقها وهذه الحالة صعبة التحقق لعدم إمكانية تحقيق السيولة الكافية والالتزامات لمدة طويلة.		معدوم

المصدر: شعيب شنوف، "التحليل المالي الحديث طبقا للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS"،

مرجع سابق، ص، ص، 118، 119.

2. رأس المال العامل الخاص («Fonds de Roulement Propre» FRP): يدل على مدى قدرة

المؤسسة على تمويل تشيبتها بأموالها الخاصة دون اللجوء إلى الديون.

¹ : Béatrice et Francis Grandguillot, " L'essentiel de l'Analyse financière", .op, p, 103.

- تعريف رأس المال العامل الخاص (FRP): هو ذلك الجزء من الأموال الخاصة المستعمل في تمويل جزء من الأصول الجارية بعد تمويل الأصول غير الجارية¹، يبين مدى تغطية الأموال الخاصة لأصول الغير جارية، دون الاستعانة بالجزء المتبقي من الأموال الدائمة والمتمثلة في القروض الطويلة الأجل أو مدى اكتفاء المؤسسة بالأموال الخاصة دون الاستعانة بالموارد المالية الأجنبية، ويتم حسابه وفق العلاقة التالية²:

$$\begin{aligned} \text{من أعلى الميزانية: رأس المال العامل الخاص} &= \text{الأموال الخاصة} - \text{الأصول الثابتة} \\ \text{من أسفل الميزانية: رأس المال العامل الخاص} &= \text{الأصول الجارية} - \text{مجموع الديون} \end{aligned}$$

- حالات رأس المال العامل الخاص (FRP): يبين لنا الجدول الموالي حالات رأس المال العامل الخاص (FRP) وعددها أربع حالات.

الجدول رقم (9) حالات رأس المال العامل الخاص (FRP)

التفسيرات	FRP
الأصول غير الجارية ممولة فقط بالأموال الخاصة، تكون هذه الحالة عموماً في المؤسسات الصغيرة، أو في بعض المؤسسات المتوسطة أو في حالة المؤسسات التي لا تمتلك الاستثمارات ولكن تستأجرها من الغير لفترات قصيرة.	موجب
الأموال الخاصة كافية لتمويل الأصول غير الجارية أي المؤسسة مازالت محافظة على الاستقلال المالي في الأجل الطويل.	معدوم
يعني أن الأموال الخاصة غير كافية لتمويل الأصول الثابتة، الجزء الباقي ممول بالديون المتوسطة والطويلة الأجل فقط إذا كان FRN موجبا، أما إذا كان FRN سالبا فمعناه أن الجزء الباقي ممول بالديون المتوسطة والطويلة الأجل وجزء من الديون قصيرة الأجل، نفهم من هذا أنه لو كان رأس المال العامل الصافي موجبا فإنه يجب حساب رأس المال العامل الخاص للتأكد من الاستقلالية المالية.	سالبا
فمعناه أن هناك جزء من الأصول الثابتة ممول بالديون المتوسطة والطويلة الأجل وقد تكون هذه الحالة خطيرة إذا كانت مدة إهلاك الأصول الثابتة أطول من مدة استحقاق الديون المتوسطة والطويلة الأجل، أي وقت تحويل الأصول الثابتة إلى سيولة يكون أطول من الفترة المتاحة لتسديد الديون المتوسطة	إذا كان FRN موجبا و FRP

¹: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 60.

²: محمد الحافظ عيشوش، مرجع سابق، ص، 266.

سالباً	والطويلة الأجل فيخلق هذا عجزاً في تسديد الديون المتوسطة والطويلة الأجل على المدى البعيد.
--------	--

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: يوسف بومدين، فاتح ساحل، "تسيير التسيير المالي للمؤسسة"، مرجع سابق، ص، 16.

3. رأس المال العامل الإجمالي: يمثل الأصول ذات طبيعة قصيرة المدى التي هي عبارة عن إجمالي الأصول المتداولة والهدف من دراسته هو البحث عن قيمة المبالغ التي مولت بها المؤسسة أصولها المتداولة، كما يحدد لنا طبيعة نشاط المؤسسة ويعبر عنه بالعلاقة التالية¹:

$$\text{رأس المال العامل الإجمالي} = \text{مجموع الأصول المتداولة}$$

يضم رأس المال العامل الإجمالي مجموع عناصر الأصول التي تدخل ضمن دورة الاستغلال للمؤسسة وتتمثل في مجموع الأصول التي تدوم لسنة واحدة أو أقل،

4. رأس المال العامل الخارجي (الأجنبي): يمثل مجموع الديون التي بحوزة المؤسسة والتي تحصل عليها من الخارج لتمويل نشاطها ويحسب بالعلاقة التالية²:

$$\begin{aligned} \text{رأس المال الأجنبي} &= \text{الديون قصيرة الأجل} + \text{الديون طويلة الأجل} \\ \text{رأس المال العامل الإجمالي} - \text{رأس المال العامل الخاص} &= \\ \text{مجموع الخصوم} - \text{الأموال الخاصة} &= \end{aligned}$$

ثانياً: احتياجات رأس المال العامل (« BFR » Besoins en Fonds de Roulement)

هو مؤشر من مؤشرات التوازن المالي مكمل لرأس المال العامل، لأن رأس المال العامل لوحده لا يكفي للحكم على التوازن المالي للمؤسسة خاصة عند دراسة تطوره، لأن ارتفاع رأس المال العامل يؤدي بالضرورة إلى تخفيض الاحتياج منه.

¹: أيمن فريد، مرجع سابق، ص، 40.

²: جحنين كريمة، مرجع سابق، ص، 16.

1. تعريف احتياجات رأس المال العامل: هي قيمة رأس المال العامل التي تحتاجها المؤسسة لتغطية العجز الحاصل في دورة الاستغلال بسبب عدم قدرة الخصوم الجارية (الديون القصيرة الأجل) على تغطية الأصول الجارية¹.

تعبر احتياجات رأس المال العامل في تاريخ معين عن رأس المال العامل الذي تحتاجه المؤسسة لمواجهة ديونها المستحقة في هذا التاريخ، كما يعرف بأنه جزء من الاحتياجات الضرورية المرتبطة مباشرة بدورة الاستغلال التي لم تغط من طرف الموارد الدورية، فدورة الاستغلال تنتج احتياجات للتمويل مرتبطة بسرعة دوران عناصر الأصول الثابتة (قيم الاستغلال + القيم الجاهزة) بينما موارد التمويل فهي مرتبطة بسرعة دوران الديون قصيرة الأجل باستثناء التسبيقات أي جميع الديون قصيرة الأجل عند وقت استحقاقها ما عدى السلفات المصرفية ويحسب كالتالي²:

$$\text{احتياج رأس المال العامل (BFR)} = (\text{قيم الاستغلال} + \text{القيم غير الجاهزة}) - (\text{د.ق.أ} - \text{السلفات المصرفية})$$

$$\text{احتياجات رأس المال العامل} = \text{احتياجات التمويل الدورية} - \text{موارد التمويل الدورية}$$

$$\text{احتياجات التمويل الدورية} = \text{الأصول الجارية} - \text{خزينة الأصول}$$

$$\text{موارد التمويل الدورية} = \text{الخصوم الجارية} - \text{خزينة الخصوم}$$

- احتياجات التمويل الدورية: هي احتياجات تمويل قصيرة الأجل، تتكون من المخزونات والحقوق.
- موارد التمويل الدورية: هي التزامات اتجاه الغير قصيرة الأجل، تتكون من الديون قصيرة الأجل ماعدا خزينة الخصوم.

2. حالات احتياج رأس المال العامل (BFR): يمكن عرض حالات احتياج رأس المال العامل حسب الجدول الموالي:

¹: يوسف بومدين، فاتح ساحل، مرجع سابق، ص، 17.

²: شعيب شنوف، مرجع سابق، ص، ص، 119، 120.

الجدول رقم (10) حالات احتياج رأس المال العامل (BFR)

التفسيرات	BFR
معناه أن احتياجات التمويل الدورية تفوق موارد التمويل الدورية، مما يعني وجود عجز في تمويل دورة الاستغلال ما يستدعي وجود رأس مال عامل صافي موجب يساوي على الأقل قيمة العجز حتى تكون المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.	BFR موجب
معناه أن احتياجات التمويل الدورية تساوي موارد التمويل الدورية وهي حالة توازن دورة الاستغلال، لكن هذه الحالة قد تكون خطيرة على المدى القصير إذا كان رأس المال العامل الصافي سالب.	BFR معدوم
معناه أن احتياجات التمويل الدورية أقل من موارد التمويل الدورية، أي وجود فائض في تمويل دورة الاستغلال، هذه الحالة لا تستدعي وجود رأس المال العامل الصافي موجب فهذا معناه أن المؤسسة قد حققت فائضا في تمويل دورة الاستثمار وفائضا في تمويل دورة الاستغلال، الشيء الذي قد يؤدي إلى تحقيق المؤسسة لخزينة مرتفعة، ومنه قد يسبب مشكلا في الربحية (أي وجود موارد مالية تفوق الاحتياجات).	BFR سالب

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: بنية حيزية، "دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي

في تطوير عملية تقييم الأداء المالي دراسة حالة مجمع صيدال"، مرجع سابق، ص، ص، 60، 61.

3. تغيرات احتياجات رأس المال العامل: هناك حالتين هما¹:

- تغيرات احتياج رأس المال العامل الموجبة: في مثل هذه الحالة احتياجات الدورة للسنة الحالية أكبر من احتياجات الدورة للسنة الماضية، وهذه الزيادة ترجع إلى ارتفاع موارد الدورة المتمثلة في:
 - ارتفاع سرعة دوران العملاء؛
 - انخفاض سرعة الموردين؛
- تغيرات احتياجات رأس المال العامل السالبة: في هذه الحالة تكون احتياجات الدورة للسنة الماضية أكبر من احتياجات الدورة للسنة الحالية، وهذا يعود إلى اتخاذ المؤسسة لبعض القرارات المتمثلة في تحصيل الموارد بأسرع وقت لكي تستطيع تسديد مستحقاتها في الأجل المحددة.

¹: محمد الحافظ عيشوش، مرجع سابق، ص، ص، 271، 272.

ثالثاً: الخزينة (« TR ») (Trésorerie)

خزينة المؤسسة هي مجموع الأموال التي تكون تحت تصرف المؤسسة خلال دورة الاستغلال، كما أنها مؤشر هام يعتمد عليه المحلل المالي في معرفة السيولة المالية للمؤسسة.

1. تعريف الخزينة (TR): هي مجموع الأموال السائلة التي في حوزة المؤسسة لمدة دورة استغلالية، وهي تشمل صافي القيم الجاهزة أي ما تستطيع التصرف فيه فعلا من مبالغ سائلة خلال دورة ما يمكن حسابها بالطرق التالية¹:

$$\begin{aligned} \text{الخزينة (TR)} &= \text{رأس المال العامل الصافي (FRN)} - \text{احتياج رأس المال العامل (BFR)} \\ \text{الخزينة (TR)} &= \text{خزينة الأصول} - \text{خزينة الخصوم} \end{aligned}$$

2. عرض حالات الخزينة: من خلال مقارنة رأس المال العامل مع احتياج رأس المال العامل ينتج لنا ثلاث حالات للخزينة مثل ما هو مبين في الجدول الموالي:

الجدول رقم (11) عرض حالات الخزينة (TR)

التدابير	التفسيرات	الحالات
<ul style="list-style-type: none"> على المؤسسة إتخاذ التدابير التالية: - شراء مخزونات إضافية؛ - تعجيل تسديد الديون؛ - القيام باستثمارات مالية قصيرة الأجل؛ - تقديم قروض للغير؛ - تقديم تسهيلات للزبائن؛ 	<p>معناه رأس المال العامل أكبر من احتياج رأس المال العامل، أي وجود فائض، على المؤسسة أن تحسن استغلال هذا الفائض اعتمادا على مشاريعها التنموية المستقبلية وفترات استحقاق الديون وتحصيل الحقوق.</p>	TR موجب
<p>في هذه الحالة على المؤسسة اتخاذ التدابير التالية:</p> <ul style="list-style-type: none"> - استعجال تحصيل حقوقها لدي الغير؛ - الاقتراض من البنوك؛ - التنازل عن بعض استثماراتها دون التأثير على الطاقة الإنتاجية؛ - تقديم حسومات على المبيعات؛ - إعادة برمجة مصاريف الاستغلال؛ - التفاوض مع الدائنين لتمديد أجل تسديد الديون؛ 	<p>معناه رأس المال العامل أقل من احتياج رأس المال العامل، أي وجود عجز على مستوى الخزينة، هذه الحالة سيئة قد تدفع بالمؤسسة إلى العسر المالي إذا كانت قيمة العجز معتبرة وحين وقت استحقاق الديون.</p>	TR سالبة

¹: بن يوسف مريم، مرجع سابق، ص، 104.

معناه رأس المال العامل يساوي احتياج رأس المال العامل، هي الحالة المثلي، أي أن المؤسسة استخدمت الموارد المتاحة للمؤسسة وفق الإمكانيات المتاحة، عن طريق تقادى مشاكل عدم التسديد وبالتالي التحكم في السيولة دون التأثير على الربحية.	TR يساوي 0
---	---------------

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على: شعيب شنوف، "التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS"، مرجع سابق، ص، 120.

3. الأهداف العامة المتعلقة بتسيير الخزينة: تتمثل الأهداف العامة من تحليل الخزينة في¹:

- التنبؤ بتطور الأرصدة المدينة والدائنة لحسابات المؤسسة؛
- تدنية قيمة الأموال غير المستعملة؛
- ضمان أفضل توظيف للسيولة؛
- تمويل الاحتياجات بأقل التكاليف؛

المطلب الخامس: الأساليب الإحصائية والرياضية المستخدمة في التحليل المالي

تعتبر الطرائق الكمية من الأساليب الحديثة في التحليل المالي، والتي تساعد على تحقيق نتائج واقعية ودقيقة عن الظاهرة المدروسة، وذلك لأنها تعتمد على معطيات رقمية بحتة، كما أنه سهل التطبيق ويتميز بالديناميكية والسرعة في التحليل خاصة مع توفر البرامج الالكترونية اللازمة لذلك، ونجد من بين هذه الأساليب: الأساليب الإحصائية والأساليب الرياضية.

أولاً: أساليب التحليل الإحصائية

تعتمد على الأرقام القياسية والسلاسل الزمنية لمجموعة من البيانات والعديد من السنوات، بحيث تستعمل في التحليل المالي المقارنة الأفقية باستخدام السلاسل الزمنية وذلك بحساب العلاقة بين المؤشرات لفترات زمنية يستحسن أن لا تتجاوز الخمس سنوات لضمان الدقة في التحليل².

تستند الأساليب الإحصائية إلى الأرقام القياسية والسلاسل الزمنية لمجموعة بيانات ولعدد من السنوات بهدف توضيح العلاقة بين مؤشرات معينة التي يعبر عنها بالمعدل قياساً لمعدلات نفس المؤشرات لفترات زمنية سابقة، أو العلاقة بمؤشر اختيار سنة الأساس التي يجب أن تخضع لمعايير دقيقة وموضوعية بعيداً عن التحيز الشخصي، بقصد إخفاء بعض الحقائق أو لإظهار بعض الوقائع

¹: يوسف بومدين، فاتح ساحل، مرجع سابق، ص، 19.

²: شعيب شنوف، مرجع سابق، ص، 231.

بصورة مغايرة للوقائع كما يجب أن تكون سنة الأساس من السنوات الطبيعية البعيدة عن المؤشرات الشاذة¹.

وللقيام بعملية التحليل المالي وفق الأساليب الإحصائية هناك بعض الإجراءات الفنية التي لابد للمحلل إتباعها لتحقيق الغاية في عملية التحليل، وهذه الإجراءات هي²:

- لا يمكن اتباع هذا الأسلوب إلا في حالة توفر سلسلة زمنية في البيانات أو القوائم المالية إذ يقوم المحلل بالحصول على البيانات المطلوبة وفقا لموضوع التحليل ؛
- يعد جدول يتكون من حقلين الأول: للعناصر، والحقل الثاني للسنوات يتكون من عدة خانات حسب سنوات السلسلة الزمنية؛
- تعتبر قيمة سنة الأساس 100 ثم ينسب قيمة كل عنصر إلى مثيله من سنة الأساس مضروباً في 100؛
- بعد إنتهاء من استكمال الجدول التحليلي السابق يحصل المحلل على التغيرات التي تحدث لكل عنصر، الذي يسمى بتحليل الاتجاهات، ويمكن تحويل قسمة كل عنصر إلى رسم بياني يوضح اتجاه التغيرات التي حدثت خلال السلسلة الزمنية؛
- ومن بين الأساليب الإحصائية المستخدمة في التحليل المالي نجد:

1. الرقم القياسي: هو رقم يقيس قيم متغير ما عند لحظة زمنية معينة أو في مكان معين منسوبة إلى قيم نفس المتغير في فترة زمنية أخرى أو مكان آخر، حيث يمكن استخدامه في مقارنة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة لمؤسسة ما في الوقت الحاضر بنظائرها من التدفقات الداخلة والخارجة منذ عشر سنوات، أيضا تستخدم في مقارنة نمو مبيعات في منطقتين مختلفتين، وتكمن استخدامات الأرقام القياسية فيما يلي³:

- مقارنة أسعار السلع من وقت لآخر؛
- مقارنة عدد العمال في وضع ما في ستة ما مع عددهم في السنوات السابقة؛
- مقارنة رقم الأعمال في سنة ما أو ثلاثي معا مع رقم الأعمال في سنة أو ثلاثي سابقين وكذلك بالنسبة للربح والمصاريف والإيرادات؛

¹: رميدي عبد الوهاب، باصور رضوان، مرجع سابق، ص، 139.

²: وليد ناجي الحياي، " الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي"، مرجع سابق، ص، 131.

³: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 111.

2. السلاسل الزمنية: هي سلسلة من الأرقام أو القيم المسجلة حسب الزمن كالسنوات أو الفصول أو الأشهر أو الأيام أو أي وحدة زمنية، فهي بذلك عبارة عن سجل تاريخي متتالي يتم إعداده لبناء التوقعات أو التنبؤات لقيم هذه السلسلة والخط البياني الممثل لها يختلف باختلاف درجة تأثره بهذه العوامل، وبشكل عام تخضع السلسلة الزمنية إلى تأثير أربعة عوامل تسمى عناصر السلسلة الزمنية وهي¹:

- تغيرات الاتجاه العام؛
 - التغيرات الموسمية؛
 - التغيرات الدورية؛
 - التغيرات غير المنظمة أو العرضية (الفجائية)؛
- وتهدف السلسلة الزمنية إلى ما يلي:

- معرفة الماضي وتحديد عناصر التغير الحالية للسلسلة الزمنية؛
- تقدير قيمة الظاهرة في الفترات المستقبلية وإعطاء فكرة عنها؛
- دراسة الارتباط بين قيم الظاهرة.

ثانياً: أساليب التحليل الرياضية

تستعمل لتحديد العلاقة بين الظواهر والمؤشرات المالية مثل العلاقة بين الأرباح والمصاريف والعلاقة بين المبيعات والعمال وغيرها من العلاقات وهذا على حسب الأهداف، وتوجد عدة طرائق رياضية منها²:

1. طريقة الارتباط والانحدار: تستخدم هذه الطريقة لتحديد العلاقة بين ظاهرتين أو أكثر، وذلك من خلال معادلة الانحدار التالية:

$$y = f(x)$$

حيث تمثل y الظاهرة الأولى X الظاهرة الثانية

¹: بنية حيزية، نفس المرجع السابق، ص، 117.

²: شعيب شنوف، مرجع سابق، ص، 233، 234.

2. طريقة البرامج الخطية: تعتمد هذه الطريقة على حل المعادلات الخطية عندما تكون العلاقة بين ظاهرتين أو جملة من الظواهر كما تستخدم في دراسة القيم المتغيرة الثنائية، ولحل المشاكل الاقتصادية باستخدام البرامج الخطية، نعلم على استعمال المعادلة التالية:

$$Y = ax + b$$

$$\sum yi = a \sum xi + nb$$

$$\sum YIXI = a \sum xi^2 + b \sum xi$$

حيث تمثل i تسلسل المتغيرات، xi قيم المتغير الأول، yi قيم المتغير الثاني

كما يمكن اعتبارها كوسيلة¹:

- المساعدة في اتخاذ القرارات سيما المتعلقة بوظائف المنشأة الرئيسية؛
 - تحديد المزيج الأمثل من الإنتاج للحصول على أكبر منفعة ممكنة؛
 - المساعدة على التخطيط والرقابة على الإنتاج؛
 - تساعد البرمجة الخطية في اختيار طريقة الإنتاج التي تحقق أكبر منفعة ممكنة؛
 - تساعد في تحديد أفضل الطرق لتوزيع المنتجات من أماكن الإنتاج إلى أماكن الاستخدام؛
 - تساعد في عملية احتساب ومن ثم السيطرة على طاقات المكائن من أجل الوصول إلى أقل التكاليف؛
3. طريقة المصفوفات الخطية: تستخدم عموماً في حل المشاكل الاقتصادية ذات الاحتمالات المتعددة وتتعامل عادة من طرف المؤسسات الإنتاجية الكبرى، أو حل مشاكل تواجه قطاعاً اقتصادياً معيناً لذا لا تستعمل هذه الطريقة إلا عند الضرورة خاصة وأنها تتميز بالتعقد وتحتاج إلى برامج معلوماتية خاصة من أجل تحليل بيانات الشركة².

¹: بن مالك عمار، مرجع سابق، ص 68.

²: وليد ناجي الحيايلى، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي"، مرجع سابق، ص، 139.

خاتمة الفصل الأول

تطرقنا في هذا الفصل التحليل المالي لمختلف المفاهيم المتعلقة بالتحليل المالي وذلك من خلال استعراض مختلف التعاريف المرتبطة بالتحليل المالي، والقوائم المالية المستخدمة في التحليل المالي، كما تطرقنا لأهم الأساليب المستخدمة في عملية التحليل المالي.

تبين لنا أن التحليل المالي أصبح له شأن كبير في المحيط الاقتصادي وذلك للتطورات التي عرفها هذا الأخير منذ استعماله لأول مرة على أنه عملية مرتبطة بتحديد قدرة المؤسسة على الدفع (الوفاء بديونها) وهو ما يعرف بالتحليل الائتماني، لتعدد مجالات توظيفه في الفترة الأخيرة خاصة بعد فترة الكساد الأعظم ليصبح أهم أداة من أدوات الإدارة المالية التي تستعملها في عملية اتخاذ القرارات بأنواعها، ولا تقتصر أهمية التحليل المالي على إدارة المؤسسة وحدها بل يتعدى ذلك إلى المساهمين والزبائن والموردين والدولة وكل الأطراف ذات العلاقة، لما لهم من مصالح مع المؤسسة إضافة إلى ذلك فإن التحليل المالي يستمد معلوماته من القوائم المالية للمؤسسة والمتمثلة في الميزانية جدول حساب النتيجة جدول تغير حركة رؤوس الأموال الخاصة وجدول تدفقات الخزينة بالإضافة إل ملاحق الكشوف المالية والتي من خلالها تتم عملية التحليل باستعمال مختلف الأساليب المستخدمة في التحليل المالي وذلك حسب الهدف من التحليل ومهارة المحلل، ومن بين أهم الأساليب المستخدمة نجد أسلوب التحليل المالي الأفقي والعمودي والتحليل المالي باستخدام النسب المالية والتحليل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي، بالإضافة إلي الأساليب الإحصائية والرياضية.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

تمهيد الفصل الثاني

تعد قرارات الاستثمار أحد أصعب القرارات وأكثرها حساسية التي تواجه المستثمرين مهما كان شكل هذا القرار، سواء كان القرار ينطوي على تخصيص موارد لمرافق جديدة، أو مشروع بحث وتطوير أو برنامج تسويق، أو رأس مال عامل إضافي، أو إقتناء، أو الاستثمار في أداة مالية، وتكمن هذه الصعوبة كون أن مثل هذه الاستثمارات يتطلب أموالاً ضخمة في فترة زمنية قصيرة، هذا من جهة ومن جهة أخرى إذا اتخذ القرار وطبق يصبح من الصعب التخلي أو العدول عليه وقد يحمل المؤسسة خسائر، هذا الأخير يفرض بالضرورة أن يكون هذا القرار سليماً ومستنداً على أسس رصينة بغرض حماية الموارد النادرة وعدم تبديدها.

إن نجاح المؤسسة في المستقبل يعتمد على قرارات الاستثمار التي تتخذ في الحاضر، حيث أن خيارات اليوم ستشكل ما ستكون عليه غداً، لذلك فإن قرارات الاستثمار تعد وسيلة لصنع وترشيد الاستثمارات وأحد الركائز المهمة التي يعتمد عليها في الكشف عن مدى نجاعة الاستثمارات، كما أن قرارات الاستثمار تعد جزءاً أساسياً من إدارة الشركة وأحد أهم القرارات الرئيسية التي تواجهها المؤسسة إلى جانب قرارات التمويل وقرارات التشغيل.

ولأجل ذلك سيتم تخصيص هذا الفصل من البحث لدراسة اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة وذلك من خلال تقسيمه إلى ثلاثة مباحث:

المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار؛

المبحث الثاني: ماهية القرار الاستثماري؛

المبحث الثالث: أسواق ومؤسسات الاستثمار؛

المبحث الأول: المفاهيم الأساسية للاستثمار

للخوض في مجال اتخاذ القرارات الاستثمارية لابد لنا أولاً التعرف على المفاهيم الأساسية للاستثمار، وذلك من خلال:

المطلب الأول: ماهية الاستثمار

يعتبر الاستثمار من بين العوامل المهمة في استمرار المؤسسة وخلق قيمة لحملة الأسهم، بغض النظر عن المخاطر المصحوبة لهذا الاستثمار.

أولاً: تعريف الاستثمار

في الحياة العملية فإن مصطلح مشروع (Project) تترادف مصطلح استثمار (Investment) لأنه في نهاية الأمر فإن الاستثمارات تأخذ شكل مشروعات، وقد أعطيت للاستثمار مجموعة من التعريفات نذكر منها:

1. الاستثمار هو استخدام مبلغ مالي حالي في عملية ينتظر من ورائها أرباح مستقبلية موزعة عبر الزمن¹.
2. يعرف الاستثمار بأنه "التخلي عن استخدام أموال حالية ولمدة زمنية معينة من أجل الحصول على مزيد من التدفقات النقدية في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة لرؤوس الأموال المستثمرة"².
3. الاستثمار هو تدفق رأس المال الذي يغير مستوى الأصول الثابتة في العمل، ويشكل استثماراً أي ممتلكات سواء كانت منقولة أو غير منقولة، ملموسة أو غير ملموسة، تم الحصول عليها أو إنشاؤها من قبل المؤسسة بغرض البقاء (أكثر من سنة) بنفس الشكل في المؤسسة³.

¹: زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، "التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010، ص، 158.

²: يوسف عبد الله، خالد عبد الحميد عبد الحميد، "دراسة الجدوى المالية التفصيلية للمشاريع الاستثمارية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري - مشروع صناعة الاسمنت نموذجاً-"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 115، 2018، ص، 17.

³: Michel Poix, "GUIDE DU CHOIX D'INVESTISSEMENT", Editions d'Organisation Groupe Eyrolles, Germain, 2006, P,1.

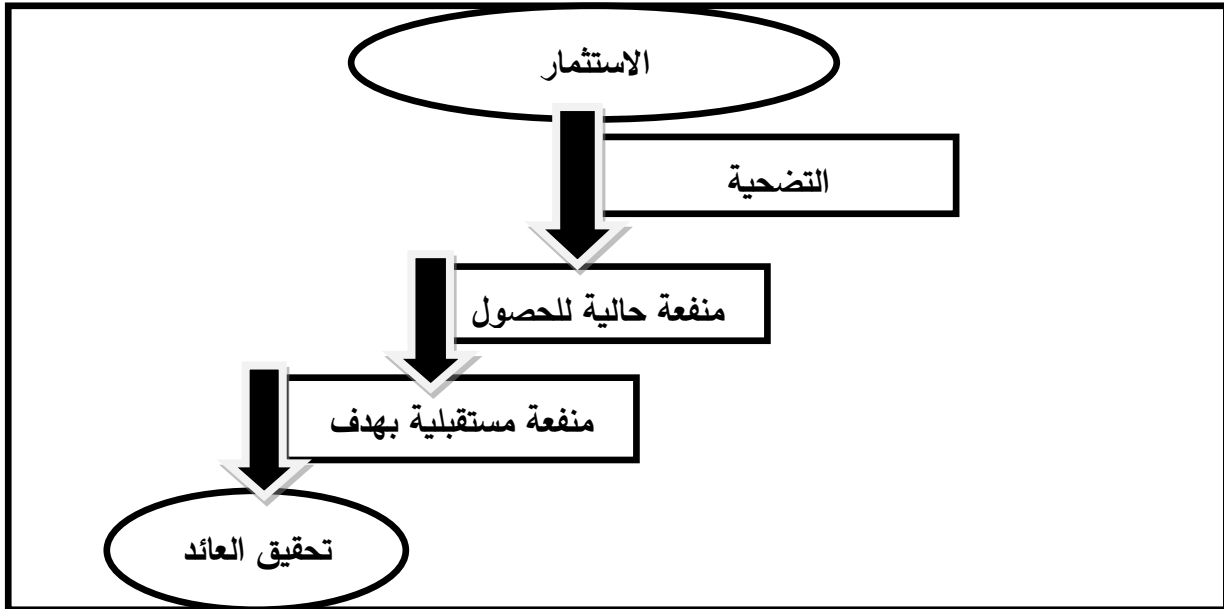
الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

4. هو تضحية أنية للموارد في سبيل الحصول على فوائد ومنافع مستقبلية تكون في مجملها أكبر من الموارد المضحية بها مع تحمل عامل المخاطرة¹.
5. الاستثمار هو التعامل بالأموال للحصول على الأرباح وذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة ولفترة زمنية محددة بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة وتعويض عن عامل المخاطرة المرافق للمستقبل².
6. يتم تعريف الاستثمار على أنه التزام الموارد المالية الحالية من أجل تحقيق مكاسب أعلى في المستقبل، إنه يتعامل مع ما يسمى مجالات عدم اليقين³.

من التعاريف السابقة نستنتج:

- الاستثمار هو أحد الأصول أو العناصر التي يتم شراؤها على أمل أن تولد دخلا في المستقبل؛
- الاستثمار هو التخلي عن موارد مالية حالية من أجل تحقيق مكاسب أعلى في المستقبل؛
- الاستثمار هو التزام طويل الأجل، عكس التداول أو المضاربة فهو التزام قصير الأجل، وغالبا ما يتعامل مع معدل دوران كبير، وبالتالي فإنه يواجه قدر أكبر من المخاطرة.

الشكل رقم (9) ماهية الاستثمار



المصدر: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، "أسس الاستثمار"، ص، 7.

¹: يوسف بومدين، فاتح ساحل، مرجع سابق، ص، 137.

²: ظاهر حردان، "أساسيات الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص، 14.

³: Capital Market Authority, "Investment", Kingdom of Saudi Arabia, Riyadh, p.1.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

بين لنا الشكل رقم (9) أن المستثمر يضحى في الوقت الحاضر بمنفعة حالية (قيم مالية حالية) بدافع الحصول على منفعة مستقبلية تكون أكبر من المنفعة الحاضرة، الفرق بين المنفعة الحالية والمنفعة المستقبلية هي عبارة عن العائد المحقق.

ثانياً: خصائص الاستثمار

يتصف الاستثمار بمجموعة من الخصائص أهمها¹:

1. ارتباطه بالمستقبل وبالتالي عنصر الاحتمالات أساس في اتخاذ القرارات؛
2. وجود تكلفة الفرصة البديلة نتيجة التضحية بمبالغ معينة في مشروع معين وترك بديل آخر؛
3. وجود عائد ولكنه بشكل احتمالي غير محدد يصاحبه درجة خطورة؛
4. دراسة كل العوامل السابقة لاتخاذ إما بالموافقة على الاستثمار أو رفضه أو تعديله؛

ثالثاً: عناصر الاستثمار

هناك عناصر مهمة مرتبطة بالاستثمار هي²:

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؛
 - احتياجات رأس المال العامل؛
2. مدة الحياة الاقتصادية: من أجل تقييم الأرباح المنتظرة من الضروري معرفة مدة استغلال المشروع والتي تقدر عادة بمدة الإهلاك.

¹: عاطف جابر طه عبد الرحيم، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008، ص، 163.

²: الياس بن ساسي، يوسف قريشي، مرجع سابق، ص، 335.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

3. التدفقات الخزينة الصافية المتولدة عن المشروع الاستثماري: العوائد المالية السنوية وهي المدخلات الصافية، أي الفرق بين الإيرادات والنققات المقدرة سنويا للمشروع الاستثماري، وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي} = \text{التحصيلات النقدية} - \text{النققات النقدية}$$

لا يدخل في حساب التدفق النقدي الإيرادات والمصاريف المؤجلة، وكذا المصاريف الوهمية مثل الاهتلاكات التي تسجل محاسبيا ولا تقنطع نقديا، كما يمكن التعبير عن التدفق النقدي بالعلاقة التالية:

$$\text{التدفق النقدي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{الاهتلاكات}$$

رابعا: أهمية الاستثمار

يتميز الاستثمار بأهميته المؤثرة على عالم المال والأعمال تكمن هذه الأهمية في النقاط التالية¹:

1. زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطن؛
2. توفير الخدمات للمواطنين والمستثمرين؛
3. توفير فرص عمل وتقليل نسبة البطالة؛
4. زيادة معدلات التكوين الرأسمالي للدولة؛
5. توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والإداريين والعمالة الماهرة؛
6. إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للخارج مما يوفر العملات الأجنبية اللازمة لشراء الآلات والمعدات وزيادة التكوين الرأسمالي؛

المطلب الثاني: أهداف الاستثمار ومخاطره

إن الهدف العام والأساسي من القيام بالاستثمار هو تحقيق العائد أو الربح، ولكن تحقيق الربح يصاحبه في الغالب مجموعة من المخاطر سنستعرض في هذا المطلب أهم الأهداف التي يسعى الاستثمار إلى تحقيقها في الجزء الأول، أما في الجزء الثاني سنستعرض أهم المخاطر المصحوبة لهذا الاستثمار.

¹: ماجد أحمد عطا الله، "إدارة الاستثمار"، درا أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011، ص، ص، 13، 14.

أولاً: أهداف الاستثمار

يسعى الاستثمار إلى تحقيق مجموعة من الأهداف هي¹:

1. **العائد المناسب على رأس المال:** العائد المناسب لا يمثل بمبلغ محدد أو بنسبة ثابتة لكل المشاريع الاستثمارية، بل يختلف معدل العائد باختلاف المشروع من حيث:
 - خطة عمل المشروع: صناعي أو تجاري أو زراعي أو خدماتي؛
 - حجم المشروع: من حيث رأس مال المشروع المستثمر؛
 - تنوع خطوط الإنتاج: فبعض المشاريع لها أكثر من خط إنتاجي واحد؛
2. **المحافظة على قيمة الأصول الحقيقية:** ان أي أصل من الأصول لا يتم استثماره، يجعلنا نواجه خسارة لفرصة استثمارية لم تستعمل،

أما لو تحدثنا عن الأموال السائلة فهي أصول يعتبر إبقاؤها دون استثمار خسارة مزدوجة²:

- الخسارة الأولى هي إذا لم تستثمر المال في إحدى الفرص الاستثمارية المتاحة فإن ذلك يعتبر خسارة لهذه الفرصة الاستثمارية المتاحة؛
 - الخسارة الثانية فهي ما سيصيب الأموال من انخفاض لقيمتها الشرائية عند حصول ما يسمى بالتضخم الذي يؤدي إلى فقدان الأموال لجزء من قيمتها بسبب ارتفاع أسعار السلع؛
3. **الاستفادة من العائد في زيادة حقوق الملكية:** إن رأسمال أي مشروع يعتبر البند الأول في حقوق الملكية، كما أن أية أرباح يحققها المشروع على رأسماله تزيد في حقوق الملكية بعد إضافتها أو إضافة جزء منها إليه، خاصة عندما يتبنى المشروع الاستثماري سياسة مالية معينة تهدف إلى عدم القيام بتوزيع الأرباح المتحققة على الشركاء أو أن يتم بجزء منها على الأقل؛

4. **ضمان تدفق نقدي مستمر:** أي عملية استثمارية لأي رأسمال، يعني بالضرورة عملية وضع هذا المال في دورة تشغيلية تبدأ بضخه وتنتهي بعودة تدفقه إلينا من جديد، و مهما كان نوع المشروع الاستثماري الذي نريد أن نوظف فيه أموالنا فإنه يمر بعدة مراحل³:

¹: عامر محمد سعيد طوقان، " الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسة الجدوى"، شركة دار البيروني للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى،

الأردن، 2017، ص، 15.

²: عامر محمد سعيد طوقان، نفس المرجع السابق، ص، 16.

³: نفس المرجع السابق، ص، 17.

- تجهيز المال؛
- تحويله إلى بضائع؛
- تخزين البضائع؛
- عرض البضائع وتسويقها؛
- بيع البضائع؛
- استلام ثمن تلك البضاعة؛

ثانيا: مخاطر الاستثمار

ان العوائد ليست مؤكدة التحقيق وهي عرضة لعدد من المخاطر تتنوع وتتعدد وفقا للأدوات الاستثمارية المختلفة وعادة تصنف المخاطر حسب مصادرها إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

1. تعريف مخاطر الاستثمار: المخاطرة هي درجة التقلب في العائد المتوقع، وتحديد آخر هو أن المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياسا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار فالأمر هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعا، إذ قد يتحقق أو لا، وعلى وفق درجة المخاطرة لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوي فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جدا في الحالات الاقتصادية¹.

مخاطر الاستثمار هي عدم التأكد من تحقيق العائد المتوقع من وراء الاستثمار، أو هو المقارنة بين العائد الفعلي (العائد المحقق من الاستثمار) والعائد المتوقع (العائد المراد تحقيقه من الاستثمار)، والعائد المتوقع هو وضع احتمالات بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

2. تصنيف مخاطر الاستثمار: تنقسم المخاطر الاستثمارية إلى قسمين رئيسيين هما:

2.1 المخاطر النظامية: هي المخاطر الناتجة عن عوامل مؤثرة في الأوراق المالية بوجه عام ولا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معادلات أسعار الفائدة، أو

¹: حمزة محمود الزبيدي، "التحليل المالي (تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل)"، مرجع سابق، ص، 62.

الحروب أو الانقلابات السياسية، فأسعار الأوراق المالية جميعها تتأثر بهذه العوامل بنفس الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة¹:

2.2 المخاطر غير النظامية: وتسمى المخاطر غير السوقية أو المخاطر المتبقية وهي المخاطر التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية مثل التغيرات في أسعار الفائدة أو تدهور العمليات الإنتاجية، مثل هذه المخاطر عندما تقع قد تصيب مجال معين من الاستثمارات ولا تصيب مجال آخر، من الممكن تخفيف المخاطر غير المنتظمة من خلال التنوع، وهناك عدة أنواع من مخاطر الاستثمار غير المنتظمة نذكرها فيما يلي²:

- **مخاطر العمل:** وهي المخاطرة التي قد تنتج عن الاستثمار في أدوات عائدة إلى مجال عمل معين، قد يفشل هذا العمل وبالتالي لا تتحقق أهداف الاستثمار، مثل هذا الخطر يأتي من طبيعة الصناعة، كل صناعة لديها العديد من المخاطر التي تؤثر عليها أكثر من أي شيء آخر؛
- **مخاطر الائتمان أو المخاطر الافتراضية:** تتمثل مخاطر الائتمان في عدم قدرة المقترض على سداد الفائدة التعاقدية أو أصل الدين على التزامات ديونه، هذا النوع من المخاطر يتعلق بشكل خاص بالمستثمرين الذين يحملون سندات في محافظهم الاستثمارية؛
- **المخاطر الاقتصادية:** هي المخاطر الناتجة عن التغيرات في عوامل الاقتصاد الكلي مثل معدلات البطالة والتضخم والإنفاق الحكومي وعجز الميزانية وما إلى ذلك، تؤثر هذه المخاطر على جميع القطاعات تقريبا، ولكنها تختلف في حجم التأثير اعتمادا على مدى ملائمة نوع الصناعة لأي من العوامل الاقتصادية الكلية؛
- **مخاطر معدل الفائدة:** هذا هو الخطر الناتج عن التغيرات في أسعار الفائدة في النظام المالي للاقتصاد، وهذا يؤثر على القطاع المالي وشركاته العاملة، وخاصة البنوك، انخفاض أسعار الفائدة مثلا يعني أن الاقتراض أسهل وأرخص، وهذا يزيد من أرباح تلك المؤسسات المالية؛
- **مخاطر سعر الصرف:** هي المخاطر الناتجة عن التغيرات في أسعار صرف العملات عادة، تتأثر الشركات التي تعمل في مجال الاستيراد والتصدير بدرجة أكبر بهذا النوع من المخاطر، الشركات التي

¹: محمد الفاتح المغربي، " التمويل والاستثمار في الإسلام " الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، الطبعة الأولى، السودان، 2018، ص، ص، 205، 206.

²: H.KENT BAKER, GREG FILBECK, "Investment Risk Management", OXFORD, UNIVERSITY PRESS, New Yourk, 2015, p, p, 19,20.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

تعتمد على العملات الأجنبية عند شراء المواد الخام أكثر عرضة لهذه المخاطر، وكذلك الشركات التي تعتمد على الصادرات لبيع منتجاتها في الخارج؛

- **مخاطر السيولة:** هي المخاطر الناتجة عن إمكانية تحويل الاستثمار إلى نقد (تصفيته) كلما زادت إمكانية التصفية الاستثمارية انخفض الخطر والعائد؛

المطلب الثالث: محددات وضوابط الاستثمار

بالرغم من ما يعود به الاستثمار من فوائد، إلا أن هناك بعض المحددات والضوابط تقف عائقاً في طريق تنميته وتمثل في ما يلي¹:

أولاً: محددات الاستثمار

يقف وراء الاستثمار عدد من العوامل هي:

1. سعر الفائدة (علاقة عكسية طبقاً لمفهوم الاقتصادي للاستثمار)؛
2. الكفاية الحدية لرأس المال (الإنتاجية الحدية لرأس المال المستثمر أو العائد على رأس المال المستثمر)؛
3. التقدم العلمي والتكنولوجي؛
4. درجة المخاطرة؛
5. مدى توفر الاستقرار الاقتصادي والسياسي والمناخ الاستثماري؛
6. عوامل أخرى مثل: توفر الوعي الادخاري والاستثماري وكذلك مدى توفر السوق المالية الفعالة؛

ثانياً: ضوابط الاستثمار

تختلف ضوابط الاستثمار من نظام مالي إلى آخر، ووفقاً لعدد من الشروط منها:

1. ألا تزيد نسبة ما يستثمر في شراء أوراق مالية لشركة واحدة على 5% من أموال الصندوق وما لا يتجاوز 10% من أوراق تلك الشركة؛

¹: أحمد يوسف دودين، "إدارة الإنتاج والعمليات"، الأكاديميون للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012، ص، ص، 290،

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

2. أن لا تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق في وثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار الأخرى على 10% من أمواله وبما لا يتجاوز 5% من أموال كل صندوق مستثمر فيه؛
3. يجب على الصندوق لاحتفاظ بنسبة كافية في السيولة لمواجهة طلبات استرداد قيمة وثائق الاستثمار وفقاً لشروط الاسترداد الواردة بنشرات الاكتتاب في هذه الوثائق؛
4. يجب على الصندوق عدم اتباع سياسة من شأنها الإضرار بحقوق أو مصالح حملة وثائق الاستثمار؛
5. يصدر الصندوق مقابل أموال المستثمرين أوراقاً مالية في صورة وثائق استثمار اسمية بقيمة واحدة ويوقع على الوثيقة عضوان من أعضاء مجلس إدارة الصندوق يعينهما المجلس والمدير المسؤول وتكون للوثائق أرقام متسلسلة، ويجب إخطار الهيئة بنموذج وثيقة الاستثمار قبل إصدارها للاكتتاب؛

المطلب الرابع: تصنيف الاستثمارات وأدواته

للاستثمار أشكال متعددة ومتنوعة طبقاً للهدف والغرض والوسائل والعائد والمخاطرة ومنها الاستثمار الوطني والاستثمار الأجنبي والاستثمار المباشر والاستثمار الغير مباشر، والاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي، والاستثمار البشري والاستثمار القصير الأجل والاستثمار طويل الأجل.

أولاً: تصنيف الاستثمارات

- ثمة تصنيفات مختلفة للاستثمارات تختلف باختلاف طرق التصنيف، من حيث طبيعتها أو مدتها أو غير ذلك من التصنيفات، غير أنه في الغالب تصنف إلى أربعة تصنيفات هي¹:
1. من حيث طبيعة الاستثمار: هناك نوعان رئيسيان من أنواع الاستثمار، هي استثمارات حقيقية أو عينية، والاستثمارات غير حقيقية أو المالية.
 - استثمارات حقيقية أو عينية : تشمل على الانفاق على الأصول الإنتاجية أو السلع الاستثمارية الجديدة وتؤدي إلى خلق قيم جديدة، ومن أهم أدوات الاستثمار الحقيقي: العقارات، السلع، المشروعات الاقتصادية؛
 - الاستثمار المالي: هو توظيف في اصل من الأصول المالية مثل²: الأسهم ، السندات، الصكوك، المحافظ؛

¹: عامر محمد سعيد طوفان، مرجع سابق، ص، ص، 20، 21.

²: طاهر حردان، مرجع سابق، ص، 15.

2. من حيث مدة الاستثمار: تصنف الاستثمارات وفقاً لأجلها إلى ثلاثة أنواع¹:

- استثمارات قصيرة الأجل: تكون مدة التوظيف في هذا النوع من الاستثمارات قصيرة لا تزيد عن سنة، يهدف هذا النوع من الاستثمار إلى توافر السيولة النقدية إضافة إلى تحقيق بعض العوائد، وهي تتميز بتوفر سوق لتداولها، وتتميز أيضاً بسهولة تحويلها إلى نقدية بسرعة؛
- استثمارات متوسطة الأجل: تكون مدة التوظيف في هذا النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق، حيث قد تصل إلى خمس سنوات؛
- استثمارات طويلة الأجل: تتجاوز مدة توظيف الأموال وفقاً لهذا النوع من الاستثمارات خمسة سنوات فقد تصل إلى 15 سنة أو أكثر، ومثال هذا النوع من الاستثمارات تأسيس المشروعات، وإيداع الأموال لدى البنوك، والاحتفاظ بالأصول المستثمرة لفترة طويلة نسبياً؛

3. من حيث العائد: تصنف الاستثمارات وفقاً للعائد الناتج من هذه الاستثمارات إلى نوعين:

- استثمارات ذات عائد ثابت: الاستثمار في الأوراق المالية ثابتة الدخل كالسندات، والأسهم الممتازة، وإيداع الأموال لدى البنوك؛
- استثمارات ذات عائد متقلب: يكون العائد متغيراً من فترة لأخرى أو من مشروع لآخر، كالاستثمار في الأسهم العادية، أو المتاجرة في بعض السلع والخدمات؛

4. من حيث مخاطر الاستثمار: تصنف المخاطر على الاستثمار بحسب قلتها أو كثرتها وبناءاً عليها

- تصنف الاستثمارات إلى ثلاثة أقسام:
- الاستثمارات ذات المخاطر المتدنية؛
- الاستثمارات ذات المخاطر المتوسطة؛
- الاستثمارات ذات المخاطر الكبيرة؛

ثانياً: أنواع الاستثمار

تتوزع الاستثمارات من حيث أنواعها إلى استثمارات حقيقية واستثمارات مالية.

¹: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جمهورية مصر العربية،

1. الاستثمارات الحقيقية أو الاقتصادية أو الاستثمارات الرأسمالية: يشمل الاستثمارات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي في المجتمع، أي زيادة طاقته الإنتاجية، ك شراء آلات ومعدات ومصانع جديدة، ويعتبر استثمارا حقيقيا متى وفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي، كالعقارات والسلع¹.

تتميز الاستثمارات الحقيقية بشكل أساسي بطبيعتها الملموسة فهي مرئية ولموسة، ويمكن اعتبارها المكونات الأساسية للمجتمع الصناعي ويترتب عنها منافع اقتصادية تزيد من ثروة المؤسسة وتكون على شكل:

- **استثمارات استبدالية:** ويقصد بها استبدال الآلات والتجهيزات التي تم إهلاكها بآلات جديدة أكثر كفاءة؛
- **استثمارات توسعية:** وهي تتعلق بإضافة خطوط إنتاج أو آلات جديدة بهدف توسيع الطاقة الإنتاجية لتلبية نمو الطلب في السوق؛
- **الاستثمارات الابتكارية:** وهي تتعلق بإنتاج سلع جديدة أو محسنة واستعمال طرق إنتاجية وتكنولوجيا جديدة محسنة؛

كما أن الاستثمارات الحقيقية تتمتع بمجموعة من الخصائص تميزها عن الاستثمارات المالية، ومن أهم الخصائص نذكر ما يلي²:

- ✓ غير متجانسة، وهي بذلك تحتاج إلى الخبرة والمهارات والتخصص للتعامل بها؛
- ✓ لها قيمة ذاتية، ولها كيان مادي ملموس؛
- ✓ تتمتع بدرجة عالية من الأمان؛
- ✓ تحصل المنفعة فيها من خلال استخدامها؛
- ✓ الاستثمار بها استثمار حقيقي يؤدي إلى زيادة الدخل الوطني، ويساهم في تكوين رأس مال البلد؛
- ✓ قابليتها للتسويق منخفضة، ولذلك فسيولتها منخفضة؛
- ✓ يترتب عليها نفقات النقل والتخزين في حالة السلع، والصيانة في حالة العقار؛

¹: خلفان أحمد عيسى، "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، الجندرية للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2015، ص، 52.

²: ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص، 28.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

2. الاستثمارات المالية: أعطيت مجموعة من التعاريف للاستثمارات المالية نذكر منها:

الاستثمارات المالية هي: " شراء حصة في رأس مال ممثلة بأسهم، أو حصة في قرض ممثلة في سندات أو شهادات الإيداع، تعطي مالكاها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد أو الحقوق الأخرى التي تقرها القوانين ذات العلاقة بالاستثمار في الأوراق المالية"¹.

الاستثمارات المالية تمثل الاستثمارات في الأوراق المالية التي تضم الأسهم والسندات الأمر الذي يستلزم تحليل السهم والسندات وتحديد العوامل ذات العلاقة باتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية بقصد إعطاء أجوبة على تساؤلات مثل: الاسعار المتوقعة للأسهم والسندات واتجاهاتها المستقبلية التوقيتات الملائمة لعملية البيع والشراء والعوائد المتوقعة من الاستثمار².

وعليه فالاستثمار المالي هو توظيف الأموال في أصول مالية، بغض النظر عن شكلها، ويتطلب الاستثمار المالي وجود سوق رأس مال توفر للمستثمر تشكيلة متنوعة من أدوات الاستثمار، وتكون على شكل³:

- أدوات دين: تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أدونات الخزانة وشهادات الإيداع، تعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة؛
- أدوات الملكية: تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة؛
- أدوات مركبة: تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات؛
- أدوات مشتقة: تتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات؛

للاستثمارات المالية مجموعة من الخصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي⁴:

¹: مصيبيح أحمد، "الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002، ص، 40.

²: طلال كداوي، "تقييم القرارات الاستثمارية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص، 85.

³: مصيبيح أحمد، مرجع سابق، ص، ص، 40، 41.

⁴: حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص، 49.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

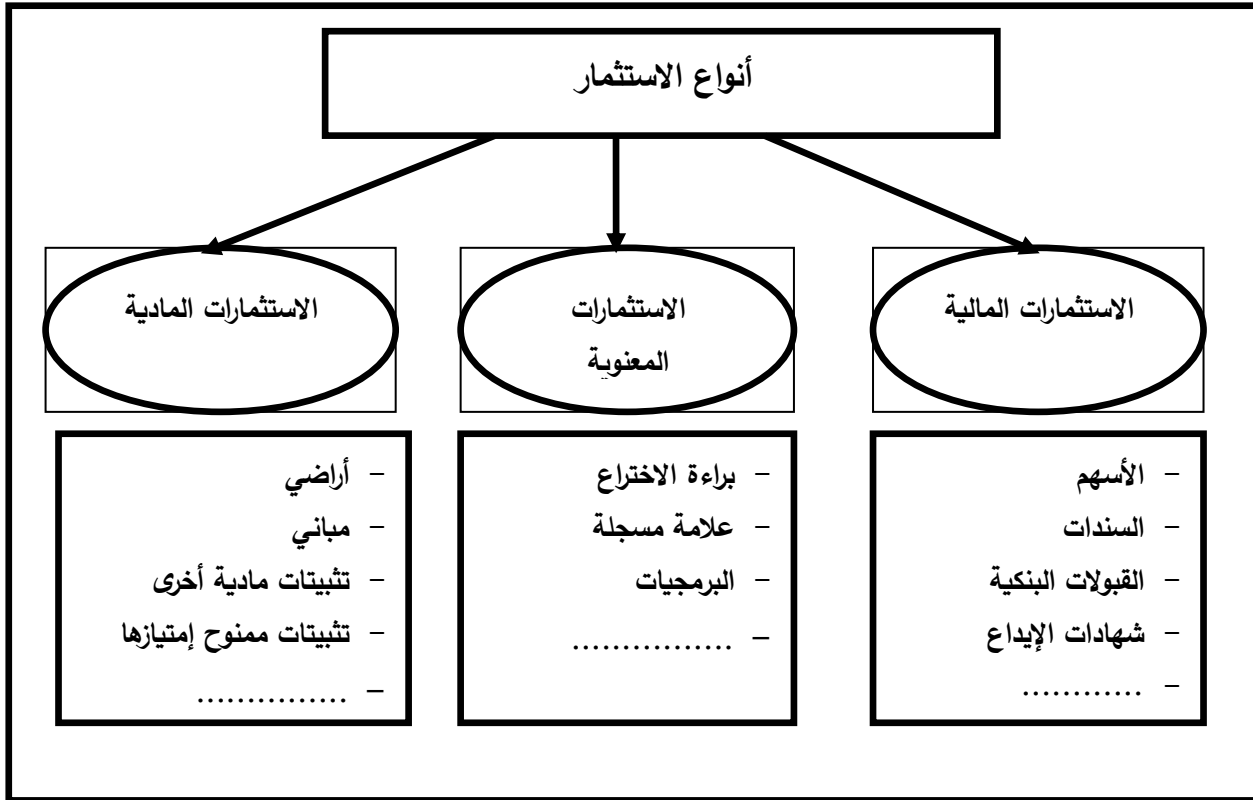
✓ للاستثمارات المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم قلما تتوفر للأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية و السوق الثانوية، يوجد لها أحيانا سوق ثالثة ورابعة، بجانب الأسواق المحلية توجد للاستثمارات المالية أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها؛

✓ تكاليف المتاجرة في الاستثمارات المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة إلى أن الاستثمارات المالية لا تحتاج إلى نفقات تخزين أو صيانة كما هو الحال بالنسبة للأصول الحقيقية؛

✓ تتمتع الاستثمارات المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتها غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة؛

✓ لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كتلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذا دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت إمكانيته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة؛

الشكل رقم (10) أنواع الاستثمار



SOURCE : Michel Poix, GUIDE DU CHOIX D'INVESTISSEMENT, p, 04.

يبين لنا الشكل رقم(10) أنواع الاستثمارات وقسمها إلى ثلاثة أنواع:

1. الاستثمارات المادية التي تضم:
 - الأراضي؛
 - المباني؛
 - تجهيزات الإنتاج؛
2. الاستثمارات المعنوية التي تضم:
 - براءة الاختراع؛
 - علامة مسجلة؛
 - البرمجيات؛
3. الاستثمارات المالية (الأصول المالية) والتي تدخل ضمن الأصول الثابتة وتكون على شكل:
 - الاستثمار في الأسهم؛

- الاستثمار في السندات؛
- الاستثمار في القبولات البنكية؛
- الاستثمار في شهادات الإيداع؛

ثالثا: أدوات الاستثمار

يقوم الاستثمار على بعض الأدوات الخاصة التي تكون على شكل أصول مالية أو حقيقية يحصل عليها المستثمر مقابل المبلغ الذي يستثمره، وهناك عدة أدوات للاستثمار، وهي كما يلي¹:

1. **الأوراق المالية:** تعتبر الأوراق المالية من أهم وأبرز أدوات الاستثمار، لما تتميز به من امتيازات هامة للمستثمر لا تتوفر في أدوات أخرى للاستثمار وللأوراق المالية عدة أصناف تختلف عن بعضها البعض حسب معايير ومقاييس مختلفة.

- حسب معيار الحقوق التي تعود لحاملها، منها ما هو أدوات ملكية مثل الأسهم بأنواعها المختلفة كالأسهم العادية والممتازة، ومنها ما هو أدوات دين مثل السندات، والأوراق التجارية وغيرها؛
- أما من حيث معيار الدخل المتوقع من كل ورقة مالية، هناك أوراق مالية متغيرة الدخل، كالأسهم التي يتغير دخلها من سنة إلى أخرى، في حين هناك أوراق مالية أخرى كالسندات التي تكون مدا خيلها ثابتة ومحددة بنسبة ثابتة من قيمتها الاسمية؛
- كما تختلف أيضا الأوراق المالية من حيث درجة الأمان التي توفرها بالنسبة لحاملها، إذ نلاحظ أن السهم الممتاز يوفر درجة أمان أعلى من السهم العادي، والسند المضمون بعقار مثلا يوفر درجة أمان أكثر نظرا لما يوفره لحامله من حيازة الأصل الحقيقي المرهون لصاحب السند، في حالة توقف المدين من دفع الدين؛

2. **العقارات:** تعتمد الاستثمارات العقارية على الطريقتين التاليتين²:

- الاستثمارات المباشرة: يقوم المستثمر بشراء عقارات مثل أرض أو مبني فعلي؛
- الاستثمارات غير المباشرة: تتمثل في شراء المستثمر أي سهم أو سند عقاري، عن طريق الاشتراك في أحد المصارف والبنوك العقارية أو المحافظ الاستثمارية؛

¹: جميل محمد خالد، "أساسيات الاقتصاد الدولي"، الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2014، ص، 311.

²: خلفان حمد عيسى، مرجع سابق، ص، 61.

المطلب الخامس: المحفظة الاستثمارية

سواء كنت تخطط لبدء استثمار أموالك، أو حتى إذا كنت مستثمراً محنكاً بالفعل، فمن الضروري التأكد من أنك تدير المخاطر التي تتعرض لها لتفادي تكبدك لرؤوس الأموال، المفتاح هو بناء محفظة متنوعة مع مزيج من الاستثمارات المختلفة التي تقلل من المخاطرة.

أولاً: تعريف المحفظة الاستثمارية

المحفظة الاستثمارية: هي "أداة مركبة من مجموعة من الأوراق المالية والأدوات الاستثمارية الأخرى، أو هي مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر سواء كانت هذه الأدوات أصولاً حقيقية أو مالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة مخاطرة، والتي تتلاءم مع رغبة المستثمر سواء أكان مستثمراً محافظاً أو مضارباً أو رشيداً، وتخضع المحفظة لإدارة مدير المحفظة الذي قد يكون هو مالكوها أو يعمل بأجر لدى مالكوها"¹. وتعرف أيضاً أنها تلك "المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو يتولى ادارتها"². ويمكن أيضاً تعريف المحفظة الاستثمارية: "هي مجموعة من الأصول المالية والمادية، والتي تنتمي إلى صاحب الاستثمار، الهدف الرئيسي من إنشاء المحفظة هو تقليل المخاطر من خلال تغطية مخاطر أداة أو أصل من خلال عائدات أخرى، ويمكن أيضاً تعريفها على أنها مزيج من أوزان الأوراق المالية، أو مجموعة من نسب الأوراق المالية المملوكة للمستثمر"³.

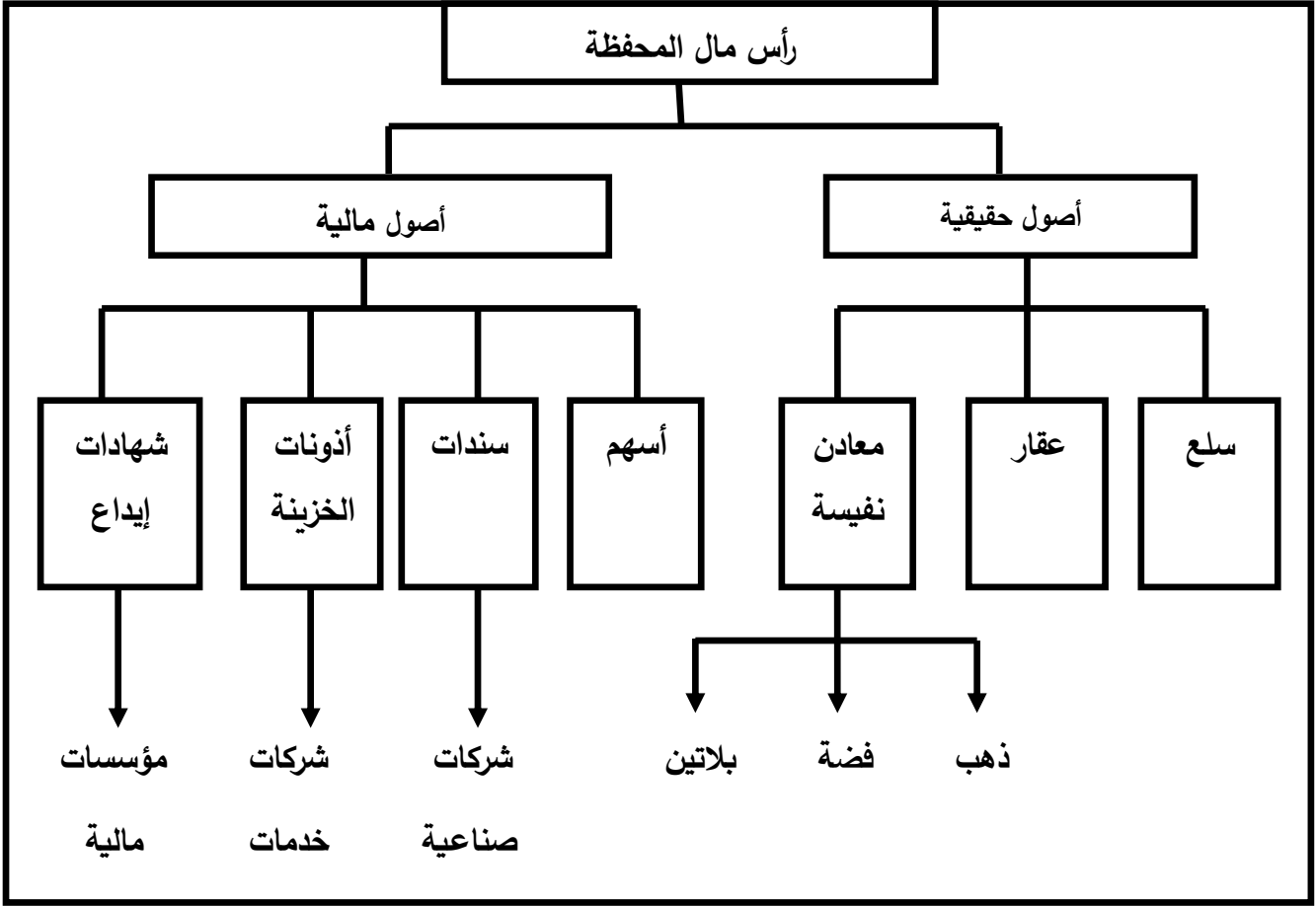
مما سبق المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن توليفة متنوعة من الأصول سواء أصول حقيقية أو مالية بقصد الاستثمار والمتاجرة، يكون الهدف من ذلك توظيف الأمثل للأصول التي تديرها، لأجل تقليل المخاطر والاستقرار في التدفق النقدي وتحقيق الأرباح، والشكل رقم (11) يوضح لنا نموذج المحفظة الاستثمارية.

¹: ناهض خضر أبو الطيف، "أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين"، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، جامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص، 18.

²: ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص، 130.

³: Mohammed Adel Mohammed, Saed Ahmed Sulub, " The Role of Diversification in Reducing Risks of Investment Portfolio at Khartoum Stock Exchange Market", 2014, <https://ssrn.com/abstract/2384358>, p, 5.

الشكل رقم (11) نموذج المحفظة الاستثمارية



المصدر: جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، "إدارة المحافظ الاستثمارية بحث

تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص"، ص، 255.

يوضح لنا الشكل رقم (11) نموذج المحفظة الاستثمارية حيث تختلف المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع، كما تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع تحتوي على أصول حقيقية وهي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات والذهب والفضة والمشاريع الاقتصادية، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، وسندات الخزينة، أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد ولكنها منخفضة المخاطر، وأخرى مرتفعة المخاطر كثيرة العوائد.

ثانياً: أنواع المحافظ الاستثمارية

هناك أربع أنواع من المحافظ الاستثمارية يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

1. **محفظة الدخل (The Income portfolio):** وهي المحفظة التي تتوجه من خلال تنويعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر مع مستوى مخاطر مقبول، فقيام إدارة المحفظة (طبيعة معنوية) باختيار أوراق المالية التي تولد دخلاً مستقرًا نسبيًا مثل أسهم الشركات الكبرى والسندات جيدة الدخل تساعد في الوصول إلى محفظة الدخل¹.

2. **محفظة النمو (The Growth portfolio):** وهي تبحث عن كيفية الحفاظ على وتأثر النمو كل من الأصول والعوائد، وهنا فإن معدلات النمو تكون المعيار الأساس لانتقاء الأدوات وتحريكها في الأسواق المتاحة وثم لتقويم أداة المدراء، ويمكن حصر ميزات الأسهم في تكوين محفظة النمو كالآتي²:

- تحقيق نمو جيد في العوائد، ويقصد بالعوائد التوزيعات السنوية للأرباح وفروق أسعار الأوراق المالية؛
- استقرار في معدل النمو، أي الزيادة في المبيعات أو الأرباح سنة بعد أخرى؛
- ارتفاع عوائد السهم؛
- تحمل مخاطرة نسبة للأسهم الأخرى؛

3. **المحفظة المختلطة (The Mixed potfolio):** هي المحفظة التي تقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي تحمل مخاطرة أو مخاطرة بسيطة (سندات، أسهم لشركات ثقيلة) مع الأوراق المالية التي تحمل مخاطرة عالية (أسهم المضاربة)، أو هي "المحفظة التي تجمع أسهمًا مختلفة يتميز بعضها بتحقيق العائد، وبعضها الآخر بتحقيق الربح، وهذا النوع يعتبر المفضل لدى المستثمرين والذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ"³.

4. **المحفظة المتخصصة:** وهي نادر ما تتشكل، وإن شكلت فتكون مؤقتة لأن التخصص في أداة معينة الذي يميز هذه المحفظة لا يتلاءم عادة مع مبدأ المحفظة الاستثمارية الذي هو التنوع⁴.

¹: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم تور، أنس على القضاة، مرجع سابق، ص، 502.

²: محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2006، ص، 26.

³: ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص، 134.

⁴: جليل كاظم مدلول العارضي، زيد عبد الزهرة جعفر، "إدارة المحافظ الاستثمارية بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الرابع عشر، العدد 28، 2017، ص، ص، 257.

5. **المحفظة المتوازنة:** هي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها وهي ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين القصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحويل السريع إلى السيولة)، والطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات شبه الرتيبة للعوائد)¹. هناك من قسم المحافظ الاستثمارية بصورة عامة إلى نوعين رئيسيين²: المحافظ الخاصة والمحافظ العامة.

1. **المحافظ الخاصة (محافظ العملاء):** هي المحافظ الخاصة بالعملاء والتي يتم تشكيلها بناء على طلب العميل أو المستثمر الفرد فلكل مستثمر فردان يشكل محفظته الخاصة به ويحدد نسب توزيعها وأدواتها، ويكون دور مدير المحفظة دوراً تنفيذياً حسب رغبات المستثمر (أو العميل) وربما يكون له دور تنفيذي حسب الصلاحيات المخولة أو المعطاة له من المستثمر.

2. **المحافظ العامة (محافظ المؤسسات):** هي محافظ لمؤسسات عامة استثمارية مشكلة سلفاً من أدوات استثمارية متنوعة على شكل صناديق مشتركة وقد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يعتبر مساهماً في رأس المال ولا يكون له دور في إدارة المحفظة إلا بالقدر الذي توفره له ملكيته بالأسهم.

كما نجد من قسم المحافظة الاستثمارية من منظور العائد والمخاطرة إلى نوعين³:

1. **المحفظة الكفوءة:** وهي المحفظة التي تحقق أعلى عائد متوقع في ظل مستوى مخاطرة معينة، أو انها المحفظة التي تحقق أدنى مستوى من المخاطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع، والمحفظة الكفوءة هي التي يختارها المستثمر الذي يتجنب المخاطرة، وهي التي يطلق عليها (مبدأ السيادة) في الاستثمار، ومبدأ السيادة يعني أنه في ظل مستوى معين للمخاطرة، فإن الاستثمار أو الاستثمارات ذات العائد الأعلى تسود (تجُب) باقي الاستثمارات، وفي ظل مستوى معين للعائد المتوقع، فإن الاستثمارات أو الاستثمارات ذات المخاطر الأقل تسود (تجُب) باقي الاستثمارات؛

¹: عبد اللطيف طيبي، " التطبيقات المتميزة لتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد والمخاطرة - نموذج بنك البركة الجزائري -"، مذكرة ماجستير، مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010، ص، 19.

²: ناهض خضر أبو الطيف، مرجع سابق، ص، 19.

³: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص، 259.

2. **المحفظة المثلى:** وهي تختلف من مستثمر لأخر، أي أن لكل مستثمر محفظة استثمار تعد (مثلى) له، حيث يتوقف ذلك على درجة ميل المستثمر أو إقدامه على المخاطرة، فالمستثمر الذي يميل إلى المخاطرة من أجل تحقيق العائد مرتفع، سوف يختار محفظة استثمار ذات مخاطر أعلى من تلك التي يختارها المستثمر الذي لا يميل بالدرجة نفسها إلى المخاطرة (ويقنع بعائد منخفض)؛

ثالثاً: أهداف المحفظة الاستثمارية

تختلف أهداف المحفظة الاستثمارية من مستثمر لأخر، تبعاً لحاجات كل واحد منهم، إلا أن هناك مبادئ رئيسية هامة تعد ضرورية يمكن اجمال هذه الأهداف كالتالي¹:

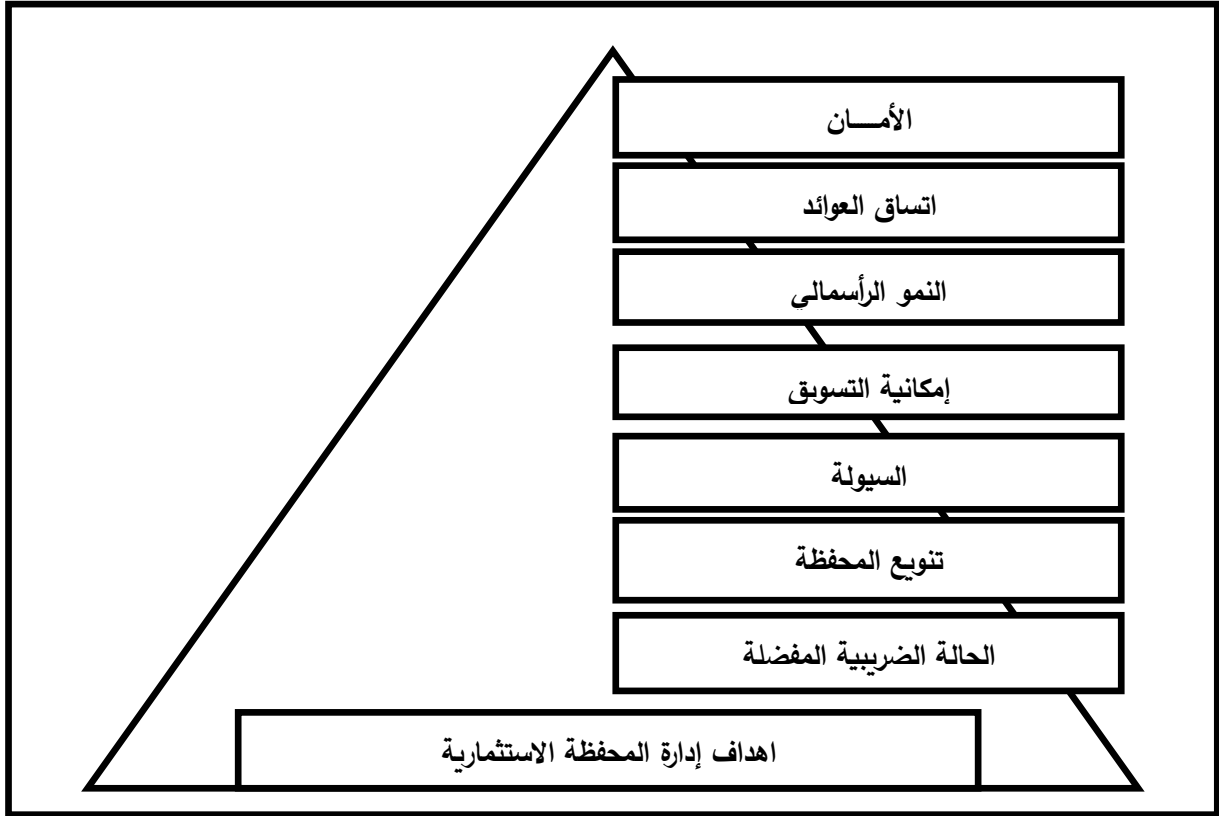
1. **المحافظة على رأس المال الأصلي:** يسعى كل مستثمر عند البدء بالاستثمار لاختيار الأدوات المالية التي تحقق العائد، لكن هذا الهدف يتضمن هدفاً ضمناً، وهو عدم التعرض للخسارة في أسعار الموجودات ومن ثم المحافظة على رأس المال الأصلي؛
2. **الحفاظ على قدر من السيولة:** من خلال الاستثمار في أدوات قابلة للتحويل إلى سيولة بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي وتعثر لدى الشركة؛
3. **إمكانية التسويق:** إدارة محفظة تضمن المرونة للمحفظة الاستثمارية التي تتكون من مجموعة من الاستثمارات، والتي يمكن تسويقها؛
4. **تنوع المحفظة:** هي واحدة من أهم أهداف المحفظة الاستثمارية وهذا يعني وضع مدير الاستثمار في موجود أكثر من واحد، الشركة، السوق، أو البلد؛
5. **نمو رأس المال المستثمر:** يهدف مدير المحافظ إلى زيادة حجم رأس المال المستثمر من خلال عملية التنوع واختيار أوراق الشركات ذات النمو المحتمل مستقبلاً؛
6. **تعظيم القيمة:** وهنا يكون الهدف هو تخصيص الموارد وذلك لتعظيم قيمة المحفظة وهنا نقوم بتحديد المشاريع وذلك لتحقيق أقصى قدر لمجموع القيم أو القيمة التجارية لجميع المشاريع النشطة في خط البدائل الخاص من حيث الهدف بعض الأعمال (مثل المدى الطويل للربحية والعائد على الاستثمار احتمالات النجاح، أو بعض الأهداف الاستراتيجية)؛

¹: جليل كاظم مدلول العارضى، زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سابق، ص، ص، 255، 256.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

7. التوجه الاستراتيجي: إن الهدف الرئيسي هنا التأكيد، بغض النظر عن سائر الاعتبارات، من أن المحفظة النهائية للمنظمات الأعمال تعكس حقا استراتيجية الأعمال؛
8. تناسق العوائد: تضمن إدارة المحفظة أيضا توفير الاستقرار للعائدات عن طريق إعادة استثمار العوائد نفسها في محافظ مربحة وحيدة تساعد المحفظة في تحقيق عائدات ثابتة، يجب أن يعود بعائدات تعوض تكلفة الفرص البديلة للأموال المستثمرة؛
9. الحالة الضريبية المفضلة: ينبغي أن يخطط للمحفظة بالطرق التي تقلل من الضرائب؛

الشكل رقم (12) أهداف المحفظة الاستثمارية



Source : : Mohammed Adel Mohammed, Saed Ahmed Sulub, " The Role of Diversification in Reducing Risks of Investment Portfolio at Khartoum Stock Exchange Market", 2014 , <https://ssrn.com/abstract2384358>, p, 6.

يوضح لنا الشكل رقم (12) أن أهداف المحفظة الاستثمارية متباينة من حيث أهميتها فهناك أهداف رئيسية في قمة الهرم هي المخاطرة والعائد وتأتي بعدها الأهداف الأخرى التي تتنازل حسب أهميتها.

المبحث الثاني: ماهية القرار الاستثماري

للحصول على قرار استثماري جيد يحتاج المستثمر إلى فهم الفرص المحتملة بشكل كامل وصحيح ويجب ألا يتم اتخاذ هذه القرارات في عجلة من أمره، يمكن لقرار الاستثمار الخاطئ أن يقود الشركات إلى الإفلاس، ومن الضروري فهم الأفكار الأساسية لقرارات الاستثمار للحصول على أقصى قيمة من عملية التقييم، سنقوم في هذا الجزء من هذه الدراسة بالتعرف على أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بقرارات الاستثمار، وذلك على النحو الآتي:

المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري وخصائصه

تعد قرارات الاستثمار من بين أهم العناصر وأكثرها تأثيراً في النشاطات المالية والاستثمارية وغيرها لدى المؤسسة، لكونها عامل ضروري وملزم لنجاح واستمرار المؤسسة.

أولاً: تعريف قرارات الاستثمار

يوجد العديد من التعاريف في هذا الموضوع التي قدمت من طرف الباحثين ومن أهمها الآتي:

1. قرارات الاستثمار: هي القرارات المتعلقة بالاستثمارات التي لها تأثيرات كبيرة على الأداء المالي والتشغيلي طويل الأجل للشركات¹.
2. يعرف قرار الاستثمار على أنه القرار الذي ينصب اهتمام متخذها على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، أي التوظيف الأفضل بهدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأموال عند توظيفها².
3. القرار الاستثماري هو القرار الذي يقوم على صرف الانفاق الفوري من أجل الاستفادة من ربح أو فائدة على عدة فترات متتالية³.
4. القرار الاستثماري ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين فأكثر، والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية

¹ : PRANAKUSUMA SUDHANA, "ANALYSIS OF INVESTMENT DECISION MAKING OF A BUDGET HOTEL ACASE STUDY ", Thesis of Magister, AT STIE IEU SURABAYA, 2016, p, 21.

² : هباش فارس، مناع ريمة، "أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان الدولي"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية"، العدد التاسع، جوان 2018، ص، 635.

³ : أميرة دباش، فريد خميلي، مرجع سابق، ص، 25.

الاختيار، وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري¹.

5. القرار الاستثماري هو ذلك الاختيار المدرك والواعي بين البدائل المتاحة في موقف معين وهو اختيار بوعي يقوم على التدبير والحساب في الغاية والوسيلة، ان الأصل في القرار هو عدم التأكد الناتج عن وجود مناهج وبدائل متعددة ولذلك يعد اتخاذ القرار العملية الحرجة في الإدارة ويجد المستثمر متخذ القرار نفسه وسط ثلاثة ظروف هي²:

- **حالة التأكد:** الذي هو الظرف المثالي لاتخاذ القرار لمعرفته بالبدائل المتاحة والظروف المحيطة بها والأهداف التي ينشدها المستثمر؛

- **حالة المخاطرة:** والتي يكون عندها متخذ القرار على بينة بالمعلومات الجزئية وغير الكاملة عند تقدير احتمال النتائج؛

- **حالة عدم التأكد:** وهي حالة عدم توفر المعلومات عن الاحتمالات والبدائل ونتائجها وتوزيعاتها الاحتمالية وهنا يعتمد اتخاذ القرار على طبيعة التخمينات التي بموجبها يتم تقدير العوائد المستقبلية؛

من التعاريف السابقة القرار الاستثماري هو القرار الذي يتم من خلاله تخصيص للموارد المالية على المدى المتوسط أو الطويل، والأثر المتوقع من هذا الاستثمار هو استرداد تكاليف الاستثمار والحصول على ربح مرتفع، وإلى جانب الموارد المالية تستخدم الموارد المادية والبشرية كذلك، كما تؤثر البيئة الاقتصادية والمالية على قرارات الاستثمار، وبالتالي فإن النتائج المتوقعة غير مؤكدة.

ثانيا: خصائص القرار الاستثماري

هناك مجموعة من الخصائص تميز القرارات الاستثمارية يمكن تبويبها كما يلي:

- خصائص ترتبط بالبعد الزمني؛
- خصائص ترتبط بحالات الطبيعة؛
- خصائص ترتبط بالهيكل التمويلي؛

¹: سعيدة بورديمية، "الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري"، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، الجزائر، العدد 25، 2013، ص، 117.

²: دريد كامل آل شيب، "إدارة الاستثمارات تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية"، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص، ص، 28، 29.

1. الخصائص التي ترتبط بالبعد الزمني: تتمثل في¹:

- ترتبط قرارات الاستثمار عادة بالأجل الطويلة، لأن العوائد والمنافع المتولدة عنها لا تتحقق إلا بعد فترات زمنية معينة؛
- الفاصل الزمني بين وقت إنفاق الأموال لحظة اتخاذ القرارات الاستثمارية ووقت الحصول على العائد دائماً يكون نسبياً أطول مقارنة مع الإنفاق الجاري؛
- أن تخطيط قرارات الاستثمار هو تخطيط طويل الأجل يمتد إلى فترة زمنية طويلة، فقرار الاستثمار له أهمية بالغة على مستوى المؤسسة الاقتصادية خصوصاً مع استمرار التقدم التكنولوجي الذي أدى إلى تطور كبير في وسائل الإنتاج والتسويق الأمر الذي يزيد من صعوبة اتخاذ القرار الاستثماري؛

2. الخصائص التي ترتبط بحالات الطبيعة: تتمثل في²:

- إن قرارات الاستثمار تتضمن عادة عنصر المخاطرة وعدم التأكد، لارتباط تلك القرارات بالمستقبل وبالتالي فإن العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث؛
- تكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة الرجوع فيه دون تحقيق خسائر كبيرة، لذا يجب أن يخضع لمزيد من الدراسات العلمية المتخصصة والتي تكفل نجاحه بصورة سليمة في المستقبل؛
- تتعرض قرارات الاستثمار للعديد من المشاكل كالتنبؤ بالمبيعات وكيفية تقدير التكاليف لعدد من السنوات المقبلة في ظل المخاطرة وعدم التأكد، كيفية تقدير معدل العائد على الاستثمار ومعدل تكلفة رأس المال؛

3. خصائص ترتبط بالهيكل التمويلي: تتمثل في³:

- معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى مبالغ ضخمة نسبياً، يخصص جزء كبير منها في أصول ثابتة لفترة أطول؛
- ترتبط قرارات الاستثمار بشكل وثيق بقرارات التمويل، مما يتعين معه تخطيط هيكل التمويل الأمثل عند اتخاذ قرار الاستثمار؛

¹: بن إبراهيم الغالي، "اتخاذ قرارات الاستثمار في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الظروف الشرعية (دراسة حالة بنك البركة الجزائري)"، رسالة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2012، ص، 78.

²: براهيمى سمية، "مساهمة المراجعة التحليلية في اتخاذ القرارات الاستثمارية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى لجنوب بسكرة"، رسالة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016/2015، ص، 53.

³: بن إبراهيم الغالي، مرجع سابق، ص، 79.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

- يتضمن القرار الاستثماري تخصيص قدر من الموارد المالية المتاحة حالياً للحصول على عوائد مغرية مستقبلاً، مما يستدعي من المؤسسة ضرورة البحث عن مصادر تمويلية بديلة كالاقتراض؛
- 4. **الخصائص العامة:** إضافة إلى الخصائص السابقة الذكر التي تميز القرار الاستثماري، إلا أن هناك مميزات أخرى عامة تميز القرار الاستثماري عن غيره من القرارات الأخرى، وهي¹:
 - تتصف عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالواقعية؛
 - تتأثر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالعوامل الإنسانية والنفسية لمتخذ القرار؛
 - القرار الاستثماري هو امتداد من الحاضر إلى المستقبل؛
 - عملية اتخاذ القرار الاستثماري هي عملية مركبة من مجموعة من الخطوات والمراحل؛
 - تتصف عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالاستمرارية؛

ثالثاً: أهمية القرار الاستثماري

للقرار الاستثماري أهمية بالغة في تحديد مصير المؤسسة في المستقبل واستمرارها وتعود أهميته في²:

- اعتماد القرار الاستثماري على التنبؤات التي تعتبر من أصعب مراحل دراسة المشروع، وتكمن هذه الصعوبة في مراعاة دقة التدفقات على مر الزمن؛
- تماشى الاستثمار الجديد مع نشاط المؤسسة وأهدافها، فقد تكون سياسة الاستثمار تتعارض مع أهداف المؤسسة مما يؤثر على مستقبلها، لهذا يتطلب على المؤسسة تحديد الأهداف والسياسات العامة على ضوءها وتشكل سياسة الاستثمار؛
- ارتباط قرار الاستثمار ببقاء ونمو المؤسسة على المدى الطويل؛
- محاولة التحكم في تأثير البيئة الاقتصادية والمالية للمؤسسة؛
- التسيير الأمثل للموارد المختلفة؛
- يشكل الاستثمار في المدى الطويل المحرك الوحيد لمحافظة المؤسسة على وجودها؛
- ينعكس القرار الاستثماري على صورة المؤسسة من خلال تأثيرها بالمحيط الاقتصادي والمالي، حيث كلما كان المشروع الاستثماري يلبي ما يحتاجه السوق من منتجات ذات جودة عالية وأسعار تنافسية

¹: نفس المرجع السابق، ص، 80.

²: براهيمي سمية، مرجع سابق، ص، 57.

كلما تحسنت صورة المؤسسة مما يزيد في ربحيتها التي تعطي مصداقية أكثر لها لدى المؤسسات المالية المقرضة؛

المطلب الثاني: مبادئ ومقومات القرار الاستثماري

يعتمد متخذ القرار الاستثماري في تحديد الأداة الاستثمارية على مجموعة من المحددات والمبادئ نتطرق لها في هذا المطلب كما يلي.

أولاً: مبادئ القرار الاستثماري

حتى يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، عليه مراعاة مجموعة من المبادئ تتمثل فيما يلي¹:

- 1. مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:** يعتبر هذا المبدأ ركناً أساسياً من أركان القرار الاستثماري، ويستمد أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة بينما تكون الفرص أو المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائض كثيرة في معظم الأحيان، ذلك يفرض على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي هذه الحقيقة وذلك باختيار ما يناسبه من ضمن عملية مفاضلة تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتفق مع إستراتيجيته في الاستثمار، بدلاً من أن يواجه مدخراته لأول فرصة استثمارية متاحة له، وكلما زادت الفرص الاستثمارية المتاحة تتوفر لمتخذ القرار الاستثماري مرونة أكبر في اتخاذ القرار الناجح الذي يحقق أهدافه؛
- 2. مبدأ الخبرة والتأهيل:** يقضى هذا المبدأ بأن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لكل فئات المستثمرين، ففي واقع الحال توجد فئة من الأفراد ممن لديهم فوائض نقدية يرغبون في استثمارها لكنهم لا يمتلكون الدراية والخبرة الكافيتين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة ويطلق على هذه الفئة من المستثمرين فئة المستثمرين السذج (عديمي الخبرة)، بالمقابل توجد فئة أخرى من المستثمرين ممن لديهم خبرة ودراية كبيرتين في المجالات الاستثمارية؛
- 3. مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:** يمكن تلخيص مجمل أهداف المستثمر في تحقيق ما يعرف بالعائد المستهدف من الاستثمار، هذا يعني أن كل مستثمر يحدد في العادة العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته وذلك في صورة هدف، ولتحديد هذا العائد يجب أن

¹ : جنين كريمة، مرجع سابق، ص، 73.

يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل خصم يعادل العائد المستهدف، وذلك للوصول إلى القيمة الحالية لهذه التدفقات، فإذا كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجباً يعتبر الاستثمار مجدياً أما إذا كان سالباً فيعتبر الاستثمار غير مجد؛

4. مبدأ الملائمة: يطبق متخذ القرار هذا المبدأ عندما يختار بين مجالات الاستثمار وأدواته ما يلائم رغباته التي يحددها دخله وعمره وحالته الاجتماعية حيث يقوم هذا المبدأ على أساس¹:

- معدل العائد على الاستثمار؛
- درجة المخاطرة؛
- مستوى السيولة التي يتمتع بها المستثمر؛

ثانياً: المقومات الأساسية للقرارات الاستثمارية

يقوم القرار الاستثماري الناجح على ثلاث مقومات أساسية هي²:

- اعتماد الاستراتيجية الملائمة للاستثمار؛
- الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار؛
- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة؛

1. الإستراتيجية الملائمة للاستثمار: تتوقف بشكل أساسي على أولويات المستثمر والتي يعبر عنها منحى تفضيلية الاستثمار والذي يتشكل من رغبات المستثمر تجاه كل من الربحية والسيولة والأمان هذه المتغيرات تحدد في الوقت نفسه ميل هذا المنحنى، فضلاً عن عوامل ذاتية خاصة بالمستثمر مثل العمر، الوظيفة، الدخل، الحالة الاجتماعية، الحالة الصحية... الخ³.

1.1 العناصر المحددة لإستراتيجية المستثمر: تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرين

وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية والمتمثلة في:

- الربحية؛
- السيولة؛
- الأمان؛

¹: بن يوسف مريم، مرجع سابق، ص، 39.

²: محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم تور، أنس على القضاة، مرجع سابق، ص، 250.

³: طلال كداوي، مرجع سابق، ص، 19.

1.2 **وضعيات المستثمر:** يتم تصنيف المستثمرين إلى أربع مجموعات رئيسية هي¹:

■ **المستثمر المتحفظ:** هذا النوع من المستثمرين يهاب المخاطرة وبالتالي لا يقبل الدخول في استثمارات ذات مخاطرة عالية، ولكن يقبل باستثمارات ذات مخاطرة متدنية بالرغم من عوائدها المنخفضة، بمعنى أنه يفضل عنصر الأمان على عنصر المخاطرة ويرجع التفضيل إلى قيود موضوعية تتعلق بمحدودية الموارد لدى المستثمر؛

■ **المستثمر المتوازن:** وهو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتماماته لعنصر العائد والمخاطرة بقدر متوازن وهكذا تكون حساسية اتجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية، تراعي تنوع الاستثمارات وكيفية تعظيم العائد وتدني درجة المخاطرة، ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين؛

■ **المستثمرون المضاربون والمحترفون:** وهي المجموعة التي تستفيد من فروق الأسعار الناتجة عن تحركات الأسعار بالسوق بصفة دائمة، حيث يعتمدون على استخدام أدوات التحليل الإحصائية المتقدمة في تفسير العوامل الخارجية المؤثرة في السوق فضلاً عن معرفتهم بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق واتجاهاته مستقبلاً؛

■ **المضاربون الهواة:** وهم أيضاً يهدفون إلى الاستفادة من فروق الأسعار إلا أنهم لا يعتمدون على دراسة العوامل المؤثرة بالسوق وتحليل اتجاهات السوق، وغالباً ما تختفي تلك المجموعة من السوق في حالة تحقيق الخسائر؛

2. **الاسترشاد بالأسس العلمية لاتخاذ القرار:** والتي تقوم عادة على ما يلي²:

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار؛
- تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار؛
- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية المتحكمة في القرار؛
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة؛
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للهدف؛

¹: جحنين كريمة، مرجع سابق، ص، 75.

²: هباش فارس، مناع ريمة، مرجع سابق، ص، 635.

3. مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة: تشكل العملية الاستثمارية مبادلة بين العائد والمخاطرة، وتوجد علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، فكلما زادت المخاطرة فإن العائد المتوقع يجب أن يكون أكبر وعليه فإذا أراد المستثمر الحصول على عائد مرتفع فعليه أن يتوقع مخاطرة أكبر؛

المطلب الثالث: أصناف القرارات الاستثمارية

تصنف القرارات الاستثمارية حسب العديد من التصنيفات أبرزها:

1. تصنيف القرارات الاستثمارية حسب العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من وجهة نظر المستثمر: يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار وتتوقف طبيعة القرار الذي يتخذه في هذه المواقف على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من وجهة نظره وضمن هذا المفهوم تندرج قرارات الاستثمار تحت ثلاثة أنواع هي¹:
 - قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، أو بعبارة أخرى عندما يكون سعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية مما يولد لديه حافزاً لشراء تلك الأداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع في سعرها السوقي مستقبلاً؛
 - قرار عدم التداول: عندما يتساوى سعر السوق مع القيمة الحالية للأداة، وهنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديهم حوافز للشراء التوقف عن الشراء، وكذلك من كان لديهم حوافز للبيع أيضاً التوقف عن البيع فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة عدم التداول؛
 - قرار البيع: بعد حالة التوازن التي تمر في السوق عندما يتساوى السعر مع القيمة الحالية للأداة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد وإذا كان مستثمر يرى أن السعر ما زال أقل من القيمة الحالية، مما يتطلب منه أن يعرض سعراً جديداً لتلك الأداة الاستثمارية يزيد عن القيمة الحالية، وهكذا يرتفع السعر عن القيمة الحالية مولداً بالتالي حافزاً لدى غيره للبيع فيكون قرار المستثمر حينئذ هو قرار البيع؛

¹: سنية مروان سلطان الحياي، ليث محمد سعيد محمد الجعفر، "دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 00، 2015، ص، 21.

2. تصنف القرارات الاستثمارية حسب ارتباطها بنشاط المؤسسة: يمكن تقسيم القرارات بناء على ارتباطها بالمؤسسة إلى ثلاث مستويات هي¹:

- القرارات الاستراتيجية؛
- القرارات التكتيكية؛
- القرارات التشغيلية؛

3. تصنيف القرارات الاستثمارية حسب الزمن: تنقسم القرارات من حيث عامل الزمن إلى:

- قرارات قصيرة الأجل؛
- قرارات طويلة الأجل:

4. تصنيف القرارات الاستثمارية حسب تكرار الموقف الإداري: تنقسم القرارات وفق الموقف الإداري إلى:

- قرارات متكررة؛
- قرارات غير متكررة؛

5. تصنيف القرارات الاستثمارية حسب ظروف اتخاذ القرار: يتم تبويبها في ضوء احتمالات الأحداث إلى²:

- قرارات في ظل المخاطرة: تعكس عملية اتخاذ القرارات في ظروف المخاطرة وجود معلومات جزئية غير كاملة أمام صانع القرار، ويستخدم تلك المعلومات المحدودة في حساب احتمالات وقوع البديل تحت كل الظروف أو البيئات البديلة، ففي هذه الحالة لا يعرف صانع القرار الظروف بالكامل ولكنه يعرف نسب احتمال حدوث كل منها، وتختلف معايير اختيار القرار في ظل المخاطرة عن تلك المعايير في اختيار القرار في حالة التأكد حيث تستخدم القيمة المتوقعة لكل بديل كوسيلة لتقييمه؛
- قرارات في ظل ظروف عدم التأكد: هذا النوع من القرار قد يكون أكثرها أهمية لأن حدوثها يتكرر باستمرار في مجال الأعمال التجارية وغيرها، وقد سميت بهذا العنوان لأن احتمالات حدوث حالات تكون غير معرفة، ومعنى ذلك أن متخذ القرار لا تتوفر لديه أية معلومات تساعد على اتخاذ القرار فهو أمام موقف غامض، فظروف اتخاذ القرار مستقرة وغير معروفة، وهناك خمسة معايير يعتمد عليها متخذ القرار في منظمات الأعمال هي: معيار التفاوض، معيار التشاؤم، معيار ليونيد هورويز، معيار لابس، معيار الندم؛

¹: : براهيمي سمية، مرجع سابق، ص، 47.

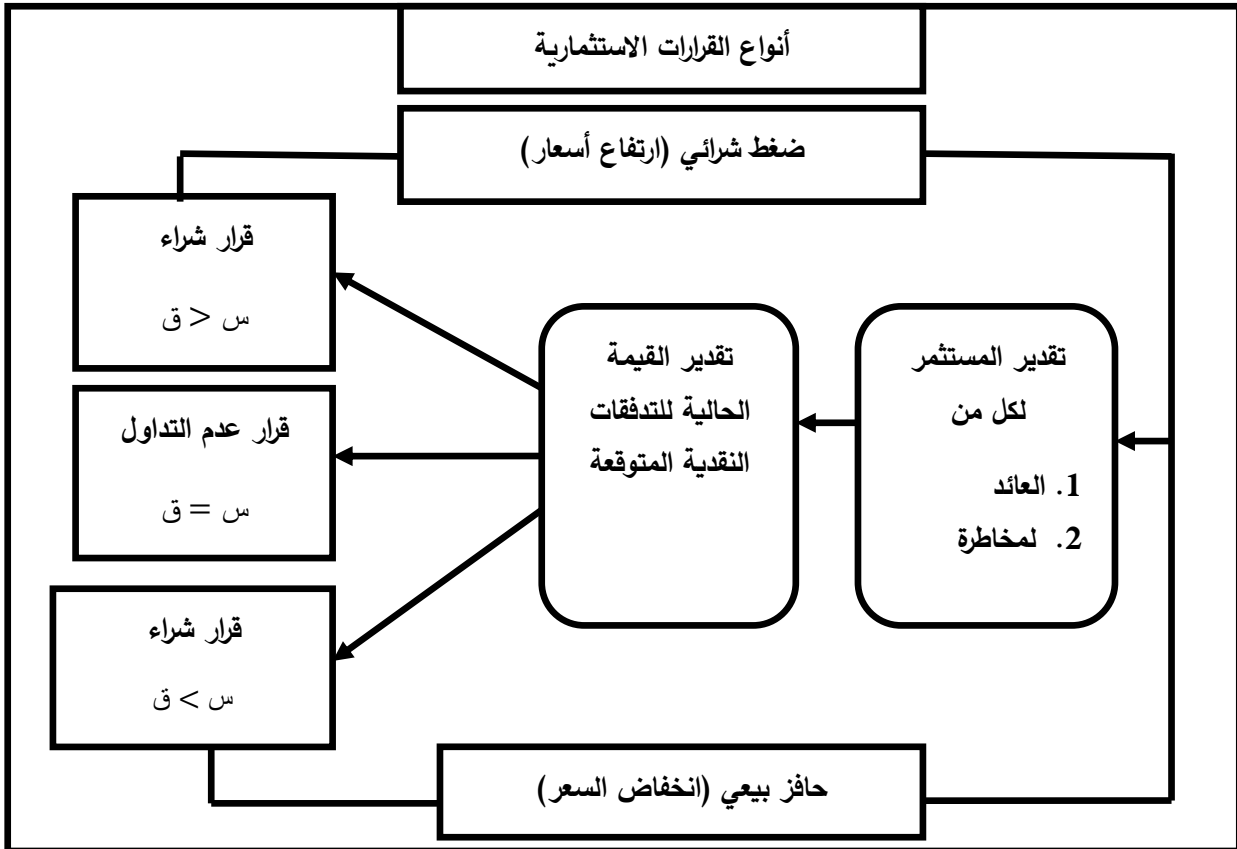
²: محمد الحافظ عيشوش، مرجع سابق، ص، ص، 56، 57.

6. تصنيف القرارات الاستثمارية حسب علاقتها بالاستثمار: تنقسم قرارات الاستثمار إلى¹:

- قرارات تحديد أولوية الاستثمار: يتم اتخاذ القرار الاستثماري في هذه الحالة من بين عدد معين من البدائل الاستثمارية المحتملة والممكنة لتحقيق نفس الأهداف ويصبح المستثمر أمام عملية اختيار البديل الأفضل بناء على مدى ما يعود عليه من عائد أو منفعة خلال فترة زمنية معينة، ومن ثم يقوم بترتيب أولويات الاستثمار طبقاً للأولويات التي يحددها واهتمامات كل مرحلة فإذا اعتبر أن العائد على الاستثمار هو الذي يحكم تفصيلاته فإنه سيقوم بترتيب البدائل الاستثمارية طبقاً لهذا المدخل؛
- قرارات قبول أو رفض الاستثمار: في هذه الحالة يكون المستثمر أمامه بديل واحد لاستثمار أمواله في نشاط معين أو الاحتفاظ بها دون استثمار، وهذا القرار يجعل فرص الاختيار أمام المستثمر محدودة جداً وهو يختلف عن الوضع السابق الذي يتميز بوجود فرص وبدائل كثيرة وكانت المشكلة هي اتخاذ قرار بعد وضع أولويات، أما في هذه الحالة فالمستثمر عليه أن يقبل البديل الاستثماري الذي اكتملت وتمت له دراسة الجدوى التفصيلية أو يرفضه لعدم إمكانية التنفيذ، ومن هنا تصبح مساحة الاختيار أضيق بكثير من قرارات تحديد الأولوية؛
- قرارات الاستثمار المائعة تبادلياً: في هذا النوع من القرارات توجد العديد من فرص الاستثمار ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص في نشاط معين فإن ذلك لا يمكن للمستثمر من اختيار نشاط آخر، فالنشاط الأول يمنع تبادلياً النشاط الأخر؛

¹: عبد المطلب عبد الحميد، "دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص،

الشكل رقم (13) أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: ناهض خضر أبو الطيف، "أثر التحليل الفني على قرارات الاستثمار في بورصة فلسطين"، ص، 28.

يحدد لنا الشكل رقم (13) أهم المواقف التي تواجه المستثمر عند اتخاذ قرار الاستثمار وذلك من خلال تقدير العائد والمخاطرة للأداة الاستثمارية والمتمثلة في:

- قرار الشراء: يلجأ المستثمر لقرار الشراء عندما تكون القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة للأداة الاستثمارية أعلى من القيمة السوقية؛
- قرار عدم التداول: يلجأ المستثمر لهذا القرار عندما تكون القيمة السوقية للأداة الاستثمارية تساوي القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة في ظل المخاطرة؛
- قرار البيع: يلجأ المستثمر لقرار البيع عندما تكون القيمة المالية للتدفقات النقدية المتوقعة للأداة الاستثمارية أصغر من القيمة السوقية؛

كما يتم تصنيف القرارات الاستثمارية وفقاً للتكتيك المستخدم في التحليل الاستثماري وتقسّم إلى¹:

- قرارات تعتمد على التحليل الوصفي (دون استخدام أساليب رياضية أو إحصائية)؛
- قرارات تعتمد على التحليل الكمي وتقسّم بدورها إلى:
 - ✓ قرارات تعتمد على مقاييس كمية موضوعية؛
 - ✓ قرارات تعتمد على مقاييس كمية شخصية؛

المطلب الرابع: مراحل اتخاذ قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة فيها

تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بعدة مراحل، تبدأ من وجود فرصة استثمارية لدى المستثمر وتنتهي ببدء التنفيذ الفعلي للمشروع الاستثماري، وتتجابه بمجموعة من العوامل المؤثرة على جودة القرار الاستثماري.

أولاً: مراحل اتخاذ قرارات الاستثمار

تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بعدة مراحل وهي:

1. التفكير في المشروع: تبدأ فكرة المشروع بوجود فرصة استثمارية تلوح للمستثمر في مجال معين في أحد الأنشطة الاقتصادية المتنوعة، وتتأتي فكرة المشروع الاستثماري من عدة مصادر والتي يمكن إيجازها في العناصر التالية²:

- قوائم وكشوفات التجارة والموارد الطبيعية المحلية المتاحة؛
- الإمكانيات البشرية المتاحة؛
- الهيكل الصناعي القائم والتطورات والابتكارات التكنولوجية؛
- خطط وبرامج التنمية والمشاريع السابقة والمؤجلة؛
- تجارب الدول الأخرى؛
- النشرات والتقارير؛

¹: حمدي عبد العظيم، "دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية ومشروعات البوت (B.O.T.)"، الطبعة الرابعة، مصر، 2008، ص، 25.

² طلال كداوي، مرجع سابق، ص_ص، 29_31.

2. دراسة الجدوى المبدئية: هي دراسة أو تقرير أولي يمثل الخطوة العامة عن كافة جوانب المشروع المقترح والتي يمكن من خلالها التوصل إلى اتخاذ القرار إما بالتخلي عن المشروع أو الانتقال إلى دراسات أكثر تعميقاً وتفصيلاً، ودراسة الجدوى المبدئية لا تتطلب الفحص الدقيق والتفصيلي كما هو الحال في دراسات الجدوى المفصلة وهي تهدف إلى تقليص الوقت، الجهد والتكلفة المادية، وهذه الدراسة تركز على بعض النقاط الأساسية التي تتمثل فيما يلي¹:
- البحث في الموانع الجوهرية سواء التشريعية أو غير التشريعية؛
 - دراسة قوانين الاستيراد والتصدير وما بها من قيود وموانع؛
 - مدى ملائمة المشروع المقترح أو فكرة المشروع لأولويات التنمية؛
 - محاولة الرجوع إلى الخرائط الاستثمارية للمشروعات على مستوى الموقع المتصور أن يتم إقامة المشروع عليه والرجوع إلى الجهة الإدارية المختصة؛
 - التعرف على حالة الاقتصاد القومي وهويته وتوجهاته وسياسته الاقتصادية والظروف البيئية ومدى الاستقرار السياسي والاجتماعي بما في ذلك القيم والعادات والتقاليد مع تحديد ما إذا كانت أهداف المشروع تتماشى مع الأهداف العامة للمجتمع أم لا؛
 - مدى الحاجة إلى منتجات المشروع وهو ما يتطلب التعرف على حالة السوق وطبيعة السوق واتجاه الطلب على تلك المنتجات والأسعار السائدة ورغبات وأذواق ودوافع المستهلكين تجاه هذا النوع من السلع، بالإضافة إلى إجراء مسح للمشروعات المماثلة والمنافسة للمشروع ؛
 - ظروف النشاط مجال الاستثمار من حيث مستوى التكنولوجيا وبدائلها ومدى توافر عناصر الإنتاج خاصة العمالة؛
 - دراسة الصناعات والأنشطة القائمة ومعرفة احتياجاتها وعلاقات التشابك الاقتصادي بينها وعلاقة المشروع بكل ذلك؛
 - مؤشرات تشجيع الاستثمار وحوافزه ونظم التعامل مع المستثمرين؛
 - تقدير تكاليف دراسة الجدوى التفصيلية ومدى تناسبها وتوافقها وملائمتها لراس المال المخصص مبدئياً للاستثمار في المشروع؛

¹: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص_ص 48_50.

3. دراسة الجدوى التفصيلية: إن دراسة الجدوى التفصيلية هي امتداد لدراسة الجدوى الأولية بتعمق

وتفصيل وتدقيق وتحليل أكثر لأفكار التي تم التوصية بقبولها في الجدوى الأولية، ودراسة الجدوى

التفصيلية هي مجموعة من دراسات متنوعة ومتكاملة فيما بينها، ويتعلق الأمر بالدراسات التالية¹:

■ دراسة الجدوى التسويقية: وهي مجموعة من الدراسات والبحوث التسويقية التي تتعلق بالسوق الحالي والمتوقع للمشروعات المقترحة محل الدراسة، ينجم عنها توافر قدر من البيانات والمعلومات التسويقية تسمح بالتنبؤ بحجم وقيمة المبيعات من منتجات محددة، ومشروعات معينة خلال فترة مقبلة، والهدف منها هو التأكد من مقدرة المشروع على تصريف منتجاته وخدماته إلى جمهور المستهلكين، يتضح من أهداف دراسة السوق أنها تتمحور حول دراسة عنصر أساسي في السوق ألا وهو دراسة الطلب ومحاولة وصفه وتقديره؛

■ دراسة الجدوى الفنية: تنحصر مهمتها في دراسة كافة الجوانب الفنية المتعلقة بالمشروع، والتي يمكن الاعتماد عليها في التوصل إلى قرار استثماري، إما بالتخلي أو التحول إلى مرحلة التنفيذ، وتعد دراسة الجدوى الفنية أحد الجوانب الأساسية لدراسة الجدوى التفصيلية وهي تحظى بأهمية كبيرة، فهي تختلف من مشروع لآخر، فكل مشروع ظروفه واحتياجاته الفنية الخاصة به؛

■ دراسة الجدوى التمويلية: تعتبر دراسة الجدوى التمويلية المرحلة التي تلي دراسة الجدوى الفنية، وتبدأ هذه الدراسة باقتراح الهيكل المالي المناسب للمشروع في ضوء المصادر المالية المتاحة، وتكلفة الأموال للهيكل المالي المقترح، فإذا كان المشروع قابلاً للتمويل تنتهي الدراسة بإعداد القوائم المالية أما إذا كان المشروع غير قابل للتمويل فتبدأ دراسة أخرى تستهدف تقليص الفجوة بين الأموال المطلوبة والإمكانات التمويلية المتاحة، فإذا لم يتحقق ذلك (التقليص)، فلا مفر من اتخاذ القرار بإلغاء أو التوقف نهائياً عن الدراسة، مهما كانت الجدوى الاقتصادية للمشروع، ويتم دراسة الجدوى المالية للمشروع من خلال احتساب تكاليف المشروع الاستثماري بموجب الخطوات التالية²:

❖ **التكاليف الاستثمارية:** تتمثل عناصر التكاليف الاستثمارية في تلك العناصر التي تنفق خلال المدة من بدء فكرة المشروع وإعداد الدراسات الخاصة به حتى إجراء تجارب تشغيله وتتضمن هذه التكاليف ما يلي:

¹: بن إبراهيم الغالي ، مرجع سابق، ص، 86.

²: يوسف عبد الله، خالد عبد الحميد عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 22.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

- ✓ نفقات التأسيس: وتتضمن تكلفة تكوين الشركة وتكلفة الدراسات التمهيديّة والتفصيلية للجدوى الاقتصادية والأتعاب القانونية ونفقات السفر والتنقل وتدريب العاملين؛
- ✓ كلفة الأصول الثابتة: تتضمن تكاليف شراء أرض المشروع وإقامة المباني عليها وشراء الخسوط الإنتاجية وتركيبها في الموقع، وتجهيز المشروع باحتياجاته من السيارات والأثاث وبراءة الاختراع وغيرها؛
- ✓ رأس المال العامل: ويشمل المخزون من المواد الأولية الخام والمساعدة والوقود وقطع الغيار ومواد الصيانة ومواد التعبئة والتغليف اللازمة لدورة إنتاجية كاملة، النقود السائلة التي تكفي لمقابلة نفقات معينة مثل الأجور والرواتب والعناصر الأخرى للمصروفات الصناعية والتسويقية والإدارية والمالية الأخرى؛
- ❖ **نفقات التشغيل السنوية:** تتمثل تكاليف التشغيل السنوية بالتكلفة الصناعية للإنتاج وأيضاً التكلفة التسويقية والإدارية:
 - ✓ تكلفة المواد الأولية: تتضمن المواد الأولية والمساعدة الداخلة في عملية الإنتاج؛
 - ✓ تكلفة العمالة: تشمل جميع العاملين في المشروع الإداريين أو عمال الإنتاج المهرة وغير المهرة؛
 - ✓ تكاليف المستلزمات الخدمية: تتضمن تكلفة الأيجار وتكاليف الدعاية والإعلان وتكلفة التأمين والصيانة غير الدورية والقرطاسية؛
 - ✓ تكاليف التسويق: تتضمن نفقات الدعاية والإعلان والترويج للمبيعات، كما تتضمن نفقات إيصال السلع المنتجة إلى السوق ومن ثم توزيعها على العملاء، وفي حالة بيع المنتج مطروحاً في المعمل فلا توجد نفقات للتسويق؛
 - ✓ تكاليف الاندثار للأصول الثابتة: يتم تحديده على أساس أسلوب القسط الثابت فهو الأنسب في دراسات الجدوى؛
 - ✓ قسط القرض والفائدة السنوية؛ في حالة اقتراض مبلغ الكلفة الاستثمارية أو جزء منه من جهة ممولة بسعر فائدة معين فيظهر مبلغ القسط والفائدة السنوية ضمن التدفقات النقدية السنوية الخارجة وفي حالة كون مصدر تمويل المشروع ذاتياً فلا يظهر الحسابين (القسط والفائدة) ضمن التدفقات؛
- ❖ **تقدير إجمالي الاستثمارات:** تشمل على الأصول الثابتة ومصاريف التأسيس وقيمة رأس المال العامل؛
- ❖ **تقدير جملة العوائد السنوية:** تتضمن الإيرادات الأساسية للمشروع (عوائد البيع أو الخدمة المقدمة)؛

4. التقييم المالي والاقتصادي للربحية التجارية¹: إذا اجتازت الدراسة مرحلة إمكانية التمويل، تنتقل إلى مرحلة التقييم المالي والاقتصادي للربحية التجارية وفق المعايير الموضوعية التي تستخدم في التقييم والتي تعتمد على التدفقات النقدية وتتضمن العديد من الطرق والأساليب في ظل ظروف التأكد وعدم التأكد والمخاطرة، أكثرها شهرة واستخداما المعايير غير المخصصة (فترة الاسترداد ومعدل المتوسط للعائد) والمعايير المخصصة (أسلوب صافي القيمة الحالية والعائد الداخلي على الاستثمار ومؤشر الربحية)، وفي ظل عدم التأكد والمخاطرة (تحليل الحساسية وشجرة القرار)؛
5. اتخاذ القرار الاستثماري: يتم اتخاذ القرار الاستثماري بناء على معايير عدة توضح مدى ربحية المشروع، ويعد هذا القرار الأكثر أهمية في حياة المشروع لكونه يؤدي إلى انفاق مالي يتمثل برأس مال المشروع مما يعني عدم إمكانية الرجوع عن هذا القرار إلا مقابل خسارة كبيرة²، يتم ذلك من خلال نتائج المرحلة السابقة وذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل النتائج من حيث القيمة العددية، ومن ثم تأتي مرحلة تنفيذ المشروع؛
6. مرحلة التنفيذ³: وهي آخر مرحلة من مراحل اتخاذ القرار الاستثماري ويتم ذلك بواسطة الإدارة أو بواسطة لجنة خاصة ويتم إعداد الموازنة الرأسمالية (Capital Budget) للمشروع ليتم من خلاله ضبط ورقابة ومراجعة التنفيذ؛

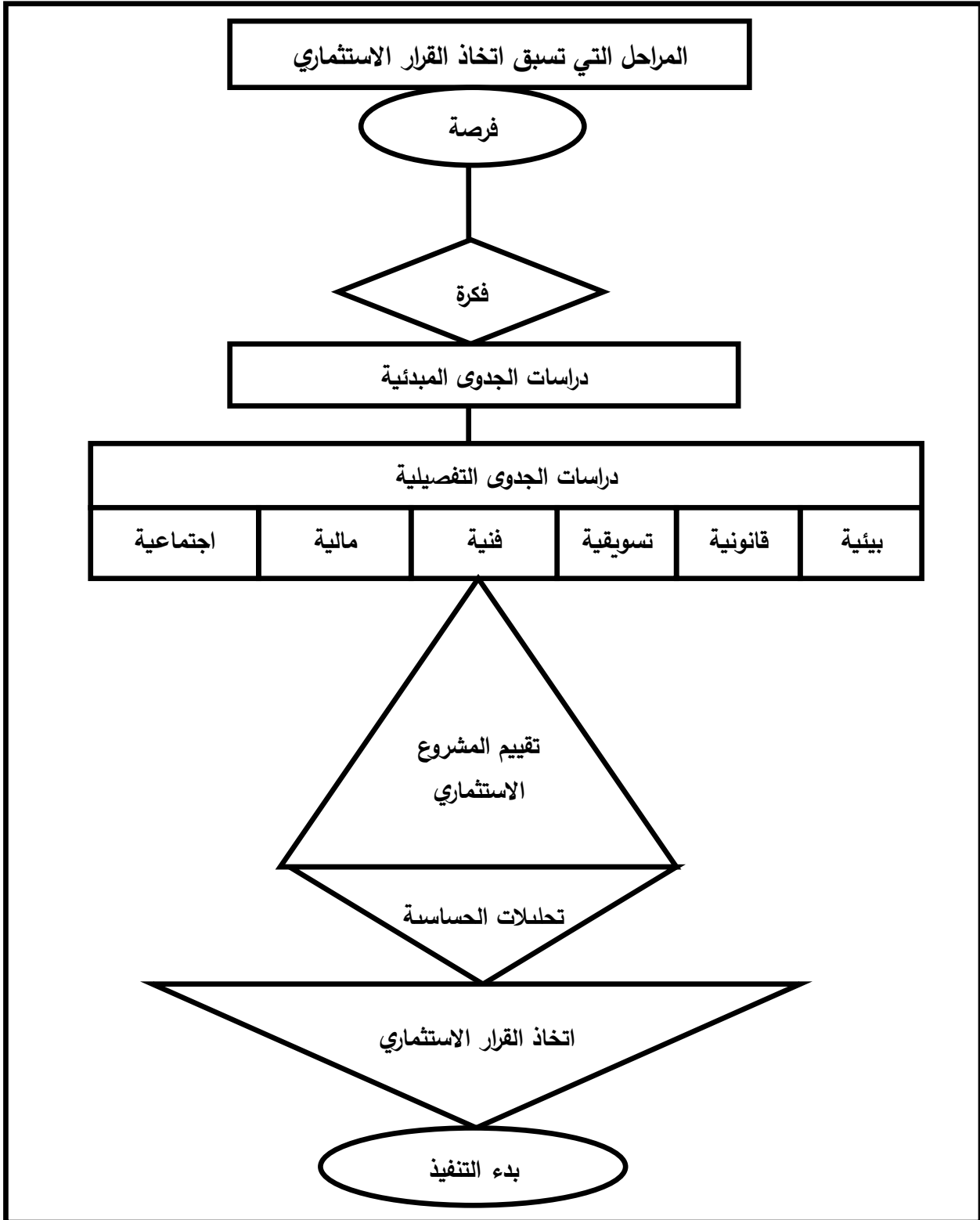
والشكل رقم (14) يوضح لنا أهم المراحل التي تسبق عملية اتخاذ القرار الاستثماري.

¹: بن إبراهيم الغالي، نفس المرجع السابق، ص، 87.

²: يوسف عبد الله، خالد عبد الحميد عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 23.

³: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، "الإدارة المالية المتقدمة"، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى، 2007، ص، 38.

الشكل رقم (14) المراحل التي تسبق اتخاذ القرار الاستثماري



المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، "دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية"، ص،

الشكل رقم(14) يبين لنا أن عملية اتخاذ القرار الاستثماري تبدأ من وجود فرصة استثمارية لدى المستثمر، هذه الفرصة تعبر عن مجال استثماري معين في نشاط من الأنشطة، لتتحول إلى فكرة لدى المستثمر يقوم هذا الأخير بدراسة الجدوى المبدئية وتتمثل هذه المرحلة في الدراسة الأولية والاستطلاعية وفقا للاحتياجات المحددة لدى المستثمر، وإذا وجد أنه لا توجد مشاكل ينتقل إلى المرحلة الموالية التي يقوم فيها بدراسة الجدوى التفصيلية التي يعبر عنها بالتحليل الفني حيث يقوم المستثمر بدراسة الجدوى البيئية والقانونية والفنية والتسويقية ثم دراسة الجدوى المالية والتجارية وأخيرا دراسة الجدوى الاجتماعية وإذا كانت نتائج هذه الدراسة إيجابية يقوم المستثمر بتقييم المشروع الاستثماري باستخدام أحد المعايير المتعارف عليها لتقييم المشروعات فإذا كانت مشجعة يتم اتخاذ بقرار الاستثمار، ليبدأ بعدها المستثمر في عملية التنفيذ.

كما يجب أن يسبق أي قرار استثماري عدة خطوات:

- الاختيار الفني للاستثمارات المخططة مع دراسة أولية والدراسة الاستطلاعية وفقا للاحتياجات المحددة؛
- اختيار الاستثمار وفقا للربحية الاقتصادية المتوقعة (زيادة الإنتاج، الأنشطة الجديدة، النتيجة الإضافية،.....)؛
- تقييم مجمل الربحية للمشروع، لذلك تتمثل إدارة الاستثمار في مقارنة الربحية الاقتصادية لهذا الاستثمار مع تكلفة تمويل العملية من أجل تسهيل اتخاذ القرارات من قبل المديرين ووضع خطة تمويل متوازنة؛

ثانيا: العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار الاستثماري

عدة عوامل تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري منها:

1. **عوامل البيئة الخارجية¹**: وتتمثل هذه العوامل في البيئة الخارجية القادمة من المحيط التي تنشط فيه المؤسسة باعتبار أن المؤسسة كنظام مفتوح لا تتخلى على معاملاتها مع البيئة الخارجية هنا نلاحظ تأثير المؤسسة بمحيطها الخارجي سواء كانت عوامل اقتصادية وسياسية ومالية السائدة في المجتمع

¹: محمد الحافظ عيشوش، مرج سابق، ص، 59.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

والعوامل التكنولوجية والاجتماعية والتشريعات والقوانين الحكومية، ومن العوامل البيئية الخارجية التي قد تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري نجد¹:

- العوامل الاقتصادية المتعلقة بالركود والرخاء والكساد؛
- الظروف السياسية والاجتماعية السائدة في المجتمع؛
- مستوى المنافسة الموجودة في السوق؛
- العوامل الثقافية والتكنولوجية؛
- الإمكانيات والموارد المتاحة؛
- التشريعات والقوانين السائدة؛

2. **عوامل البيئة الداخلة:** وهي العوامل التي تؤثر في القرار الاستثماري بطريقة مباشرة، وهي تشكل الضغوطات القادمة من داخل المؤسسة، ومن بين عوامل البيئة الداخلية التي تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري ما يلي²:

- حجم المؤسسة ومدى نموها؛
- الموارد المالية المتاحة في المؤسسة؛
- الموارد البشرية في المؤسسة؛
- عدد المتعاملين مع المؤسسة؛
- طرق الاتصال والتنظيم الرسمي وغير الرسمي في المؤسسة؛

3. **العوامل الشخصية والنفسية المؤثرة في اتخاذ القرار:** تتشعب العوامل النفسية فمنها ما يتعلق ببواعث داخلية للشخص، ومنها ما يتعلق بالمحيط النفساني المتصل به وأثره في عملية اتخاذ القرار خاصة في مرحلة اختيار بديل من مجموعة البدائل المتاحة، أما العوامل الشخصية فتتعلق بشخصية متخذ القرار وقدرته، فالقرار يعتمد على الكثير من المميزات الفردية والشخصية للفرد التي تطورت معه قبل وصوله إلى المؤسسة، وعليه تشكل عمليات اختيار الأفراد وتدريبهم عوامل مهمة في نوعية القرارات المتخذة في المؤسسة³.

¹: براهيمى سمية، مرجع سابق، ص، ص، 53، 54.

²: بن إبراهيم الغالي، نفس المرجع السابق، ص، 89.

³: : محمد الحافظ عيشوش، نفس المرجع السابق.

4. **عوامل ظروف القرار:** وهي الحالة الطبيعية للمشكلة من حيث العوامل والظروف المحيطة بالمشكلة والمؤثرة عليها، ومدى شمولية البيانات ودقة المعلومات المتوفرة، وهي عوامل تعنى علاقة القرارات بالمستقبل الذي يتميز بعدم القدرة على تحديد ما سيحدث فيه بشكل دقيق، وهذا ما يؤدي إلى اتخاذ القرار إما في ظروف عدم التأكد أو ظروف التأكد أو تحت درجة المخاطرة¹.

5. **عامل الزمن:** يشكل عنصر الزمن ضغطاً كبيراً على متخذ القرار فكلما زادت الفترة الزمنية المتاحة أمام متخذ القرار لاتخاذ قراره كلما كانت البدائل المطروحة أكثر والنتائج أقرب إلى الصواب وإمكانية تحليل للمعلومة متاحة أكثر، وكلما ضاقت الفترة الزمنية المتاحة أمام متخذ القرار كلما تطلب منه السرعة في البث في القرار مما يقلل من البدائل المتاحة أمامه².

كما أن هناك عوامل يجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ القرار الاستثماري تتمثل في³:

■ **التدفقات النقدية الداخلة والخارجة:** يدخل ضمن هذا العنصر ثمن شراء الأصول الثابتة والتي تتم على عدة سنوات؛

■ **التدفقات النقدية السنوية المتعلقة بتشغيل وإدارة الأصل الاستثماري:** حيث يكون ذلك على مدى العمر الاقتصادي للأصل مع الأخذ في الحسبان التغيرات المتوقعة في الأصول المتداولة خلال الفترة؛

■ **التدفقات النقدية المتوقعة في نهاية المدة للأصول الاستثمارية:** ومن هذه التدفقات نجد التدفقات النقدية الداخلة من بيع الأصل، على الرغم من صعوبة تقدير قيمتها إلا أن إهمالها وعدم أخذها في الحسبان يترتب عليه قرار خاطئ من عدم إغفال نفقات تخريب الأصل؛

■ **الأخذ في الحسبان التدفقات الخارجة والمتمثلة في الضرائب:** حيث أنه وبافتراض أن المؤسسة حققت ربحاً فإن كل الأعباء المترتبة على الاستثمار تخصم من الإيرادات قبل الوصول إلى الربح الضريبي وبالتالي فهي تحقق وفراً أو مكاسب ضريبية عن كل فترة؛

ونجد أيضاً عوامل أخرى مؤثرة في القرار الاستثماري هي⁴:

■ فلسفة الإدارة؛

¹: بن إبراهيم الغالي ، نفس المرجع السابق.

²: ناهض خضر أبو الطيف، مرجع سابق، ص، 29.

³: أميرة دباش، فريد خميلي، مرجع سابق، ص، 26.

⁴: ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص، 18.

- إمكانية السوق والتنبؤ بحجم المبيعات؛
- نوع المنتج؛
- مصادر التمويل؛
- رأس المال العامل؛
- موازنة التدفقات النقدية؛
- الفرص البديلة؛
- المخاطرة وعدم التأكد؛

المطلب الخامس: أنواع المعلومات المستخدمة في اتخاذ القرار الاستثماري ومصادرها

تختلف مصادر المعلومات المستخدمة في اتخاذ قرارات الاستثمار وفقا لنوعية الاستثمارات، إذ أن معرفة المعلومات يساعد في الوصول إلى المصدر الملائم للحصول عليها، كما أن هذه المصادر تختلف وتتباين حسب نوعية المعلومات المتوفرة أو المطلوبة أو المستخدمة.

أولا: أنواع المعلومات المستخدمة في اتخاذ القرار الاستثماري

يحتاج المستثمر إلى معلومات متنوعة تساعده في اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح ويمكن تفصيل تلك المعلومات كالآتي¹:

1. **معلومات تتعلق بالظروف الاقتصادية العالمية:** وهي المعلومات المتوفرة عن التحولات السياسية، الاقتصادية، الاجتماعية في بلد معين، والتي من شأنها أن تحدث آثار عميقة على اقتصاديات البلدان الأخرى وبالتبعية على حركة أسواق الأوراق المالية فيها، ويحدث ذلك بفعل زيادة درجة ما يسمى بالاعتماد الاقتصادي المتبادل، والذي هو أحد الخصائص المميزة للعولمة، بحيث يؤدي إلى سرعة انتقال الصدمات الاقتصادية من ركن إلى آخر من أركان الاقتصاد العالمي؛

2. **معلومات تتعلق بالظروف الاقتصادية المحلية:** إذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية

¹: براهيم علي عباس، "أهمية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية كأساس لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية - دراسة ميدانية في سوق الأوراق المالية بالجزائر-"، أطروحة دكتوراه، علوم التسيير، جامعة الدكتور يحي فارس بالمدينة، 2018/2017، ص، 176.

درجة النمو الاقتصادي في الدولة، الركود، الانتعاش، الانكماش، البطالة، التشريعات المالية، القرارات الحكومية المتعلقة بتنظيم الأسواق المالية.... الخ؛

3. **معلومات عن قطاع النشاط الاقتصادي:** في هذا المجال يهتم المستثمرون بالتعرف على تطور أنشطة القطاعات المختلفة داخل الدولة (صناعة، زراعة، بترول، مال، تجارة... الخ)، وكذلك التعرف على تطور أنشطة القطاعات الفرعية داخل كل قطاع رئيسي (صناعات غذائية، صناعات هندسية، نشاط مصرفي،... الخ)، وعلاوة على ذلك فقد يهتم بعض المستثمرين بالتعرف على تطور أنشطة أهم الشركات في كل قطاع على حدى، باعتبار أن ما يطرأ من تغير على أنشطة هذه الشركات ومراكزها المالية يعتبر مؤشرا لأوضاع القطاع الذي تنتمي إليه ككل؛

4. **معلومات عن المؤسسة:** هي عبارة عن معلومات قد تكون المؤسسة أصدرتها أو تم إصدارها بواسطة جهات أخرى، تحدد النشاط في المؤسسة بصفة تفصيلية سواء كانت معلومات كمية أو غير كمية فالمعلومات الكمية قد تأخذ شكل معلومات محاسبية مثل معلومات عن نتائج الأعمال والمركز المالي السنوي والتوقعات المستقبلية وغيرها، كما قد تأخذ شكل معلومات غير محاسبية مثل كمية الإنتاج والطلب على منتجات المؤسسة ومعدلات نموه... الخ، أما المعلومات غير الكمية فهي معلومات عن البيئة الداخلية للمؤسسة مثل سمعة الإدارة وقدرتها على تحقيق الأهداف وسمعة مراقبة الحسابات وحجم المؤسسة وحدود منتجاتها؛

5. **معلومات عن الأوراق المالية:** تعتبر هذه المعلومات ذات أهمية خاصة بالنسبة للمستثمرين والباحثين الذين يهتمون بمتابعة سلوك سوق المال ومدى تأثيره بما يجري من أحداث بيئية أو على مستوى الصناعة أو المؤسسات، وتتضمن هذه المعلومات ما يلي:

- معلومات عن عوائد الورقة مثل ثبات ونمو معدلات ربح السهم، ثبات ونمو معدلات التوزيع، ثبات ونمو معدلات سعر السوق لعائد السهم؛
- معلومات عن أسعار الورقة حيث يعتبر السعر مؤشرا جيدا لما يحدث لها من آثار، ويتضمن معلومات الأسعار كل ما يتعلق بالورقة المالية مثل أعلى وأدنى سعر خلال الفترات السابقة، سعر الإقفال، صافي التغير بين سعر اليوم وسعر الأمس، بالإضافة إلى القيمة الدفترية للسهم؛

6. **معلومات أخرى:** إضافة إلى ما سبق، يهتم المستثمرون بالمعلومات المتعلقة بالنقاط الأتية¹:

¹: براهيم علي عباس، مرجع سابق، ص، 177.

- **التدفقات النقدية:** التي يتوقعون الحصول عليها مستقبلا في شكل توزيعات أرباح نقدية، وهي تمثل استرداد الأموال للمستثمرين في المؤسسة؛
- **معرفة القدرة الكسبية للمؤسسة:** أي مقدرة المؤسسة على تحقيق الأرباح في الفترات السابقة وفي الفترات الحالية والتنبؤ للفترة التالية، ويتم التعرف على القدرة الكسبية في شكل توزيع أرباح المساهمين وسداد الفوائد المستحقة للمقرضين عن قروضهم؛
- **تقييم الوضع المالي للمؤسسة بثلاثة اعتبارات رئيسية مرتبطة وهي:**
 - ✓ **السيولة:** ويقصد بها قدرة المؤسسة على مواجهة وسداد التزاماتها في الأجل القصير؛
 - ✓ **السير المالي:** وهو قدرة المؤسسة على إنتاج تدفقات نقدية مستقبلية لمواجهة التزاماتها وديونها والقروض الطويلة الأجل؛
 - ✓ **الربحية:** وهي قدرة المؤسسة على توليد موارد اقتصادية مضافة وتتمثل الربحية في إنتاج سلع وخدمات تم بيعها بسعر يزيد عن تكلفة الموارد المستفيدة في تلك الأنشطة؛

ثانيا: مصادر المعلومات المستخدمة في اتخاذ القرار الاستثماري

هناك العديد من المصادر التي يمكن للمستثمر أن يستند عليها في الحصول على المعلومات اللازمة لاتخاذ قراره الاستثماري، وهي تتباين ما بين مصادر داخلية ومصادر خارجية.

1. المصادر الداخلية: من أبرز مصادر المعلومات التي تهتم المستثمرين في سوق الأوراق المالية تلك التقارير المالية المنشورة من قبل المؤسسات المدرجة، غير أنه ينصح بأخذ الحيطة وتوخي الحذر عند تفسير محتوى ومضمون تلك التقارير، ذلك أن المؤسسات تحاول من خلالها إعطاء صورة جيدة ومميزة عن مركزها المالي؛

2. المصادر الخارجية: تنقسم هذه المصادر الخارجية عموما إلى المصادر التالية:

2.1 الصحف: تعتبر الصحف بشكلها العام والمتخصص من بين أهم مصادر الحصول على المعلومات وبتكلفة منخفضة، حيث تأخذ المعلومات شكل أخبار منشورة، تحليلات أو تقارير صحفية وغيرها، بالعديد من المجالات، تتوقف فعاليتها بالنسبة للمستثمرين على مدى دقة وسرعة نقله وتختلف

درجة استعمال الصحف من مستثمر لآخر ومن بلد لآخر، ومن بين أهم الصحف العالمية التي تهتم المستثمرين نجد ما يلي¹:

- صحيفة نيويورك تايمز (New York Times): حيث نجد فيها العديد من الأخبار عن الشؤون المحلية إضافة إلى تعليق الخبراء عليها ومعلومات عن أحوال أسواق المال والعديد من الدول والمعلومات بارزة عن منشأة أو صناعة في داخل الولايات الأمريكية أو خارجها؛
- صحيفة وول ستريت (Wall Street Journal): وهي من أوسع الصحف الأمريكية انتشارا في داخل وخارج الولايات المتحدة، إذ تزود القارئ بمعلومات مشابهة لما ورد في صحيفة نيويورك تايمز ووجهات نظر الخبراء بشأن المستقبل؛

- صحيفة يوميات المستثمر (Inventory Daily): وهي صحيفة متخصصة في شؤون الاستثمار تعرض الموضوعات التي تهتم كل من يفكر في توجيه جزء من موارده للاستثمار في الأوراق المالية؛

2.2 المجالات المالية المتخصصة (Financial Weekly Or Barron's): تعتبر المجالات العلمية

المتخصصة من بين مصادر المعلومات التي تحظى باهتمام أولئك الذين يمتنون حرفة الاستثمار وهي مصدر مكلف نوعا ما مقارنة بالصحف، وتأخذ المعلومات ضمنا شكل مقالات في مجال الاستثمار، ووجهات نظر المختصين في مجال المال والأعمال، كما تقدم تحليلا لصناعات أو مؤسسات معينة، ومن أهم المجالات المتخصصة في هذا المجال والتي تهتم جمهور المستثمرين نجد²:

- مجلة بارون (Barron's National business): هي مجلة أسبوعية لشؤون المال والأعمال؛
- أخبار التجارة والمال (Commercial & Financial Chronicle): تصدر يومين في الأسبوع؛
- مجلة فورشن (Fortune): تصدر كل أسبوعين؛

2.3 مطبوعات استشاريي الاستثمار³: الصادرة عن المؤسسات المتخصصة في المال والأعمال ومن

أشهرها، في الولايات المتحدة (Standard & Poor) ومطبوعات مسح مستوى قيمة الاستثمار؛

2.4 مطبوعات بيوت السمسرة⁴: تقوم بيوت السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن

بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية؛

¹: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص، 49.

²: براهيم علي عباس، مرجع سابق، ص، 179.

³: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع السابق، نفس الصفحة.

⁴: هباش فارس، مناع ريمة، مرجع سابق، ص، 633.

2.5 بنوك المعلومات (Data Banks): توفر للمستثمرين بيانات تفصيلية عن الأوراق المالية المتداولة وعن المنشأة التي تصدرها؛

المبحث الثالث: أسواق ومؤسسات الاستثمار

تعتبر أسواق الاستثمار المكان الذي يتم فيه توظيف الاموال بغية تحقيق العوائد المناسبة، وهي تشمل على الأسواق المالية والمؤسسات المالية والاستثمارية كشركات التأمين وشركات الاستثمارية والبنوك بأنواعها والمؤسسات الإنتاجية والخدمية،.... الخ، سنتطرق في هذا المبحث من هذا الفصل إلى أهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بأسواق الاستثمار (الأسواق المالية)، أنواعها، المتعاملون في أسواق الاستثمار بالإضافة إلى التعرف إلى سوق الاستثمار الكفء.

المطلب الأول: ماهية أسواق الاستثمار

ارتبط مفهوم أسواق الاستثمار بمفهوم الأسواق المالية باعتبارها تعمل كغيرها من الأسواق على تلبية حاجة المستثمرين فيها من خلال العمل على انتقال الأموال من وحدات الفائض (من يملكون المال) إلى وحدات العجز (من يريدون تمويل الاستثمارات) مقابل أوراق مالية، ويشتركون في هذا السوق مجموعة من الأفراد والمؤسسات ضمن إجراءات خاصة تنظم عملهم.

أولاً: مفهوم أسواق الاستثمار

يعد مفهوم أسواق الاستثمار واسعاً وشاملاً، فهو يشمل على الأسواق المالية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل وقصيرة الأجل، والمؤسسات المالية والاستثمارية كشركات التأمين وشركات الاستثمار والبنوك المتنوعة والمؤسسات الإنتاجية والخدمية.

1. الأسواق المالية: هناك مجموعة من التعريفات للأسواق المالية يمكن استعراضها كما يلي:

- الأسواق المالية: هي نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو أصل معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما

عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، وأيضا هي الأماكن المخصصة للتجار فيها والتعامل على أنواع معينة من السلع غالبا ما تكون أسهم وسندات¹.

■ كما يمكن تعريفه بأنه: "المكان المخصص والمنظم أو الآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم عبرها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية لإكمال عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة وفقا لضوابط ونظم محددة بالقانون، ويتميز بتوفر وسائل الاتصال الفعالة ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليات التداول من خلالهم"².

■ السوق المالي: هو سوق يتم فيه تبادل أو تداول الأدوات المالية، توفر الأسواق المالية الوظائف الاقتصادية الرئيسية والتمثلة في: اكتشاف الأسعار، توفير السيولة، تخفيض تكاليف المعاملات³.

من خلال هذه التعريفات نستخلص مفهوم شامل للأسواق المالية "الأسواق المالية هي مكان توفر فيه الخدمات المالية بين المقرضين (مؤسسات أو هيئات أو بنوك أو أفراد)، وهم يشكلون جانب العرض للأموال، والمقرضين (الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي) وهم يشكلون جانب الطلب على الأموال وفق ضوابط ونظم محددة بالقانون، كما تعتبر الأسواق المالية من بين أهم اليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية".

2. مؤسسات الاستثمار: تتنوع وتتعدد الشركات والأشخاص والمؤسسات التي تقوم بأنشطتها في الأسواق المالية نذكر منها:

■ المؤسسات الاستثمارية الكبرى: وهي⁴:

✓ البنوك التجارية: البنوك التجارية اليوم تتسلم الودائع المختلفة سواء كانت جارية أم لأجل أم استثمارية كما أنها تتكفل بتوزيع الاكتتاب بالاتفاق مع الشركات والمؤسسات صاحبة الاكتتاب وتقوم بعد نهاية الاكتتاب في الوقت المحدد بتحويل الأموال المكتتب فيها، موضحا عدد أسهم كل مكتتب وعنوانه

¹: لينا عبد الله محمد أحمد أبوسن، "دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية دراسة حالة المستثمرين في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، جامعة الجزيرة، 2017، ص، 46.

²: أزهرى الطيب الفكي أحمد، "أسواق المال"، الطبعة الأولى، دار الجنان، المملكة الأردنية الهاشمية، 2018، ص، 19.

³: Valdoné Darskuviené, " **Financial Markets**", Leonardo da Vinci programme project „Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria ,Vytautas Magnus University, 2010,p.07.

⁴: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، "الإدارة المالية المتقدمة"، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى، 2007، ص، ص، 212، 213.

وتقوم هذه البنوك بهذا التوزيع مقابل عمولة تحدها الشركة أو المنشأة المالية المعنية فهي لا تشتري الأسهم أو السندات لحسابها ثم تقوم بالتوزيع، فهي لا تحمل أي مخاطر استثمارية؛

✓ **بنوك الاستثمار:** هي ليست بنوك ولا استثمار ولكنها تحمل هذا الاسم، فهي تتكفل بعملية توزيع الأسهم والسندات لمختلف منشآت الأعمال، هذه البنوك لا تستثمر أموالها بشكل دائم ولا تقبل الادخار والودائع المالية من الأفراد كما تفعل البنوك التجارية وبنوك الادخار ولكن تقوم بأنشطة ووظائف معينة مثل دور الوسيط لتوجيه الأموال والمدخرات الفردية لشراء الأوراق المالية إلى منشآت الأعمال والمنظمات؛

✓ **شركات الاستثمار¹:** إن طبيعة عمل هذه الشركات ذات صفة وسيطية، ذلك أنها تتلقي الأموال من المدخرين وتقوم باستثمارها لهم في صناديق، وتمتاز هذه الشركات بأنها نشيطة في الأسواق؛

▪ **صناديق التقاعد:** تمارس هذه الصناديق تأثيرا كبيرا في تنشيط سوق رأس المال من خلال توزيعها الأموال والمبالغ التي تكون كبيرة على المتقاعدين؛

▪ **صناديق التوفير²:** تكون ملكية هذه الصناديق عائدة للبنوك والشركات المالية التي تقوم باستثمار محتوياتها وإدارتها لتنظيم العوائد منها؛

ثانيا: أهمية أسواق الاستثمار

تعتبر أسواق الاستثمار (الأسواق المالية) في أي دولة مهما كانت درجة نموها وتطورها ذات أهمية قصوى في مجالات مختلفة ولقطاعات مختلفة من المستفيدين ويرجع ذلك للآتي³:

1. **تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد:** للأسواق المالية دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رؤوس الأموال وتوزيعها على مختلف المشاريع الاقتصادية فهي إذن حلقة وصل بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، حيث تقوم بتجميع الادخار من وحدات الفائض عن طريق شراء الأوراق المالية من السوق ثم تحويل الادخار إلى وحدات العجز في الموارد المالية؛

¹: مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سابق، ص، 121.

²: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 225.

³: حنان عبدلي، "دور السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011"، مذكرة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة حسنية بن بوعلي، شلف، 2013/2014، ص، 10، 11.

2. توفير السيولة: وهي اهم وظيفة تؤديها سوق الاستثمارات المالية بعد تجميع المدخرات، إذ يتمكن المستثمرين الذين بحوزتهم أوراق مالية من تحويله إلى سيولة نقدية عند الضرورة ببيع تلك الأوراق في أي وقت، حيث يوجد دائماً من هم على استعداد لشراؤها باعتبارها سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة، تظهر هذه الأهمية في أن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتميز بالمرونة والسهولة في التعامل بيعاً وشراءً مقارنة بما هي عملية العقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، كما يتميز بإمكانية الاستثمار بأي مبلغ ولأي مدة طالت أو قصرت؛

3. جذب رؤوس الأموال الأجنبية: تساعد سوق الاستثمار على جذب رؤوس الأموال الأجنبية لتمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومة من خلال طرح أسهم لهذه المشاريع للاكتتاب فيها، فضلاً عن فوائدها المتعددة لاقتصاديات البلدان المنقولة إليها الاستثمارات وفي مقدمتها اكتساب خبرة الإدارة وتكنولوجيا جديدة؛

4. السوق مؤشر لتحديد الأسعار: تعتبر سوق الأوراق المالية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر الأشياء التي تجعل أسعار الأدوات المالية المتداولة أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، حيث يلعب التقاء العرض بالطلب من خلال عمليات التداول دوراً هاماً في تحديد أسعار الأوراق المالية، التي تعكس بصدق وإلى حد ما وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة والمردودية وكذا ثقة المستثمرين وقدرة الإدارة على التسيير؛

5. مراقبة الاستثمارات: من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في دولة ما لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر، فعندما تنخفض الأسعار (وهو ما يعد مؤشر احتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد) يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها؛

ثالثاً: أهداف أسواق الاستثمار

تحقق أسواق الاستثمار عدة أغراض وأهداف لمصلحة الاقتصاد تشمل ما يلي¹:

¹: أزهرى الطيب الفكي أحمد، مرجع سابق، ص، ص، 24، 25.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

1. تشجيع الادخار القومي ونشر الاستثمار والتوعية بوسائل توفير التمويل من خلال أسواق المال مثلها مثل الوسائل التقليدية للتمويل، ومن ثم قيادة سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية مم يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات والاتصال المختلفة؛
2. تشجيع الشركات للتحويل من مؤسسات وشركات عائلية وخاصة إلى شركات مساهمة عامة خصوصاً إذا ما قدمت الدولة تشجيعات ضريبية وتمويلية لشركات المساهمة العامة؛
3. السماح للجمهور بالمساهمة في مؤسسات القطاع العام والخاص من خلال أسهم تباع بائتمان في متناول اليد مع سهولة التخارج منها دون التأثير على أوضاع المؤسسة من خلال بيعها في السوق الثانوي؛
4. تمكين الدولة من التمويل عبر الصكوك وتسهيل عمليات خصخصة الوحدات الحكومية عبر ادراجها بالسوق وطرح أسهمها للجمهور؛
5. تعدد الأسواق المالية مرجعاً هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية والتشغيلية في اقتصاد أي دولة، إذ تمثل أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على مستوى أداء الشركات المدرجة فيها، حيث أن حجم الإقبال على أسهم الشركة يعكس مدى كفاءة السياسات التي تتبعها إدارتها؛
6. سهولة إجراءات تقييم الشركات المدرجة عن طريق السوق، مع إمكانية تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية من خلال تحليل البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق والشركات التي تتعامل فيها؛
7. تحقيق مستوى عال من الضبط المؤسسي من خلال رقابة هيئة أسواق المال والزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل يضمن مناخاً استثمارياً يتسم بالشفافية مما يجعل البورصة تمثل المرآة التي تعكس الحالة العامة لاقتصاد الدولة؛
8. تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية بين الأطراف الاقتصادية؛
9. الربط بين النشاطات قصيرة الأجل بالأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل مما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية؛
10. تمكين سلطات النقد المركزية من إنفاذ السياسة النقدية وإدارة الكتلة النقدية من خلال آليات عمليات السوق المفتوح؛
11. تسهيل عمليات سوق ما بين البنوك عبر آليات سوق المال؛

رابعاً: مزايا أسواق الاستثمار

تحقق الأسواق المالية عدة مزايا تتمثل في الآتي¹:

1. إيجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل ممتلكاتهم للغير؛
2. تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار المختلفة؛
3. تحقيق مصالح البائع والمشتري للحصول على القيمة الحقيقية؛
4. تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات؛

كما تعطي أسواق الاستثمار مزايا استثمارية لا توفرها وسائل الاستثمار الأخرى من حيث²:

- إمكانية استثمار أي مبلغ سواء كبيراً أو صغيراً ولأي فترة زمنية؛
- لا يشترط أن يكون المستثمر خبيراً في الاستثمار في سوق المال، بل يمكن أن يعهد إلى وسيط مالي أو شركة متخصصة تختار له استثماراته؛
- إمكانية تنوع أدوات الاستثمار بين سندات حكومية أم غير حكومية أو أسهم في شركات مختلفة؛

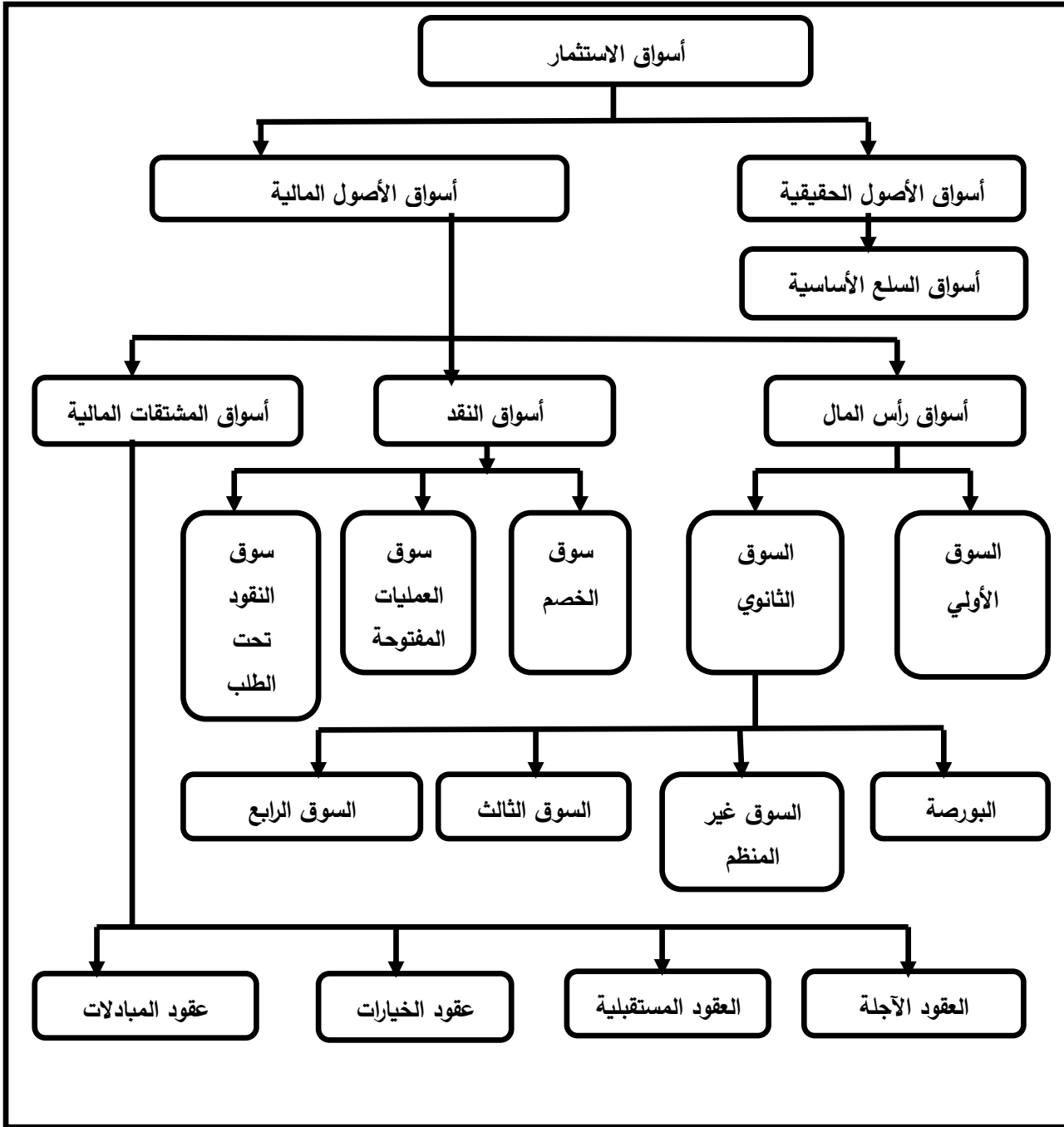
المطلب الثاني: أنواع أسواق الاستثمار

يعرض الشكل رقم (15) أدناه التقسيمات المتنوعة لأسواق الاستثمار

¹: لنا عبد الله محمد أحمد أبوسن، مرجع سابق، ص، ص، 48.

²: نجلاء محمد إبراهيم بكر، "أسواق المال وإدارة الاستثمار" أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم، ص، 14.

الشكل رقم (15) أنواع أسواق الاستثمار



المصدر: محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة أسهم - سندات - أوراق مالية"، ص، 87.

تقسم أسواق الاستثمار عموماً إلى نوعين:

أولاً: أسواق الأصول الحقيقية

تتداول بها السلع الأساسية بسيطة التداول كالذهب، البترول، الحديد، العقارات، المواد الخام، حيث تتداول بعقود موحدة ويعتبر التعامل بها استثمار مربح وعالي السيولة وذلك لندرته وقلتها وإنتاجها¹.

ثانياً: أسواق الأصول المالية

تتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الحكومات أو الشركات وتتكون من:

1. **أسواق النقد:** تعتبر أسواق النقد من أقدم الأسواق حيث ارتبطت بظهور الأوراق النقدية، وهي أسواق للتمويل قصير الأجل، يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل التي لا تتجاوز أجلها سنة واحدة مثل: شهادات الإيداع البنكية القابلة للتداول، الكمبيالات المصرفية، أدونات الخزينة والأوراق التجارية وتتميز أسواق النقد بقلّة المخاطر، وتنقسم إلى سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل².

ويلعب سوق النقد دوراً هاماً في الاقتصاد المحلي حيث يقوم بتوفير طرق جديدة للمؤسسات المالية والوحدات الاقتصادية والمنظمات وأيضاً الحكومات لتوفير السيولة وتجنب المخاطر التي تواجهها أغلب هذه المشروعات وذلك عندما لا يتوازن توقيت المدفوعات مع توقيت المقبوضات، لذا فإن سوق النقد يساعد هذه المؤسسات على عبور الفجوة بين توقيت المدفوعات والمقبوضات وتوفير التمويل اللازم لهذه الشركات لأغراض استهلاكية أو الحصول على الأموال اللازمة لسد أي طارئ في السيولة لديها³.

ومن أهم المؤسسات المالية العاملة في هذا السوق: البنك المركزي، البنوك التجارية، بالإضافة إلى بعض العمليات التي تقوم بها مؤسسات أخرى منها عمليات بنوك الاستثمار والأعمال ذات الآجال القصير، والودائع لدى صناديق توفير البريد⁴.

أما عن أهم أدوات الاستثمار والتمويل المتداولة في سوق النقد نجد⁵:

¹: هدى بورفيس، "تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية -دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة-"، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم المالية، جامعة باجي مختار عنابة، 2018/2017، ص، 15.

²: Ogien Dov, "Pratique des marchés financiers", Edition Dunod, Paris, 2005, p, 37.

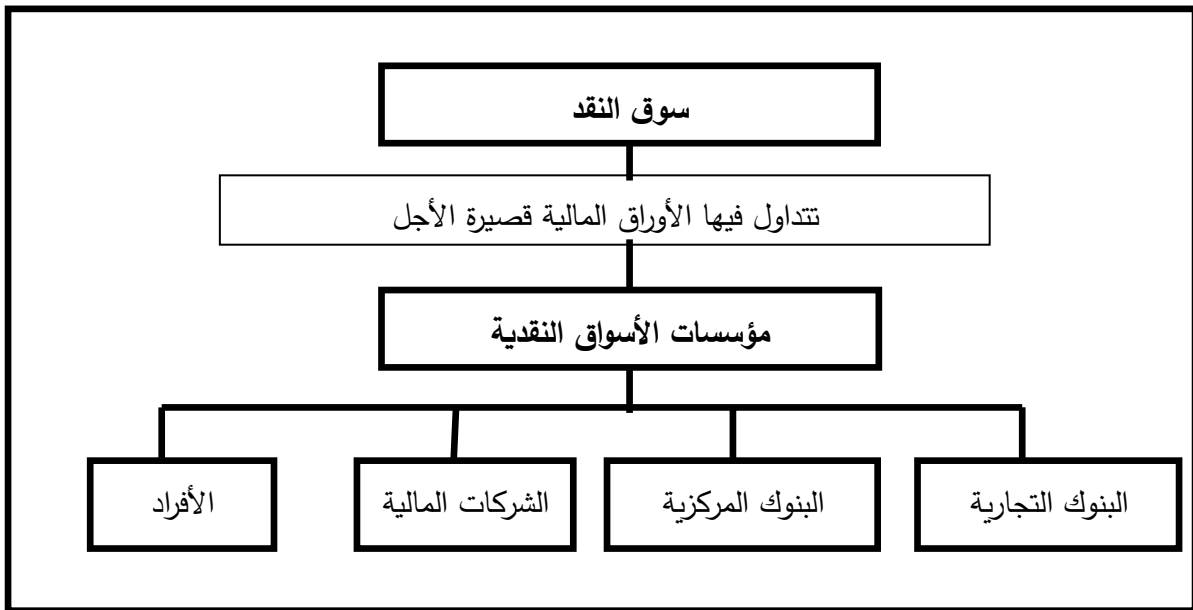
³: نجلاء محمد إبراهيم بكر، مرجع سابق، ص، 17.

⁴: براهيم علي عباس، مرجع سابق، ص، 09.

⁵: عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، "الإدارة المالية"، مطابع السروات، الطبعة الخامسة، المملكة العربية السعودية، 2017، ص، ص، 37، 38.

- شهادة الإيداع المصرفية القابلة للتداول؛
- القبولات المصرفية؛
- الأوراق التجارية؛
- اليورو دولار؛
- أدونات الخزينة؛

الشكل رقم (16) هيكل أسواق النقد



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات السابقة.

2. أسواق رأس المال: تعرف أسواق رأس المال بأنها الأسواق التي يتم فيها تداول الأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل، فهي تهتم بالتمويل متوسط وطويل الأجل، وتعد الإطار الذي تلتقي فيه وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة وذلك من خلال الاكتتاب بالأسهم والسندات التي تعد من أهم الأدوات المتداولة في هذه الأسواق، وتنقسم أسواق رأس المال إلى سوق القروض طويلة الأجل وسوق الأوراق المالية¹.

¹: لعراب سارة، "إتجاهات تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية في ضوء المتغيرات المالية الراهنة"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017/2018، ص، 4.

تحدد حركة التدفقات في الأسواق الرأسمالية وفقا لأسعار الأصول المالية المتداولة والعوائد والمخاطر المرتبطة بهذه العوائد، والسيولة لا تلعب أي دور في هذه الأسواق¹.

يقسم سوق رأس المال على النحو التالي:

2.1 سوق رأس المال الفورية: يقصد بها تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية متوسطة وطويلة

الأجل، يتم فيها تسليم واستلام الورقة المالية محل الصفقة في ذات اليوم أو خلال فترة وجيزة، يتفرع من سوق رأس المال الفورية سوقين هما²:

■ **السوق الأولية:** هي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادية، كما تقوم الحكومات والشركات وغيرها من خلالها باقتراض ما تحتاجه من الأموال، وذلك عن طريق إصدار أدوات الدين، كالسندات؛

■ **السوق الثانوية:** هي سوق للمتاجرة في الأوراق المالية، يلجأ إليها الكثير من المتعاملين لا بقصد المشاركة الفعلية، بل لغرض تحقيق الأرباح من فروق الأسعار فيشتري الورقة لا ليحتفظ بها، بل لبييعها عندما يرتفع سعرها في السوق، ليربح الفرق بين سعر شرائها وسعر بيعها، في السوق الثانوية يستطيع المقرض الذي أقرض الشركة (عن طريق شراء السندات في السوق الأولية) أن يبيع دينه أو جزءا منه لأخر، وذلك ببيع هذه السندات أو جزء منها، وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى قسمين³:

✚ **الأسواق المنظمة (البورصة):** تتميز هذه الأسواق بأن لها مكان محدد يتم فيه نشاط تداول الأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق، كما أنها تدار بواسطة منتخب من أعضاء السوق، أو هو عبارة عن مكان منظم يتم فيه التقاء العرض والطلب للتعامل في الأوراق المالية المدرجة؛

✚ **الأسواق غير المنظمة:** يستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظم (أي خارج البورصات)، فليس هناك مكان محدد لإجراء التعامل، يحتوي السوق غير المنظمة على سوقين:

¹: عاطف جابر طه عبد الرحيم، مرجع سابق، ص، 293.

²: مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010، ص، 08.

³: مونية سلطان، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة الجزائر"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014، ص، 25.

- السوق الثالثة: وهو قطاع من سوق غير المنظمة بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة، يتم التعامل فيه من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية؛

- السوق الرابع: وهو يشبه السوق الثالث في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة حيث يتمثل هذا السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة دون وساطة السماسرة لحد من العمولات؛

2.2 سوق رأس المال المستقبلية: يقصد بها أسواق العقود الآجلة أي العقود تنفذ بتاريخ لاحق¹.

سوق العقود الآجلة هو سوق يتم فيه التفاوض على الأدوات المالية التي تسمى العقود المستقبلية، العقود المستقبلية هي أدوات مالية يصعب التعامل معها نسبياً².

وتتمثل العقود المالية الآجلة في ما يلي³:

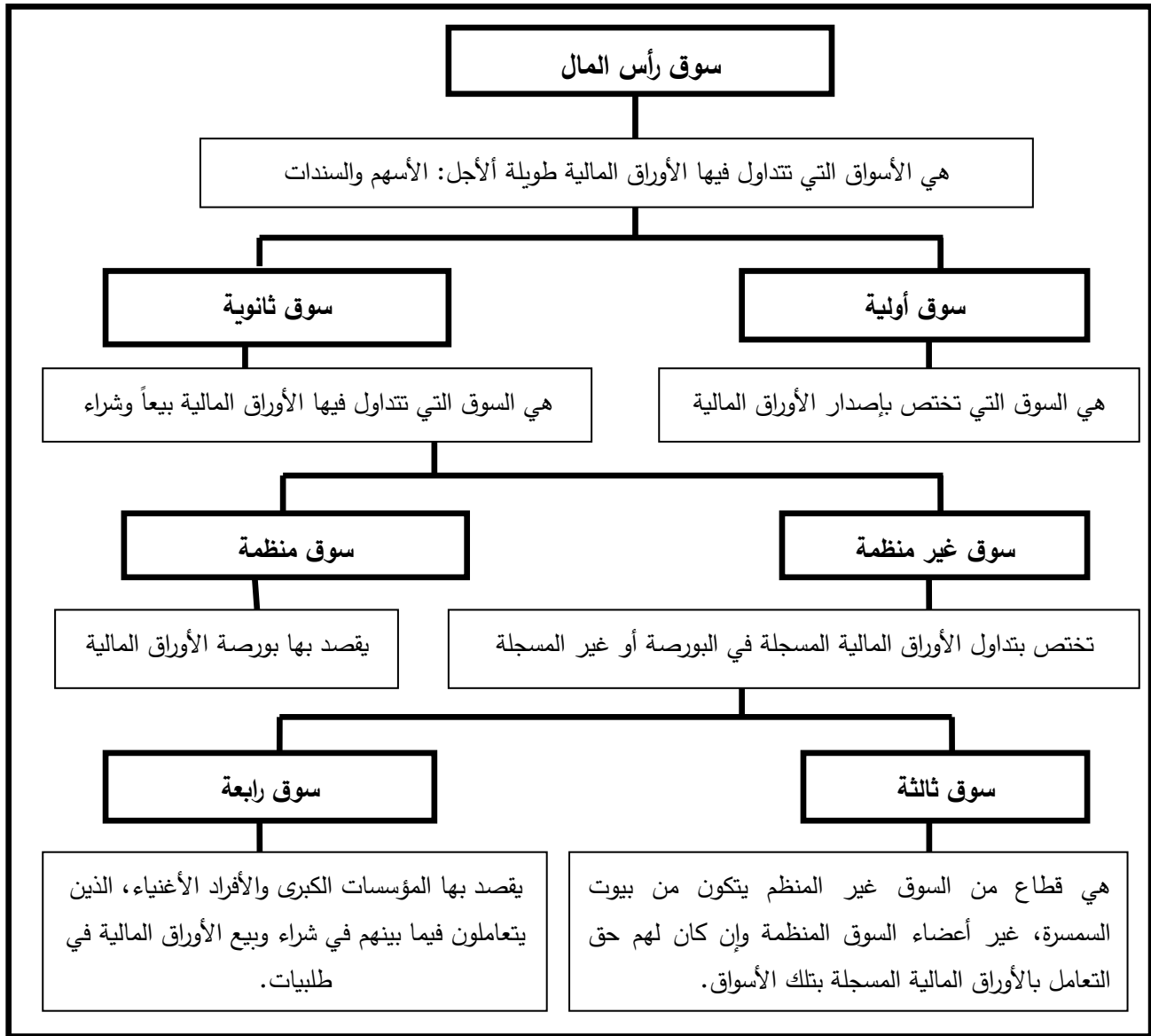
- العقود المالية الآجلة لجميع الفواتير والأوراق المالية والمؤشرات أو العملات، بما في ذلك الصكوك المكافئة التي تؤدي إلى تسوية نقدية؛
 - أسعار الفائدة الآجلة؛
 - عقود الصرف؛
 - عقود الخيار لشراء أو بيع الأدوات المالية؛
- والشكل الموالي يوضح لنا هيكل سوق رأس المال.

¹: هدى بورفيس، مرجع سابق، ص، 17.

²: Joel Priolon, "Lesmarchés financiers", Agro paris Tech, INSTITUT DES SCIENCES INDUSTRIES DU VIVANT DEL'ENVIRONNEMENT, Paris, 2012, p, 27.

³: Joel Priolon, "Lesmarchés financiers", Agro paris Tech, INSTITUT DES SCIENCES INDUSTRIES DU VIVANT DEL'ENVIRONNEMENT, Département des sciences économiques, Paris, 2007, p, 02.

الشكل رقم (17) هيكل سوق رأس المال



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على المعلومات السابقة.

المطلب الثالث: خصائص ووظائف أسواق الاستثمار

تتمتع أسواق الاستثمار بمجموعة من الخصائص والوظائف تميزها عن غيرها من الأسواق.

أولاً: خصائص أسواق الاستثمار

من بين أهم الخصائص التي تتميز بها أسواق الاستثمار عن باقي الأسواق نجد ما يلي¹:

¹: مونية سلطان، مرجع سابق، ص، 17.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

1. ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة، بحيث يشكل هذا الحجم نسبة عالية من التبادلات الجارية بشكل اعتيادي؛
2. ارتفاع نسبة مساهمة بلد ما أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص، في القيمة الكلية للتبادلات الدولية؛
3. اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها ويغطي هذا الاعتماد مختلف الأدوات الاستثمارية وكافة الأسواق النظامية وغير النظامية؛
4. تزايد دور التعاملات غير النظامية سواء جرى ذلك بشكل مباشر بين أطراف العقود أو بشكل غير مباشر من خلال الوساطة المالية أو الاتصالات السلكية أو اللاسلكية؛
5. إن غالبية الأسواق تسودها المضاربة فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية عالية للشائعات؛
6. مصدر تمويل للاقتصاد الوطني؛
7. أداة قياس قيمة الأصول وأداة لمساعدة على تحويل البنية الصناعية والتجارية؛
8. الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبيا، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة؛
9. عدالة تحديد أسعار الأسهم: إن عملية المزايدة في الأسواق المالية هي التي تحدد السعر النهائي للسهم ضمن الظروف السوقية والواقعية والسائدة في الوقت الذي يتم فيه إتمام الصفقات؛
10. أدوات الاستثمار المستخدمة في السوق النقدية تعتبر عالية السيولة وكثيرة المخاطرة؛

ثانيا: الوظائف الاقتصادية لأسواق الاستثمار

تقوم أسواق الاستثمار بمجموعة من الوظائف المتعددة والمتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له هذه الأسواق، وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتتلخص هذه الوظائف في الآتي¹:

1. **الوظيفة التمويلية:** تقوم الأسواق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الاستثمارية والاستهلاكية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية كما تسهل السوق المالية نمو المؤسسات عن طريق استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل

¹: طوبال لطيفة، "أسواق الأوراق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة البورصات العربية في ظل العراقيل القانونية والتحديات الهيكلية"، أطروحة دكتوراه، تخصص أسواق مالية وتقنيات كمية، جامعة الجزائر 03، 2016/2017، ص، 15.

سياستها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا فالسوق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال، كما ان السوق المالية تفي بوظيفة تمويل الاقتصاد حيث يجعل من الممكن التوفيق بين احتياجات المقرضين والمقترضين¹، وتؤدي السوق المالية هذه الوظيفة بطريقتين من طرق التمويل²:

■ **التمويل المباشر:** وفيه تحصل الوحدات ذات الاحتياج المالي على احتياجاتها المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض، إما عن طريق الاقتراض المباشر وإما عن طريق إصدار الأوراق المالية المختلفة، مثل الأسهم، والسندات، وأذونات الخزينة؛

■ **التمويل غير المباشر:** وذلك من خلال المؤسسات المالية الوسيطة مثل: البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات وغيرها حيث تقوم المؤسسات بتجميع الأموال من الوحدات ذات الفائض إما من خلال الودائع الجارية والودائع لأجل وودائع التوفير وإما من خلال إصدار أوراق مالية خاصة مثل شهادات الإيداع وشهادات الاستثمار، ثم تقوم باستخدام هذه الأموال في تقديم القروض لمن يحتاجها، أو شراء الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الوحدات ذات الاحتياج المالي؛

2. **الوظيفة التثمينية أو التسعيرية (أداة لتحديد السعر المناسب وتحديد المخاطر):** تقوم الأسواق المالية بإعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار للأوراق المالية المتداولة وظروف الاستثمار، حيث أن أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها، ثم تسجيل حركة الأسعار لكل العروض والطلبات في تسعيرة البورصة، وبالتالي تساعد الأفراد والمستثمرين على اتخاذ قراراتهم، كما تعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة أو تنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضه³.

3. **الوظيفة الإعلامية (تقديم المعلومات المالية):** يتم تقديم المعلومات المالية بأقل تكلفة للأفراد والمشروعات الاستثمارية فيما يتصل بالأوراق المالية المتداولة في السوق، والوضع المالي لجهات إصدارها، بما يمكن المستثمر من المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المختلفة وبما يحمي المستثمر من مخاطر المضاربة الوهمية⁴.

¹ : le role économique du marché financier, <http://sabbar.fr/economie-2/le-role-economique-du-marche-financier>.

² : مبارك بن سليمان أ ل فواز، مرجع سابق، ص، 06.

³ : طوبال لطيفة، مرجع سابق، نفس الصفحة.

⁴ : براهيم علي عباس، مرجع سابق، ص، 18.

4. الوظيفة التوزيعية: تعد من أهم الوظائف الاقتصادية، حيث تقوم الأسواق المالية بوظيفة توزيع القيم المتداولة على المستثمرين، بعرض مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات، وبأفضل سعر ممكن، وبأدنى تكلفة¹. كما يمكن تقسيم وظائف أسواق الاستثمار إلى وظائف أساسية وأخرى ثانوية يمكن اختصارها في ما يلي²:

1. الوظائف الأساسية للأسواق الاستثمار (الأسواق المالية): تتمثل في ما يلي:

- تسهيل الأصول المالية أو جزءاً منها بسرعة وسهولة وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة؛
- مراقبة تأثير حركة الأسعار لكل الصفقات وعمليات المضاربة تبعاً لقوى الطلب والعرض؛
- تمكن من قياس التأثيرات السياسية والاقتصادية والأمنية على حال الاقتصاد؛
- إن احتواء سوق المال على مؤشرات لمختلف العمليات يعطي دلالات كمية واضحة عن حالة الاقتصاديات المحلية والعالمية؛
- يعتبر مصدراً رئيسياً لمصادر التمويل بين المؤسسات والمستثمرين التي تتميز بانفتاح رأسمالها على المتعاملين الماليين؛

2. الوظائف الثانوية لأسواق الاستثمار: رغم ما لسوق المال من وظائف داخل إطار البحث عن مصادر

تمويلية للمؤسسة فإن وظائفه تتسع لتشمل عمليات الاستثمار غير المباشر وهنا يتولى سوق المال مجموعة من الوظائف منها:

- يعتبر سوق المال هيئة رقابية خارجية ذات موضوعية، تساهم في مراقبة أداء المؤسسات وذلك اعتماداً على التقلبات في الأسعار، باعتبار أن سعر الورقة المالية مؤشر جيد للأداء؛
- تتوفر هذه الأسواق على مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار من شتى مجالات الاستثمار؛

المطلب الرابع: الأدوات المالية المتداولة في أسواق الاستثمار

الأدوات المالية هي أصول يمكن تداولها الأدوات المالية هي عقود مالية بين الأطراف المعنية يمكن إنشاؤها وتداولها وتعديلها وتسويتها، توفر معظم الأدوات المالية تدفقات نقدية مستقبلية، أو حق

¹: طوبال لطيفة، مرجع سابق، نفس الصفحة.

²: الياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص، 439.

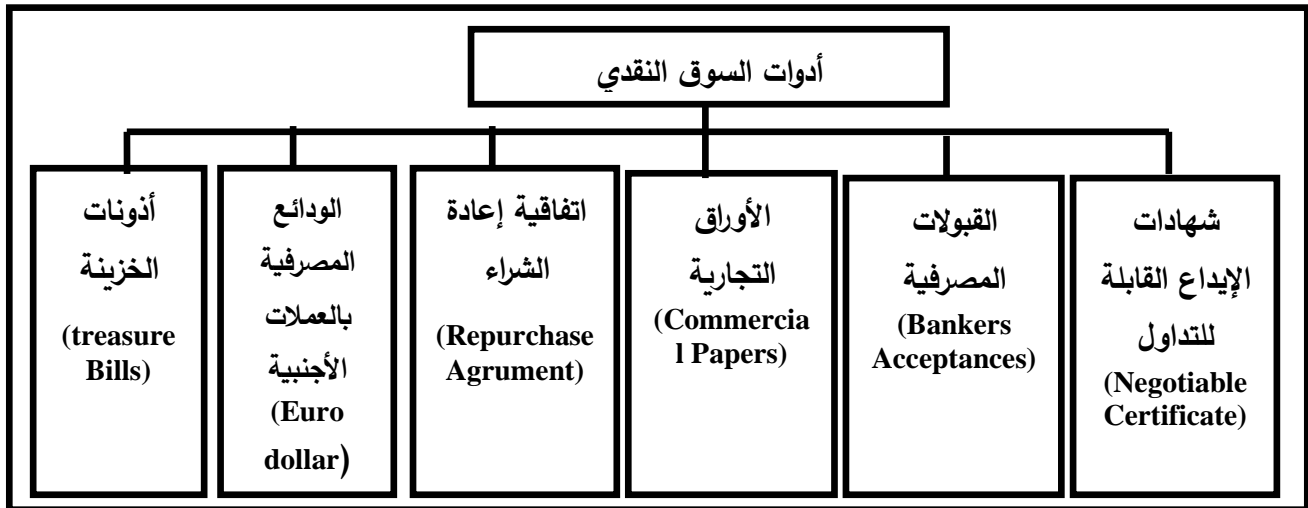
الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

المشاركة في الربحية المستقبلية للمؤسسة المصدرة لها، هناك أنواع مختلفة من الأدوات المالية تتداول في أسواق الاستثمار نتطرق لها في هذا المطلب على النحو الآتي:

أولاً: الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد في صكوك دين قصيرة الأجل قابلة للتداول يستحق حامله استرداد المبلغ المدون عليها الذي سبق أن أقرضته لطرف آخر في تاريخ محدد لا يتجاوز في الغالب سنة منذ إصدارها، وتتميز هذه الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق وذلك ببيعها في سوق النقد، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم أو على أساس سعر الفائدة حسب نوع الأداة المالية¹.

الشكل رقم (18) الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي



المصدر: مونية سلطان، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة الجزائر" ص، 37.

1. **أذونات الخزينة:** هي أدوات دين حكومية تصدر بأجال لا تزيد عن سنة واحدة، ويسترد حاملها المبلغ عند استحقاقها فقط، ولكن باستطاعته بيعها قبل استحقاقها لمشتري آخر، ويعكس سعر البيع معدلات الفائدة السائدة قبل تاريخ الاستحقاق، ومن المعروف أن عائدات أذونات الخزينة تتلاءم مع اتجاه معدل التضخم المتوقع ولذلك تعتبر أذونات الخزينة من أفضل أدوات الحماية من أثر التضخم².

¹: مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص، 25.

²: عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص، 24.

2. **شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول:** تقوم البنوك بطرحها بغية الحصول على إيداع مبلغ لمدة محددة وبفائدة معينة، حتى يحتفظ حاملها عليها حتى تاريخ استحقاقها أو بإمكانه بيعها في السوق الثانوي للحصول على سيولة فورية تغطي التزاماته، تختلف هذه الشهادات عن أدون الخزنة في أن الفوائد تسدد عند تاريخ الاستحقاق وبالتالي فهي لا تتباع بخصم¹.
3. **الأوراق التجارية:** وهي عبارة عن أوراق تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية، ويعتبر أجل استحقاق هذه الإصدارات يكون قصيراً ففي العادة يفضل حائزها من المستثمرين أن يحتفظوا بها حتى أجل السداد فضلا عن أن يقوموا ببيعها ولذلك يكون سوق تداول هذه الأوراق ضعيفا نسبياً الأمر الذي ينعكس على تعرض أسعارها لتقلبات كبيرة².
4. **القبولات المصرفية:** هي أمر بالدفع يطلبه العميل من البنك لفائدة أو لصالح طرف آخر ويتعلق الأمر بدفع مبلغ محدد في تاريخ محدد ويتم قبوله إذا وافق البنك، تتداول القبولات في سوق النقد أو يحتفظ بها لمدة غالباً ما بين (30) يوماً و(270) يوماً، تحظى بأهمية كبيرة كونها حوالة مصرفية أي وعد بالدفع مشابه للشيكات يصدره طرف معين يطالب به البنك أن يدفع لأمر شخص ثالث مبلغاً من المال في وقت معين مستقبلاً ويختم البنك بالقبول³.
5. **اتفاقية إعادة الشراء:** وهي اتفاقية تعقد على قروض قصيرة الأجل، تقدم بضمانات حكومية تتراوح فترات تسديدها عادة بين يوم واحد وأسبوعين، وتستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين، وذلك عن طريق شراء أدونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة، على أن يوافق المصرف المعني على إعادة شراء هذه الأدونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر شراء الشركة المشتريه لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأدونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ مع الإضافة المعتمدة⁴.

¹: هدى بورفيس، مرجع سابق، ص، 22.

²: مونية سلطان، مرجع سابق، ص، 35.

³: ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص، 158.

⁴: محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سابق، ص، 81.

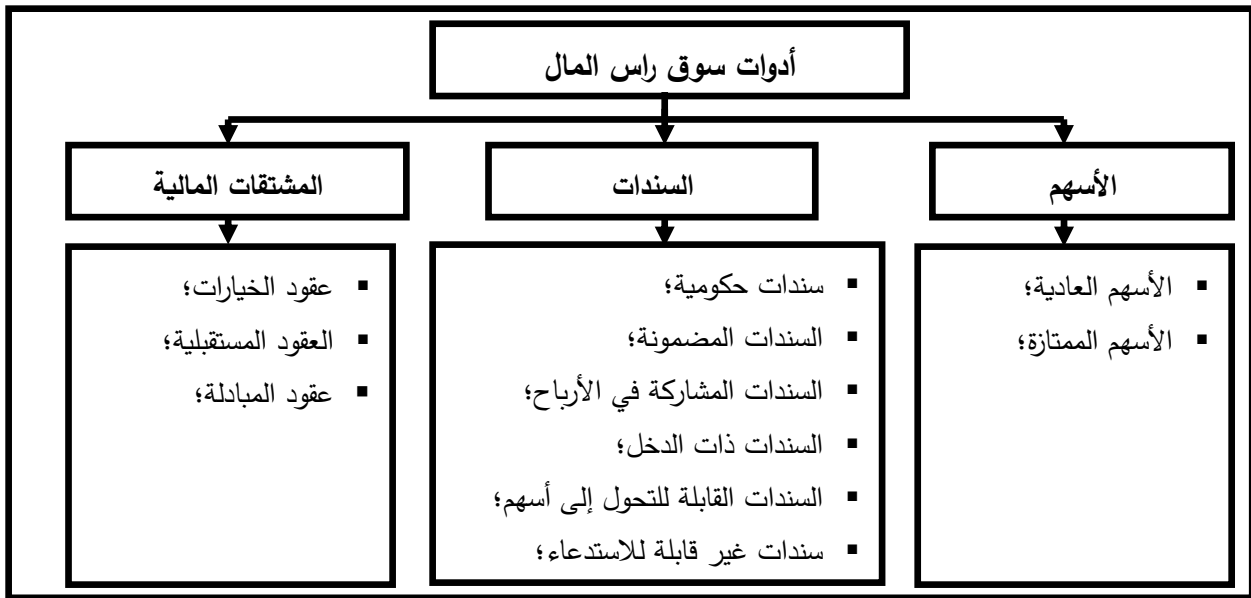
الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

6. الودائع المصرفية بعملات أجنبية (اليورو دولار): يتم التداول بهذه الودائع في بادئ الأمر باسم اليورو دولار ويستخدم هذا المصطلح للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية، حيث يتكون هذا السوق من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوروبية التي تعتمد على تعاملاتها على الدولار الأمريكي، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من الودائع بغرض إعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوروبية التي تتعامل بالدولار، وقد يكون بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها¹.

ثانيا: الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال

الأدوات المالية الخاصة بسوق رأس المال هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل يتم إصدارها بواسطة الشركات المساهمة، ويقصد بالأوراق المالية طويلة الأجل الأوراق ذات فترات استحقاق أكبر من سنة أو التي يتم إصدارها بدون فترة استحقاق وتنقسم إلى ثلاثة أنواع رئيسية: الأسهم، السندات، المشتقات المالية.

الشكل رقم (19) الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال



المصدر: مونية سلطان، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة الجزائر"، ص، 43.

¹: مونية سلطان، مرجع سابق، ص، 36.

1. **الأسهم:** تعرف الأسهم على أنها "عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، حيث تمثل المشاركة في رأس مال إحدى شركات المال عموماً، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأسمالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء كانت الحصة نقدية أو عينية"¹.

السهم صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي الحق للمساهم لتمثيل حصته في رأس المال الشركة².

وغالبا ما تحمل الأسهم نوعين من القيمة، وهما: القيمة الاسمية، والقيمة السوقية للسهم، حيث تعبر الأولى عن القيمة التي يصدر بها السهم أصلاً، وتعبر القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية للسهم في سوق الأوراق المالية، يحددها عاملاً الطلب والعرض³. ويمكن التمييز بين نوعين من الأسهم: الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

1.1 الأسهم العادية: تعتبر الأسهم العادية من أهم أنواع الأسهم التي تصدرها شركات المساهمة وحملة الأسهم العادية هم أصحاب رأس المال أو ملاك الشركة بصفة أساسية، وعند تصفية الشركة يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في أصول الشركة وذلك بعد أن يتم الوفاء بكافة حقوق والتزامات الغير قبل الشركة، ويحق لحملة الأسهم العادية الحصول على توزيعات نقدية في صورة كوبونات أرباح من الشركة كما يحق لهم أيضاً تداول السهم (البيع أو الشراء) من خلال بورصة الأوراق المالية وفي هذه الحالة يحصل حامل السهم على عائد استثمار⁴. وتقسّم الأسهم العادية إلى⁵:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** أسهم ترتبط توزيعاتها بأرباح قسم إنتاجي بالشركة؛

¹: جغدير الطاهر، "أثر الإدخال البورصي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2015)"، مذكرة ماجستير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2016/2017، ص، 9.

²: دحماني نور الهدى، "سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي -دراسة حالة بعض الاقتصاديات الناشئة والجزائر-"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد، تنمية مالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2014/2015، ص، 33.

³: محمد المبروك أبو زيد، مرجع سابق، ص، 260.

⁴: أسامة عبد الخالق الأنصاري، "الدليل العملي للاستثمار في البورصة، التحليل الأساسي"، السحاب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، جمهورية مصر العربية، 2008، ص، 26.

⁵: هدى بورفيس، مرجع سابق، ص، 24.

▪ الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: الأسهم التي تخصم توزيعاتها من الإيراد قبل الفائدة والضريبة؛

▪ الأسهم العادية المضمونة: أسهم تمنح حاملها الحق في مطالبة المؤسسة بالتعويض في حالة انخفاض القيمة السهم خلال فترة معلومة؛
ولحامل السهم العادي مجموعة من الحقوق هي¹:

✚ الحق في قسط الأرباح عند التوزيع، والاشتراك في الأصول عند التصفية؛

✚ يحق له الاشتراك في الإدارة والتصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة؛

✚ حضور الجمعيات العامة العادية والاستثنائية؛

✚ الحق في نقل ملكية الأسهم بالأساليب التي يحددها القانون؛

1.2 الأسهم الممتازة: هي أسهم تلجأ إليها الشركة عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب في توسيع رأس مالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو مواجهة بعض صعوباتها المالية، وتجمع الأسهم الممتازة بين خصائص السندات والأسهم العادية، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول عليه عند التصفية، وتشبه الأسهم العادية في تواجدها الدائم في رأس المال، وهي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية². وللسهم الممتاز قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن الأسهم العادية، وتتمثل القيمة الدفترية في القيمة الاسمية مضافاً إليها علاوة الإصدار كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة³. وتقسّم الأسهم الممتازة إلى:

▪ **الأسهم الممتازة مجمعة وغير مجمعة الأرباح:** بالنسبة للأسهم الممتازة مجمعة الأرباح فإنه في حالة عجز المنشأة عن دفع أرباح الأسهم الممتازة لأية فترة من الفترات السابقة فإن تلك المنشأة لن يكون من مقدورها توزيع أية أرباح على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن تدفع جميع الأرباح السابقة لأصحاب الأسهم الممتازة، أما بالنسبة للأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح فيمكن لمنشأة الأعمال

¹: الياس بن ساسي، مرجع سابق، ص، 444.

²: لعراب سارة، مرجع سابق، ص، 28.

³: منير إبراهيم هندی، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)"، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2011، ص، 08.

- التي لم تدفع الأرباح السابقة المتعلقة بالأسهم أن توزع أرباحاً على أصحاب الأسهم العادية ما دام أنها ستقوم بدفع أرباح أصحاب الأسهم الممتازة عن السنة نفسها¹.
- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** تعطي لحاملها حق تحويلها إلى عدد معين من الأسهم العادية عند ارتفاع القيمة السوقية للسهم العادي عن السهم الممتاز².
 - **الأسهم الممتازة المشاركة في الأصول:** هي أسهم ممتازة يكون لحاملها أسبقية على حملة الأسهم العادية في اقتسام الأصول وموجودات الشركة في حالة التصفية، وبذلك يسترجع حملة هذا النوع من الأسهم القيمة الاسمية لها من قيمة موجودات وأصول الشركة وما يتبقى من تلك الأصول يقسم بين حملة الأسهم العادية³.
 - **الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء:** إن شرط القابلية للإستدعاء يصب في صالح المنشأة لأنه إذا توفر لديها فائض من الأموال عندئذ يمكن أن تستخدمه في استهلاك الأسهم الممتازة من خلال استدعائها بسعر محدد خلال فترة زمنية محددة، وبالتالي تستطيع أن تخفض من الرفع المالي الذي توجده الأسهم الممتازة⁴.
2. **السندات:** عرف السند على أنه عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضماناً للسداد، أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق، كما يتضمن العقد شروطاً لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق⁵.
- وللسند قيمة اسمية لأجل استحقاق والمعروف أن للسند قيمة سوقية أيضاً وقيمة تصوفية وليس له قيمة دفترية ومن أهم جوانبه أن عائده ثابت وأجل استحقاقه معلوم ولحامله الحق في الحصول على فائدة سنوية على مدى فترة القرض، وعادة تكون نسبة الفائدة ثابتة⁶.

¹: عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص، 27.

²: لعراب سارة، مرجع سابق، ص، 29.

³: دحماني نور الهدى، مرجع سابق، ص، 41.

⁴: عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص، 28.

⁵: منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007، ص، 29.

⁶: طوبال لطيفة، مرجع سابق، ص، 56.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

كما تختلف تقسيمات السندات على حسب المعيار المستخدم للتقسيم، إذ يوجد العديد من المعايير والأسس ويمكن أن نلخص بعضاً منها وفقاً لما يلي¹:

- سندات قصيرة الأجل لا تتجاوز أجل استحقاقها عاماً واحداً، سندات متوسطة الأجل يزيد أجلها عن عام ولا تتجاوز سبعة أعوام، سندات طويلة أجل استحقاقها يزيد عن سبعة أعوام؛
 - سندات غير مضمونة وهناك سندات مضمونة بأصول تسمى سندات الرهن؛
 - سندات عادية تحصل على الفوائد بغض النظر عن أداء الشركة، وهناك سندات دخل لا تحصل على الفوائد إلا بلغ دخل الشركة مستوى معين؛
 - سندات غير قابلة للاستدعاء وهناك سندات قابلة للاستدعاء يحق للشركة استرداد السندات قبل تاريخ استحقاقها وإعطاء المستثمرين أموالهم؛
 - سندات غير قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وسندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية بمعنى أنه يحق لحامل السند بعد مدة محددة أن يحول السند إلى سهم عادي بسعر تحويل محدد مسبقاً؛
 - سندات يتم سدادها على أقساط دورية حيث يشمل كل قسط على جزء من أصل قيمة السند والجزء الآخر فوائد، وسندات يتم ردها مرة واحدة؛
3. **الأدوات المالية المشتقة (المهجنة):** وتتمثل في السندات أو القروض القابلة للتحويل إلى أسهم والقروض ذات الحق في شراء عدد من أسهم المنظمة خلال فترة معينة متفق عليها وبسعر محدد مسبقاً، فهي تشمل على خصائص مشتقة من ورقة أخرى كحق حامل السند في شراء عدد من الأسهم العادية التي تصدرها المنظمة بسعر متفق عليه².

يطلق مصطلح المشتقات على أي ورقة مالية مشتقة من ورقة مالية أخرى وتحصل على قيمتها مباشرة من أي ورقة أخرى أو أصل مالي³.

ومن أهم أنواع المشتقات المالية نجد:

¹: حنان عبدلي، مرجع سابق، ص، 17.

²: لينا عبد الله محمد أحمد أبوسن، مرجع سابق، ص، 44.

³: أسامة عبد الخالق الأنصاري، مرجع سابق، ص، 31.

- 3.1 عقود الخيارات: عبارة عن حق شراء أو بيع أصل مالي في المستقبل مقابل سعر ثابت محدد خلال فترة زمنية معينة، ويطلق على السعر المحدد سعر التعامل أو سعر التنفيذ، وتنتهي الفترة الزمنية المحددة في تاريخ إنهاء استخدام الحق أو تاريخ الاستحقاق¹.
- 3.2 العقود المستقبلية: العقد المستقبلي هو التزام لا رجعة فيه للشراء أو البيع بسعر معين في تاريخ لاحق وكمية معينة من سلعة ما، وأن يكون التسليم في تاريخ لاحق².
- 3.3 عقود المبادلة: تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية قد تكون شهرية، ثلاثية أو سداسية، فهو اتفاق مبرم بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية³.

المطلب الخامس: السوق الاستثماري الكفاء

يهتم المستثمرين في الأسواق المالية على المعلومات الواردة في اتخاذ قراراتهم، حيث أن المعلومات تأتي إلى الأسواق في أي وقت مستقلة وعشوائية فينقرر سعر الورقة المالية بناءً على هذه المعلومات فإذا عكست أسعار هذه الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت هذه السوق في هذه الحالة بالكفاءة.

أولاً: تعريف السوق الاستثماري الكفاء

السوق الكفاء هو السوق الذي تعكس فيه أسعار التداول كافة المعلومات المتاحة في كافة الأوقات، فإذا ظهرت معلومات جديدة عن إحدى الشركات المتداولة أسهمها يتحرك سعر السهم بسرعة ويرشد من حيث الحجم والاتجاه ليعكس هذه المعلومات الجديدة⁴.

هو ذلك السوق الذي لا يستطيع أي من المتعاملين فيه تحقيق عوائد إضافية (عوائد تزيد عن متوسط العائد في السوق)، بشكل متسق ومستمر، وتختلف الأسواق المالية فيما بينها في مدى استيعاب

¹: جغدير الظاهر، مرجع سابق، ص، 9.

²: Joel Priolon, "Lesmarchés financiers", op, p, 05.

³: زرموت خالد، "تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال فترة 2010-2015"، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 3، 2015/2016، ص، 70.

⁴: ماجد أحمد عطا الله، مرجع سابق، ص، 172.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

القيمة السوقية للمعلومات المتاحة بشأن أحد الأصول، وهذا الاختلاف نتج عنه ثلاث مستويات وأشكال لكفاءة الأسواق المالية هي¹:

1. **السوق ضعيف الكفاءة:** هو سوق المال الذي تعكس فيه قيم الأصول جميع المعلومات التاريخية المتاحة عن هذه الأصول ومن ثم لا يمكن استخدام هذه المعلومات التاريخية في التنبؤ بما ستكون عليه الأسعار (القيم) في المستقبل، ومن ثم لا يمكن استغلال المعلومات التاريخية عن الأصل في تحقيق عوائد إضافية، وعليه فإن التحليل الفني الذي يعتمد على استخدام البيانات التاريخية يعتبر غير ذو جدوى في التنبؤ بأسعار الأصول المستقبلية؛

2. **السوق متوسط الكفاءة:** هو السوق الذي يعكس فيه أسعار الأوراق المالية كل المعلومات التاريخية والمعلومات المتاحة في النطاق العام (المعلومات التي تتضمنها قوائم الدخل وقوائم المركز المالي والإيضاحات المتممة لها والتي تنتشر بشكل مستمر وفقا لقواعد الإفصاح المالي)، أي أن سعر الأصل يعكس المعلومات التاريخية والحالية عن الأصل، وعليه فإن التحليل الأساسي الذي يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات يصبح غير مجديا في تحقيق عوائد إضافية؛

3. **السوق قوى الكفاءة:** هو ذلك السوق الذي تعكس فيه قيمة الأصل المالي كل المعلومات التاريخية والمتاحة للنطاق العام والمعلومات الخاصة، وتشير المعلومات الخاصة إلى المعلومات التي مازالت تعتبر سرية ولم تتح للعامة، وعليه تتوقف مدى كفاءة السوق في هذا المستوى على مدى انضباطية السوق المؤسسي وقوة الزام التشريعات القانونية والحسم في تنفيذها؛

ثانيا: خصائص الأسواق الاستثمارية الكفؤة

وفقا لمفهوم كفاءة السوق استثماري يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي يتميز بها السوق الكفء²:

1. يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشاد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم؛

¹: عفاف عويس إبراهيم، "الأسواق والمؤسسات المالية"، سلسلة مراجع التمويل والاستثمار، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة، ص، 19.

²: مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 2009/07-2010، ص، 182.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

2. المعلومات متاحة للجميع من مقترضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي على تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛
 3. حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛
 4. وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛
 5. في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما يحققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط؛
- كما تتوقف كفاءة سوق الاستثمار على كفاءة نظم المعلومات المالية، هناك أربعة شروط أساسية يجب توافرها في السوق حتى يتسم بالكفاءة المعلوماتية وهي¹:

- أن يتم الحصول على المعلومات بدون تكلفة وأن تتاح لكافة المشاركين بالسوق في نفس الوقت؛
- أن يتسم كافة المشاركون في السوق بالرشد وأن يكون الهدف من التعامل في السوق هو تعظيم المنفعة المتوقعة؛
- ألا تتأثر الأسعار بالعمليات الفردية للتداول سواء تمت عن طريق مستثمر فرد أو مستثمر مؤسسي؛
- أن لا تكون هناك تكاليف للمعاملات المالية وأن تخضع الأرباح للضرائب وألا يتم تحميل الصفقات المالية بأية أعباء أخرى؛

ثالثاً: أنواع كفاءة أسواق الاستثمار

يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة لأسواق الاستثمار وهما:

1. **الكفاءة الكاملة:** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف². تتحقق هذه الكفاءة عندما تتوفر مجموعة من الشروط أهمها³:

¹: : ماجد أحمد عطا الله، نفس المرجع السابق.

²: مفتاح صالح، معارفي فريدة، مرجع سابق، ص، 183.

³: : مونية سلطان، مرجع سابق، ص، 76.

الفصل الثاني: اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة

- وجود عدد كبير من المستثمرين بأموال متاحة للاستثمار وبدرجة سيولة عالية وهذا سوف لا يفسح المجال لأي منهم بالتأثير على حركة الأسعار؛
 - تمتع المتعاملون في السوق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة؛
 - إتاحة المعلومات الكاملة لجميع المتعاملين وبدون تكاليف إضافية وهذا يجعل جميع توقعات المحللين والمستثمرين متماثلة فيما يتعلق بالبيانات والمعلومات؛
 - أنه لا توجد أي قيود للتعامل، فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها؛
2. **الكفاءة الاقتصادية:** تقوم الكفاءة الاقتصادية على مبدأ سعي الغالبية من المستثمرين فيها إلى زيادة أرباحهم في ظلها يتوقع أن يستغرق وصول المعلومات وانعكاسها على الأوراق المالية بعض الوقت، وهذا يعني أن القيمة الاسمية يمكن أن تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية للورقة المالية لبعض من الوقت¹.

ولكي يحقق سوق الاستثمار هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوفر فيه سمتين أساسيتين هما²:

1. **كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية):** ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة (دون فاصل زمني كبير)، بما يجعل أسعار السهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين؛
2. **كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية):** ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع

¹: دحماني نور الهدى، مرجع سابق، ص، 63.

²: منير إبراهيم هندی، "الأوراق المالية وأسواق المال"، مرجع سابق، ص، 501، 502.

السوق فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.

خاتمة الفصل الثاني

سعيًا من خلال هذا الفصل إلى الإلمام بأهم الجوانب المتعلقة بقرارات الاستثمار في المؤسسة وللخوض في هذا الموضوع كان لابد لنا من التعرف أولاً على المفاهيم الأساسية للاستثمار باعتباره أحد أدوات المؤسسة في الحصول على رأس مال إضافي، وتمكن الباحث من التوصل إلى تعريف جامع للاستثمار والذي يعني التخلي عن موارد مالية حالية من أجل تحقيق مكاسب أعلى في المستقبل تكون بمثابة تعويض عن الفرصة الضائعة لرؤوس الأموال المستثمرة، أما في الجزء الثاني من هذا الفصل فخصص لقرارات الاستثمار، حيث استعرض الباحث أهم المفاهيم الخاصة بقرار الاستثمار في المؤسسة ومن خلال ما تقدم في هذا الموضوع فإن القرار الاستثماري هو القرار الذي يتم من خلاله تخصيص للموارد المالية على المدى المتوسط أو الطويل، والأثر المتوقع من هذا التخصيص هو استرداد تكاليف الاستثمار والحصول على ربح مرتفع، وإلى جانب الموارد المالية تستخدم الموارد المادية والبشرية كذلك كما تؤثر البيئة الاقتصادية والمالية على قرارات الاستثمار، وبالتالي فإن النتائج المتوقعة غير مؤكدة، أما في الجزء الثالث والأخير من هذا الفصل تم تخصيصه لأسواق ومؤسسات الاستثمار، وذلك من خلال دراسة الاطار النظري للأسواق المالية، يمكن استخلاص أن السوق المالية هي مكان توفر فيه الخدمات المالية بين المقرضين (مؤسسات أو هيئات أو بنوك أو أفراد) وهم يشكلون جانب العرض للأموال والمقترضين (الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي) وهم يشكلون جانب الطلب على الأموال، وفق ضوابط ونظم محددة بالقانون، كما تعتبر الأسواق المالية من بين أهم اليات تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية.

الفصل الثالث: استخدام التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار

تمهيد الفصل الثالث

تتأثر جودة القرارات الاستثمارية بعدد كبير من العوامل، لكن من أهمها اختيار المعايير المطبقة في تقييم قرارات الاستثمار، لأن القرارات المتعلقة بالاستثمار تعد جزءاً من القرارات الاستراتيجية في المؤسسة نظراً لأن المشاريع الاستثمارية الجديدة تؤثر بشكل كبير على النتائج الاقتصادية للمؤسسة ونمو كفاءتها من ناحية أخرى، فإن عدم اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة قد يعرض وجودها في المستقبل للخطر.

يعتمد نجاح المشروعات الاستثمارية أو عدم نجاحها إلى حد كبير على جودة إعداد هذه المشروعات وتقييمها، سوف ندرس بشيء من التفصيل أهم المعايير المستخدمة في تقييم قرارات الاستثمار، وعلى رأسها أدوات التحليل المالي المستخدمة في تقييم قرارات الاستثمار، وذلك من خلال تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية هي:

المبحث الأول: معايير تقييم قرارات الاستثمار الحقيقية؛

المبحث الثاني: معايير تقييم قرارات الاستثمار المالية؛

المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة للتحليل المالي ودورها في تقييم قرارات الاستثمار؛

المبحث الأول: معايير تقييم قرارات الاستثمار الحقيقية

معايير تقييم قرارات الاستثمار الحقيقية هي عبارة عن قياس وحساب لعائد الفرص الاستثمارية المتاحة والمتحققة فعلا في صورة مشروعات اقتصادية، وتقسم طرق ومعايير تقييم قرارات الاستثمار الحقيقية، إلى معايير تتجاهل القيمة الزمنية للنقود والتي تتعامل مع التدفقات النقدية الداخلة والخارجة دون القيام بتحسين هذه التدفقات، ومنها فترة الاسترداد، والمعدل المتوسط، والمعايير التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار ومنها صافي القيمة الحالية، معيار معدل العائد الداخلي.

المطلب الأول: معيار فترة الاسترداد (DR)

يستخدم متخذ القرار طريقة فترة الاسترداد لقبول أو رفض المشروع كما يمكن استخدامها لترتيب المشاريع حسب أفضليتها فالمشروع الذي يكون فترة استرداده أقصر يكون هو المشروع الأفضل.

أولاً: تعريف فترة الاسترداد (DR)

هي الفترة الزمنية اللازمة لاسترداد مبلغ الاستثمار الأصلي للمشروع أي الفترة الزمنية اللازمة لتساوي التدفقات النقدية الداخلة (الإيرادات) مع التدفقات النقدية الخارجة¹. تعتمد طريقة فترة الاسترداد على التدفقات النقدية وليس على الربح المحاسبي². ووفقاً لهذا المعيار فإن المشروع الذي يقوم باسترداد أمواله أو تكاليفه الاستثمارية في أقل مدة زمنية ممكنة يكون هو الأحسن والمرغوب فيه، وغالباً ما يكون هذا المعيار حاسماً في مجال المفاضلة بين المشروعات، حيث يكون الهدف الرئيسي هو استرجاع الأموال المستثمرة في أقرب وقت³.

ثانياً: طرق حساب فترة الاسترداد

هناك طريقتان لحساب فترة الاسترداد

¹: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 40.

²: عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص، 258.

³: عامر هشام، "فعالية استخدام النماذج الرياضية في تقييم المشاريع الاستثمارية، دراسة حالة مجموعة من المشاريع على مستوى بنوك تجارية جزائرية"، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة محمد بوضياف المسيلة، 2018/2019، ص، 110.

1. الطريقة الأولى: في حالة التدفقات النقدية الدورية منتظمة (متساوية القيم) تحدد فترة الاسترداد كما يلي¹:

$$DR = \frac{I_0}{NCF}$$

حيث:

DR : فترة الاسترداد؛

NCF: التدفقات النقدية السنوية الصافية؛

I_0 : تكلفة الاستثمار الأولي؛

تكلفة الاستثمار الأولي (I_0) = تكلفة الأصول الثابتة + الزيادة في رأس المال العامل

2. الطريقة الثانية: في حالة التدفقات النقدية الدورية غير منتظمة (غير متساوية) فإن فترة الاسترداد تحسب بتجميع صافي التدفقات النقدية سنة بعد سنة حتى نتوصل إلى المجموع الذي يتعادل مع مبلغ الاستثمار الأولي وتحسب كما يلي²:

$$DR = m \text{ ?/ } I_0 = \sum_{t=1}^m NCFt$$

حيث:

m: تمثل المدة النموذجية المرغوبة؛

وقاعدة اتخاذ القرار الاستثماري وفق هذا المعيار هو³:

- إذا كانت فترة الاسترداد أقل أو تساوي المدة النموذجية فإن المشروع يكون مقبولاً؛
- إذا كانت فترة الاسترداد أكبر من المدة النموذجية فإن المشروع يكون مرفوضاً؛

ثالثاً: دلالة معيار فترة الاسترداد

¹: محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص، 108.

²: زهية خياري، "التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية المصغرة في ظل ظروف المخاطرة"، مجلة العلوم الاقتصادية والمالية، العدد 19، 2018، ص، 68.

³: عامر هشام، مرجع سابق، نفس الصفحة.

يكون المستثمر حريصاً دائماً على استرداد قيمة الاستثمارات بأسرع وقت ممكن لتجنب المخاطر المحتملة، لذا فإنه كلما قصرت فترة الاسترداد كانت أفضل بالنسبة للمستثمر ويمكن استخدام هذه الطريقة لتقييم قرارات الاستثمار كما يلي¹:

1. في حالة قرارات القبول أو الرفض: يتوقف قبول المشروع أو رفضه على نتيجة المقارنة بين فترة الاسترداد المشروع وفترة الاسترداد المطلوبة، فإذا كانت فترة الاسترداد أقصر من الفترة المطلوبة يعتبر المشروع مقبولاً، أما إذا كانت فترة الاسترداد المحسوبة أطول من فترة الاسترداد المطلوبة يرفض المشروع؛

2. في حالة المفاضلة بين المشروعات: في حالة المفاضلة بين عدة مشروعات أو في حالة الحاجة إلى ترتيب المشروعات حسب أفضليتها فعادة تعطي الأفضلية للمشروع الذي يتميز بفترة استرداد أقل؛

رابعاً: مزايا وعيوب فترة الاسترداد

رغم بساطة هذه الطريقة وسهولتها في اتخاذ القرارات المناسبة إلى أنها تتجاهل القيمة الزمنية للنقود حيث تعتبر الدينار الذي يستحق في السنة الأولى مساوياً من حيث القيمة للدينار الذي يستحق في السنة (ن)، وهذا خطأ.

1. مزايا معيار فترة الاسترداد: تمتاز هذه الطريقة بسهولة حسابها وفهمها كما تساعد على اختيار المشاريع ذات درجة مخاطرة الأقل فكلما كانت الفترة الزمنية للاسترداد أقل كلما كان المشروع مقبولاً ودرجة المخاطرة أقل من المشاريع التي فترة استردادها أطول بالرغم من أنها لا تحسب المخاطر المتعلقة بالمشروع بطريقة عملية، إضافة لذلك فإنها تقيس مدى سيولة المشاريع المقترحة حيث تركز على الفترة اللازمة لاسترداد قيمة الاستثمار، ويفضل الاستثمار الذي تسترد تكلفته استثماره الأولية سريعاً². وتتميز فترة الاسترداد بمجموعة من الإيجابيات نذكرها في ما يلي³:

■ تعطي أهمية ضمنية للوقت؛

■ تأخذ بعين الاعتبار التدفقات النقدية وليس الربح المحاسبي؛

¹: كاظم جاسم العيسوي، "دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، تحليل نظري وتطبيقي"، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، 2013، ص، 118.

²: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 41.

³: فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 223.

2. عيوب معيار فترة الاسترداد: لطريقة فترة الاسترداد مجموعة من العيوب والسلبيات نذكر منها:

- تتجاهل التوقيت الزمني للمردود أو ما يعرف بالقيمة الزمنية للنقود¹.
- تتجاهل التدفقات النقدية بعد فترة الاسترداد: إن تجاهل التدفقات النقدية بعد فترة الاسترداد يبين أن هذه الطريقة لا تبين العائد الكلي من الاستثمار وبالتالي لا تبين مدى مساهمة المشروع في تحقيق هدف المنشأة وهو تعظيم ثروة الملاك².
- عدم الموضوعية في تحديد فترة الاسترداد المثلى، فالأمر متروك لاجتهاد متخذ القرار (إدارة المؤسسة)³.

خامساً: فترة الاسترداد ذات التدفقات النقدية المخصومة

لمعالجة واحدة من أوجه القصور في معيار فترة الاسترداد (عدم مراعاة القيمة الزمنية للنقود)، يقوم البعض بخصم التدفقات النقدية الداخلة قبل استخدامها في حساب فترة الاسترداد حتى يمكن التغلب على إعطاء جميع التدفقات النقدية نفس الأهمية والوزن بغض النظر عن زمن حدوثها، أي عدم أخذ مفهوم القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار، ويعبر عنها رياضياً كما يلي⁴:

$$DR = m ?/I_0 = \sum_{t=1}^{Mn} \frac{CFN}{(1+t)^n}$$

حيث:

n : عدد السنوات؛

t : معامل التخصيم (معامل الخصم)؛

المطلب الثاني: معيار معدل المتوسط للعائد (TMR)

يسمى هذا المعيار بمعدل العائد المحاسبي لأنه يعتمد على الأرباح والخسائر المثبتة محاسبياً في القوائم المالية للمؤسسة.

¹: محمد أيمن عزت الميداني، " الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكات، الطبعة السابعة، الرياض، 2015، ص، 370.

²: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 42.

³: فايز سليم حداد، نفس المرجع السابق.

⁴: عامر هشام، مرجع سابق، ص، 111.

أولاً: تعريف معيار معدل المتوسط للعائد

هو عبارة عن متوسط صافي الربح بعد الضريبة مقسوماً على متوسط الاستثمار ويعرف أيضاً بمعدل العائد على الاستثمار، أما متوسط الاستثمار فيعني متوسط القيمة الدفترية للأصل بعد الاستهلاك¹.

تعتمد هذه الطريقة في تقييم المشاريع الرأسمالية على مفهوم صافي الربح، أو صافي الدخل المحاسبي المتوقع أن يحققه المشروع خلال عمره الإنتاجي، وبخلاف الطرق السابقة التي تعتمد على التدفقات السنوية للمشروع، فإن هذه الطريقة تستخدم البيانات المحاسبية المستخرجة من القوائم المالية للشركة، مع مراعاة أن الربح المحاسبي للمشروع الذي يحتسب على أساس الاستحقاق يختلف عن التدفق النقدي للمشروع، وخلافاً على معيار فترة الاسترداد فإن طريقة معدل العائد المحاسبي تأخذ الربحية كهدف، ويؤخذ عليها أنها تتجاهل القيمة الزمنية للنقود، ويعبر عنها بالمعادلة التالية²:

$$TMR = \frac{\frac{1}{n} \sum_{t=1}^n R_t}{I_0} * 100$$

حيث:

TMR : معدل العائد المحاسبي؛

R_t : الربح السنوي الصافي بعد اقتطاع الضريبة؛

I_0 : الاستثمار الأولي.

وقاعدة قرار الاستثمار أنه إذا كان معدل العائد المحاسبي أكبر من معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فإن المشروع يكون رابحاً يمكن قبوله، وفي حالة المشاريع البديلة فإنه يتم قبول المشروع الذي يحقق عائد أكبر³.

¹: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 43.

²: نهاد أسحق عبد السلام أبوهيدي، "دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الإنفاق الرأسمالي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)"، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011، ص، 63.

³: نهاد أسحق عبد السلام أبوهيدي، مرجع سابق، ص، 64.

ثانياً: دلالة معيار المعدل المتوسط للعائد

للحكم على المشروع واتخاذ القرار الاستثماري طبقاً لهذا المعيار لابد من مقارنة معدل المتوسط للعائد بمعدل عائد الفرصة البديلة، سواء كان متوسط أسعار الفائدة في السوق أو متوسط التكلفة المرجحة للأموال، ويمكن استخدام هذا المعيار لتقييم قرارات الاستثمار كما يلي¹:

1. في حالة قرارات القبول أو الرفض: يتم اتخاذ قرار الاستثمار وفقاً لهذا المعيار إذا كان معدل العائد المحاسبي على الاستثمار يساوي أو أكبر من العائد المستهدف؛
2. في حالة المفاضلة بين المشروعات: في حالة الاختيار بين مشاريع بديلة يحل واحد منها محل الآخر فيجب قبول المشروع الذي يحقق أكبر معدل عائد ورفض المشاريع الأخرى، أما إذا كان الاختيار بين مشاريع مستقلة فيجب قبول كل المشاريع التي يتحقق منها معدل عائد أكبر من معدل العائد المستهدف؛

ثالثاً: مزايا وعيوب معيار المعدل المتوسط للعائد

يتميز هذا المعيار بمجموعة من المميزات يميزه عن معيار فترة الاسترداد، كما أن له مجموعة من سلبيات يمكن استخلاصهما في ما يلي²:

1. مزايا معيار المعدل المتوسط للعائد: تتلخص أهم مزايا استخدام معيار المعدل المتوسط على رأس المال المستثمر في المزايا التالية:
 - يتميز هذا المعيار بسهولة الحساب والفهم: يمكن حسابه بسهولة باستعمال المعلومات المحاسبية التي عادة ما تكون متوفرة بسهولة؛
 - يأخذ في اعتباره عامل الربحية المتوقعة من الاستثمار وهو ما أهمله معيار فترة الاسترداد؛
 - يفيد هذا المعيار في تقييم أداء المشروع الاستثماري من خلال العائد السنوي على الوحدة من رأس المال المستثمر فيما يطلق عليه إنتاجية رأس المال مقارنة بتكلفة الوحدة من رأس المال المستثمر

¹: زغدار أحمد، "الموازنة الاستثمارية ودورها في ترشيد الانفاق الاستثماري، دراسة حالة مشروع كهربية السكك الحديدية لضاحية الجزائر العاصمة"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، 2009/2008، ص، 102.

²: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص، ص، 289، 290.

وقدرة المشروع على توفير مصادر للتمويل حيث يعتبر المعدل المرتفع من العائد السنوي دليلاً على القدرة الإرادية للمشروع التي تبنى عليها قرارات التمويل عادة؛

2. **عيوب معيار العائد المتوسط للعائد:** من بين أهم سلبيات معيار العائد المتوسط للعائد نذكر:

- أن من أهم عيوب هذا المعيار أنه يهمل القيمة الزمنية للنقود وبالتالي لا يأخذ التغير في الأسعار في الاعتبار وهو يشترك مع معيار فترة الاسترداد؛
- يساوي بين المشروعات ذات المعدلات المتساوية من العائد وإن اختلفت تدفقاتها النقدية من حيث توقيت حدوثها، حيث تكون في هذه الحالة المشروعات التي تكون صافي تدفقاتها النقدية في السنوات الأولى أعلى تكون أفضل، وذلك بسبب إمكانية إعادة استثمار التدفقات النقدية خلال تلك السنة؛
- يتجاهل المدة الزمنية للمشروعات في المفاضلة بين المشروعات البديلة حيث أن بعض المشروعات قصيرة الأجل قد تعطي معدل عائد سنوي مساوي مع مشروعات طويلة الأجل غير أن المشروعات طويلة الأجل أفضل لأنها تعطي تياراً داخلياً لمدة أطول؛
- لا يؤخذ هذا المعيار بعين الاعتبار التدفقات النقدية ويعتمد كلياً على الربح المحاسبي، حيث يعتبر البعض أن الربح المحاسبي مقياس غير موضوعي وعرضة للتدخل من قبل المحاسب واجتهاده، فمثلاً استخدام طريقة إهلاك معينة سيؤثر على معدل العائد المحاسبي¹.

المطلب الثالث: معيار صافي القيمة الحالية (VAN)

معيار صافي القيمة الحالية واحدة من أكثر التقنيات الموثوقة المستخدمة في إعداد ميزانية رأس المال لأنها تستند إلى نهج التدفق النقدي، يستخدم هذا المعيار على نطاق واسع لتقييم الأعمال التجارية وأمن الاستثمار، ورأس المال الاستثماري وتقييم المشاريع الجديدة، وبرنامج خفض التكاليف، وأي شيء ينطوي على التدفق النقدي.

أولاً: تعريف معيار صافي القيمة الحالية (VAN)

تعرف صافي القيمة الحالية للمشروع بالقيمة المتحققة عن طريق خصم الفروق لجميع التدفقات النقدية السنوية الداخلة والخارجة لكل سنة على حده طوال عمر المشروع بسعر فائدة ثابت، ويخصم هذا

¹: فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 227.

الفرق اعتباراً من اللحظة التي يفترض أن يبدأ فيها تنفيذ المشروع وتجمع مبالغ صافي القيمة الحالية المتحققة في سنوات عمر المشروع من أجل الوصول إلى صافي القيمة الحالية للمشروع¹.

طريقة القيمة الحالية الصافية هي تقييم فني أو إعداد ميزانية رأسمالية توضح كيف يؤثر مشروع استثماري على ثروة المساهمين من حيث القيمة الحالية، والمشاريع الاستثمارية ذات صافي القيمة الحالية الإيجابية تعزز الثروة ويجب قبولها، ولحساب صافي القيمة الحالية للمشروع نقوم بخصم التدفق النقدي المستقبلي باستخدام معدل الخصم، ثم نقوم بمراكمة التدفق النقدي المخصوم وطرح الاستثمار الأولي من الإجمالي، إذا كانت النتيجة النهائية إيجابية فيعني قبول المشروع، وإذا كانت سلبية فينبغي رفض المشروع².

لتقييم المشروع باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية فإنه يتطلب توفر البيانات الأساسية التالية³:

1. مبلغ الاستثمار الأصلي: ويمثل مبلغ النقدية التي يتطلبها المشروع الاستثماري (التدفق الخارج)، والتي تدفع عادة في السنة الأولى من عمر المشروع ولمرة واحدة على الرغم من أن هناك مشاريع قد تتطلب مبالغ إضافية خلال سنوات الاستثمار؛
2. التدفقات النقدية الداخلة السنوية المتوقعة: ويمثل التدفقات النقدية الداخلة المتوقع الحصول عليها من المشروع خلال عمره الإنتاجي؛
3. معدل العائد المطلوب: وهو ما يطلق عليه أحياناً تكلفة التمويل، أو معدل الخصم، ويمثل العائد الذي يطلبه المستثمر على المشروع موضع التقييم، فلكل مشروع في العادة معدل عائد يختلف عن غيره نظراً لاختلاف درجة المخاطرة الخاصة بكل مشروع؛
4. عدد سنوات عمر المشروع: وهي العمر الافتراضي المقدر للمشروع؛
5. قيمة الخردة: وهي القيمة المتبقية من الأصل بعد انتهاء عمره الافتراضي؛

ثانياً: طرق حساب معيار صافي القيمة الحالية

تحتسب القيمة الحالية الصافية على مرحلتين:

¹: محمد إبراهيم عبد الرحيم، مرجع سابق، ص، 111.

²: Surendranath Rakesh Jory, Abdelhafid Benamaraoui, Devkumar Roshan, Nnamdi O. Madichie, "Net Present Value Analysis and the Wealth Creation Process: A Case Illustration", THE ACCOUNTING EDUCATORS JOURNAL , 2016, p, 85.

³: نهاد أسحق عبد السلام أبو هويدي، مرجع سابق، ص، 61.

الفصل الثالث: استخدام التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار

المرحلة الأولى: يتم فيها احتساب القيمة الحالية (VA) لصافي التدفقات النقدية (CF) التي يتوقع أن يحققها المشروع من بداية فترة الانشاء وحتى نهاية عمره الإنتاجي حسب المعادلة التالية:

$$VA = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+t)^i}$$

حيث:

VA: القيمة الحالية للربح الصافي؛

CF_i: التدفق النقدي للفترة (i)؛

t: معدل التخصيم؛

(1 + t)ⁿ: معامل التخصيم؛

n: العمر الافتراضي للاستثمار؛

المرحلة الثانية: يتم فيها طرح قيمة الاستثمار الأولي من القيمة الحالية للأرباح الصافية للوصول إلى القيمة الحالية للمشروع وفق المعادلات التالية¹:

1. في حالة التدفقات النقدية متساوية يمكن احتساب صافي القيمة الحالية وفق المعادلة التالية:

$$VAN = -I + CF * \left[\frac{1 - (1+t)^{-n}}{t} \right]$$

2. في حالة التدفقات النقدية متغيرة (غير متساوية) يمكن احتساب صافي القيمة الحالية وفق المعادلة التالية:

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

3. في حالة وجود قيمة متبقية للمشروع (Z_n) في نهاية حياته فإنها تؤخذ بعين الاعتبار ويطبق عليها معامل تحيين التدفق النقدي للسنة الأخيرة وبالتالي تكون الصيغة الرياضية كالتالي:

¹: L, FEKKAK, "GESTION FINANCIERE", SUPPORT DE COURS, UNIVERSITE SIDI MOHAMED BEN ABDELLAH, FES, 2014/2015, p, 8.

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{Z_n}{(1+i)^n}$$

4. في حالة ما إذا كان المبلغ المستثمر لا ينفق مرة واحدة عند بداية المشروع بل يتم إنفاقه على عدة سنوات فإن الصيغة الرياضية لمعيار صافي القيمة الحالية يكون كما يلي:

$$VAN = \sum_{i=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - \sum_{t=0}^m \frac{I_t}{(1+i)^t}$$

حيث:

VAN : القيمة الحالية الصافية؛

I : الاستثمار الأولي؛

CF : التدفق النقدي؛

n : العمر الإنتاجي للمشروع؛

t : معدل التحين؛

Z_n : القيمة المتبقية للمشروع في نهاية مدة حياته؛

ثالثاً: دلالة معيار صافي القيمة الحالية في تقييم المشروعات

عند حساب صافي القيمة الحالية نكون أمام ثلاثة احتمالات هي¹:

1. صافي القيمة الحالية موجبة ($VAN > 0$) مما يعني أن التدفقات النقدية الداخلة أكبر من القيمة

الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، وهو ما يعني ربحية المشروع وبالتالي يكون مقبولاً ، وفي هذه الحالة يكون المشروع يحقق العائد المطلوب وزيادة؛

2. صافي القيمة الحالية يساوي صفر ($VAN = 0$) مما يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة

تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، يكون الاستثمار في هذه الحالة يحقق العائد المطلوب فقط؛

¹: براهيمى سمية، مرجع سابق، ص، 51.

3. صافي القيمة الحالية سالبة ($VAN < 0$)، مما يعني أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أصغر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة، ويكون المشروع في هذه الحالة يحقق اقل من العائد المطلوب؛

استناداً إلى نتيجة صافي القيمة الحالية يتخذ قرار الاستثمار وفق ما يلي¹:

1. في حالة قرارات القبول أو الرفض: إذا كان صافي القيمة الحالية موجباً (أكبر من أو يساوي صفر) أي أن القيمة الحالية للتدفقات الواردة أكبر من القيمة الحالية للتدفقات الصادرة فإننا نقبل بالمشروع، أما إذا كان صافي القيمة الحالية سالباً أي أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصادرة أكبر من القيمة الحالية للتدفقات النقدية الواردة فإننا نرفض المشروع؛
2. في حالة المفاضلة بين المشروعات: إذا واجهت المنشأة اختيار أحد المشاريع من بين اختيارات متنوعة فإن طريقة صافي القيمة الحالية تستطيع ترتيب هذه الخيارات حسب أفضليتها وتقوم المنشأة باختيار المشروع الذي يكون فيه صافي القيمة الحالية أكبر من غيرها؛

رابعاً: مزايا وعيوب معيار صافي القيمة الحالية

يتصف معيار صافي القيمة الحالية بالدقة والموضوعية إضافة إلى أنه معيار يعتمد على خصم التدفقات النقدية وصولاً إلى القيم الحالية، إلا أن نقطة الضعف فيه أنه ينظر إلى العوائد المتحققة دون الأخذ بعين الاعتبار مقدار رأس المال المستثمر الذي أستخدم في تحقيق تلك العوائد، كما أن صافي القيمة الحالية تتمتع بمجموعة من المزايا والعيوب يمكن استعراضها في ما يلي²:

1. مزايا معيار صافي القيمة الحالية: من مميزات هذه الطريقة هي:
 - معيار صافي القيمة الحالية تأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود؛
 - إن هذه الطريقة تأخذ في الاعتبار جميع التدفقات النقدية في خلال الحياة الإنتاجية للمشروع وتدخلها في العمليات الحسابية؛
 - يتم اختيار المشاريع بشكل منسجم مع هدف مضاعفة قيمة المنشأة واستثمارات المساهمين فيها والسبب في ذلك أن هذه الطريقة تفترض أن المنشأة تحقق أرباحاً تفوق الحد الأدنى المطلوب من

¹: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 46.

²: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، نفس المرجع السابق، ص، 48.

العائد (والذي يتم التعبير عنه باختيار معدل الخصم) ولذلك فإن صافي القيمة الحالية الموجبة يؤدي إلى زيادة سعر السهم السوقي مما يزيد من قيمة استثمارات المساهمين؛

2. **عيوب صافي القيمة الحالية:** من أهم عيوب هذه الطريقة كونها صعبة الاستعمال وحسابها صعب إلى حد ما وخاصة إذا ما تمت مقارنتها مع طريقة فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي، كما أن طريقة حساب صافي القيمة الحالية تفترض مقدماً بأن معدل الخصم المناسب معروف سلفاً والذي عادة ما يساوي كلفة رأس المال بالمنشأة، إضافة إلى ذلك أن طريقة صافي القيمة الحالية لا تعطي نتائج مرضية إذا كان أحد المشاريع البديلة يتطلب استثمارات أكثر أو أقل من المشروع الذي تم اختياره وفي هذه الحالة ليس من الضروري أن يقع اختيار المنشأة على المشروع الذي تكون صافي القيمة الحالية فيه عالية لكونه يتطلب اتفاقات استثمارية أولية كبيرة؛

المطلب الرابع: مؤشر الربحية (IP)

يعد مؤشر الربحية من المؤشرات التي يمكن الاستناد إليها في قبول البدائل الاستثمارية أو رفضها

أولاً: تعريف مؤشر الربحية (IP)

ويسمى أيضاً بمعيار الكلفة/ الربح، في هذه الطريقة يتم حساب مؤشر الربحية من خلال قسمة التدفقات النقدية الداخلية على كلفة الاستثمار، وإن هذه الطريقة تكون نتيجتها كنسبة مئوية وليس كقيمة ولذلك مؤشر الربحية يعطي تصنيف الاستثمار حسب الربحية¹. يقيس مؤشر الربحية الربح الناتج عن استثمار وحدة نقدية، ويقيس الفائدة النسبية التي يمكن الحصول عليها من مشروع استثماري كما أنه معيار رفض لأي مشروع يكون مؤشره أقل من 1². وتتجلى أهمية هذا المعيار في كون أن معيار القيمة الحالية الصافية قد لا يكون كافياً في بعض الأحيان، لذى بعض الأطراف (خاصة الأطراف التي تقوم بعملية التمويل)، يحسب دليل الربحية وفق الصيغة التالية³:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^{t=T} \frac{Cft}{(1+t)^t}}{I_0}$$

¹: بهاء حسين الحمداني، أحمد رعد عبد الحميد، "تطوير إعداد الموازنات الاستثمارية من خلال تقييم المشاريع الاستثمارية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 102، المجلد 24، 2018، ص، 492.

²: L , FEKKAK , op, p, 10.

³: عامر هشام، مرجع سابق، ص، 113.

- إذا كان الاستثمار الأولي دفع كلياً في بداية الفترة (t_0) يكتب (I_0)، وفي هذه الحالة لا يوجد هناك خصم للتدفقات الاستثمارية الخارجة وتصبح الصيغة الرياضية لدليل الربحية كما يلي:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^T \frac{Cft}{(1+i)^t}}{\sum_{t=0}^T \frac{I}{(1+i)^t}}$$

- في حالة وجود قيمة متبقية في نهاية الفترة n تأخذ الصيغة الرياضية الشكل التالي:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^T \frac{Cft}{(1+i)^t} + \frac{zn}{(1+i)^n}}{I_0}$$

- في حالة اعتبار معدل الخصم المستمر r تصبح الصيغة الرياضية لمعيار دليل الربحية كما يلي:

$$IP = \frac{\int_0^T Cft e^{jt} dt + Zn e^{-jt}}{I_0}$$

حيث:

Zn: القيمة المتبقية في نهاية المشروع؛

قاعدة القرار بموجب هذا الأسلوب هي رفض المشروع الذي يحقق مؤشر ربحية أقل من واحد صحيح، وفي حالة تقنين الأموال أو في حالة المشاريع المتمانعة التي يكون فيها مؤشر الربحية أكبر من واحد صحيح، يكون المشروع ذو مؤشر الربحية الأكبر هو المشروع الأفضل¹.

ثانياً: دلالة مؤشر الربحية

إذا كان صافي القيمة الحالية 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 ولو اختلفت في حجمها².

¹: فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 231.

²: معراج هوارى، بهناس عباس، أحمد مجدل، "القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية"، دار كنوز المعرفة، الأردن،

1. في حالة قرارات القبول أو الرفض: نتيجة تطبيق معيار مؤشر الربحية تسفر عن ثلاثة احتمالات هي¹:

- الاحتمال الأول: أن يكون الناتج يساوي أكبر من الواحد أي ($IP > 1$) يكون المشروع ذو ربحية اقتصادية أي له جدوى اقتصادية؛
- الاحتمال الثاني: أن يكون الناتج يساوي الواحد ($IP = 1$) المشروع غير مربح اقتصادياً وليس له جدوى اقتصادية؛
- الاحتمال الثالث: أن يكون الناتج أقل من الواحد أي ($IP < 1$) المشروع ليس له ربحية اقتصادية وليس له جدوى اقتصادية أيضاً؛

2. في حالة المفاضلة بين المشروعات: يتم استخدام طريقة مؤشر الربحية لترتيب المشروعات ذات التكاليف الاستثمارية المتباينة أو ذات الأعمال الاقتصادية المتوقعة المختلفة على أساس ترتيب ربحيتها². إذا كانت المفاضلة بين أكثر من مشروع استثماري فيكون الاختيار للمشروع الذي يعطي قيمة أكبر لمعيار مؤشر الربحية بشرط أن تكون جميع المشاريع الاستثمارية مؤشر ربحيتها موجب.

ثالثاً: مزايا وعيوب معيار مؤشر الربحية

بهدف تجنب التأثيرات السلبية لمعيار صافي القيمة الحالية، استحدث مؤشر الربحية لتحديد أثر الحجم على القيمة الحالية الصافية، وله هو الآخر مزايا وعيوب تميزه عن المعايير السابقة نذكر منها³:

1. مزايا معيار مؤشر الربحية: يمكن حصر مزايا مؤشر الربحية فيما يلي:
 - يعتبر معيار دليل الربحية مؤشراً جيداً لقياس الكفاءة الإنتاجية والاقتصادية للمشروع، ومن ثم تجد لو أن مشروعين تجري المفاضلة بينهما يمكن أن يعطيا قيمتين متماثلتين إذا استخدمنا معيار صافي القيمة الحالية بينما يختلفان حسب معيار دليل الربحية؛
 - يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود؛
 - يساعد هذا المعيار في ترتيب البدائل الاستثمارية ذات الربحية التي لها جدوى اقتصادية بمعنى الأفضل هو الذي يحقق ربحية أكبر؛

¹: عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص، 301.

²: أمين السيد أحمد لطفى، "دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية"، الدار الجامعية، جامعة القاهرة، 2005، ص، 228.

³: معراج هوارى، بهناس عباس، أحمد مجدل، مرجع سابق، ص، 119.

2. عيوب معيار مؤشر الربحية: يمكن حصرها فيما يلي:

- لا يعالج مشكلة الخطر وعدم التأكد التي تصاحب التدفقات النقدية الداخلة والخارجة؛
- يعتمد تطبيقه على تحديد معامل أو سعر الخصم المناسب لخصم التدفقات النقدية وهذا يعني أن الخطأ في التقدير هذا السعر أو العامل سيكون له أثر على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيد؛

المطلب الخامس: معيار معدل العائد الداخلي (TRI)

إن تغير القيمة الحالية الصافية لتصبح قيمتها معدومة عند نقطة التوازن فإن المعدل الذي يحقق لنا هذه القيمة يسمى بمعدل المردودية الداخلي ($VAN = 0$)، أي أن صافي القيمة الحالية يساوي الكلفة المبدئية للاستثمار.

أولاً: تعريف معيار معدل العائد الداخلي (TRI)

معدل العائد الداخلي هو معدل الخصم الذي يبطل صافي التدفقات النقدية المخصومة¹. أو هو معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية للمشروع تساوي صفر، أي معدل الخصم الذي يجعل صافي القيمة الحالية للتدفق النقدي الداخل يساوي الكلفة المبدئية للاستثمار². هو معدل الخصم الذي يلغي صافي القيمة الحالية ويجعل مؤشر الربحية يساوي الواحد³.

إن طريقة احتساب معدل العائد الداخلي هي نفسها المستخدمة في احتساب القيمة الحالية الصافية لكن بدلاً من خصم التدفقات النقدية بمعدل خصم محدد مسبقاً، تجرب عدة أسعار خصم لغاية ما نحصل على السعر الذي تكون عنده القيمة الحالية الصافية معادلة إلى الصفر هذا السعر هو معدل العائد الداخلي، ويمثل الربح الحقيقي للمشروع⁴. ويعبر عنه بالعلاقة التالية:

1. الصياغة العامة لمعيار معدل العائد الداخلي: تكتب الصياغة العامة لمعيار معدل العائد الداخلي كما يلي⁵:

¹: Robert Houdayer, "Evaluation Financière Des Projets Ingénierie de projets et décision d'investissement", 2^e édition, paris, p, 143.

²: بهاء حسين الحمداني، أحمد رعد عبد الحميد، مرجع سابق، ص، 491.

³: Beysul Aytac, Cyrille Mandou, "INVESTISSEMENT ET FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE ", de boeck supe'rieur, BUSINESS SCHOOL, p, 42.

⁴: طلال كداوي، مرجع سابق، ص، 150.

⁵: Robert Houdayer, op, p, 144.

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^n CFN_t(1 + TRI)^{-t} = 0$$

حيث:

CFN_t : هو التدفق النقدي الصافي المتوقع للفترة t ؛

I_0 : الاستثمار المبدئي؛

TRI : معدل العائد الداخلي؛

2. في حالة وجود قيمة بيعه للاستثمار في نهاية مدته: تكتب الصيغة الرياضية لمعيار معدل العائد الداخلي على النحو التالي¹:

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^n CFN_t(1 + TIR)^{-t} + Z_n(1 + TIR)^{-n} = 0$$

3. في حالة التدفقات النقدية منتظمة فإن الصيغة الرياضية تكون كما يلي²:

$$VAN_j = -I_0 + CFN_t \frac{1-(1+TIR)^{-n}}{TIR}$$

ويستند قرار الاستثمار إلى أن المشروع يقبل إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة رأس المال (العائد المطلوب)، ويرفض إذا كان المعدل أقل من تكلفة رأس المال³.

ثانياً: دلالة معيار معدل العائد الداخلي

من حيث التحليل لمعيار معدل العائد الداخلي قد يكون هذا الأخير أعلى أو أقل من الحد الأدنى المطلوب من طرف المؤسسة، أي تكلفة رأس المال أو معدل الخصم الذي تعتمد، وللتوضيح أكثر نستعرض الحالات التي يكون عليها معدل العائد الداخلي⁴:

■ معدل العائد الداخلي أكبر من معدل تكلفة رأس المال، هذا يعني أن صافي القيمة الحالية موجب، وأن المشروع مربح ماليا ويخلق قيمة للمؤسسة؛

¹: عامر هشام، مرجع سابق، ص، 121.

²: نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

³: نهاد أسحق عبد السلام أبوهويدي، مرجع سابق، ص، 61.

⁴: Beysul Aytac, Cyrille Mandou , op, p, 42.

- معدل العائد الداخلي أصغر من معدل تكلفة رأس المال، هذا يعني أن صافي القيمة الحالية سالب، المشروع غير مربح مالياً وغير خالق للقيمة؛
- معدل العائد الداخلي يساوي الصفر، هذا يعني أن صافي القيمة الحالية تساوي الصفر، هذا هو معدل العائد الداخلي المطلوب الذي تتساوى فيه صافي القيمة الحالية مع التكلفة الأولية للمشروع ويجعل المشروع محايداً؛

1. في حالة قرارات القبول أو الرفض: يتلخص معيار القبول أو الرفض تحت طريقة معدل العائد الداخلي بأننا نقبل بالمشروع إذا كان معدل العائد الداخلي يزيد أو يساوي الحد الأدنى للعائد المطلوب من قبل المنشأة ونرفض إذا نقص معدل العائد الداخلي عن المعدل المطلوب¹. وكلما تجاوز معدل العائد الداخلي التكلفة الفعلية لرأس المال (تكلفة التمويل) كان المشروع أكثر جدوى لأن تكلفة رأس المال تمثل الحد الأدنى من العائد على رأس المال الذي يقبل به المستثمر من أجل القيام بالاستثمار².

2. في حالة المفاضلة بين المشروعات: قاعدة القرار هي أن المشروع الذي يحقق معدل عائد داخلي أكبر أو مساوي لتكلفة رأس المال هو مشروع مجدي اقتصادياً (مقبول)، وفي حالة المفاضلة بين المشاريع يتم اختيار المشروع الذي يحقق معدل عائد داخلي أكبر، بشرط أن يكون هذا المعدل أكبر أو مساوي لتكلفة رأس المال³. وفقاً لهذا المعيار كل مشروع كان معدل عائده الداخلي أكبر من تكلفة رأس المال فهو مشروع مقبول والعكس صحيح.

ثالثاً: مزايا وعيوب معيار معدل العائد الداخلي

كما هو الحال في المعايير السابقة التي تم استخدامها في تقييم قرارات الاستثمار الحقيقية، فإن أسلوب معدل العائد الداخلي كذلك له عدداً من المزايا والعيوب نستعرضها فيما يلي:

1. مزايا معيار العائد الداخلي: من مميزات معيار معدل العائد الداخلي ما يلي⁴:

- تأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقود؛

¹: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 50.

²: طلال كداوي، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

³: فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 232.

⁴: عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2019، ص، 237.

- لأنها نسبة مئوية فقد يكون لها مدلول دقيق للإدارة يعبر عن معدل العائد على رأس المال الذي ترغب المنشأة في تحقيقه؛
 - يأخذ بالاعتبار كافة التدفقات النقدية؛
 - يأخذ بالاعتبار مخاطرة التدفقات النقدية للاسترداد؛
2. عيوب معيار معدل العائد الداخلي: ما يعاب على معيار العائد الداخلي ما يلي¹:
- أنها تقوم على أساس التجربة والخطأ لحين إيجاد المعدل الذي يجعل من صافي القيمة الحالية مساوية للصفر؛
 - قد ينتج عن حساب معدل العائد الداخلي بالنسبة للمشروع عدة معادلات مختلفة، أي المشروع قد يكون له أكثر من معدل عائد داخلي في حالة معينة، وذلك عندما تكون التدفقات النقدية غير متساوية؛

رابعاً: مقارنة بين معيار صافي القيمة الحالية ومعيار معدل العائد الداخلي

ان الأسلوبين سيصلان دائماً إلى نفس النتيجة لقبول أو رفض المشاريع التقليدية، ونعني بالمشاريع التقليدية تلك المشاريع التي يوجد بها دفعة مبدئية (تكلفة الاستثمار) يتبعها دفعات من التدفقات النقدية للداخل، عند معدل محدد لتكلفة رأس المال، أما فيما يتعلق بترتيب المشاريع أو أفضليتها فان الأسلوبين قد يرتبا المشاريع بطريقة مختلفة نتيجة لما يلي²:

1. أسلوب صافي القيمة الحالية يفترض أن كل التدفقات النقدية للداخل التي سيتم تحصيلها قبل انتهاء المشروع سيعاد استثمارها بنفس معدل تكلفة رأس المال؛
2. أسلوب معدل العائد الداخلي يفترض من أن كل التدفقات النقدية للداخل التي سيتم تحصيلها قبل انتهاء المشروع سيعاد استثمارها بنفس معدل العائد الداخلي؛
3. وكنتيجة لذلك فان كبر حجم وأهمية التدفقات النقدية للداخل يمكن أن يؤثر على ترتيب المشاريع بطريقة مختلفة بين الأسلوبين؛
4. من الناحية النظرية، فإن أسلوب صافي القيمة الحالية أفضل من أسلوب معدل العائد الداخلي لأن الافتراض القائم على إعادة استثمار التدفقات النقدية للداخل بتكلفة رأس المال هو أكثر واقعية من إعادة استثمار التدفقات عند معدل العائد الداخلي؛

¹ : Beysul Aytac, Cyrille Mandou , op, p, 43.

²: فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، ص، 236، 237.

5. من الناحية العملية، معدل العائد الداخلي أفضل من صافي القيمة الحالية لأن رجال الأعمال يجدون سهولة في فهم ومقارنة العائد الداخلي بتكلفة راس المال؛

المبحث الثاني: معايير تقييم قرارات الاستثمار المالية

الاستثمار المالي هو الاستثمار في الأوراق المالية التي تضم الأسهم والسندات، نهدف هنا من خلال هذا المبحث إلى التعرف على المعايير المستخدمة في تقييم أدوات الاستثمار المالي وذلك بتحديد العوامل ذات العلاقة باتخاذ القرار الاستثمار في الأوراق المالية، وعلى الأسس التي يستند عليها متخذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية عند قيامه بالاستثمار، هذه الأسس تعتبر مؤشرات أو معايير تحكم عملية اتخاذ القرار، وذلك من خلال ما يلي:

المطلب الأول: معايير تقييم قرارات الاستثمار في الأسهم العادية

كما اشرنا في الفصل الثاني من هذه الدراسة في تعريف السهم على أنه عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بطرق تجارية، يميل المستثمرون إلى هذا النوع من الاستثمارات باعتباره يدخل في راس مال الشركة وحملة الأسهم (بغض النظر عن نوع السهم) هم أصحاب الشركة بصفة أساسية، ومن أشهر المعايير المعتمدة في تقييم قرارات الاستثمار في الأسهم العادية ما يلي:

أولاً: عائد السهم (EPS)

قبل أن نشعر في التنبؤ بربحية السهم في المستقبل، يقتضي الأمر تحليل ربحية السهم عن السنة الحالية وذلك بمجرد انتهائها.

1. مفهوم عائد السهم (EPS): يستخدم هذا المؤشر للتعرف على ربحية السهم، أي بمعنى الإيراد السنوي (العائد) للسهم¹.

يمثل نصيب الثروة المجمعة في نهاية كل عام، سواء تم توزيع جزء منها في شكل قسيمات (كوبونات) أو تم احتجاز في صورة احتياطي أرباح مرحلة، وقد اعتبر من أهم المعلومات المحاسبية التي

¹: طلال كداوي، مرجع سابق، ص، 87.

تؤثر على قرارات الاستثمار، ويعتبر سعر السهم ذا فائدة لحملة الأسهم لأنه يعكس نصيب السهم في أصول الشركة، كما أنه يعتبر مؤشراً مقبولاً للدلالة على مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الجارية¹.

ويحسب هذا المؤشر وفق المعادلة التالية²:

$$\text{عائد السهم} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات السهم}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}}$$

يميل المستثمر عادة إلى شراء الأسهم ذات العائد الأعلى وبيتعد عن الأسهم ذات الربحية المنخفضة.

2. دلالة مؤشر عائد السهم: يعد مؤشراً مالياً مهماً يعكس شكل الأداء الذي مارسته إدارة المنشأة لتغطية مركز قوتها في السوق، فزيادة النسبة تعطي للإدارة دوراً مهماً أمام المستثمرين وحملة الأسهم ويعطي الحق للمحلل المالي في أن يؤكد أن المنشأة تتمتع بمركز قوة داخل السوق، في حين يشير انخفاضها وهبوطها إلى تدهور الأداء وبالتالي فهي حالة من حالات الضعف والتي تنعكس على حالها في السوق المالي³. ويحقق هذا المؤشر لمتخذ القرار مجموعة من الأغراض تتمثل فيما يلي⁴:

- التنبؤ بالأرباح المتوقع توزيعها؛
- معدلات النمو المتوقع تحقيقها؛
- القيمة المستقبلية للسهم؛
- وضع السياسات المستقبلية الخاصة بالأرباح؛

ثانياً: حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS)

يميل المستثمر إلى تفضيل السهم ذات الحصص العالية من توزيعات الأرباح وبيتعد عن الأسهم ذات التوزيعات القليلة حتى وإن كان عائدها مرتفع لذلك يلجأ المستثمرون قبل اتخاذ قرارا الاستثمار إلى حساب حصة السهم العادي من التوزيعات.

¹: براهيم على عباس، مرجع سابق، ص، 189.

²: : فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 89.

³: حليلة خليل الجرجاوي، مرجع سابق، ص، 64.

⁴: اليمين سعادة، مرجع سابق، ص، 57.

1. مفهوم حصة السهم العادي من التوزيعات: تدل هذه النسبة على العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر أو المؤسسة في شكل توزيعات نقدية، وهي حصة قسمة الأرباح النقدية الموزعة على عدد الأسهم المكتتب فيها¹. ويحتسب هذا المؤشر كالتالي²:

$$\text{حصة السهم العادي من التوزيعات} = \frac{\text{توزيعات الأرباح المعلن عنها - توزيعات الأسهم}}{\text{عدد الأسهم المسجلة في سجلات الشركة}}$$

2. دلالة مؤشر حصة السهم العادي من التوزيعات: يستخدم هذا المؤشر في تحديد حصة السهم من توزيعات الأرباح، بمعنى الأرباح المستعملة فعلاً من السهم الواحد، إذ قد يحصل أن يترتب للسهم عائداً معيناً قد يتخذ قرار بتوزيع جزء من هذا العائد والاحتفاظ بالجزء الأخر لأغراض تتعلق بسياسات الشركة (المشروع)، إذا كان المستثمر مهتماً بالجانب النقدي وبمقدار النقود المستلمة سيميل إلى تفضيل الأسهم ذات الحصة العالية من توزيعات الأرباح ويتعد عن الأسهم ذات التوزيعات القليلة حتى وإن كان عائدها مرتفع³.

ثالثاً: مردودية السهم العادي (YPS)

يسعى المستثمر دائماً إلى تحقيق الربح من وراء استثماراته لذلك يتم حساب مردودية السهم للاستمرار بالاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرصة استثمارية أخرى، حيث يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة.

1. مفهوم مردودية السهم العادي (YPS): يقصد بربح السهم أو مردودية السهم العائد النقدي التي يستوفيتها حامل السهم إلى القيمة السوقية للسهم، وهو طريقة لقياس حجم التدفق النقدي الذي يحصل عليه المستثمر مقابل كل دينار من سعر السهم⁴. يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة في

¹: رشيد حفصي، "دراسة وتأثير 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 2016/02، ص، 44.

²: أمين السيد أحمد لطفي، "التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص، 242.

³: : طلال كداوي، مرجع سابق، نفس الصفحة.

⁴: فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سابق، ص، 73.

الاستمرار بالاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرصة استثمارية أخرى، ويحسب هذا المؤشر وفق الصيغة التالية¹:

$$\text{مردودية السهم العادي} = \frac{\text{حصة السهم العادي من التوزيعات}}{\text{السعر السوقي}}$$

2. دلالة مؤشر مردودية السهم العادي: يقارن المردود مع سعر الفائدة السائد في السوق فإذا كان المردود أعلى من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتناؤه ذو جدوى، أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه من الأفضل الابتعاد عن هكذا السهم، وإذا كان المستثمر محتفظاً بعدد منها فسيكون الأفضل له التخلص منها بالبيع والبحث عن أسهم غيرها مردودها أعلى من سعر الفائدة².

رابعاً: مضاعف سعر السهم العادي (PER)

حساب مضاعف سعر السهم العادي هو أمر أساسي في تقييم الأسهم، تبين هذه النسبة السعر الذي يكون المستثمر مستعداً لدفعه مقابل ما يحققه كل دينار من الأرباح.

1. مفهوم مضاعف سعر السهم لعادي (PER): وتسمى هذه النسبة بسعر السهم إلى الربح لأنها تظهر مدى استعداد المستثمرين للدفع مقابل الحصول على حصة نسبية من الأرباح السنوية الموزعة أو المحتجزة التي تجنيها الشركة للسهم الواحد، والتي يمكن أن تفسر على أنها عدة سنوات من الأرباح لتسديد ثمن الشراء، وتستخدم أيضاً في تقييم الاستثمارات الحالية أو المتوقعة من وجه نظر المستثمرين³. ويعبر عن ناتج هذه النسبة بعدد المرات، وتحسب وفق العلاقة التالية⁴:

$$\text{مضاعف سعر السهم العادي} = \frac{\text{السعر السوقي}}{\text{عائد السهم}}$$

¹: منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص، 157.

²: طلال كداوي، مرجع سابق، ص، 88.

³: حسن سليمان محمد أبو عودة، مرجع سابق، ص، 55.

⁴: حليلة خليل الجرجاوي، مرجع سابق، ص، 65.

2. دلالة مضاعف سعر السهم العادي: يستخدم هذا المؤشر لتقييم التغيرات في الأسعار السوقية للسهم مما يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار، وعادة توجد نسبة معيارية للسوق، وكلما ابتعد المضاعف بالزيادة عن هذه النسبة كلما كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح¹.

خامساً: القيمة الدفترية للسهم العادي (BVPS)

يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات الهامة لمتخذي قرارات الاستثمار في الأسهم، وذلك لأنه يتابع اتجاهات تطور قيمة السهم عبر السنوات.

1. مفهوم مؤشر القيمة الدفترية للسهم العادي (BVPS): يفيد هذا المؤشر في اتخاذ قرارات الاستثمار ومتابعة اتجاهات تطور قيمة السهم عبر السنوات، حيث يفضل المستثمر المحتفظ الأسهم التي تتزايد قيمتها الدفترية بشكل أكبر من عوائد توزيعات الأسهم بينما المستثمر المغامر يهمل العوائد والتوزيعات بشكل أكبر من القيمة الدفترية للسهم لأنه لا يفضل الاحتفاظ طويلاً بالأسهم، ويحسب هذا المؤشر وفق العلاقة التالية²:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} = \frac{\text{صافي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية المسجلة}}$$

2. دلالة مؤشر القيمة الدفترية للسهم العادي: يعد قرار الاستثمار مثالياً وذو جدوى كبيرة جداً إذا كانت القيمة الدفترية للسهم العادي تساوي القيمة السوقية لأنه في هذه الحالة عند تصفية المشروع فإن قيمته البيعية هي نفسها المسجلة في السجلات، أما إذا كان هناك تباين كبير بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية للسهم فإنه يدل على درجة عالية من الخطورة يتسم بها المشروع، وبالتالي أسهمه عادة ما تكون القيمة السوقية أعلى من القيمة الدفترية وليس العكس³.

¹: طلال كداوي، نفس المرجع السابق، ص، 89.

²: طاهر حردان، مرجع سابق، ص، 120.

³: طلال كداوي، نفس المرجع السابق، ص، 90.

تقيس هذه النسبة مدى النمو المتوقع في حقوق مساهمي الشركة، وكلما ارتفعت قيمتها كان ذلك دليلاً على صحة أداء المنشأة ولذا تعتبر هي الأخرى من المؤشرات الهامة لمتخذي قرارات الاستثمار في الأسهم¹.

سادساً: عائد الاحتفاظ بالسهم (HPR)

يستخدم هذا المؤشر لقياس معدل نمو أو نقص ثروة حامل السهم، كما يمكن استخدامه في احتساب العائد على الاستثمار في السهم.

1. مفهوم مؤشر عائد الاحتفاظ بالسهم (HPR): يقيس هذا المؤشر معدل نمو أو اضمحلال ثروة حامل السهم وتحدد بالمعادلة التالية²:

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسهم} = \frac{\text{القيم الاجمالية لدخل السهم من جميع المصادر}}{\text{سعر الشراء للسهم}}$$

2. دلالة مؤشر عائد الاحتفاظ بالسهم: يقوم المحللون الماليون باحتساب هذه النسبة لما لها من أهمية خاصة كونها تأخذ بعين الاعتبار المكاسب التي يحصل عليها حامل السهم، سواء كانت مكاسب رأسمالية نتيجة ارتفاع السعر السوقي للسهم خلال الفترة المالية أو المكاسب النقدية نتيجة الأرباح النقدية الموزعة³.

ويعد هذا المؤشر من المؤشرات المهمة في مجال تقييم قرارات الاستثمار في الأوراق المالية، حيث أنه يعبر عن العائد الحقيقي للاستثمار، ومن الممكن اتخاذ قرار الاستثمار من خلال مقارنة هذا العائد مع سعر الفائدة السائد في السوق أو النسبة المعيارية التي يحملها المستثمر في ذهنه⁴.

سادساً: معدل دوران السهم العادي (ST)

¹: حليلة خليل الجرجاوي، نفس المرجع السابق.

²: مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009، ص، 204.

³: فهمي مصطفى الشيخ، مرجع سابق، ص، 74.

⁴: طلال كداوي، نفس المرجع السابق، ص، 92.

يقيس هذا المعدل مدى اقبال المستثمرين على السهم في السوق المالي، حيث يميل المستثمرون إلى الأسهم المستثمر فيها وذات الفوائد العالية في الأسواق المالية.

1. مفهوم معدل دوران السهم العادي (ST): يقيس هذا المؤشر مدى الاقبال على السهم في السوق المالي ممثلاً أو معبراً عنه بكمية الأسهم المتداولة في الصفقات المالية التي تحدث على السهم ويحدد هذا المؤشر وفق العلاقة التالية¹:

$$\text{معدل دوران السهم العادي} = \frac{\text{عدد الأسهم المتداولة من نوع معين}}{\text{عدد الأسهم المسجلة من نفس النوع}}$$

2. دلالة معدل دوران السهم العادي: يعد من أهم المعايير التي يجب أن تأخذ في الاعتبار من قبل المستثمرين قبل اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية واختيار سوق المال (البورصة) والوحدة الاقتصادية التي يرغب الاستثمار فيها، لأن معدل دوران السهم يعد مقياساً للمفاضلة بين أسواق المال والوحدات الاقتصادية داخل السوق، لأنه مؤشر يستهدف قياس سيولة السوق أو البورصة بالإضافة إلى أنه يقيس سيولة السهم، حيث كلما زاد معدل دوران السهم ارتفعت سيولته وقلت مخاطرته².

المطلب الثاني: معايير تقييم قرارات الاستثمار في الأسهم الممتازة

أشرنا في الفصل السابق أن الأسهم الممتازة هي عبارة أداة ملكية طويلة الأجل تتميز عن الأسهم العادية كون أن التدفقات النقدية للسهم ثابتة، يحصل حامل السهم الممتاز على توزيعات نقدية ثابتة بصفة منتظمة، وتتمثل هذه التوزيعات في نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم.

إن أسلوب تقييم الأسهم الممتازة لا يختلف بالمرّة عن تقييم الأسهم العادية، في ظل ثبات قيمة التوزيعات المستقبلية³.

¹: مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص، 205.

²: محمد نواف عابد، "أثر الأداء المالي للبنوك وقيمتها السوقية على المسؤولية الاجتماعية، دراسة تطبيقية على قطاع البنوك والخدمات المالية في بورصة فلسطين"، مجلة كلية فلسطين التقنية للأبحاث، العدد الخامس، 2018، ص، 525.

³: منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص، 333.

✚ **تكلفة الأسهم الممتازة:** تكلفة الأسهم الممتازة هو معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة عن طريق الأسهم الممتازة حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوفرة لحملة الأسهم العادية بدون تغيير هذا المعدل، ويتم حسابه وفق المعادلة التالية¹:

$$K_p = \frac{D_p}{p}$$

حيث:

P_0 : تكلفة السهم الممتاز؛

D_p : قيمة التوزيع الثابت للسهم الممتاز (قيمة الكوبون)؛

p : صافي قيمة السهم (بعد خصم مصاريف إصدار السهم)؛

معدل العائد المطلوب (أو معدل خصم التوزيعات) في حالة السهم الممتازة لابد أن يكون أقل من مثيله في الأسهم العادية، والسبب أن حامل السهم الممتاز يتعرض لمخاطر تقل عن تلك التي يتعرض لها حامل السهم العادي.

✚ **دلالة معيار تكلفة الأسهم الممتازة:** إذا كانت القيمة السوقية للسهم أعلى من القيمة العادلة هذا يعني أن قيمته السوقية مغال فيها، ويكون من الأفضل للمستثمر أن يحجم عن شرائه، ومن الأفضل له التصرف فيه بالبيع إذا كان يملكه، وبالطبع لو أن القيمة السوقية للسهم كانت أقل من القيمة العادلة فهذا يعني أن سعره أقل من ما ينبغي، وينصح المستثمر بشرائه².

المطلب الثالث: معايير تقييم قرارات الاستثمار في السندات

تختلف المعايير المستخدمة في تقييم السندات عن تلك المستخدمة في تقييم الأسهم، وذلك بسبب اختلاف طبيعة الأداة الاستثمارية، حيث يعد السند أداة دين طويلة الأجل يحصل أصحابها على فوائد دورية محددة مسبقاً بغض النظر عن أداء الشركة، نتناول في هذا الجزء المعايير المعتمدة في تقييم السندات وذلك من خلال ما يلي:

أولاً: سندات العائد الدوري الثابت (الكوبون)

¹: إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، مرجع سابق، ص، 144.

²: منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، الأسهم والسندات"، مرجع سابق، نفس الصفحة.

السند الذي يقدم كوبون دوري ثابت يتميز بثلاثة معلومات رئيسية هي¹:

1. المصدر: وهي الشركة المساهمة أو الجهات الحكومية التي تصدر هذه السندات.
2. مدة (أجل السند): وهي مدة سريان السند حتى تاريخ الاستحقاق أو الاسترداد.
3. معدل الكوبون (BC): وهو قيمة العائد الثابت الواجب سداً سنوياً ويعبر عنه كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند.
4. نموذج تقييم السندات بعائد دوري ثابت: يتم تقييم السندات ذات العائد الدوري الثابت بأسعار فائدة سنوية وذلك من خلال الصيغة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+K_d)^t} + \frac{M}{(1+K_d)^n}$$

حيث:

P_0 : القيمة الحالية للسند؛

I : الفائدة المدفوعة سنوياً؛

M : القيمة الاسمية للسند المطلوب في الفترة n ؛

K_d : معدل العائد المطلوب على السند من طرف المستثمر؛

n : فترة الاحتفاظ بالسند؛

حامل السندات يكونوا مهتمين أكثر بارتفاع أسعار الفائدة في السوق لأن ذلك سيؤدي إلى انخفاض قيمة السند، وكلما كان الوقت أقصر حتى موعد الاستحقاق السند، كلما كان تأثير سعر الفائدة على قيمة السند في السوق أقل، بتعبير آخر أن فترة استحقاق السندات الأقصر أقل عرضة لمخاطر أسعار الفائدة من السندات ذات فترة الاستحقاق الأطول، مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة مثل، معدل الكوبون، والقيمة الاسمية، ومبلغ الفائدة².

¹: أسامة عبد الخالق الأنصاري، مرجع سابق، ص، 175.

²: فايز سليم حداد، مرجع سابق، ص، 185.

5. السندات صفرية الكوبون (أو السند المخصوم): هي سندات تباع عند الإصدار بسعر أقل من القيمة الاسمية (عند معدل خصم معين)¹.

السندات الصفرية لا يحصل المستثمر على فوائد دورية، وبدلاً من ذلك فإنه يشتري السند بسعر أقل من قيمته الاسمية، ويحصل في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية، ويمثل الفرق الفوائد المستحقة لذا يعد السند الصفري بمثابة سند خصم، هذا وكلما اقترب السند من تاريخ الاستحقاق ارتفعت قيمته السوقية، بما يعني انخفاض قيمة الفوائد المستحقة².

ثانياً: مردود (أو ريع) السند (BY)

يستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية الخيارات الاستثمارية الأخرى، وذلك ضمن مفهوم كلفة الفرصة البديلة، ويقاس ريع السند بعدة صور كالآتي³:

1. المردود أو الريع الاسمي (NY): يمثل الدخل السنوي منسوباً لقيمته الاسمية، وهو في حقيقته سعر فائدة السند ويحتسب كالآتي:

$$\frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}} = \text{المردود أو الريع الاسمي}$$

2. المردود أو الريع الجاري (CY): ويمثل الكوبون منسوباً لقيمته السوقية ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة السوقية للسند}} = \text{المردود أو الريع الجاري}$$

3. المردود المتوقع للسند (PY): يعد من المؤشرات المهمة في تقييم ربحية السندات، حيث أنه يأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات المتوقعة من السند، وتتمثل التدفقات في الدخل السنوي الذي يحصل عليه حامل السند بافتراض أنه سيحتفظ به لحين استحقاقه مضافاً إليه القيمة المستردة للسند بتاريخ الاستحقاق والتي يمكن أن تكون القيمة الاسمية أو غيرها، ويطلق عليه البعض مصطلح العائد لحين

¹: أسامة عبد الخالق الأنصاري، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

²: منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية"، الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص، 471.

³: طلال كداوي، نفس المرجع السابق، ص، ص، 95، 96.

الفصل الثالث: استخدام التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار

الاستحقاق، وهو يمثل معدل الخصم الذي لو تم بموجبه خصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند لكانت القيمة الحالية مساوية للسعر السوقي للسند بتاريخ الخصم، ويتم تحديده وفق الصيغة التالية:

$$Y = C + \frac{\frac{P-V}{P+V}}{\frac{n}{2}}$$

حيث:

Y: المردود المتوقع للسند؛

C: كوبون السند؛

P: القيمة المستردة للسند (القيمة الاستهلاكية)؛

V: سعر شراء السند؛

N: أجل السند؛

ثالثاً: عائد الاحتفاظ بالسند (HRR)

هو معدل العائد المركب الذي يحصل عليه المستثمر عن سند قام بشراؤه عند السعر الحالي للسند بالسوق ثم قام بالاحتفاظ به حتى نهاية المدة أو فترة الاستحقاق، ولعائد الاحتفاظ بالسند طريقتين في الحساب¹:

1. إذا قام بشراؤه بسعر القيمة الاسمية، فإن معدل عائد الاحتفاظ بالسند هو عبارة عن معدل سعر الفائدة الثابت (معدل الكوبون) للسند.

2. إذا قام بشراؤه بأي سعر غير القيمة الاسمية فإن عائد الاحتفاظ بالسند يعكس التدفقات النقدية السنوية في صورة كوبون نقدي وكذلك الأرباح أو الخسائر الرأس مالية، ويحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسند} = \frac{\text{القيمة الاجمالية للدخل من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السند}}$$

¹: أسامة عبد الخالق الأنصاري، مرجع سابق، ص، 178.

المطلب الرابع: معايير تقييم قرارات الاستثمار في المشتقات المالية

المشتقات المالية هي أدوات مالية مرتبطة بأداة مالية محددة أو مؤشر أو سلعة، تستمد قيمة المشتق المالي من سعر الأصل الأساسي (السعر المرجعي)، لأن السعر المستقبلي غير معروف على وجه اليقين، أي لا يمكن توقع أو تقدير قيمة المشتق المالي عند الاستحقاق، تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض بما في ذلك إدارة المخاطر والتحويط والمراجعة بين الأسواق والمضاربة.

أولاً: معايير تقييم العقود المستقبلية

يعتمد تسعير العقود المستقبلية على سعر العقد المستقبلي وقيمه¹:

1. الفرق بين سعر العقد المستقبلي والسعر في السوق الحاضر: عادة ما يتقلب سعر العقد المستقبلي صعوداً أو هبوطاً مع تقلب سعر الأصل في السوق الحاضر هذا لا يعني تساوي السعيرين، بل يعني فقط وجود ارتباط بينهما، وإن ظل السعر في العقد المستقبلي في العادة أعلى بما يعادل تكلفة الاحتفاظ بالأصل حتى تاريخ التسليم، وعادة ما يطلق على تكلفة الاحتفاظ بالنسبة للسلع القابلة للتخزين بالأساس، وكلما اقترب تاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد انخفض الهامش بين السعيرين، على أساس أنه ببلوغ التسليم لن يكون هناك محل لتكلفة الاحتفاظ، وليصبح الهامش مساوياً للصفر، تحدد العلاقة بين السعر المستقبلي والسعر الحاضر وفق الصيغة التالية:

$$V_t = F_{t-1} - F_t$$

حيث:

V_t : قيمة العقد؛

F_{t-1} : قيمة السعر الذي حرر به العقد؛

F_t : تمثل سعر العقد في لحظة تقدير قيمته؛

2. السعر النظري لعقد مستقبلي على الأسهم: العقود المستقبلية على الأسهم يعطي صاحبه الحق والواجب للشراء أو بيع السهم، لذلك فإن قيمة الاستثمار هي تكلفة تمويل شراء الأسهم، ناقص القيمة

¹: سميرة محسن، "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية -دراسة حالة البنك BNP PARIBAS -"، مذكرة ماجستير، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005/2006، ص، 156.

الحالية للأرباح التي تم الحصول عليها من الأسهم، إذا كان من يتوقع أي توزيعات خلال فترة العقد لذلك فالتعامل مع العقود المستقبلية للأسهم يجب أن يكون التنبؤ دقيق لأرباح الأسهم، وتكتب الصيغة الرياضية لحساب السعر النظري لعقد مستقبلي على الأسهم بالشكل التالي¹:

$$F = (S - I)e^{rT}$$

حيث:

F: سعر العقد المستقبلي على السهم؛

S: سعر الأصل الأساسي (سعر السهم).

I: هي القيمة الحالية للتوزيعات المحتملة مستقبلاً؛

T: الوقت المتبقي حتى تاريخ تسليم العقد (يحسب بالسنوات)؛

r: معدل الاقتراض؛

3. السعر النظري لعقد مستقبلي لأصل مالي ذات دخل ثابت: وهي الأصول التي تتم دفع عائد دوري ويتم التعبير عن هذا التدفق بنسبة مئوية من سعر الأصل المالي، فتكون صيغة التسعيرة على الشكل التالي²:

$$F = (S - I)e^{(r-q)T}$$

حيث:

q: معدل العائد الثابت؛

ثانياً: معايير تقييم عقود الخيارات

¹: عيساوي سهام، "دورتداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرتسي-"، أطروحة دكتوراه، علوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014، ص، 94.

²: عيساوي سهام، مرجع سابق، ص، 95.

الخيار هو: عقد يمثل حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين بسعر معين (سعر التعاقد أو التنفيذ) خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى العلاوة، ومثل كثير من العقود يتكون الخيار من ثلاثة أطراف، بائع ومشتري وغرفة مقاصة التي تقوم بدور الوكيل عن كل من البائع والمشتري، ولا بد في عقود الخيار من تحديد الأصل محل التعاقد وسعر التعاقد وتاريخ انقضاء أجل التعاقد ومبلغ التعويض (العلاوة) وصنف الاختيار ونوع عقد الاختيار (بيع أو شراء)، ويمكن أن يكون الأصل محل التعاقد سهماً، أو سناً أو سعر فائدة أو عملة أو مؤشراً أو عقداً مستقبلياً أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق المالية¹.

1. نموذج تسعير الخيارات المالية: تعتبر تسعير الخيارات من أحدث ما جاء به الفكر المالي الحديث في الوقت الحاضر، وتكمن أهمية نظرية تسعير الخيارات في الطريقة أو الكيفية التي تقيم بها الخيارات².

هناك مصطلحات خاصة تستخدم لوصف العلاقة بين سعر ممارسة الحق والسعر السوقي، فإذا تجاوز الأصل المالي VS سعر ممارسة E خيار الشراء يقال أن الشراء مربح ويكون له قيمة قابلة للممارسة فوراً، وإذا كان سعر الأصل المالي أقل من سعر التنفيذ يقال عن الخيار أنه لا يدر نقوداً أو غير مربح وأخيراً فإن هناك خيارات شراء قريبة من الربح وهي التي تكون أسعار ممارستها أعلى قليلاً من السعر السوقي الجاري، على حين أن خيارات الشراء متعادلة هي التي تكون أسعار ممارستها مساوية لسعر الأصل، وتتنطبق نفس هذه التعريفات على خيارات البيع ولكن بالعكس، ومختصر القول أن³:

- إذا كان $VS > E$ يكون خيار الشراء مربح أو مدر للنقود وخيار البيع غير مربح؛
- إذا كان $VS < E$ يكون خيار الشراء غير مربح وخيار البيع مربح؛
- إذا كان $VS = E$ يكون خيار الشراء وخيار البيع متعادلاً؛

¹: عبد الكريم أحمد قندوز، "تحليل لأساليب تسعير عقود الخيارات المالية"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، العدد 2، ص، 174.

²: مسعودة بن لخضر، "عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال، دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014"، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015، ص، 109.

³: عيساوي سهام، مرجع سابق، ص، 129.

1.1 القيمة الذاتية: يطلق على هذه القيمة أحياناً بالقيمة الحقيقية أو الجوهرية، وتعتبر عن قيمة الخيار في تاريخ الاستحقاق، أو إذا تم تنفيذه حالياً (أي لحظة اتخاذ قرار التنفيذ) ويحسب من خلال اختيار القيمة الأكبر من القيمتين، الأولى وهي الفرق بين سعر السهم السوقي (P) وسعر تنفيذ الخيار (E)، والقيمة الثانية هي الصفر ويتم حسابها وفق العلاقة التالية¹:

$$(Ca). call Intrinsic Value = Max[(P - E), 0]$$

حيث:

Ca: القيمة الذاتية لشراء الخيار؛

Max: دالة تعظيم أو اختيار القيمة الأكبر؛

E: سعر تنفيذ الخيار؛

P: السعر السوقي للسهم عند اتخاذ القرار لتنفيذ أو في تاريخ الاستحقاق؛

والسبب في وجود دالة التعظيم (Max) استحالة أن تكون قيمة الخيار سالبة طالما أن حامل الخيار غير ملزم بتنفيذ الخيار إذا كان السعر السوقي لخيار الشراء أدني من سعر التنفيذ في لحظة اتخاذ التنفيذ أو في تاريخ الاستحقاق أما إذا كان الفرق بين سعر السهم السوقي وسعر التنفيذ مريحاً، فإن للخيار قيمة ذاتية تساوي الفرق بين القيمتين.

القيمة الذاتية لخيار البيع تحسب كالتالي²:

$$(Pu). Put Intrinsic Value = Max[(E - P), 0]$$

حيث:

Pu: القيمة الذاتية لخيار البيع؛

¹ مسعودة بن لخضر، مرجع سابق، ص، ص، 110، 111.

² طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر المحاسبية)"، الدار الجامعية، جامعة عين شمس، 2001،

ص، 82.

1.2 القيمة الزمنية: تحسب القيمة الزمنية لعقد الخيار بالفرق بين القيمة السوقية لعقد الخيار وبين القيمة الذاتية لنفس العقد مع ثبات العوامل الأخرى، تزداد القيمة الزمنية للعقد كلما ابتعد تاريخ انتهاء صلاحيته، وذلك على أساس أن امتداد الزمن يعني فرصة أفضل لإمكانية تحرك سعر السهم في الاتجاه الذي يتوقعه مشتري العقد، وتعبّر عن القيمة الزمنية بالمعادلة التالية¹:

$$\text{Option price} = \text{intrinsic value} + \text{time value}$$

وبناء على المعادلة السابقة تكون القيمة الزمنية لحق الخيار هي الفرق بين القيمة الذاتية وقيمة حق الخيار ويعبر عنها بالشكل التالي:

$$\text{time value} = \text{Option price} - \text{intrinsic value}$$

2. نموذج بلاك شولز لتقييم عقود الخيارات: تم تطوير هذا النموذج في عام 1973، وقد سمي بهذا الإسم نسبة إلى Myron Scholes & Fischer Blak ، وكان إيجاد هذا النموذج حدثاً هاماً، إذ أثر بشكل مباشر وغير مباشر على قرارات المتعاملين بالخيارات وقد دعمت عدة دراسات هذا النموذج واقترحت بأن الخيارات حسب هذا النموذج يتم تسعيرها بشكل كفؤ².

فنموذج بلاك شولز يمكن من تقييم أي خيار وبدون معرفة القيمة السوقية للخيار الآخر، فقيمة خيار الشراء يمكن أن توضح بلغة الأصل الفوري أو الورقة المالية الخالية من المخاطر، حيث لا حاجة لمعرفة قيمة خيار البيع، ويقوم نموذج بلاك شولز على مجموعة من الافتراضات تتمثل في³:

- لا توجد تكاليف على المعاملات، كما لا توجد ضرائب؛
- معدل الفائدة قصير الأجل (خالي المخاطرة) معلوم وثابت وهو نفسه سواء للإقراض أو للإقتراض؛
- الأسعار تتبع طريقة الانتشار العشوائي؛
- يمكن استخدام البيع على المكشوف على الأصل محل التعاقد؛
- عدم توزيع أرباح على الأسهم؛

¹: عيساوي سهام، مرجع سابق، ص، 130.

²: زينب جوجو، "دور المشتقات المالية في انتشار الأزمات المالية، دراسة مقارنة"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، تخصص عقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2018/2017، ص، 90.

³: بن دعاس زهير، "تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز -حالة سوق الخيارات الكويتي-"، معارف (مجلة علمية محكمة)، العدد 20، جوان 2016، ص، 232.

يعبر نموذج بلاك شولز لخيار الشراء وفق العلاقة التالية¹:

$$P = P_0 N(d_1) - X e^{-nt} N(d_2)$$

نموذج بلاك شولز لخيار البيع يعبر عنه بالشكل الموالي وفق العلاقة التالية²:

$$V = P + X e^{-vt} - P_0$$

حيث:

P: سعر خيار الشراء؛

P0: السعر السوقي للأسهم العادية؛

N(d1): دالة الكثافة التراكمية لـ (d1)؛

N(d2): دالة الكثافة التراكمية لـ (d2)؛

X: سعر التنفيذ (الممارسة)؛

e: أساس اللوغاريتم = 2.72؛

أما قيم $N(d1)$ و $N(d2)$ فتستخرج من جدول التوزيع الطبيعي، وبالتالي المتغير الوحيد المجهول هو التباين (σ) ويحسب بالتركيب المستمر لعمر السهم خلال عمر الخيار، إذ يمكن تقدير التباين خلال البيانات التاريخية لأسعار الأسهم، إلا أن ما يحتاجه المستثمر في الحقيقة هو التقلب المستقبلي للسهم، وهي قيمة مجهولة، لذلك يقود اختلاف تقديرات المستثمرين لتباين الأسهم إلى اختلافي تقدير أسعار الخيارات المالية، ويتم حساب $d1$ و $d2$ على النحو التالي³:

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t} \quad d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{X}\right) + \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)t}{\sigma\sqrt{t}}$$

¹: زينب جوجو، مرجع سابق، ص، 92.

²: بن دعاس زهير، مرجع سابق، ص، 233.

³: عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سابق، ص، 178.

المطلب الخامس: معايير تقييم قرارات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية

بالإضافة إلى الأسلوب البسيط في تقييم قرارات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية هناك العديد من النماذج لقياس قرارات الاستثمار في المحفظة الاستثمارية، عرفت هذه النماذج بالأسلوب العلمي أو المزوج والذي يعتمد على تقييم الاستثمارات من خلال العائد والمخاطرة.

أولاً: الأسلوب البسيط

هو أسلوب يعتمد على احتساب معدل العائد على الأموال المستثمرة كأساس لتحديد كفاءة أداء شركة الاستثمار، والذي يعتمد على المعلومات المنشورة عن قيمة الأصل الصافية للسهم وكذلك الأرباح الإردية والرأسمالية الموزعة، دون الأخذ بعين الاعتبار البيانات الخاصة بدرجة المخاطر والأمان لهذه الاستثمارات، ويتم التعبير عنه بالمعادلة التالية¹:

$$R_t = \frac{D_t + b_t + (V_{t1} - V_{t-1})}{V_{t-1}}$$

حيث:

R_t : تمثل العائد على الاستثمار في المحفظة للفترة الواحدة؛

D_t : التوزيعات النقدية الجارية؛

b_t : الأرباح الرأسمالية المحققة خلال الفترة الواحدة؛

V_{t-1} : القيمة السوقية للمحفظة بداية الفترة؛

V_{t1} : القيمة السوقية للمحفظة في نهاية الفترة؛

هذا ومن الملائم أن يقوم المستثمر بمقارنة معدل العائد على الاستثمار في محفظته مع معدل العائد على الاستثمار في محافظ مستثمرين آخرين، يعاب على نموذج البسيط في تقييم أداء محفظة الأوراق المالية تركيزه على العائد دون أخذ المخاطر في الحسبان، فقد تحقق محفظة ما عائداً أكبر من العائد الذي تحققه محفظة أخرى، غير أن الزيادة في العائد لا تكفي للتعويض عن زيادة المخاطر التي قد

¹: توفيق عوض شبير، "بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، منكرة ماجستير، المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، ص، 57.

ينطوي عليها الاستثمار منها، ولتجنب ذلك العيب فقد اقترحت بدائل لقياس مستوى أداء المحفظة تأخذ في الحسبان كل من العائد والمخاطرة، ولذا هناك من يطلق عليها الأساليب المزدوجة¹.

ثانياً: نموذج ترينور (Treyner Model)

قدم ترينور في عام 1956 نموذج الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها جيداً وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا (β)، ويتم حسابه بالصيغة التالية²:

$$T_n = \frac{R_n - R_f}{\beta_n}$$

حيث:

T_n : مقياس ترينور لقياس المحفظة؛

R_n : معدل عائد المحفظة؛

R_f : العائد الخالي من المخاطرة؛

β_n : معامل بيتا للمحفظة ويحسب وفق العلاقة التالية³:

$$\beta_n = \sum_{i=1}^n W\beta_i$$

تمثل:

W : نسبة الورقة المالية في المحفظة؛

β_i : معامل بيتا للورقة المالية في المحفظة؛

n : عدد الأوراق المالية في المحفظة الاستثمارية؛

¹: نعمان محصول، نور الدين محرز، "تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02، جوان 2018، ص، 69.

²: نعمان محصول، نور الدين محرز، مرجع سابق، ص، 70.

³: نبيل بوفليج، عبو ربيعة، "مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية - دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 02، سبتمبر 2017، ص، 169.

حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة يكون أداء المحفظة أفضل، ويعاب على هذا النموذج أن دقة الترتيب والتصنيف للمحافظ تعتمد على فرضية تقييم الاستثمارات من خلال طريقة التنوع المثالي للمحافظ والتي يمكن من خلالها القضاء على المخاطر غير المنتظمة والمتعلقة بالشركة نفسها وهذا غير دقيق من الناحية العملية¹.

ثالثاً: نموذج وليام شارب (Sharpe Model)

يعتبر مؤشر شارب من بين المقاييس المركبة لقياس أداء محفظة الأوراق المالية، ويقوم على أساس قياس العائد والخطر "المخاطر الكلية سواء النظامية وغير النظامية، والذي أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، فهذا النموذج يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة الاستثمارية، يستخدم وليام شارب الانحراف المعياري في قياس المخاطر الكلية وذلك النموذج يستخدم في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة، ويعبر على نموذج شارب بالعلاقة التالية²:

$$RS = \frac{R_p - R_f}{\sigma_p}$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية؛

R_f : العائد الخالي من المخاطرة؛

σ_p : الانحراف المعياري لمحفظة استثمارية؛

RS : مؤشر شارب؛

إن مقياس شارب يقيس علاوة مخاطر المحفظة إلى المخاطر الكلية والتي يعبر عنها بالانحراف المعياري كما أنه يفرق بين المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، وكلما كانت هذه النسبة مرتفعة كلما كان

¹: توفيق عوض شبير، مرجع سابق، ص، 59.

²: عبد العالي صالح، "دور البرمجة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى، دراسة حالة بورصة عمان"، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، تخصص طرق الأمثلية في الاقتصاد، جامعة الجزائر 3، ص، 32.

أداء المحفظة أفضل، ويتم استخدام نموذج شارب في المقارنة بين تلك المحافظ ذات الأهداف المتشابهة والتي تخضع لقيود مماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط¹.

رابعاً: معيار جنسون (Johnson Model)

قدم جنسن عام 1968 نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل ألفا (α)، وتقوم فكرة ذلك النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، فالمقدار الأول يعبر عن مقدار العائد الإضافي أما المقدار الثاني فيعبر عن علاوة خطر السوق ومعامل ألفا يشير إلى أداء المحفظة يكون جيد لو كان المعامل موجب ويكون سيئاً لو كان المعامل سالباً، أما إذا كان ألفا مساوياً للصفر فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث يتساوى عائد المحفظة مع عائد السوق ويعتمد ذلك المقياس على استخدام نموذج تسعيرة الأصول الرأسمالية CAPM كمعيار لتقييم أداء المحفظة من خلال المقارنة بين معدل العائد الفعلي المحقق ومعدل العائد المحسوب وفقاً لنموذج تسعيرة الأصول الرأسمالية، ومنه يظهر مؤشر جنسن على الشكل التالي²:

$$\text{Alpha } \alpha = (R_p - R_f) - \beta(R_M - R_f)$$

حيث:

$(R_p - R_f)$: العائد الصافي أو علاوة مخاطر المحفظة الاستثمارية؛

$\beta(R_M - R_f)$: علاوة خطر السوق؛

خامساً: نموذج بلاك (Black Model)

قدم بلاك نموذجاً عرف بـ (Zero-beta CAPM) يقوم على فرضيتين من فرضيات نموذج تسعيرة الأصول الرأسمالية، الفرضية الأولى هو وجود أصول خالية من المخاطر، وبالتالي هناك إمكانية للاقتراض والإقراض عند هذا المعدل، والفرضية الثانية هو وجود معدل واحد للاقتراض والإقراض، ويقوم هذا النموذج عند تقييم الأسهم أو المحافظ الاستثمارية باستبدال معدل العائد الخالي من المخاطر بمعدل

¹: نيبيل بوفليج، عبو ربيعة، نفس المرجع السابق.

²: عبد العالي صالح، مرجع سابق، ص، 33.

الفصل الثالث: استخدام التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار

العائد للمحافظ الاستثمارية التي يكون معامل بيتا لها يساوي صفر، ويمكن تحديد قيمة المؤشر لهذا النموذج من خلال المعادلة التالية¹:

$$E(R_p) - E(R_z) = \alpha_p + \beta_p(E(R_M) - E(R_z))$$

حيث:

$E(R_p)$: عائد المحفظة الاستثمارية؛

$E(R_z)$: العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية في حال كانت بيتا تساوي صفر؛

α_p : معامل ألفا؛

$E(R_M)$: عائد محفظة السوق؛

β_p : بيتا المحفظة الاستثمارية؛

سادساً: نموذج فاما (Fama Model)

قدم فاما نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، ويقوم النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، والذي يوضح العلاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة، ويمكن صياغة معادلة منحنى السوق المتوقع من خلال المعادلة²:

$$E(R_p) = R_F + \left[\frac{E(R_M) - R_F}{\sigma_m} \right] \left[\frac{\text{Cov}(R_p) - E(R_M)}{\sigma_m} \right]$$

حيث:

$E(R_p)$: العائد المتوقع للمحفظة؛

R_F : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

σ_m : الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق؛

¹: توفيق عوض شبيب، مرجع سابق، ص، 61.

²: عبد القادر حوة، "بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة"، مذكرة ماجستير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 03، 2010/2009، ص، 187.

وطبقاً للمعادلة أعلاه فإن العائد المتوقع على المحفظة يعادل معدل العائد على الاستثمارات الخالية من الخطر مضافاً إليها بدل الخطر والمتمثل في المقدار $\left[\frac{E(R_m) - R_F}{\sigma_m} \right]$ ، والذي يطلق عليه أيضاً تسعيرة السوق لوحدة المخاطر، مضروباً في مخاطر الأصل أو المحفظة، والذي يتم قياسه بالمقدار $\left[\frac{CovE(R_p) - E(R_m)}{\sigma_m} \right]$

ويقوم هذا النموذج على فرضية السوق الكاملة، كما يمكن تجزئة هذا النموذج إلى ثلاثة مكونات أساسية هي¹:

1. **تقييم الانتقائية:** وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار المحفظة وذلك عن طريق عائد الإنتقائية، وذلك العائد هو الفرق بين المحفظة الاستثمارية وعائد محفظة متنوعة تنوعاً جيداً؛
2. **تقييم التنوع:** وهو مقياس يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنوع، حيث أن عائد الانتقائية يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد هما:
 - العائد الناجم من الانتقائية؛
 - العائد الناجم من التنوع؛
3. **تقييم الخطر:** هو مقياس لخطر المحفظة، إذا فرض أن المستثمر يهدف إلى تحمل مستوى معين من الخطر في محفظة الأوراق المالية، فإن معامل بيتا (β) في ذلك الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضاً عن مستوى الخطر؛

المبحث الثالث: الاتجاهات الحديثة للتحليل المالي ودورها في اتخاذ قرارات الاستثمار

إلى جانب المؤشرات المالية والمحاسبية التقليدية للتحليل المالي المستعملة في تقييم الأداء المالي والمتمثلة في النسب المالية ومؤشرات التوازن المالي والأساليب الرياضية والإحصائية التي تم التطرق إليها في الفصل الأول من هذه الدراسة، يبحث المحللون الماليون عن أساليب تحليل بديلة للبيانات المالية التي تعكس الأداء الفعلي للشركة، تعتبر كل من القيمة الاقتصادية المضافة والقيمة السوقية المضافة وبطاقات الأداء المتوازن من المؤشرات الحديثة لتقييم أداء المنشأة الصحيح وتحديد القيمة العادلة للسهم، سنقوم في هذا المبحث بالتطرق بشيء من التفصيل إلى أهم المفاهيم المتعلقة بهذه المؤشرات باعتبارها من بين الأدوات التي يعتمد عليها المستثمرون والإدارة المالية لتعظيم القيمة السوقية للسهم.

¹: عبد العالي صالح، مرجع سابق، ص، 34.

المطلب الأول: القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

يعد مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) من أكثر معايير تقييم الأداء المالي نجاحاً وأحدثها حيث يقوم هذا الأخير على فكرة أن المؤشرات المحاسبية التقليدية مثل العائد على السهم، العائد على حقوق الملكية، والعائد على الاستثمار غير كافية عندما يتعلق الأمر بخلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين.

أولاً: مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)

يرجع الفضل في ظهور مدخل القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) Economic Value Added للباحثين جول سترين Joel Stren وزميله جي بينت ستوارتس G.Bennett Stewart، اللذان كان يعملان لحساب شركة سترن ستوارتس Stern – Stewart للاستشارات، كان ذلك في عام 1982، ويقوم المدخل المذكور على أن كفاءة الإدارة تقاس بمدى قدرتها على تحقيق أرباح من التشغيل تزيد عن تكلفة الأموال المستثمرة بصرف النظر عن مصدرها الملاك أم المقرضون¹.

1. تعريف مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): تعرف القيمة الاقتصادية على أنها معيار لقياس الأداء من خلال تحديد الأساليب التي تساهم في رفع قيمة المؤسسة، فهي تسمح بتحديد الأرباح المتبقية بعد طرح التكاليف الراسمالية، وتقييم تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، والقيمة الاقتصادية المضافة تساوي بالضبط المبالغ التي تم الحصول عليها من خلال التدفقات النقدية المخصومة أو صافي القيمة الحالية، كما أنها تمثل الصورة الحقيقية لخلق الثروة للمساهمين وتساعد المديرين على اتخاذ قرارات الاستثمار وتحديد الفرص المتاحة، وبعبارة أخرى القيمة الاقتصادية المضافة هي معيار فعال يدل على نوعية السياسات الإدارية ومؤشر موثوق به فيما يتعلق بتحديد طريقة نمو القيمة لكونها تعتمد على مبدئين أساسيين في صنع القرار هما²:

- يجب أن يكون الهدف الأساسي لكل شركة مالية تعظيم ثروة المساهمين ورفع القيمة؛
- قيمة كل شركة تعتمد على حقيقة أن الأرباح المتوقعة في المستقبل ستكون أقل من تكلفة رأس المال؛

¹: منير إبراهيم هندی، "حوكمة الشركات مدخل في التحليل المالي وتقييم الأداء"، مرجع سابق، ص، 346.

²: حسنية صيفي، نوال بن عمارة، "قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة - دراسة حالة المؤسسة في

مؤشر CAC40 خلال الفترة (2008 - 2013)"، مجلة الباحث، العدد 15، 2015، ص، 181.

2. طرق حساب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة (EVA): الجدول رقم (12) كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة.

الجدول رقم (12) كيفية حساب القيمة الاقتصادية المضافة

صافي الربح التشغيلي
+ الزيادة في مخصص الديون المعدومة
+ الزيادة في كلفة البحث والتطور
+ الزيادة في احتياطي تقييم المخزون
+ إطفاء شهرة المحل
+ الخسائر غير العادية
- الأرباح غير العادية
- كلفة الاستثمار
= القيمة الاقتصادية المضافة

المصدر: عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، ص، 139.

هناك طريقتين لحساب القيمة الاقتصادية المضافة وهما¹:

- الطريقة الأولى: وهي الفرق بين العائد وتكلفة رأس المال مضروباً في رأس المال المستثمر وتحسب وفق العلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) = (معدل العائد - تكلفة رأس المال) * رأس المال المستثمر

$$EVA = (ROCI - CMPC) * CI$$

- الطريقة الثانية: تحسب القيمة الاقتصادية المضافة من خلال الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة وقيمة تكلفة رأس المال وتحسب وفق العلاقة التالية:

¹: عمر الفاروق زرقون، محمد زرقون، "فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية - دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية لخدمات الأبار (ENSP) للفترة 2009/2012"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 2، جوان 2014، ص، ص، 36، 37.

القيمة الاقتصادية المضافة (EVA) = صافي الربح بعد الضريبة (NOPAT) - تكلفة رأس المال

$$EVA = NOPAT_{it} - WACC_{it} * IC_{i(t-1)}$$

حيث أن¹:

$IC_{i(t-1)}$: يمثل حجم رأس المال المستثمر في بداية الفترة الذي يساوي إلى مجموع الديون وحقوق الملكية؛

$NOPAT_{it}$: يمثل الربح التشغيلي الصافي بعد فرض الضريبة للمنشأة | خلال الفترة t، والذي يحسب

بواسطة الربح التشغيلي قبل طرح الفوائد والضريبة EBIT مع الأخذ بعين الاعتبار لمعدل الضريبة T

وتكتب معادلته على النحو التالي:

$$NOPAT_{it} = EBIT_{it}(1 - T_{it})$$

$WACC_{it}$: فيعبر عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للمنشأة | خلال الفترة t، والذي يتم حسابه وفق

المعادلة التالية:

$$WACC = C_e \left(\frac{e}{d+e} \right) + C_d(1 - T) * \left(\frac{d}{d+e} \right)$$

علماً أن d,e تمثلان على التوالي حجم حقوق الملكية وحجم الديون، C_d تكلفة الديون، C_e تكلفة حقوق

الملكية، T معدل الضريبة؛

يتضح من مفهوم القيمة الاقتصادية المضافة ومن كيفية قياسها، أنه توجد ثلاثة عوامل أساسية

تدخل في حسابها²:

- صافي الربح التشغيلي بعد الضريبة؛
- مقدار الاستثمار المستخدم، عادة ما يشار إلى القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم؛
- المتوسط الموزون لتكلفة رأس المال؛

¹ بحري هشام، "علاقة القيمة الاقتصادية المضافة والمقاييس التقليدية بالقيمة السوقية المضافة للمنشأة دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 48، المجلد ب، 2017، ص، 24.

² بن مالك عمار، مرجع سابق، ص، 101.

3. دلالة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: عندما تكون القيمة الاقتصادية المضافة موجبة فإن العائد على رأس المال المستثمر يكون أعلى من تكلفة رأس المال وهنا المؤسسة تكون لها القدرة على خلق ثروة للمساهمين وهو ما يعني من وجهة نظر حملة الأسهم تحقق أداء يفوق توقعات السوق، وفي حال كانت القيمة الاقتصادية المضافة سالبة فهذا يدل على أن المؤسسة قامت بتدمير ثروة المساهمين فالعوائد المحققة لم تغطي تكلفة رأس المال المستثمر، وبالتالي تحقيق أداء في أدنى التوقعات، وفي بعض الحالات الاستثنائية جداً تكون القيمة الاقتصادية المضافة معدومة تماماً هنا الربحية تسمح بتلبية مطالب المدينين فقط¹.

القيمة الاقتصادية المضافة هي مؤشر لقياس الأداء على أساس الأرباح الاقتصادية الحقيقية لمنتج الشركة والذي يسمح بقياس نجاحه أو إخفاقه على مدى فترة زمنية، كما أنه مفيد للمستثمرين الذين يرغبون في تحديد جودة المنتج، ويمكنهم استخدامه في التحليل المقارن مع الصناعة المماثلة².

ثانياً: محددات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

بالرغم من أهمية معيار القيمة الاقتصادية المضافة ومزاياها، إلا أن هناك بعض المحددات في استخدامها لنجاح المؤسسات، تتمثل في ما يلي³:

- **فروقات حجم المؤسسات:** إذ أن بعض المؤسسات يصعب لها التعامل مع هذا المعيار لاسيما المؤسسات المالية حديثة التأسس؛
- **الاتجاهات المالية:** إذ أن مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة تعتمد في حسابها على مداخل المحاسبة المالية للإيرادات والنفقات وفي هذه الحالة يستطيع المديرون معالجة هذه الأرقام المحاسبية بشكل يؤثر على عمليات اتخاذ القرارات، إذ بالإمكان المناقشة لهذه الفترات بين الفترات المحاسبية وعلى شكل سيناريوهات تولد الثقة والقناعة لدى المستثمرين وحملة الأسهم بأداء المؤسسة؛
- **الاتجاهات في الأجل القصير:** إذ أن معيار القيمة الاقتصادية المضافة ينظر إلى فترات سابقة وعليه فإنها تتعامل مع نتائج حالية لا تأخذ بعين الاعتبار دور الابداع والابتكار في تكنولوجيا المنتج

¹: حسنية صيفي، نوال بن عمارة، مرجع سابق، ص، 182.

²: Daraban Marius Costin, "Economic Vallure Added – A General Review of the Concept", Ovidius university Annais, Economic Sciences Series, Volume 17, 2017, p, 168.

³: حمادة أمينة، "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة، دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة

(2010-2016)", أطروحة دكتوراه، علوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة الجزائر 3، ص، 67.

والعمليات، والتي تحتاج إلى أجل طويل لخلق القيمة، وعليه إدخال نفقات الابداع والابتكار ضمن الفترة المحاسبية للقيمة الاقتصادية المضافة ربما يخفض من قيمتها، الأمر الذي يعكس نتائج غير دقيقة للأداء؛

ثانياً: مزايا وعيوب مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة

مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة كباقي المؤشرات له مجموعة من المميزات تميزه عن باقي المؤشرات، كما له نقائص يمكن استخلاصها في ما يلي:

1. مزايا مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: للقيمة الاقتصادية المضافة دوراً هاماً في تقييم الأسهم بقيمتها العادلة وتكمن هذه الأهمية في ما يلي¹:

- يوضح هذا المؤشر التحسن المستمر والفعلى لثروة المساهمين؛
- مقياس حقيقي للأداء المالي والإداري؛
- معيار لنظام الحوافز والتعويضات لمسيرى الشركة؛
- مؤشر لقياس النمو الحقيقي لربحية الشركة في المدى الطويل؛
- مؤشر لتعظيم سعر السهم في السوق المالي؛
- يعتبر وسيلة لسد الفجوات التي تحدثها المبادئ المحاسبية؛
- وسيلة للحد من مشكلة الوكالة من خلال تقريب اهتمامات المدراء وحملة الأسهم؛
- أداة للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتوقعة؛
- أداة لتقييم عملية اتخاذ القرارات الإدارية والمالية والاستثمارية؛
- معيار يخلق لغة مشتركة لجميع العاملين في الشركة في مجال الرقابة والمتابعة؛

بالإضافة إلى²:

- توضح مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مفهوم زيادة العوائد المطلقة إلى أعلى من تكلفة رأس المال في خلق ثروة المساهمين، وبالتالي يمكن اتخاذ قرار استثمار أفضل مع الهدف أعلاه بدلاً من زيادة العائد على الاستثمار؛

¹: زيدي البشير، "تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة (دراسة حالة مجمع صيدال للسنوات 2012-2015)"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 10، الجزء 03، 2017، ص، 192.

²: Daraban Marius Costin, op, p, 170.

- يتيح فهم مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة مراقبة قرارات الاستثمار عن قرب، ليس فقط على مستوى الشركات ولكن أيضاً على مستوى الموظفين؛
- تكلفة رأس المال هي واحدة من أهم الجوانب التي تعكسها القيمة الاقتصادية المضافة، حيث عند استخدام المؤشرات التقليدية فإن معظم الشركات تبدو مربحة، تقوم هذه الأخيرة بتصحيح هذا الخطأ مع ادراكها الصريح أنه عندما يستخدم المديرون رأس المال يجب عليهم دفع ثمنه، من خلال مراعاة تكلفة الأسهم، يشير مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة على الأرباح المحققة أم لا في كل فترة تقارير؛
- كما يمكن أن نبين ونستخلص مصادر القوة الأساسية التي تتمتع بها القيمة الاقتصادية المضافة فيما يلي¹:

- تقيس العوائد الاقتصادية لإجمالي رأس المال المستثمر؛
- تعترف بصورة صريحة بتكلفة رأس المال سواء المملوك أو المقترض؛
- ترتبط بشكل وثيق بالقيمة وبثروة حملة الأسهم، وتوجه إدارة المؤسسة إلى الأداء الذي يؤدي إلى زيادة العائد لحملة الأسهم؛
- تعمل على تخفيض مشاكل الوكالة من خلال تحفيز المسيرين وتشجيعهم على التصرف كأنهم ملاك للمؤسسة؛

2. عيوب وسلبيات مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة: بالرغم من المزايا السابقة الذكر التي جعلت من هذا المؤشر يحظى باستعمال واسع نجد أنه يطرح عدة مشاكل وسلبيات يمكن أن تحد من مزاياه تتمثل هذه السلبيات في ما يلي²:

- إمكانية إنتاج الطرق المستعملة المختلفة لحساب قاعدة الاستثمار (على سبيل المثال استعمال التكلفة التاريخية أو قيمة السوق) لمعدل المردودية مغلوطة، يؤدي إلى إضعاف العلاقة بين ربحية الأقسام (الوحدات) وربحية المؤسسة؛
- البساطة الكبيرة والسطحية لهذا المؤشر كأداة قياس تستعمل في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمارات؛

¹: زبيدي البشير، مرجع سابق، ص، 193.

²: سويسي الهواري، رمضان حميدة، "قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الحديثة، دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010-2015"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2017، ص،

- القيمة الاقتصادية المضافة مقياس غير كاف لتقييم التقدم الذي حققته المؤسسة في تحقيق أهدافها الاستراتيجية وقياس أداء الوحدات؛
- في بعض الصناعات القيمة الاقتصادية المضافة لا تعد مناسبة كمقياس لتقييم الأداء المالي؛
- لا يمكن استخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة خلال أوقات التضخم لتقدير الربحية؛

المطلب الثاني: مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)

تعد القيمة السوقية المضافة أداة استثمارية تمثل الفرق بين القيمة السوقية للشركة وقيمتها الدفترية أي رأس المال الذي ساهم به جميع المستثمرين، سواء حاملي السندات أو المساهمين.

أولاً: مفهوم مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA)

يعتبر مؤشر القيمة السوقية المضافة المؤشر الثاني إلى جانب القيمة الاقتصادية المضافة الذي تم تسويقه من قبل شركة (Stewart 1991) كمؤشر لتقييم الأداء المالي، إذ يعد من ضمن أكثر الأساليب الحديثة شيوعاً.

1. تعريف مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA): هو الفرق بين القيمة السوقية لأسهم الشركة والقيمة الدفترية للشركة، تشير القيمة السوقية المضافة إلى حجم أداء الشركة من بداية التأسيس استناداً إلى قيم الأسهم، إذا كانت القيمة الاقتصادية المضافة تقيس الأداء الكلي، فإن مفهوم القيمة السوقية المضافة يقيس فعالية أداء الشركة لعدة سنوات¹.

وعرفت القيمة السوقية المضافة بأنها المقياس التراكمي لعوائد رأس المال المساهم به في الشركات أو هي القيمة الناشئة عن تجاوز القيمة السوقية لرأس المال عن القيمة الدفترية².

فالقيمة السوقية المضافة لا تعكس ثروة حملة الأسهم فقط، بل تعكس أيضاً تقييم سوق رأس المال لصافي القيمة الحالية للمنشأة كلها، وتقييم السوق لصافي القيمة الحالية للمشروعات الاستثمارية الحالية والمتوقعة للمنشأة مستقبلاً، ولذلك فإن القيمة السوقية المضافة تعد بمثابة مقياس جوهرى وهام يلخص

¹ : Ahmad Daengs, Luqi Dian Ichromi, MochRizaldy Rahmansyah, "IMPLEMENTATIONS OF ECONOMIC VALUE ADDAD AND MARKET VALUE ADDAD ANALYSIS AS VALUATION TOOLS OF INVEST FEASIBILITY ", SINERGI, Volume 7, 2017, p, 6.

²: شهاب الدين حمد النعيمي، "استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع

المصرفي العراقي"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 17، العدد 27، ص، 73.

أداء المنشأة ويوضح مدى نجاحها في توزيع وإدارة وإعادة استثمار مواردها المحدودة والنادرة من أجل تعظيم ثروة حملة الأسهم¹.

2. طرق حساب مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA): هناك طريقتين لاحتساب مؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) كالآتي:

- طريقة الفرق بين القيمة السوقية للأسهم والقيمة الدفترية لحقوق الملكية: وبحسب هذه الطريقة فإن القيمة السوقية المضافة يتم احتسابها من خلال الفرق بين القيمة السوقية لحق الملكية والقيمة الدفترية لحق الملكية ويعبر عنها بالعلاقة التالية²:

القيمة السوقية المضافة = القيمة السوقية للأسهم - القيمة الدفترية لحقوق الملكية

$$MVA = \text{Equity market value} - \text{Equity book value}$$

- طريقة خصم القيمة الاقتصادية المضافة المستقبلية للشركة: يتم احتساب القيمة السوقية المضافة (MVA) من خلال علاقتها مع القيمة الاقتصادية المضافة (EVA)، وفقاً لهذه الطريقة فإن القيمة السوقية المضافة ما هي إلا القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركة والمتوقعة خلال عمرها الإنتاجي، أو بمعنى آخر هي خصم للتدفق النقدي الناتج عن القيمة الاقتصادية المضافة للشركة خلال الزمن³. وتحسب وفقاً للمعادلة التالية⁴:

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

حيث:

MVA: تمثل القيمة السوقية المضافة؛

¹: سعد سليمان عواد الميعني، وعد بدر نوري، "تأثير جودة الإبلاغ المالي في القيمة السوقية المضافة، دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة التقني، المجلد الثلاثون، العدد 4، 2017، ص، 10.

²: Hanan Ali Al-Awawdeh, Saad Abdul Kareem Al-Sakini, "The Impact of Economic Value Added, Market Value Added and Traditional Accounting Measures on Shareholders Value : form jordanian Commercial Banks", International Journal of Economics and Finance, vol 10, N° 10, 2018 p, 10.

³: عادل طلبية، "أثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية دراسة حالة: عينة من أسواق الأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة 2، 2016/2017، ص، 273.

⁴: NICOLAE SICHIGEA, "ECONOMIC VALUE ADDED AND MARKET VALUE ADDED- MODERN INDICATORS FOR ASSESSMENT THE FIRM'S VALUE", ACADEMICA BRANCUSI PUBLISHER, 2015, p, 490.

EVA: تمثل القيمة الاقتصادية المضافة؛

WACC: تكتل تكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

3. دلالة مؤشر القيمة السوقية المضافة: تعتبر القيمة السوقية المضافة وفقاً للمؤسسة المسوقة إحدى الأدوات المهمة في خلق القيمة لثروة المساهمين، ولذلك فإنها معيار قياس أداء جيد للمؤسسات الناجحة يكمن في تحقيق قيمة سوقية مضافة موجبة، كونها مقياس جوهري يلخص الأداء الإداري والتشغيلي للمؤسسة وقدرتها على إدارة مواردها بهدف تعظيم ثروة المساهمين¹.

من وجهة نظر المستثمرين تعد القيمة السوقية المضافة هو أفضل مقياس للأداء الخارجي للمؤسسة، هو مقياس تراكمي للأداء الشركات، ولا تنمو القيمة السوقية المضافة إلا إذا كان رأس المال الإضافي المستثمر يولد عوائد أكبر من التكلفة الحالية لرأس المال، القيمة الاقتصادية المضافة لا تأخذ في الاعتبار توزيعات الأرباح².

تعد القيمة السوقية المضافة أداة استثمارية تمثل الفرق بين القيمة السوقية للشركة وبين قيمتها الدفترية، فإذا كانت القيمة السوقية للشركة أكبر من رأس المال المستثمر فهذا يعني أن الشركة تخلق قيمة لحملة الأسهم، أما إذا كانت أقل من رأس المال المستثمر فمعناه أن الشركة تدمر القيمة، وهي بذلك تماثل في معناها نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية هي مقياس نسبي تحسب على أساسه القيمة السوقية المضافة بالوحدة النقدية، بينما تظهر نسبة القيمة إلى القيمة الدفترية على شكل نسبة مئوية وعليه فإذا كانت القيمة السوقية المضافة موجبة فهذا يعني أن نسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية أقل من الواحد³.

وتعكس القيمة السوقية المضافة الموجبة سوقاً متفائلة، وتعني قدرة المسيرين على خلق ثروة للمساهمين تفوق متطلبات الربحية، على عكس القيمة السوقية المضافة سالبة والتي تعني سوق يوفر ربحية غير كافية لمواجهة تكلفة رأس المال⁴.

¹: حمادة أمينة، مرجع سابق، ص، 68.

²: سويسي الهواري، رضاني حميدة، مرجع سابق، ص، 804.

³: عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، "تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية)"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 99، المجلد 23، 2016، ص، 471.

⁴: سويسي الهواري، رضاني حميدة، مرجع سابق، ص، 804.

إن الشركة التي لها قيمة اقتصادية موجبة، يكون لها قيمة سوقية مضافة والعكس صحيح لذا نجد أن القيمة السوقية المضافة هي القيمة الحالية للقيمة الاقتصادية المضافة للشركة والمتوقعة مستقبلاً، حيث يتم خصم التدفق النقدي المتوقع من القيمة الاقتصادية المضافة بمعدل خصم مساوي لمتوسط الأوزان لكلفة رأس المال¹.

ثانياً: العوامل المؤثرة على القيمة السوقية المضافة

تتأثر القيمة السوقية المضافة بعدد من العوامل الرئيسية بعضها يؤثر بالزيادة والأخر بالنقصان تتمثل هذه العوامل فيما يلي²:

- 1. معدلات النمو:** أي العلاقة بين النمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي ورأس المال المستثمر في المؤسسة، فيجب أن يكون هناك نمو في الإيرادات وصافي الربح التشغيلي تفوق كلفة رأس المال المستثمر لكي تكون القيمة السوقية المضافة موجبة؛
- 2. كثافة رأس المال المستثمر:** أي مقدار رأس المال المستثمر لتحقيق دينار من الإيرادات، فكلما قل رأس المال المستثمر لتحقيق دينار واحد من الإيرادات، كلما زادت القيمة السوقية المضافة نظراً لانخفاض تكلفة رأس المال؛
- 3. قيمة هامش الربح:** أي قيمة الحد الأدنى من هامش الربح اللازم لتحقيق وزيادة قيمة حقوق المساهمين، فكلما قل الحد الأدنى لهامش الربح اللازم لتحقيق زيادة في قيمة حقوق الملكية، كلما زادت القيمة السوقية المضافة؛

المطلب الثالث: بطاقة الأداء المتوازن

تعد بطاقة الأداء المتوازن أحد أهم نماذج تقييم الأداء التي تقوم على دمج كل من الجوانب المالية وغير المالية لتشكيل نظام أكثر شمولية للتعبير عن الوضع الفعلي للمؤسسة، حيث تقوم هذه الأخيرة على نظرة متوازنة للأداء متجاوزة بذلك على باقي الأدوات والأنظمة التقليدية التي تركز على المؤشرات المالية فقط، كما تهدف البطاقة إلى تقييم الأداء في ظل التوجهات الاستراتيجية للمؤسسة بالارتكاز على المدى البعيد.

¹: بن مالك عمار، مرجع سابق، ص، 105.

²: عادل طلبية، نفس المرجع السابق، ص، 72.

أولاً: مفهوم بطاقة الأداء المتوازن

كان أول ظهور لبطاقة الأداء المتوازن سنة 1992 على يد الباحثان Kaplan و David Norton Rober بناء على دراسة دامت عاماً كاملاً شملت اثني عشرة مؤسسة من كندا والولايات المتحدة الأمريكية، حيث انطلق الباحثان من فرضية أن مؤشرات الأداء المالي لم تعد فعالة بالنسبة للمؤسسات الحديثة وأن اعتماد هذه الأخيرة على المقاييس المالية لوحدها يؤثر سلباً على قدرتها في خلق القيمة حيث قام الباحثان بمناقشة مجموعة من الخيارات والبدائل انتهت بهم إلى تصميم وسيلة جديدة لتقييم الأداء أطلق عليها بطاقة الأداء المتوازن، باعتبارها أداة تسعى لإيجاد التوازن بين المؤشرات المالية وغير المالية من خلال دمج عدة أبعاد لتقييم الأداء على المدى القصير والطويل¹.

1. تعريف بطاقة الأداء المتوازن: قدمت لبطاقة الأداء المتوازن مجموعة من التعريفات نذكر منها:

- **بطاقة الأداء المتوازن:** هي أسلوب إداري يترجم رؤية وإستراتيجية التنظيم إلى مجموعة مقاييس تغطي الأداء الشامل للمؤسسة، وتوفر إطاراً لقياس وإدارة الإستراتيجية من خلال أربعة أبعاد: بعد مالي، بعد العملاء، بعد العمليات الداخلية، بعد التعليم والنمو².
- **بطاقة الأداء المتوازن:** هي مجموعة من المقاييس المالية وغير المالية التي تقدم للمديرين بالمستوى الإداري الأول صورة واضحة وشاملة لأداء منظماتهم³.
- **بطاقة الأداء المتوازن:** هي نظام لتقييم الأداء يهتم بترجمة استراتجية المؤسسة إلى أهداف محددة ومقاييس ومعايير مستهدفة ومبادرات للتحسين المستمر، كما أنها توحد جميع المقاييس التي تستخدمها المؤسسة، وقد سميت بطاقة الأداء المتوازن بهذا الاسم لأنها⁴:

- توازن بين الأهداف قصيرة وطويلة الأجل؛

- تراعي المؤشرات المالية وغير المالية؛

¹: سترة العلجة، "دور بطاقة الأداء المتوازن في تحقيق استراتجية المؤسسة الاقتصادية ، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج

الإسمنت - عين الكبيرة -"، مجلة وحدة البحث في تنمية الموارد البشرية ، المجلد 09، العدد 01، جوان 2018، ص، 112.

²: لواج عبد الرحيم، لطرش بلال، "تقييم الأداء وفق بطاقة الأداء المتوازن، دراسة حالة المؤسسة المينائية جن جن جيجل"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد الأول، ص، 77.

³: حازم حجلة سعيدة، "استخدام بطاقة الأداء المتوازن كأداة لرفع أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، علوم الاقتصادية، تخصص تحليل استراتيجي صناعي مالي ومحاسبي، جامعة باجي مختار - عنابة، 2016/2017، ص، 48.

⁴: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 148.

- تقيس الأداء الحالي والمستقبلي والماضي؛
- تركز على تحسين العمليات وليس على تخفيضها؛
- تقيس الأداء الداخلي والخارجي من خلال المعلومات التي يتم تبادلها بين المحاور الأربعة؛

من التعريفات السابقة نستنتج أن بطاقة الأداء المتوازن هي عبارة عن نظام لتقييم الأداء على المدى القصير والطويل يجمع بين المؤشرات المالية والتي تعتبر تقارير عن النتائج عواقب الإجراءات الماضية والغير المالية والمتمثلة في الأداء الاستراتيجي للمؤسسة، الهدف الأساسي من هذه البطاقة هو خلق قيمة لحملة الأسهم على المدى القصير والطويل.

2. أهمية بطاقة الأداء المتوازن: يمكن إبراز أهمية بطاقة الأداء المتوازن من خلال مجموعة من النقاط نذكرها كما يلي¹:

- الخرائط الاستراتيجية كقاعدة لاتخاذ القرار: تسمى هذه الأداة الخريطة الاستراتيجية التي عرفها دفيد نورتين (D Norton) على أنها: "طريق منطقي متناسق يشرح ويوضح استراتيجية المؤسسة من خلال تحديد الأنشطة قصيرة الأجل التي بدورها تخلق القيمة طويلة الأجل للعملاء والمساهمين"؛
- دور بطاقة الأداء المتوازن في تصميم وتطبيق ومتابعة استراتيجية المؤسسة: تعرف الاستراتيجية على أنها خطط وأنشطة تصنعها المؤسسة بطريقة تضمن خلق درجة تطابق بين رسالة المؤسسة وأهدافها، وبين رسالتها والبيئة التي تعمل فيها بصورة فعالة وذات كفاءة عالية، في حين يمكن تعريف الإدارة الاستراتيجية على أنها العملية التي تتضمن صياغة وتنفيذ وتقييم القرارات ذات الأثر طويل الأجل التي تهدف لزيادة قيمة المؤسسة من وجهة نظر العملاء والمساهمين والمجتمع ككل؛
- بطاقة الأداء المتوازن تساعد على التنبؤ بالمستقبل: ينبغي للوحة القيادة الفعالة أن تساعد على التوفيق بين عدة محاور، ترى للأمام وللخلف، تفكر وتتصرف، تخلق ديناميكية في المؤسسة، ومنه تكون أداة للإدارة تربط بين الإستراتيجية (الأهداف، عوامل النجاح الحرجة) والتنفيذ (مؤشرات قياس الأنشطة)؛

3. أهداف بطاقة الأداء المتوازن: إن استخدام بطاقة الأداء المتوازن إلى تحقيق عدة أهداف تتمثل فيما يلي²:

¹: لواج عبد الرحيم، لطرش بلال، نفس المرجع السابق.

²: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 150.

- مراقبة العمليات اليومية وأثرها على التطورات المستقبلية؛
- التركيز على محاور التوازن الرباعي للأداء المؤسسي؛
- تهيئة الإطار العملي لترجمة الاستراتيجية إلى مفاهيم تنفيذية؛
- تطوير منهج تكاملي بين الاستراتيجية والعمليات؛
- تهيئة وتوضيح مسار الرؤية الاستراتيجية لكافة العاملين؛
- دعم التواصل بين الاستراتيجية وتنفيذ العمليات والتأكد من توافر المتطلبات؛
- توحيد وتقوية الاتصال بين الأطراف ذوى المصلحة في المنظمة؛
- إدخال الاستدامة (البعد البيئي) في العمليات التشغيلية للمنظمة؛
- تهدف بطاقة الأداء المتوازن إلى جعل المؤسسات قادرة على متابعة ليس فقط النتائج المالية ولكن كذلك قيادة نمو الكفاءات والحصول على موارد غير ملموسة؛

ثانياً: محاور بطاقة الأداء المتوازن

تتميز بطاقة الأداء المتوازن عن غيرها من الأساليب التقليدية المعتمدة سابقاً لتقييم الأداء المالي بأبعادها المتعددة، والتي تضمن الالمام بمختلف العناصر المؤثرة على الأداء المالي، كما تجسد أفضل تنسيق بين أربعة محاور متكاملة تتطوي على مختلف أبعاد الأداء في المؤسسة، وهي¹:

1. **المحور المالي:** حيث يترجم هذا المحور أهداف حملة الأسهم، كما يسهم في تحليل نتائج المحاور الأخرى من خلال تقييم مدى مساهمتها في تعزيز الأداء المالي، تعكس المؤشرات المالية ما يتوقعه المساهمون من المؤسسة وهي تتوافق مع المؤشرات التقليدية لقياس الأداء المالي، وتوجد ثلاث استراتيجيات لتحديد الأداء المالي للمؤسسة، والمؤشرات المالية المعتمدة تتأثر بطبيعة الاستراتيجية المتبعة²:

- حالة ما إذا كانت المؤسسة في وضعية تفرض عليها اتباع استراتيجية النمو والتي تهدف بالأساس إلى البحث على زيادة حصتها السوقية، فإن أغلب المؤشرات المالية لقياس الأداء تركز على تطور نمو المبيعات؛

¹: النمري نصر الدين، "التكامل بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبطاقة الأداء المتوازن ودوره في تقييم الأداء وقيادته نحو خلق القيمة"، معارف (مجلة علمية محكمة)، قسم العلوم الاقتصادية، العدد 19، ديسمبر 2015، ص، 82.

²: ستره العلجة، مرجع سابق، ص، 114.

■ حالة ما إذا كانت المؤسسة تعتمد استراتيجية البقاء أو الاستمرار فإن مؤشرات قياس الأداء للجانب المالي في هذه الحالة تركز بشكل أساسي على الربحية كمعدل ربحية المبيعات، معدل العائد على رأس المال المستثمر، معدل العائد على حقوق الملكية، نصيب السهم الأساسي في الأرباح ومضاعف ربحية السهم؛

■ حالة تبني ما يعرف بإستراتيجية الحصاد وهي الفترة التي يكون المنتج في نهاية دورة حياته، فهذا يدفع المؤسسة إلى البحث عن جني ثمار هذه المنتجات بأسرع وقت ممكن، فإن السياسة المالية يجب أن تستند إلى عدم ضخ استثمارات جديدة، بل تركز على الحفاظ على مستوى حجم التدفق النقدي التشغيلي مع محاولات خفض احتياجات رأس المال العامل، ومن ثم فإن المؤشرات المالية التي يتم اعتمادها لقياس أداء المؤسسة تتمثل أساساً في التغير في رأس المال العامل، معدل دوران رأس المال العامل، معدل النمو في صافي التدفق النقدي التشغيلي؛

2. **محور الزبائن:** يسمح هذا المحور بتوفير معلومات تخص الأهداف المحققة والمتعلقة برضا الزبائن وموقع المؤسسة السوقي، ويستطيع المسير بفضل هذا المحور تحديد الجوانب المستهدفة من السوق والمؤشرات المعبرة عنها، ومن بين المؤشرات والمقاييس التي تستخدم في هذا المجال تتمثل فيما يلي¹:

- الحصة السوقية والتي تحدد نسبة مبيعات المؤسسة بالنسبة للمبيعات الاجمالية في القطاع؛
- اكتساب العميل وقياس معدل جذب المؤسسة لزبائن جدد؛
- الاحتفاظ بالعميل الذي يقيس معدل احتفاظ المؤسسة بزبائنها؛
- رضا العميل وقياس مستوى رضا الزبائن عن السلع والخدمات التي تقدمها المؤسسة؛
- ربحية العميل والتي تقيس صافي ربح الزبون بعد طرح المصاريف الاستثنائية المطلوبة لدعم ذلك الزبون؛

3. **محور العمليات الداخلية:** يخص هذا المحور بصفة خاصة لمتابعة الجودة ومختلف عوامل النجاح المرتبطة بالعمليات الإنتاجية، الإبداع، تصميم المنتجات وكذا خدمات ما بعد البيع، وتميل مقاييس العمليات الداخلية الأكثر شيوعاً إلى أن تكون مقاييس للتدفق، أي أنها تصف المؤسسة والنتيجة التي حققتها أثناء الفترة الجارية ومن أهم المؤشرات المعتمدة في هذا الإطار²:

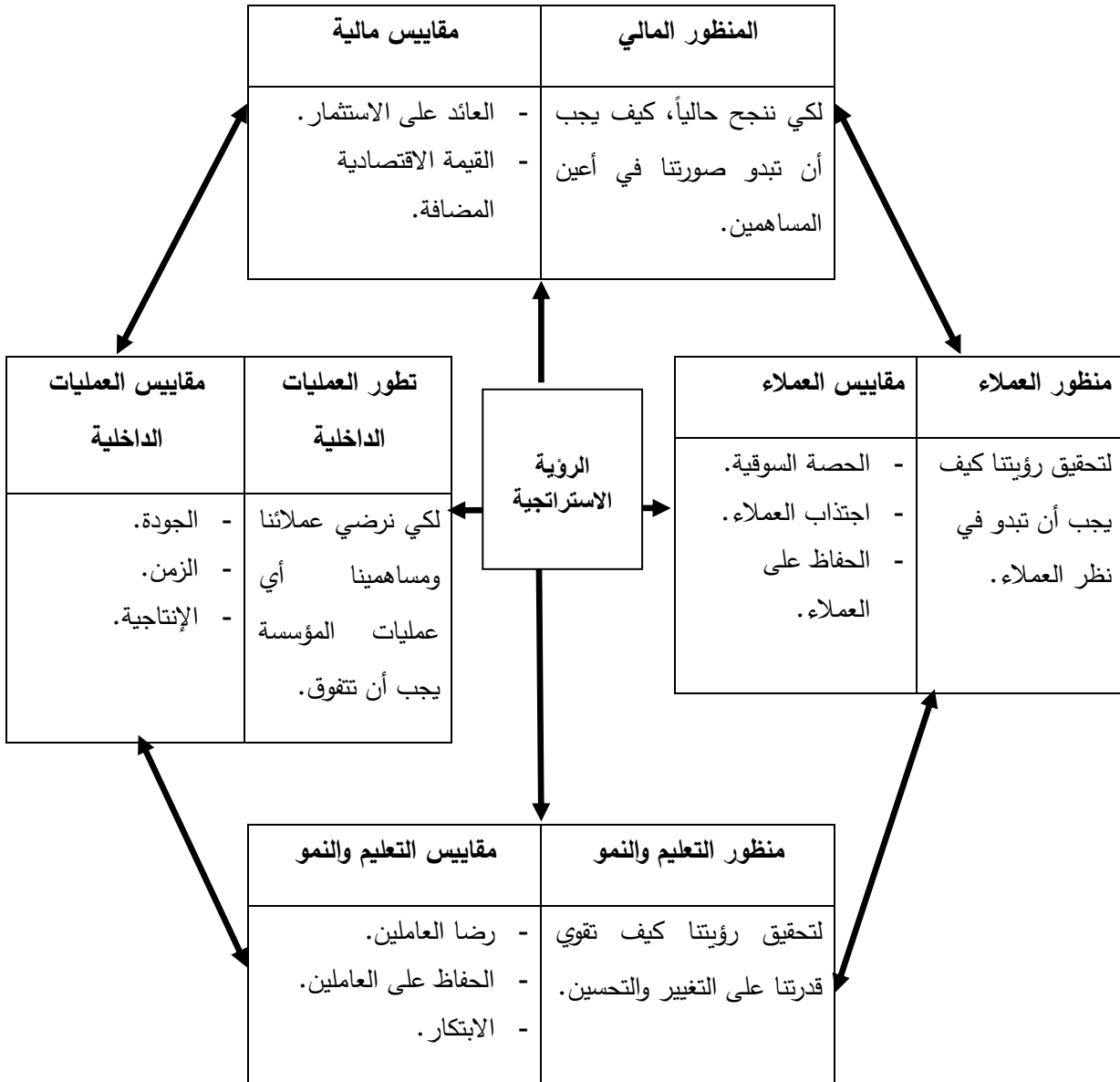
¹: سترة العلجة، مرجع سابق، ص، 117.

²: سترة العلجة، نفس المرجع السابق، ص، 118.

- مؤشرات دورة الابداع: والمتمثلة في عدد المنتجات الجديدة، وأجال تطويرها، وكذا عدد الرخص المودعة؛
 - مؤشرات دورة العمليات: تركز على تصنيع وتسليم المنتجات للزبائن، وتعتمد على مؤشرات تحسين الجودة، معدل المعيب، أجال تسليم المنتجات للزبائن، الأجل المتوسط لتسليم الطلبية، فترات عدم النشاط؛
 - مؤشرات ما بعد البيع: يقاس الأداء من خلال المدة اللازمة لتعويض أو تصليح المنتجات المعيبة الساعات الضرورية لتعليم الزبائن كيفية استعمال المنتج؛
4. محور التعلم والنمو: يتضمن هذا المحور مختلف الأنشطة المرتبطة بالموارد البشرية، أنظمة المعلومات ومختلف إجراءات العمل، ومن ثم فهو يعتبر بمثابة القاعدة الأساسية لتطوير المحاور الأخرى¹.

¹: النمري نصر الدين، نفس المرجع السابق.

الشكل رقم (20) محاور بطاقة الأداء المتوازن



المصدر: بنية حيزية، "دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تطوير عملية تقييم الأداء المالي

دراسة حالة مجمع صيدال"، ص، 153.

يظهر الشكل رقم (20) الارتباط الحاصل بين مختلف المحاور غير المالية من جهة، وبين المحور المالي من جهة أخرى، من خلال مجموعة من مؤشرات الأداء، يتم جمعها بأربعة محاور هي: المالية، الزبون، والعمليات الداخلية، والتعليم والنمو، ومن ثم صياغة الأهداف لكل محور واختيار المقاييس لكل محور لبيان تنفيذ استراتيجية الشركة، تساعد هذه الاستراتيجية على إيصال الرؤية إلى جميع الأفراد على كافة المستويات، زبائن، موردين، المساهمين وإدارة المؤسسة.

المطلب الرابع: لوحة القيادة المالية

تعتبر لوحة القيادة واحدة من أهم الأدوات التي يعتمد عليها أصحاب القرار في المؤسسة، جاءت هذه الأخيرة لمعالجة القصور الحاصل في الأدوات التقليدية التي لا تأخذ بعين الاعتبار الأصول غير المالية في تقييمها لأداء المؤسسة مثل وفاء الزبائن، جودة الخدمة، القدرات والكفاءات وغيرها، سنتطرق في هذا المطلب إلى أهم المفاهيم المتعلقة بلوحة القيادة المالية وذلك من خلال ما يلي:

أولاً: مفهوم لوحة القيادة المالية

تتمثل لوحة القيادة المالية في مجموعة من المؤشرات التي تزود متخذ القرار بالمعلومات المفيدة والفورية التي تساعد على اتخاذ القرارات المناسبة، كما أنها تعتبر أداة للرقابة وتقييم الأداء بصفة دائمة ومستمرة لتحقيق الأهداف المحددة من قبل المؤسسة.

1. تعريف لوحة القيادة المالية: قدمت للوحة القيادة مجموعة من التعاريف تصب كلها نحو معني واحد نذكر منها:

- لوحة القيادة هي "وسيلة تقوم بتخفيض حالة عدم التأكد في اتخاذ القرارات وذلك بتوفير المعلومات وتساهم في عملية تخفيض المخاطر وهي أداة اتصال وتنشيط الأفكار"¹.
- هي تشخيص دائم في المؤسسة يركز على إبراز وضعيتها بصفة منتظمة ودورية، حيث تظهر المعلومات المتعلقة بالتسيير بواسطة نسب في جداول رقمية أو منحنيات أو رسوم بيانية، فلوحة القيادة في التسيير موجزة ومعبرة، يستطيع من خلالها المسير تقديم تسلسل الأحداث، وتصحيح القرارات².
- مجموعة مؤشرات ومعلومات أساسية تسمح بتقديم نظرة شاملة واكتشاف الاختلالات واتخاذ قرارات توجيهية لعملية التسيير بغرض تحقيق الأهداف المسطرة، كما يسمح أيضاً بتوفير لغة مشتركة لمختلف أعضاء المؤسسة³.

¹: لمين علوطي، نذيرة راقي، "لوحة القيادة كأداة لمراقبة التسيير في المؤسسات الاقتصادية العمومية"، حالة فرع شركة سونغاز بالمدينة"، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، المجلد 8، العدد 1، جامعة الأغواط، 2017، ص، 83.

²: لكل نزهة، "أهمية تطوير لوحة القيادة الإستراتيجية في المؤسسات العمومية وعلاقتها بتعزيز الحوكمة- دراسة حالة الجزائر-"، أطروحة دكتوراه، تخصص: إدارة أعمال عمومية، قسم علوم التسيير، جامعة البليلة، 2، 2018/2019، ص، 4.

³: شعبان سهام، "محاولة تصميم لوحة القيادة الاستشرافية لمؤسسة صحية جزائرية، حالة المركز الإستشفائي الجامعي ندير محمد- تيزي وزو-"، مذكرة ماجستير، شعبة علوم التسيير، تخصص: إدارة أعمال، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، 2013/2014، ص، 5.

■ تعتبر لوحة القيادة المالية خلاصة رقمية لنشاطات المؤسسة حيث تبين الارتباط بين مختلف المصالح ومدى مساهمتهم في المردودية الشاملة أو تشكيل لوحة القيادة المالية سلاح في يد الإدارة العامة لمراقبة كل العمليات التسييرية واكتشاف التغيرات ودراسة أسبابها واتخاذ مختلف الإجراءات من شأنها أن تعيد المؤسسة إلى المسار السليم فيما يتعلق بالقرارات الخاصة بالاستثمار والسياسة التجارية والمالية¹.

مما سبق نستنتج أن لوحة القيادة المالية هي عبارة عن مجموعة من المؤشرات تمكن من معرفة مواطن الخلل وقياس الفروقات بين الأهداف المحددة والأشياء المحققة فعلاً، واتخاذ القرارات التي تقرض نفسها على أساس معايير موثوقة، كما انها عبارة عن وثيقة معلومات مختصرة حول وضعية المؤسسة.

2. أهداف لوحة القيادة المالية: من بين أهداف لوحة القيادة نجد²:

■ **لوحة القيادة أداة رقابة ومقارنة:** وذلك لأنها تقوم بمقارنة الأهداف المسطرة سابقاً مع النتائج المحصل عليها وإظهار الانحرافات على شكل نسب أو قيم مطلقة وهي بالتالي تلفت الانتباه إلى النقاط الأساسية في التسيير وكذا الأطراف المسؤولة عن هذه الانحرافات وتشخيص نقاط القوة والضعف في المؤسسة؛

■ **لوحة القيادة أداة حوار وتساور:** إن الهدف الرئيسي للوحة القيادة هو تسيير عملية الحوار عبر كافة مراكز المسؤولية وهذا انطلاقاً من الاجتماعات المختلفة إذا يمكن للأفراد التابعين للمسير من التعليق عن النتائج المتوصل إليها في إطار نشاطاتهم وعلى المسئول في المؤسسة أن ينسق بين الإجراءات التصحيحية المتخذة بخلق تلاؤم بين مختلف إجراءات المقترحة من طرف جميع المستويات رغبة منه في توحيد وخلق اتصال دائم مشترك بين أفراد المؤسسة؛

■ **لوحة القيادة تسهل عملية الاتصال والتحفيز:** تهدف لوحة القيادة إلى إعلام المسؤولين بالنتائج المحصلة على مستوى كافة مراكز المسؤوليات وكذلك تساعد على الاتصال الجيد وتبادل المعلومات بين المسؤولين ويمكن أن تساهم أيضاً في تحفيز العمال وهذا بإمدادهم بمعلومات أكثر موضوعية وأكثر وضوح لإمكانية التقييم؛

■ **لوحة القيادة أداة لاتخاذ القرار:** تقدم لوحة القيادة المعلومات الكافية من النقاط الأساسية التي يجب الاهتمام بها في المؤسسة وتحدد الانحرافات ومعرفة أسبابها والأطراف المسؤولة عن الانحرافات السلبية

¹: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 154.

²: لمين علوطي، نذيرة راقي، مرجع سابق، ص، 86، 87.

وإظهارها نقاط القوة والضعف التي يعاني منها كل مركز مسئولية ومنه القيام بالإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب وبالطريقة المناسبة، ويمكن اعتبارها وسيلة للتنبؤ كون تمكن المؤسسة من تفادي هذه الانحرافات مستقبلاً؛

- **أداة لقياس الأداء:** بمقارنة النشاط الحقيقي بالأهداف المسطرة، حيث تأخذ بعين الاعتبار النتائج الكمية (كمية منتجة، كمية مباعة) مقارنة بالأهداف المحددة سابقاً وفارق النتائج يمثل الانحراف؛
 - **وسيلة لتشخيص المؤسسة:** تنطلق فكرة إعداد لوحة القيادة من تشخيص المؤسسة، الغاية منها الوصول إلى تحديد دقيق لوضعيتها، حيث يهدف هذا التشخيص إلى تعيين العوامل التي تحول دون تحقيق الأهداف المسطرة في الآجال المحددة؛
- بالإضافة إلى هذه الأهداف نجد¹:

- لفت انتباه متخذي القرار على الجوانب المهمة في تلك المرحلة أو في ذلك الوقت؛
 - جعل متخذو القرار يفكرون بطريقة سلمية في مختلف مشاكل المؤسسة؛
 - لضمان أن إجراءات وقواعد العمل جد مفهومة ومحترمة من طرف مختلف الأعوان في المؤسسة؛
 - يسمح لمختلف المسؤولين وفرق العمل في قياس تطور أدائهم الجماعي بطريقة موضوعية؛
 - يسمح للمسئول من توجيه اهتمام فرق عمله وإشراكهم في بعض القرارات؛
 - يقدم لمتخذي القرار أهم الاتجاهات الأساسية سواء كانت في الماضي أو في المستقبل؛
3. **مزايا لوحة القيادة المالية:** تتميز لوحة القيادة بأنها²:
- نظام سهل الاستعمال ويسهل ممارسة المسؤوليات؛
 - تساعد في تقييم الأداء في المدى القصير؛
 - تساهم في اتخاذ القرارات تهدف للاستعمال الأمثل لوسائل الاستعمال؛
 - توضيح وضعية المؤسسة ومحيطها؛
 - توضح مدى تطابق النشاط الفعلي والتقديري؛
 - توجه المسؤولين بإعطاء العناية والاهتمام بمصلحة المؤسسة؛
 - تساهم في إمكانية التحاور اللازم بين أرباب الشركات بهدف تدعيم وتطوير السبل الإيجابية؛

¹: شعبان سهام، مرجع سابق، ص، ص، 9، 10.

²: لكل نزهة، مرجع سابق، ص، 8.

ثانياً: كيفية بناء لوحة القيادة المالية

تشير لوحة القيادة المالية إلى أنه خلاصة رقمية لنشاطات المؤسسة، حيث تبين الارتباط بين مختلف المصالح ومدى مساهمتهم في المردودية الشاملة، فهي سلاحاً في يد الإدارة العامة لمراقبة العملية التسييرية واكتشاف التغيرات ودراسة أسبابه واتخاذ مختلف الإجراءات التي من شأنها أن تعيد المؤسسة إلى المسار السليم فيما يتعلق بالقرارات الخاصة بالاستثمار، والسياسة التجارية والمالية، تحتوي لوحة القيادة المالية على مجموعة مؤشرات تتعلق بالخبزينة والهيكل المالي والمردودية المالية لرؤوس الأموال، والتي من خلالها يمكن مراقبة: التوازن المالي الشامل، المردودية الكلية وشروط الاستغلال¹.

1. المؤشرات التي تظهر في لوحة القيادة المالية: تظهر عادة في لوحة القيادة المالية ثلاثة أنواع من المؤشرات وهي²:

■ مؤشرات مالية تعكس الحالة المالية الإجمالية للمؤسسة: يمكن حساب المؤشرات المالية انطلاقاً من جدول حسابات النتائج والميزانية:

بواسطة جدول حساب النتائج يمكن حساب المؤشرات التالية:

- القيمة المضافة؛

- فائض الاستغلال؛

- قدرة التمويل الذاتي؛

وانطلاقاً من الميزانية يمكن حساب المؤشرات التالية:

- تطور رأس المال العامل؛

- تطور احتياجات رأس المال العامل؛

- الأموال الخاصة/الأموال الدائمة؛

- المردودية المالية للاستثمارات؛

- السحب على المكشوف من طرف البنك (من الأفضل أن تساوي قيمته الفعلية الصفر)؛

■ مؤشرات مالية تخص الإدارة المالية: تتمثل المؤشرات المالية التي تخص الإدارة المالية فيما يلي:

- حجم القروض المحصلة؛

¹: لمين علوطي، نذيرة راقي، مرجع سابق، ص، 84.

²: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 158، 159.

- معدل الفوائد المتوسطة للديون المالية؛
 - القيمة الإجمالية للمصاريف المالية؛
 - قيمة النواتج المالية؛
 - رصيد الخزينة؛
 - مؤشرات تسيير عامة: يمكن حصرها فيما يلي:
 - التكلفة الإجمالية للوظيفة؛
 - تكلفة الوظائف التابعة للإدارة المالية (المحاسبية، إدارة الخزينة، قسم الدراسات المالية، الجبائية، ...)
2. شكل لوحة القيادة المالية: لا يوجد شكل محدد للوحة القيادة المالية، بل يعتبر اجتهادا من طرف المسير، وأكثر الأشكال استعمالا ما يلي¹:

الجدول رقم (13) نموذج للوحة القيادة المالية

المؤشر	كيفية الحساب	قيمة المؤشر الفعلي	قيمة المؤشر المعياري	الانحراف	التعليق
المؤشر 01					
المؤشر 02					
...					
المؤشر ن					

المصدر: بن خروف دليلة، "دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة في اتخاذ

القرار"، ص، 113.

من خلال الجدول رقم (13) نلاحظ أن متخذ القرار يعتمد على مجموعة من المؤشرات المالية، يتم حسابها ومقارنتها بالمؤشرات المعيارية، ويقاس مدى انحراف قيمة المؤشر المحسوب أو الفعلي عن المعياري، وسواء كان الانحراف سالبا أو موجبا، وجب عليه إعطاء تفسير لسبب الانحراف ومدى تأثيره على النتائج المحققة من طرف المؤسسة.

¹: بن خروف دليلة، "دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات KANAGHAZ - (2005-2008)", مذكرة ماجستير، العلوم الاقتصادية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة امجد بوقرة، بومرداس، 2009/2008، ص، 113.

الجدول رقم (13) نموذج ل لوحة القيادة المالية

المؤشر	كيفية الحساب	السنة ن	السنة (ن+1)	نسبة التطور	الملاحظة
المؤشر 01					
المؤشر 02					
...					
المؤشر ن					

المصدر: بنية حيزية، "دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تطوير عملية تقييم الأداء المالي دراسة حالة مجمع صيدال"، ص، 159.

أما الجدول رقم (13) فهو يمثل نموذج آخر للوحة القيادة المالية، حيث يركز متخذ القرار من خلال هذا النموذج في تقييم الأداء علي مجموعة من المؤشرات يتم حسابها ومقارنتها عبر الزمن وحساب نسبة التطور إما بالزيادة أو النقصان، واستخراج الانحرافات وإبراز التطور بالنسبة للفترة السابقة.

ثالثاً: مبادئ وحدود لوحة القيادة المالية

تعتبر لوحة القيادة المالية صورة عن الإدارة المالية للمؤسسة، تتوقف فاعليتها على الحدود والمبادئ التالية:

1. مبادئ لوحة القيادة المالية: تقوم لوحة القيادة المالية على عدة مبادئ نذكر منها¹:

- تتضمن معلومات ومؤشرات تعرض بشكل تحليلي واضح سهل التفسير تام ويعكس سير المؤسسة في المجال المالي؛
- تحتوي مقاييس موضوعية تسمح بالسيطرة على قرار المؤسسة ومحيطها وتتضمن:
 - خط سير المؤسسة (تقديرات، أهداف،)؛
 - تقرير على الإنجازات المحققة؛
 - الانحرافات بين التقديرات والانحرافات المحققة؛

¹: بنية حيزية، مرجع سابق، ص، 157.

■ تختلف لوحة القيادة باختلاف حجم المؤسسة فإذا كانت المؤسسة صغيرة تكون لها في أغلب الأحيان لوحة قيادة واحدة يمسكها عادة المسئول الأول، أما إذا كانت المؤسسة كبيرة يكون لها وحدات قيادة تحليلية تخص كل فرع ونخص بالذكر لوحة القيادة المالية، حيث إذا قرر المسئولون اتخاذ القرارات التصحيحية لمعرفة طبيعة المشكلة فإنهم يلجئون إلى لوحة قيادة جزئية لدراسة الأداء العام في المؤسسة ومردوديتها، وهو ما يعني أن المدير العام لا يمكن إعطاؤه كل المعلومات والمؤشرات إنما فقط تلك التي تدله على الخطة العامة، فقراءة المعلومات من اللوحات الجزئية تسمح للمدير العام بتشخيص المشاكل وتحديد الأسباب؛

■ لا توجد لوحة قيادة مالية نموذجية ومع ذلك على المسئول اختيار المعلومات التي يحتاجها ثم عرضها بشكل ملائم وتشكيل لوحة قيادة خاصة بما تتوافق مع أهدافه؛

2. **الحدود التنظيمية للوحة القيادة المالية:** تعتبر لوحة القيادة المالية صورة عن القسم المالي للمؤسسة وتتوقف فعالية هذه الصورة على الحدود التالية¹:

■ **تحديد الأهداف:** انطلاقاً من اعتبار لوحة القيادة المالية هي وسيلة تضمن اكتشاف الوضعية من خلال الأهداف المسطرة وعليه غياب الأهداف يجعل من لوحة القيادة لا معنى لها، كذلك في حالة ما إذا كانت الأهداف المسطرة لا تتوقف أو لا تندمج مع السياسة العامة فإن لوحة القيادة تعمل على توجيه القرارات بشكل سلبي وتتحول إلى عائق تنظيمي يؤثر على التنسيق والانسجام بين مختلف الوحدات التنظيمية؛

■ **دقة المؤشرات:** في حالة التأكد من الأهداف المسطرة وتطابقها مع السياسة العامة للمؤسسة وقبولها من قبل أطراف المؤسسة، فإنه يجب عليه إيجاد المؤشرات الدقيقة التي تضمن قيادة المؤسسة في أحسن الشروط، لكن في حالة ما تكون هذه المؤشرات غير مضبوطة بدقة فإنها تنعكس سلباً على العملية التنظيمية من منطلق تقديم صور خاطئة لوضعية المؤسسة، وعليه تكون لها انعكاسات سلبية على فعالية المؤسسة؛

■ **إمكانية القيام بالتغذية العكسية:** انطلاقاً من تحديد الأهداف واتخاذ القرارات التي تسمح بالقيام بمختلف الأعمال التي تدخل في نطاق تحقيق الأهداف المسطرة والتي يمكن متابعتها من خلال لوحة القيادة، وعليه فمن الضروري أن تكون المؤشرات المختارة تسمح بمتابعة مختلف الأعمال لتقييم فعالية

¹ : Alian Fernandez, " les nouveaux de bord des décideurs", édition organisation, paris, 3 édition, 2003, p - p, 347-349.

القرارات المتخذة وضبطها وتعديلها في حالة الضرورة، وفي حالة العكس فإن لوحة القيادة لها أثر سلبي؛

- **الانحرافات التنظيمية:** يمكن أن تستعمل لوحة القيادة كأداة للتلاعب والمناورة بشكل سلبي على درجة تحقيق الأهداف المسطرة وذلك من خلال بناء لوحة القيادة بالاعتماد على مؤشرات تقوم على تحقيق أهداف خاصة تقدم نتائج خاطئة على مستوى المؤسسة ككل؛

المطلب الخامس: مؤشرات أخرى لتقييم الأداء

بالإضافة إلى المؤشرات السابقة توجد مجموعة أخرى من المؤشرات تحتل مكانة معتبرة لدى أكبر المؤسسات سواء الإنتاجية أو الخدمية وكذلك المالية وتتمثل في مؤشر القيمة النقدية المضافة، ومؤشر القيمة المضافة لحملة الأسهم، ومؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار، و مؤشر العوائد الكلية لحملة الأسهم، وذلك لما لها من دور في خلق قيمة لحملة الأسهم.

أولاً: مؤشر القيمة النقدية المضافة (CVA)

تم تقديم نموذج القيمة النقدية المضافة من قبل الاقتصاديان السويديان Ottosson & Weissenrieder في منتصف التسعينات وقد حدد القيمة النقدية المضافة على أنها الفرق بين التدفق النقدي التشغيلي والتدفق النقدي التشغيلي المطلوب¹.

1. **تعريف مؤشر القيمة النقدية المضافة (CVA):** هو مقياس لمقدار الأموال الناتجة عن الشركة من خلال عملياتها، تستند القيمة النقدية المضافة إلى نموذج صافي القيمة الحالية وتستخدم حساباتها أساساً في فترة زمنية معينة، إنه لا يخصم التدفق النقدي الكلي مقارنة بحياته الاقتصادية العامة ويشمل بشكل أساسي العناصر النقدية مثل الأرباح قبل خصم الاستهلاك والضرائب (EBDIT) مع تعديل الرسوم غير النقدية، وحركة رأس المال العامل، والاستثمارات غير الاستراتيجية، يسمى مجموع هذه العناصر الثلاثة التدفق النقدي التشغيلي (OCF)، يصنف مؤشر القيمة النقدية المضافة الاستثمارات إلى فئتين، الاستثمارات الاستراتيجية وغير الاستراتيجية².

¹: عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، مرجع سابق، ص، 471.

²: Rezvan Hejazi, Malektja Maleki Oskouei, "The information of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio : Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in The Tehran Stok Exchange", Iranian Accounting & Auditing Review, 2007, p, 23.

الفصل الثالث: استخدام التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار

2. طرق حساب مؤشر القيمة النقدية المضافة (CVA): هناك طريقتان لحساب القيمة النقدية المضافة هما¹:

- الطريقة المباشرة: تقاس القيمة النقدية المضافة عن طريق زيادة عائد التدفق النقدي على الاستثمار وزيادة قاعدة الاستثمار الإجمالية ويتم حسابها وفق المعادلة التالية:

$$CVA = OCF - OCFD$$

حيث:

CVA: القيمة الاقتصادية المضافة؛

OCFD: التدفق النقدي التشغيلي المطلوب لمقابلة المتطلبات المالية للاستثمارات الاستراتيجية للشركة، كلفة رأس المال، الفوائد والمقسوم الأرباح؛

OCF: التدفق النقدي التشغيلي، يتم حسابه وفق المعادلة الآتية:

$$OCF = EBDIT - \Delta WK - NSL$$

حيث:

EBDIT: يمثل الربح قبل خصم الفائدة والضريبة؛

ΔWK : تمثل التغير في رأس المال العامل من عام على آخر؛

NSL: تمثل الاستثمارات غير الاستراتيجية؛

- الطريقة غير المباشرة: تتم عن طريق ضرب الفرق بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار والنسبة المئوية لكلفة رأس المال مع الاستثمارات الإجمالية، ويتم حسابه وفق المعادلة التالية:

$$CVA = (CFROI - RCK) * GI$$

حيث:

CFROI: التدفق النقدي على الاستثمار؛

¹: عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، نفس المرجع السابق، نفس الصفحة.

RCK: النسبة المئوية لكلفة رأس المال؛

GI: الاستثمارات الإجمالية؛

كما يتم حساب مؤشر القيمة النقدية المضافة وفق هذه الطريقة عن طريق طرح الاندثار والإطفاءات DA وكلفة رأس المال Capital Cost من التدفقات الإجمالية GCF، وفق المعادلة التالية:

$$CVA = GCF - DA - \text{Capital Cost}$$

ثانياً: مؤشر القيمة المضافة لحملة الأسهم (SVA)

تمثل القيمة المضافة لحملة الأسهم الأرباح الاقتصادية الناتجة عن الأعمال التجارية والتي تتجاوز الحد الأدنى من العوائد المطلوبة من جميع مقدمي رأس المال، فالقيمة تضاف عندما تكون التدفقات النقدية الاقتصادية تفوق كلفة جميع رأس المال اللازم لإنتاج الأرباح التشغيلية وبذلك سيدمج مقياس القيمة المضافة لحملة الأسهم البيانات المالية للشركة في مقياس واحد ذو معني، تقوم منهجية مؤشر القيمة المضافة لحملة الأسهم على الاعتراف بالتعويض عن المخاطرة التي يتعرض لها حملة الأسهم، وأن عدم كفاءة الشركة في تحقيق ذلك تعني عدم التخصيص والاستخدام الأمثل لرأس المال ومن عدم القدرة على تحقيق هدف حملة الأسهم في تعظيم قيمة أموالهم التي استثمروها على شكل أسهم، ويتم حساب مؤشر القيمة المضافة لحملة الأسهم من خلال المعادلة التالية¹:

$$SVA = \text{Corporate Value} - \text{Debt}$$

ثالثاً: مؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار (CFROI)

يمثل عائد التدفقات النقدية على الاستثمار المعدل الداخلي للعائد على الاستثمار، أي معدل الخصم الذي تكون فيه القيمة الحالية للتدفقات النقدية الملخصة بالقيمة الحالية للقيمة المتبقية مساوية للاستثمار الذي تم إنشاؤه لتوليد تلك التدفقات النقدية، يضيف الاستثمار قيمة للمساهمين إذا كان عائد

¹: عماد عبد الحسين دلول، مجد فوزي مهدي، مرجع سابق، ص، 472.

التدفقات النقدية على الاستثمار أعلى من تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال الذي تم جمعه لتمويل هذا الاستثمار¹.

أو هو عبارة عن معدل العائد المتوقع من استثمارات المنشأة وعند مقارنته مع التكلفة المتوسطة المرجحة للرأسمال نستطيع معرفة ما إذا شكلت قيمة أم لا، فالفارق بين عائد التدفق النقدي على الاستثمار والتكلفة مضروباً في مبلغ الاستثمار يعطينا إجمالي المردودية التي استطاعت المنشأة تحقيقها، والهدف من هذا المؤشر هو تقييم المنشأة ككل عن طريق تطبيق التقنيات المالية لاختيار المشروع أو الاستثمار الملائم وتمويله أيضاً، يمكن حساب هذا المؤشر بالمعادلة الآتية²:

$$\text{عائد التدفق النقدي على الاستثمار} = \frac{\text{التدفقات النقدية للاستغلال بعد الضريبة}}{\text{مجموع الأموال الاقتصادية الخاصة}}$$

يتم مقارنة عائد التدفق النقدي على الاستثمار بالتكلفة الحقيقية لرأس مال الشركة، إذا كانت CFROI أقل من التكلفة الحقيقية لرأس المال الشركة فإن الاستثمار الإضافي سوف ينتج عنه صافي ربح سلبي ولن يساهم الاستثمار في خلق قيمة للمساهمين، إذا كانت CFROI أكبر من التكلفة الحقيقية لرأس المال فإن الزيادة في الاستثمار ستوفر صافي قيمة موجبة وسيتم خلق قيمة للمساهمين³.

رابعاً: مؤشر العوائد الكلية لحملة الأسهم (TSR)

تمثل العوائد الكلية لحملة الأسهم صافي التغير في سعر السهم مضاف إليه قيمة مقسوم الأرباح المدفوعة خلال نفس المدة، حيث يقدم مؤشر العوائد الكلية لحملة الأسهم نظرة واضحة لتقييم أداء الشركات على الرغم من أنه يمكن أن تحقق أسعار السهم أرقام سلبية خلال فترة التقييم لكن ذلك لا يمنع من توليد عوائد كلية إيجابية لحملة الأسهم يكون مقسوم الأرباح فيها يفوق أسعار الأسهم، ونستنتج أن

¹ : Nicolae BALTES , Diana Elena VASIU, "CASE STUDY REGARDING FINANCIAL PERFORMANCE IN TERMS OF CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI) FOR COMPANIES LISTED AND TRADED ON THE BUCHAREST STOCK EXCHANGE, DURING 2006-2013", BULETIN STIINTIFIC, Nr.I (39), 2015, p, 17.

² : عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، مرجع سابق.

³ : Kristina Jancovicova BOGNAROVA, "APPLICATION OF CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT IN TERMS OF FINANCIAL PERFORMANCE MEASUREMENT", p, 784, http://cks.univnt.ro/uploads/cks_2016_articles/index.php?dir=07_finance_and_accounti, leM 17/12/2019.

الفصل الثالث: استخدام التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار

أسعار الأسهم هي المحرك الأساس في احتساب العوائد الكلية لحملة الأسهم، ويمكن احتساب TSR وفق المعادلة الآتية¹:

$$\text{TSR} = \text{Price gain} + \frac{\text{Dividends Paid}}{\text{Stick Price at Beginning of the Period}}$$

¹: عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، مرجع سابق، ص، 473.

خاتمة الفصل الثالث

تم التطرق من خلال هذا الفصل استخدام التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار لأهم المعايير المستخدمة في تقييم الأداء واتخاذ قرارات الاستثمار بأنواعه الحقيقية والمالية، حيث تطرقنا في المبحث الأول إلى معايير تقييم قرارات الاستثمار الحقيقية، والتي هي عبارة عن قياس وحساب لعائد الفرص الاستثمارية المتاحة والمحققة أصلاً في صورة مشروعات اقتصادية، ومن بين أهم المؤشرات التي يعتمد عليها المستثمر في اتخاذ قرارات الاستثمار هي: معيار فترة الاسترداد، معيار القيمة الحالية الصافية، مؤشر الربحية، كما تم الإشارة في المبحث الثاني إلى أهم المعايير التي يستخدمها المستثمر في اتخاذ قرارات الاستثمار المالية والمتمثلة في معايير تقييم قرارات الاستثمار في الأسهم والسندات والمشتقات المالية، أما بالنسبة للمبحث الثالث تم التطرق لأهم المؤشرات الحديثة المستخدمة في تقييم الأداء في المؤسسة، حيث كان لابد لنا إلى التطرق لأهم المؤشرات المستخدمة في خلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين، وكان من بين أهم المؤشرات الحديثة المستخدمة مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة، ومؤشر القيمة السوقية المضافة وبطاقة أداء المتوازن، ولوحة القيادة المالية، بالإضافة إلى مؤشرات أخرى يتم استخدامها في تقييم الأداء وهي: مؤشر القيمة النقدية المضافة ومؤشر القيمة المضافة لحملة الأسهم ومؤشر عائد التدفق النقدي على الاستثمار ومؤشر العوائد الكلية لحملة الأسهم، وتوصلنا من خلال الدراسة النظرية لهذا المبحث أنه على المستثمر الاهتمام بجميع المؤشرات سالفة الذكر في اتخاذ قرارات الاستثمار.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته

بالشلف (E.C.D.E)

تمهيد الفصل الرابع

بناء على ما تطرقنا إليه في الدراسة النظرية حول دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار وذلك من خلال التطرق لأهم المفاهيم الأساسية المتعلقة بالتحليل المالي في الفصل الأول، و تطرقنا في الفصل الثاني لأهم المفاهيم المتعلقة بالاستثمار وقرارات الاستثمار، وفي الفصل الثالث معايير تقييم قرارات الاستثمار.

سنحاول من خلال هذا الفصل إسقاط ما تطرقنا إليه في الجانب النظري من الدراسة على الحالة الواقعية لدور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار، من خلال دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE) وذلك باستخدام العديد من المؤشرات والأدوات التي يستخدمها المحلل المالي في تقييم واتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة، وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث رئيسية هي:

المبحث الأول: عرض عام لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف؛

المبحث الثاني: التحليل المالي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف؛

المبحث الثالث: التحليل الاحصائي لنتائج الدراسة التطبيقية؛

المبحث الأول: عرض عام لمؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

تعتبر مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف من بين المؤسسات الرائدة في مجال صناعة الاسمنت منذ نشأتها في الجزائر، سنحاول من خلال هذا المبحث إلى عرض عام لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، وذلك من خلال التعريف بالمؤسسة محل الدراسة، ثم تقديم عرض حول نشاط المؤسسة وتطورها، وبعده نتناول بنية الهيكل التنظيمي للمؤسسة.

المطلب الأول: تقديم مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف

أنشئت مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف بموجب المرسوم رقم: 82-325 المؤرخ في: 1982/10/30 إثر إعادة هيكلة الشركة الوطنية لمواد البناء (S.N.M.C)، مقرها الاجتماعي حي حمادية طريق وهران الشلف، تحصلت المؤسسة على شهادة الإيزو ISO 9001 إصدار 2000 من طرف AFAQ ACERT الفرنسية سنة 2003، ثم أعيد تقييمها في أبريل 2006 من طرف AFAQ AFNOR الدولي الذي سمح بتجديدها حتى سنة 2009، وفي جوان 2009 قام بتمديدها 3 سنوات أخرى¹.

أولاً: نشأة مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف

مرت مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف بعدة مراحل حتى اكتسبت الصفة التي عليها حالياً، حيث كانت الدراسة الأولى لإنشاء المصنع منذ سنة 1967 ولم يلقي المشروع الموافقة إلا في سنة 1975، حيث تم منح مهام إنجاز آنذاك إلى ثلاثة شركات يابانية هي (كوزاكي، هيفي، أندروستري)².

بدأ المشروع على مستوى خطين، الخط الأول سنة 1978، لكن جرى الانقطاع سنة 1980 بسبب زلزال 10 أكتوبر 1980 الذي ضرب منطقة الشلف، ثم استأنفت الأعمال به سنة 1981 مع الخط الثاني تحت اسم المؤسسة الوطنية لمواد البناء (S.N.M.C)* وهي المؤسسة الاقتصادية الوحيدة في هذه المنطقة، بعدها تم تغييرها إلى المؤسسة العمومية للإسمنت ومشتقاته (E.C.D.E)*، وتم هيكلتها

¹: عبد المجيد تيموي، "نحو بناء نظرية لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2013، ص، 138.

²: عيادي عبد القادر، "دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل حالة مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE)"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2008/2007، ص، 121.

* : S.N.M.C : Société National des matériaux de constructions.

* : E.C.D.E : Entreprise des ciments et Dérivés d'Ech – Cheliff.

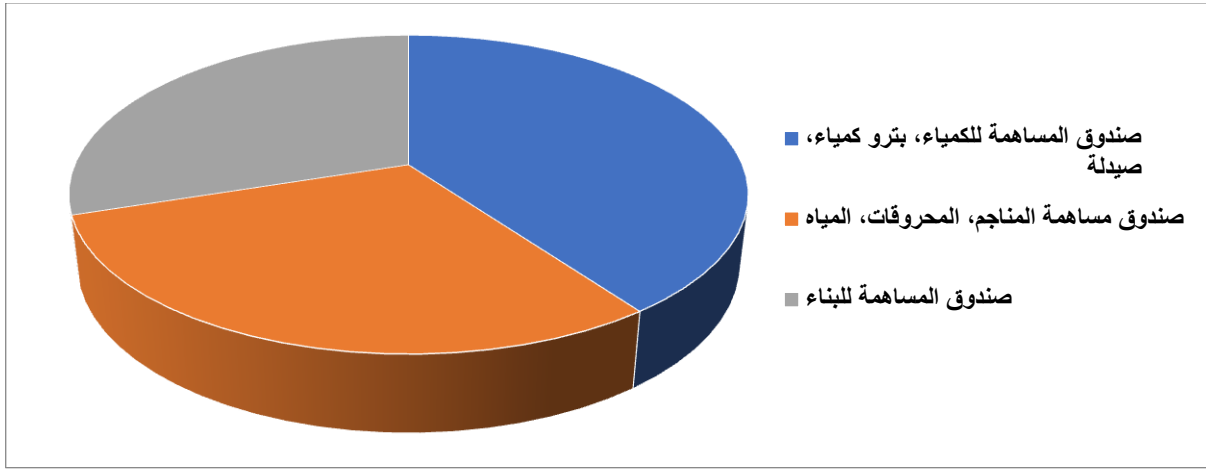
الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

بمقتضى المرسوم الوزاري رقم: 82-325 الصادر بتاريخ: 30 أكتوبر 1982، وفي سنة 1989 أصبحت المؤسسة مستقلة وعمومية ذات طابع صناعي وتجاري (E.P.I.C)** نشاطها الأساسي هو إنتاج وتصنيع الإسمنت من نوع (EPA - 350)، وهدفها الأساسي هو استغلال وتسيير المنشأة الصناعية المتعلقة بإنتاج الإسمنت العادي والإسمنت الخاص، الجير المائي وكذا مشتقات الإسمنت من نوع (بورتولند) التي تحمل عبارة (CPJ 45) لتصبح أحسن المنتجات على المستوى الوطني¹.

وأصبحت هذه المؤسسة في سنة 1989 اقتصادية (E.P.E) ومستقلة برأسمال يقدر بـ 80.000.000 دج وذلك بمساهمة:

- 40% من صندوق المساهمة للكيمياء، بترو كيمياء، صيدلة؛
- 30% من صندوق مساهمة المناجم، المحروقات، المياه؛
- 30% من صندوق المساهمة للبناء؛

الشكل رقم (21) مساهمة صناديق المساهمة في رأسمال مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف.



المصدر: من إعداد الطالب، بالاعتماد على المعطيات السابقة.

وبعد حل صناديق المساهمة أصبحت الشركة القابضة للمؤسسة هي شركة البناء ومواد البناء ومالكة للمؤسسة بنسبة 100%، كما تم رفع رأسمالها إلى 2.000.000.000 دج في سنة 2000، ثم إلى

** : E.P.I.C : Entreprise Publique Industrielle et Commercial.

¹: بن واضح سنوسي عائشة، البشير عبد الكريم، "استخدام نموذج المحاكاة في تخطيط أرباح المؤسسة الاقتصادية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 18، 2018، ص، 286.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

3.000.000.000 دج في سنة 2003، ليصبح 5.000.000.000 دج في سنة 2005، ليستقر
6.241.000.000 دينار جزائري سنة 2007.

الجدول رقم (14) تطور رأس المال الاجتماعي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته (الوحدة: 10⁶ دج)

السنة	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
رأس المال الاجتماعي	2.000	2.000	2.000	3.000	3.500	5.000	5.000	6.241

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد معطيات ميزانيات مؤسسة ECDE للفترة (2000-2018).

ثانياً: ممتلكات مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف

ممتلكات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته تتكون أساساً من¹:

1. مصنع الإسمنت بوادي سلي بقدره إنتاجية تقدر بـ 2 مليون طن سنوياً؛

2. أراضي ومحلات SNVISI سابقاً بوادي سلي؛

3. نقاط بيع الإسمنت (مخازن) في وادي سمار، تمنراست، عين صالح، تيميمون؛

4. أراضي Techno Béton سابقاً بوادي سلي؛

وتساهم مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في عدة مؤسسات وطنية، والجدول الموالي يبين لنا

مساهمات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في المؤسسات الأخرى .

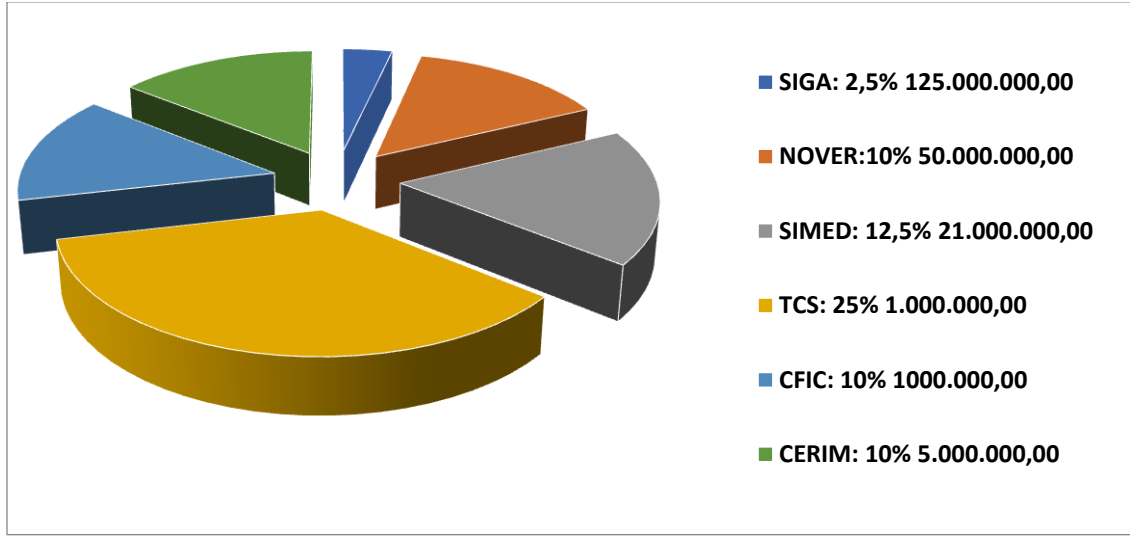
الجدول رقم (15) مساهمات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في المؤسسات الأخرى.

المؤسسات	المبالغ (الوحدة: دج)	نسبة المساهمة
SIGA	125.000.000	%2.5
NOVER	50.000.000	%10
SIMED	21.000.000	%12.5
TCS	1.000.000	%25
CFIC	1.000.000	%10
CERIM	5.000.000	%10

المصدر: عيادي عبد القادر، مرجع سابق، ص، 124.

¹: عبد المجيد تيمايوي، مرجع سابق، نفس الصفحة.

الشكل رقم (22) التمثيل البياني لمساهمة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في المؤسسات الأخرى.



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (15).

تساهم مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في رأسمال عدة مؤسسات وطنية نذكر منها¹:

- مؤسسة SIGA بنسبة 2.5% أي ما يعادل 125.000.000 دج؛
- مؤسسة الزجاج NOVER بنسبة 10% أي ما يعادل 50.000.000 دج؛
- مؤسسة TCS المؤسسة الوطنية لتوزيع مواد البناء بنسبة 25% أي ما يعادل 1.000.000 دج؛
- مؤسسة CFIS وهي مركز للتكوين لصناعة الاسمنت بنسبة 10% ما يعادل 1.000.000 دج؛
- مؤسسة CERIM للتحاليل الكيميائية بنسبة 10% ما يعادل 5.000.000 دج؛

ثالثاً: أهمية منتجات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف وأهدافها

تعتبر مادة الاسمنت التي تنتجها مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف من أجود أنواع الاسمنت في الجزائر، حيث تسيطر على حوالي 10% من حصة السوق الوطنية.

1. أهمية منتجات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف: تنتج المؤسسة مادة الاسمنت العادي الذي يحمل الاختصار CPJ 42.5، حيث تعتبر مادة الاسمنت مادة إستراتيجية في مجال البناء إذ لا يمكن

¹: قويدر الواحد عبد الله، "دمج مؤشرات الأداء البيئي في بطاقة الأداء المتوازن BSC لتحقيق المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف ECDE"، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة أعمال، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 9، 2015/2014، ص، 161.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الاستغناء عنها مهما تعددت البدائل، إذ تعددت استعمالاتها في إنجاز مشاريع الإسكان والذي يعد مشكل اجتماعي تتزايد حدته من سنة إلى أخرى، بالإضافة إلى استعمالات أخرى كبناء الجسور والمنشآت العامة¹.

2. أهداف مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف: وضعت هذه المؤسسة أساساً لتمويل النشاطات الصناعية المرتبطة بإنتاج الاسمنت من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية في هذا المجال، وتتجلى أهداف المؤسسة فيما يلي:

■ أهداف مالية واقتصادية: تتمثل هذه الأهداف في:

✓ توفير المادة الأولية في مجال البناء والتقليل من استردادها من الخارج؛

✓ تحقيق الأرباح والمساهمة في تطوير الوحدة؛

■ أهداف اجتماعية: وتتجسد فيما يلي:

✓ توفير مناصب عمل والتخفيض من حدة البطالة؛

✓ توفير مادة الاسمنت بأسعار معقولة ومقبولة مقارنة بأسعار المنتجات المستوردة؛

✓ تحسين المستوى المعيشي من خلال توزيع جزء من الأرباح على العمال؛

✓ المحافظة على البيئة من خلال تجهيز المصنع بمصفاة تمنع وصول المواد المتطايرة من المداخل إلى البيئة؛

المطلب الثاني: طبيعة نشاط مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

تتمثل الطبيعة الأساسية لنشاط مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في صناعة وتوزيع الاسمنت الذي هو المنتج النهائي لها، وهذا باعتمادها بالدرجة الأولى على استخراجها للمادة الأولية من مقالعها الخاصة وتحويلها إلى إسمنت، كما تباع مادة "الكلنكر، CLINKER" والتي هي عبارة عن منتج نصف نهائي.

أولاً: نشاط المؤسسة

¹: بوزريغ صليحة، "ترشيد استهلاك الطاقة في المنشآت الصناعية وأثرها على التنمية المستدامة دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف ECDE"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد البيئة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2015/2014، ص، 212.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

تنتج مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف مادة الكلنكر والاسمنت، حيث تمثل قدرة إنتاجها لمادة الكلنكر بـ 1.880.000 طن سنوياً ومنتج الاسمنت بـ 2.000.000 طن سنوياً وتحتوي على خطين للإنتاج مزودين بفرنين (الفرن 1 و2)، أما التسليم فيجربى شحن الاسمنت على شكل أكياس (بالشاحنات أو أكياس بالمقطورات)، اسمنت سائب (بشاحنات الصهاريج، مقطورات الصهاريج).

تقع وحدة الإنتاج في المنطقة الصناعية بوادي سلي متربعة على مساحة تقدر بحوالي 40 هكتار وتتكون من اتجاهين للإنتاج يقدر بـ 3.000 طن في اليوم من الاسمنت النشوي CLINKER قبل الطحن مع تقطيت الجير الصلصالي، ويوجد في المصنع حظيرة أو حوض المجانسة الأولية بقدرة 1.000.000 طن، وهناك ورشتان لسحق التربة بـ 290 طن في الساعة الواحدة، وهناك مركزان للطهي والتحضير ويخزن الاسمنت النشوي في صالة مسقفة بطاقة 400 طن و8 مطامير بطاقة إجمالية تقدر بـ 600 طن.

غير أنه بعد إعادة التأهيل تحسنت قدرتها الإنتاجية فأصبحت¹:

▪ CLINKER: 2 مليون طن سنوياً؛

▪ إسمنت CRJ CEM II/A 42.5: 2.2 مليون طن سنوياً؛

ثانياً: المواد الأولية المستعملة في صناعة الاسمنت

كغيرها من الصناعات فإن إنتاج الاسمنت يعتمد على مواد أولية (المواد الخام) عبر عمليات ومراحل انتاجها تتمثل المادة الخام التي تدخل في صناعة الاسمنت فيما يلي²:

الجدول رقم (16) المواد الأولية المستعملة في صناعة الاسمنت

المادة الأولية	مصدر هذه المواد	الاستهلاك السنوي (طن)
الكلس	منطقة سيدي العروسي	3.334.113
الصلصال	منطقة جبل معز بأولاد بن عبد القادر	635.069
الرمل	منطقة سيدي عامر الشطية	175.470
الجبس	منطقة بوزغاية طريق تنس	80.500

المصدر: مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، مديرية التنظيم والتخطيط.

¹: عبد المجيد تيمايوي، مرجع سابق، ص، 139.

²: قويدر الواحد عبد الله، مرجع سابق، ص، ص، 166، 167.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

من خلال المواد الأولية السابقة المذكورة في الجدول رقم (16) تعمل المؤسسة على ما يلي:

✓ الاسمنت العادي والخاص؛

✓ الحصى والجير المائي؛

✓ مشتقات الاسمنت؛

✓ الكلنكر (clinker)؛

1. الكلس: يصل المخزون التقديري إلى 173.000.000 طن أي ما يؤمن للمؤسسة حوالي 70 سنة من الاستغلال، وتقع محجرته على بعد 3 كلم جنوب المصنع، يستخرج بواسطة جرافات كهربائية ثقيلة ملك للمؤسسة، ويتم خلط بالطين ويمر في الكسارة وبعدها ينقل إلى المصنع بواسطة بساط مطاطي طويل يمتد من المحجر إلى المصنع؛

2. الطين: تقع محجرته في جبل الماعز على بعد 6 كلم جنوب المصنع، وتقدر سعته بـ 32.000.000 طن، يمكن أن يسد احتياجات أكثر من 90 سنة وينقل بواسطة ناقلات إلى محجر الكلس، حيث يخلط وينقل بواسطة البساط إلى المصنع؛

3. الجبس: تقع محجرته على بعد حوالي 35 كلم من المصنع ببلدية وادي سلي، بمخزون يقدر بـ 6.000.000 طن، ويمكن أن يسد تقريباً 80 سنة استغلال ويتم استخراجها عن طريق المتفجرات ثم ينقل بواسطة شاحنات إلى المصنع مباشرة؛

4. الرمل: تقع منطقة استخراج الرمل على بعد 10 كلم من المصنع بمنطقة سيدي عامر ويقدر مخزونها بـ 500.000 طن أي ما يسد حاجيات 5 سنوات من الاستغلال، كما تملك المؤسسة منطقة أخرى لاستخراج الرمل تبعد على المصنع بحوالي 30 كلم، وتقع بمنطقة سيدي دلة وتحوي مخزون من الرمل يقدر بـ 800.000 طن أي ما يؤمن للمؤسسة 60 سنة من الاستغلال وتتم عملية النقل إلى المصنع بواسطة الشاحنات؛

إن إنتاج الاسمنت يتطلب استعمال المواد الأساسية التالية¹:

- الكلس بنسبة 80% وتركيبته الكيميائية: كربونات الكالسيوم 98% + سيليكات 2%؛
- الصلصال (الطينة) بنسبة 20% وتركيبته الكيميائية:

¹: حمو جميلة، "التصنيع في الجزائر وأثره على البيئة دراسة حالة مؤسسات إنتاج الإسمنت بوادي السلي الشلف ECDE"، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم التجارية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 2010/2011، ص، 143.

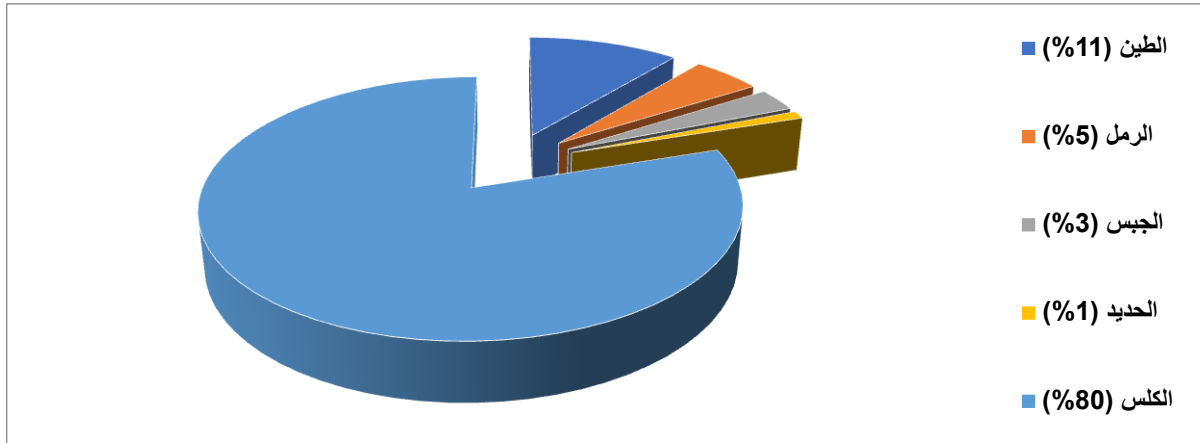
الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

سيليكاً 35-40% + الحديد 8% + ماغنسيوم 3% + الومنيا 11% + أكسيد الكالسيوم 20%

بالإضافة إلى مواد أخرى ثانوية وهي: الرمل، الجبس.

وتمثل نسبة مساهمة كل مادة في المنتج كما هو مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (23) نسبة مساهمة المواد الأولية في صناعة الاسمنت



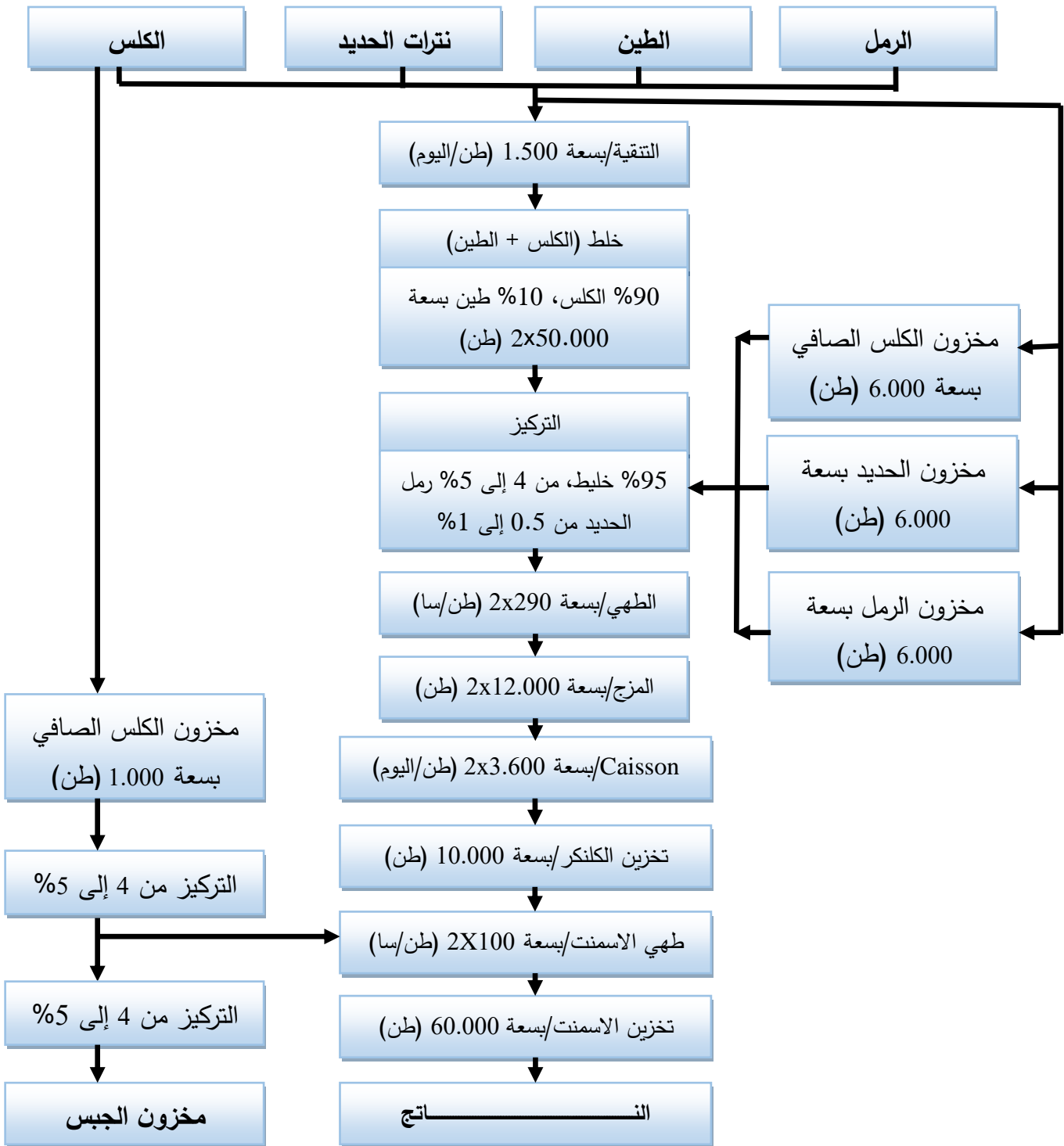
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على المعطيات السابقة.

ثالثاً: مراحل إنتاج الاسمنت

تنطلق عملية إنتاج الاسمنت من المحاجر حيث توجد المادة الأولية وصولاً إلى المصنع ومن ثم

المرور بمجموعة من المراحل الإنتاجية داخل المصنع، كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل رقم (24) مراحل إنتاج الاسمنت



المصدر: قويدر الواحد عبد الله، مرجع سابق، ص، 129.

يوضح لنا الشكل رقم (24) مراحل إنتاج الاسمنت انطلاقاً من المحاجر حتى مرحلة التخزين وذلك وفق ما يلي¹:

1. المرحلة الأولى: مرحلة التكسير (مرحلة استخراج المادة الخام والسحق): يتم في هذه المرحلة تكسير مادتي الكلس calcaire والصلصال L'argile لأحجار صغيرة، حيث تخزن هذه المواد في حاوية أرضية كبيرة وذلك بغرض استعمالها في المرحلة التالية، فيصبح المزيج المتواجد في هذه الحاوية مكونة من 80% كلس + 20% صلصل، يتم نقل هذا المزيج عبر سيور مطاطية ناقلة إلى مخازن الخاصة به لحين الحاجة إليه.

■ تستخرج مادة الكلس من محاجر الكلس والتي تبعد من موقع الإنتاج بحوالي 2 كلم بواسطة عمليات التفجير خاصة، ثم ينقل بواسطة شاحنات خاصة إلى كسارات الكلس حيث تكسر لقطع صغيرة.

■ تستخرج مادة الصلصال من محاجر الصلصال المتواجدة بمنطقة جبل معز، يتم نقلها بواسطة شاحنات خاصة إلى كسارات الصلصال حيث تكسر إلى قطع صغيرة، وهي متواجدة بجانب كسارات الكلس.

2. المرحلة الثانية: الطحن والمجانسة الأولية: في هذه المرحلة يتم إضافة حوالي 3% من مادة الرمل المتأتي من محجرة الرمل المتواجدة في سيدي عامر طريق الشطية كما يتم إضافة أيضاً نسبة من الحديد إلى المزيج الأول، بحيث نحصل على مزيج ثاني خام، الذي يتم نقله بواسطة سيور ناقلة إلى مطاحن عمودية تعمل على سحق المزيج بعد تجفيفه عن طريق الغاز المنبعث من الفرن والذي تخفض درجة حرارته تدريجياً إلى أن تصل إلى 450°م، فنحصل في نهاية هذه المرحلة على مسحوق ناعم (Farine cru)، وفي هذه المرحلة يتم أيضاً خلط ومجانسة المسحوق المتحصل عليه.

إن عمليتي الطحن والتجانس يتم خلالها تصفية الغبار المعلق في الغازات عن طريق Les Filtres électrostatiques مصافي كهروستاتيكي، حيث يتم استرجاع نسبة عالية من الغبار الناتج عن النقل والطحن والتجانس، بينما يطرح الغاز كلياً عبر المدخنة.

3. المرحلة الثالثة: مرحلة الطهي: يتم سحب الكمية المطلوبة من خزانات المواد الأولية ويدفع به إلى أفران الاسمنت التي تعمل بواسطة الغاز الطبيعي والتي ترتفع درجة حرارتها تدريجياً من 950°م عند المدخل لتصل إلى 1.450°م بعد الحرق (الطهي)، بحيث تتشكل لدينا عجينة جلاتينية صلبة تسمى

¹: حمو جميلة، مرجع سابق، ص، 145.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

كلنكر (clinker)، وتنتقل بعد عملية التبريد التي تتم بواسطة المبردات، يتم نقل كلنكر عبر سيور حديدية ناقلة إلى مخازن الكلنكر.

4. المرحلة الرابعة: مرحلة طحن الكلنكر (مرحلة تصنيع الاسمنت): بعد تبريد مادة الكلنكر يتم طحنها مع مادة الجبس (97% كلنكر و3% جبس) للحصول على المنتج النهائي وفي أخرى يتم إضافة حوالي 3% من مادة الكلس ومنه يتم تخزينه في صوامع التخزين المجهزة لحين سحقه.

5. المرحلة الخامسة: مرحلة التعبئة والتوزيع (الشحن): يتم في هذه المرحلة تعبئة أكياس بالمنتج النهائي بغرض تسليمه للزبائن، حيث يتم شحنه إما عن طريق:

✓ الشاحنات المسطحة (Sac)؛

✓ الشاحنات الناقلة للحاويات (Vrac)؛

✓ عربات القطار المسطحة (Sac)؛

المطلب الثالث: الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

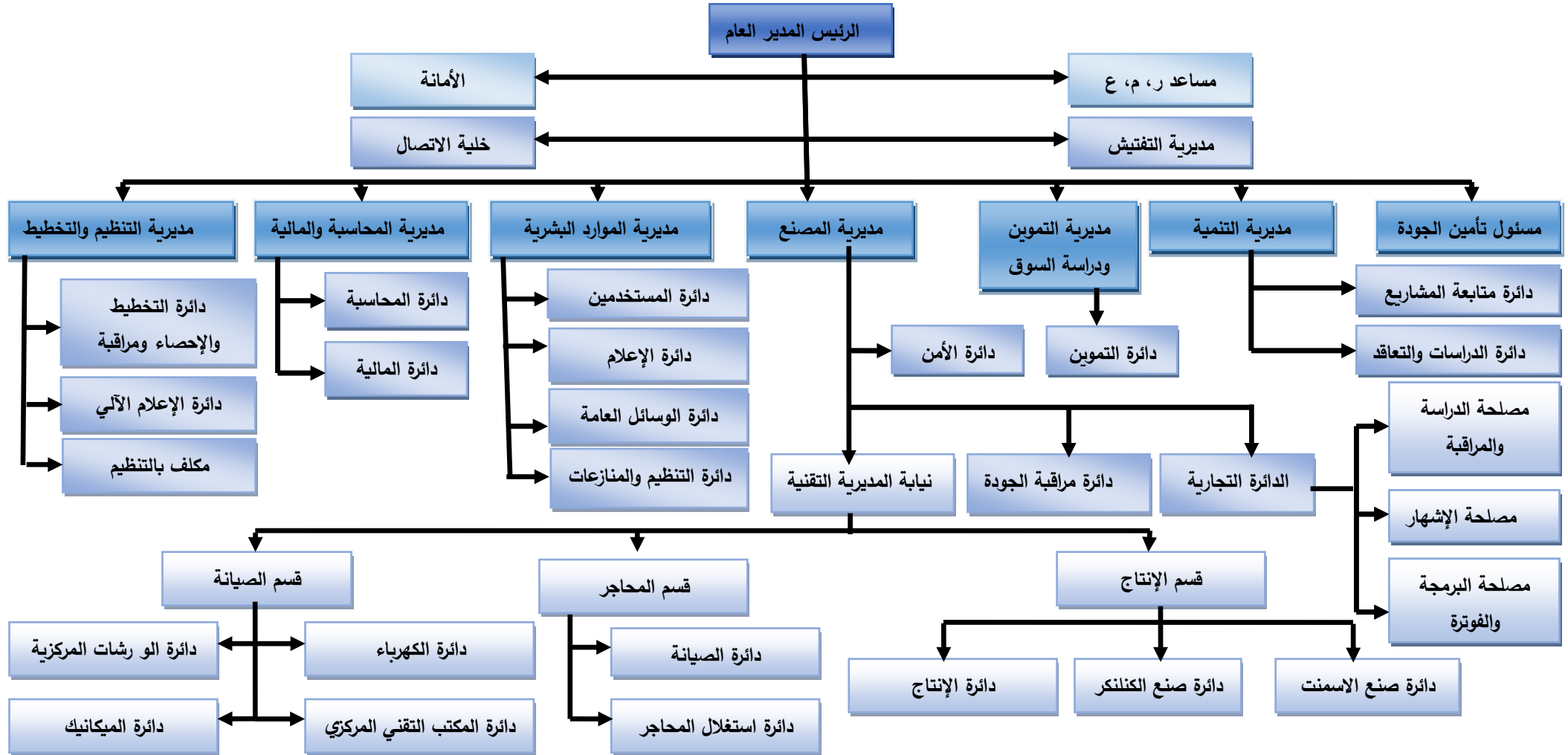
ينقسم الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته إلى مجموعة من المديريات الفرعية والمديريات بدورها تنقسم إلى دوائر وأقسام، وذلك حسب طبيعة ونوعية المهام الموجودة في المؤسسة، وتربط بينهما علاقات وظيفية لأن معظم الوظائف تحتاج إلى بعضها البعض.

أولاً: مخطط الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الشكل رقم (25) يوضح لنا بالتفصيل مخطط الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف وذلك على النحو التالي:

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الشكل رقم (25) الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)



المصدر: مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، مديرية التنظيم والتخطيط والتطوير.

ثانياً: بنية الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

يتكون الهيكل التنظيمي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف من المديرية العامة الكائن مقرها الاجتماعي بحي الحمادية بالشلف، ومديرية العمليات التي تتواجد بالمنطقة الصناعية بوادي سلي بالشلف.

1. المديرية العامة: وتشمل على:

- **المدير العام:** يوجد على رأس الهيكل التنظيمي للمؤسسة، يقوم بوضع الخطط السنوية والإشراف على مختلف مصالح المؤسسة، وهو وحده من يحق له اتخاذ القرارات في المؤسسة؛
- **الأمانة العامة:** تقوم باستقبال البريد الوارد وإرسال البريد الصادر من وإلى المؤسسة وترتيب الوثائق وتنظيمها؛
- **المساعدين:** وتتخصص مهامهم في مساعدة المدير العام في وضع الخطط السنوية والإشراف على مختلف المصالح والاستشارة؛
- **المكلف بالاتصال والإعلام:** يقوم بجميع الأعمال الخاصة بالمؤسسة من إشهار، تنظيم ملتقيات تشاورية مع العمال والإطارات، البحث عن حلول للمشاكل مع العمال، ...إلخ؛
- **المستشار القانوني:** مهمته الأساسية هي الإشراف على كل ما يخص الجانب القانوني للمؤسسة ومساعدة الرئيس المدير العام في شرح القوانين والنصوص التشريعية له ويقدم له التوجيهات حول القضايا العالقة في المحاكم، وماهية القوانين التي يجب إتباعها وتطبيقها لحل تلك القضايا؛
- **المكلف بالتحقيق:** ويعمل على مراقبة ومتابعة تطبيق الإجراءات الإدارية المعمول بها، أي مراقبة مدى احترام إجراءات العمل؛

2. مديرية التنظيم والتخطيط والتطوير: تحتل مكانة بالغة الأهمية في إدارة المؤسسة وتتكون من:

- **دائرة التخطيط ومراقبة التسيير:** هي مصلحة مكلفة بجمع الإحصائيات من مختلف وظائف المؤسسة ثم وضع المخططات لكل منها ومراقبة التسيير والأعمال التي يقوم بها (وضع الأعمال، جمع المعطيات الإحصائية، إصدار الخطط السنوية ومختلف الميزانيات التقديرية، إعداد التقارير المختلفة الخاصة بسير النشاط، إعداد التقارير السنوية الخاصة بالنشاط، ...إلخ)؛
- **دائرة الإعلام الآلي:** تعمل هذه المصلحة على البرمجة المعلوماتية، صيانة جهاز المعلوماتية، ناهيل مستعملي الإعلام الآلي حول البرمجة الخاصة بالتسيير؛

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

- **مديرية التطوير:** يعمل هذا القسم على الإشراف على الجودة في مجال صناعة الاسمنت، تكوين الإطارات والعمال، المراقبة الدائمة للمنتج من طرف المخبر، التعاون مع الشركات الأجنبية في مجال إنشاء أحدث الوسائل والتجهيزات والتقنيات في صناعة الاسمنت؛
- **دائرة الدراسات والمتابعة:** تهتم أساساً بعمليات البحث والتطوير التقني للمنتجات والبحث في تقنيات رفع الأداء التكنولوجي والعمل على تحديث المصنع الجزئي المرحلي، بتجديد تجهيزات الإنتاج دون التأثير على استمرارية تدفق الإنتاج وجودته مع إمكانية توسيع المصنع؛
- 3. **المديرية المالية والمحاسبية:** تقوم بجميع العمليات المالية والمحاسبية الخاصة بالمؤسسة والحرص على دقة حساباتها ومراقبة أرصدها المالية باستمرار، وتشمل على دائرة المالية ودائرة المحاسبة (المحاسبة العامة والمحاسبة التحليلية):
 - **دائرة المالية:** تتكون من مصلحة الشراء الخارجي ومصلحة الخزينة وخليّة متابعة الميزانية، تقوم بتسيير السيولة المالية للمؤسسة كما تسهر على تحليل الموازنة المالية السنوية وإصدار التقارير الدورية لنشاط الدائرة؛
 - **دائرة المحاسبة:** تعمل على إصدار الموازنات وكل القوائم والجداول المحاسبية، تحديد النتائج التحليلية المتعلقة بالاستغلال، تحديد سعر التكلفة للوحدة المنتجة، ومراقبة تغيرها والوقوف على أسبابها محاسبياً؛
- 4. **مديرية الموارد البشرية:** تسهر هذه المصلحة على سير الملفات الإدارية الخاصة بتكوين العمال في مجال صناعة الاسمنت وتتكون من:
 - دائرة تسيير المستخدمين؛
 - دائرة الوسائل العامة؛
 - دائرة التنظيم والمنازعات؛
- 5. **المديرية التجارية:** يكمن دورها في بيع وتسويق منتجات المؤسسة من خلال مجموعة من المهام تتمثل في (إعداد برنامج المبيعات، معالجة طلبات الشراء، إعداد ومراقبة الفواتير وتسوية وضعية الزبائن، تحليل المبيعات).
- 6. **مديرية الأسواق والتمويل:** تعمل هذه المديرية على تتبع القوى البيعية للمؤسسة مقارنة بالمؤسسات المنافسة ودراسة الطلبات المرتقبة وتحليل السوق، وتوفير قطع غيار الإنتاج والصيانة؛

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

7. مسئول إدارة الجودة والبيئة: يعمل على ضمان الحفاظ على شهادة المطابقة الدولية (ISO 9001) وتجسيد مراحل الحصول على شهادة الموصفات القياسية البيئية (ISO 14001/2004)، كما تهدف المؤسسة من خلال هذه المديرية مراقبة متطلبات جودة السلع المقدمة وتوفير كل متطلبات الأداء الجيد من كفاءات وتنظيم مرن، ونظام معلومات فعال.

8. تنظيم وإدارة أقسام مديريةية المصنع: تضم هذه المديرية الأقسام الإستراتيجية للمؤسسة وتتمثل أساساً في قسمي الإنتاج والصيانة، وتسهر على تطبيق أداء مهامها نيابة مديريةية الاستغلال بوجود قسم يضمن الأمن الصناعي للمصنع.

9. قسم الأمن الصناعي: ويضطلع بالمهام التالية:

- تنسيق المراقبة والإشراف وتنشيط مجموع نشاطات الأمن الصناعي والحفاظ على البيئة؛
- تحسيس العمال بضرورة إتباع كل النصائح المقدمة والمرتبطة أساساً بالانضباط وأخذ الحيطة والحذر في مختلف مواقع العمل؛
- التأكد من جاهزية وسائل الإنتاج والوقاية من الحوادث في كل مرحلة من مراحل التشغيل؛
- التوعية المستمرة للعمال وغرس ثقافة الوقاية الصناعية؛
- إعداد إحصائيات دورية عن حوادث العمل والحرائق وتحليلها للوقوف على أسبابها ومنه العمل على تدينها ورسم سياسة وقائية لتفاديها نهائياً؛

10. قسم الاستغلال (الإنتاج): المسئول على هذا القسم يشرف ويراقب نشاط الدوائر التالية:

- دوائر تصنيع الكلنكر، دائرة تصنيع الاسمنت الاصطناعي، دائرة المحاجر؛
- إعداد وتحضير البرنامج الشهري والسنوي للإنتاج والسهر على تنفيذه من قبل مختلف المصالح؛
- المتابعة والمراقبة اليومية لسيرورة العملية الإنتاجية وتدقيق الإنتاج والتأكد من جودته وتدارك الانحرافات؛

11. المديرية التقنية: وتضم قسم الصيانة وقسم المفجرات الجديدة وتعمل على تسيير ومراقبة نشاط

دائرة الميكانيك، دائرة الورشات التقنية، دائرة المراقبة والمناهج والضبط الكهربائي.

المطلب الرابع: إمكانيات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

تتمتع مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف بجملة من الإمكانيات جعلتها في وضعية جد مربحة ومن بين هذه الإمكانيات نذكر:

أولاً: الموارد البشرية

يعتبر رأس المال البشري من بين أهم عناصر الإنتاج لأنه يقوم بعملية الابداع والابتكار، الجدول الموالي يبين لنا تطور عدد عمال مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال فترة (2000-2018)

الجدول رقم (17) تطور عدد عمال ECDE للفترة (2000-2018)

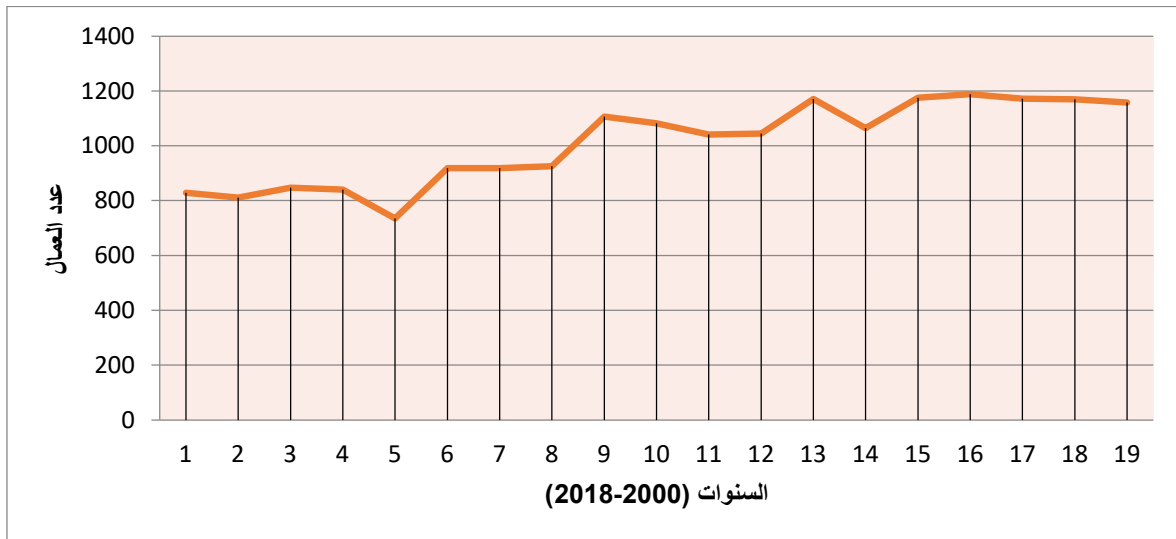
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004
عدد العمال	828	811	847	840	735
السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
عدد العمال	918	919	926	1106	1082
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
عدد العمال	1041	1045	1171	1064	1175
السنوات	2015	2016	2017	2018	
عدد العمال	1188	1172	1169	1158	

المصدر: مؤسسة الاسمنت ومشتقاته، مديرية الموارد البشرية.

يمكن تمثيل تطور عدد عمال مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018) بيانياً كما

يلي:

الشكل رقم (26) منحنى تطور عدد عمال مؤسسة ECDE للفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (17).

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

يبين لنا الشكل رقم (26) أن هناك تطور ملحوظ في عدد العمال خلال فترة الدراسة حيث بلغ عدد العمال الموظفون في هذه الفترة 344 عامل زيادة على العمال الموظفون خلال سنة 2000، وتفسر هذه الزيادة في التوظيف التطور في الطاقة الإنتاجية خلال هذه الفترة.

ثانياً: الإمكانيات الإنتاجية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

تحوز مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف على:

1. خطي إنتاج، حيث تبلغ طاقة كل خط إنتاج 1 مليون طن سنوياً؛
2. ألتين لاستخراج المواد الأولية المتمثلة في الكلس، الصلصل، الرمل والجبس، وهي المواد الأساسية لصناعة الإسمنت؛
3. ورشة لتصنيع الأجهزة الميكانيكية؛
4. 25 شاحنة بمختلف الأطنان؛
5. غرفة حديثة مجهزة بوسائل تكنولوجية للتحكم والمراقبة؛

يعرض لنا الجدول الموالي تطور الطاقة الإنتاجية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018) لمادة الاسمنت .

الجدول رقم (18) تطور الطاقة الإنتاجية لمؤسسة ECDE للفترة (2000-2018)

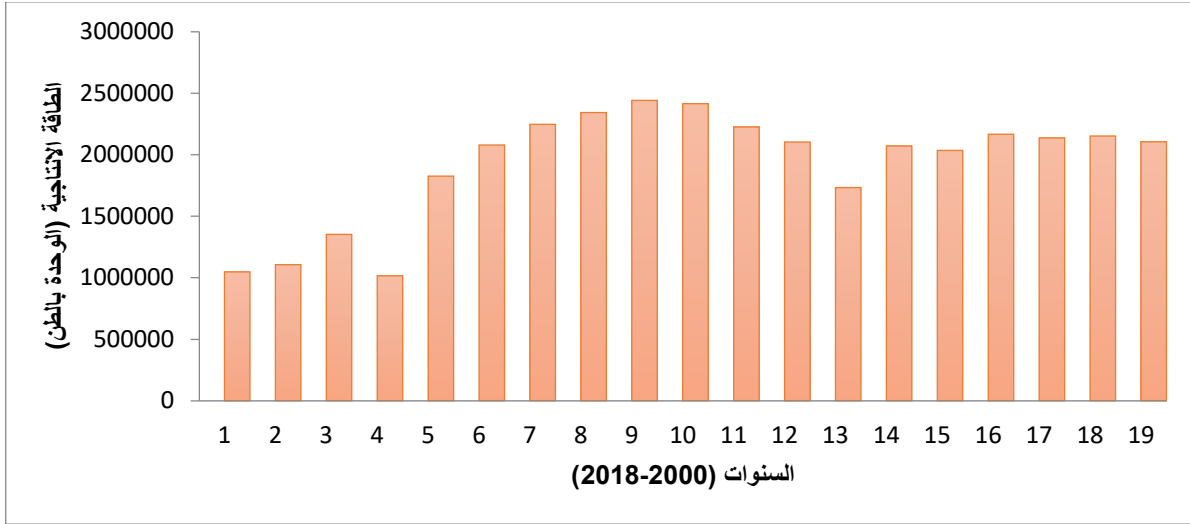
السنوات	2000	2001	2002	2003	2004
الإنتاج بالطن	1.047.012	1.105.591	1.351.924	1.015.019	1.825.080
السنوات	2005	2006	2007	2008	2009
الإنتاج بالطن	2.077.977	2.246.886	2.341.727	2.440.509	2.413.861
السنوات	2010	2011	2012	2013	2014
الإنتاج بالطن	2.224.651	2.102.312	1.732.035	2.070.100	2.033.867
السنوات	2015	2016	2017	2018	
الإنتاج بالطن	2.165.250	2.135.257	2.151.090	2.104.105	

المصدر: مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، مديرية التنظيم والتخطيط والتطوير.

كما يمكن تمثيل تطور الطاقة الإنتاجية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018)

باستعمال الأعمدة على الشكل التالي:

الشكل رقم (27) تطور الطاقة الإنتاجية لمؤسسة ECDE للفترة (2000-2018).



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم(18).

نلاحظ من خلال الجدول رقم (18) أن إنتاج مؤسسة الاسمنت ومشتقاته في ارتفاع مستمر، ما

عدى بعض التذبذب في حجم الإنتاج راجع لمجموعة من الأسباب نذكر منها:

- تراجع في الإنتاج من 1.351.934 طن سنة 2002 إلى 1.015.019 طن سنة 2003، وذلك بسبب توقف

عملية الإنتاج ما يقارب ستة أشهر، حيث عرفت هذه الفترة تغيير نظام تسخين الأولى للمادة بتبديل

برج التسخين الأولى، بالإضافة إلى بعض التعديلات في تجهيزات الإنتاج المختلفة.

- المحافظة على مستوى الطاقة الإنتاجية لمادة الاسمنت والمقدرة بحوالي: 2 مليون طن في السنة خلال

السنوات 2005 حتى سنة 2011 راجع إلى حجم الاستثمارات الذي قدر بحوالي 4.5 مليار دج وتمثلت

هذه الاستثمارات في استبدال مصافي الكنلنكر بمصافي ميكانيكية، حيث تم استرجاع كمية هائلة من

الغبار والذي يمثل قيمة مضافة للإنتاج عن طريق استخدامه في العملية الانتاجية.

- تراجع في كمية الإنتاج من 2.102.312 طن سنة 2011 إلى 1.732.035 طن سنة 2012 نتيجة عمليات

الصيانة التي قامت بها المؤسسة جراء توقف بعض المحركات.

ثالثاً: الإمكانيات المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

تمتلك مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف من الإمكانيات ما يمكنها من إنجاز مختلف السياسات

وتحقيق أهدافها، الجدول الموالي يوضح لنا حجم مبيعات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف بالدينار

خلال الفترة (2018-2000)

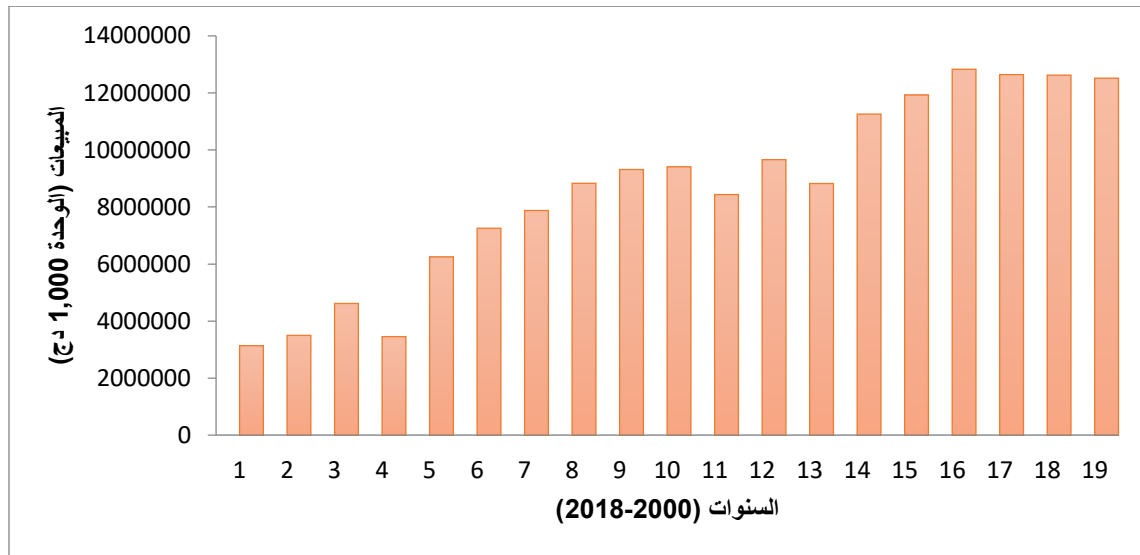
الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الجدول رقم (19) حجم مبيعات مؤسسة ECDE للفترة (2000-2018)

2004	2003	2002	2001	2000	السنوات
6.250.044	3.457.126	4.619.612	3.500.965	3.138.756	المبيعات (10^3 دج)
2009	2008	2007	2006	2005	السنوات
9.408.688	9.314.272	8.831.339	7.876.513	7.255.446	المبيعات (10^3 دج)
2014	2013	2012	2011	2010	السنوات
11.926.258	11.256.844	8.823.028	9.658.524	8.436.369	المبيعات (10^3 دج)
	2018	2017	2016	2015	السنوات
	12.515.315	12.620.352	12.640.326	12.827.473	المبيعات (10^3 دج)

المصدر: جدول حسابات النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2000-2018)

الشكل رقم (28) التمثيل البياني لتطور مبيعات مؤسسة ECDE للفترة (2000-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (19).

تعكس البيانات السابقة التي تضمنها الشكل رقم (28) تطوراً مستمراً في رقم أعمال مؤسسة الاسمنت ومشتقاته خلال السنوات محل الدراسة، حيث ارتفع من 3.138.756 دج خلال سنة 2000 إلى 12.515.513 دج سنة 2018، وهذا راجع إلى:

✓ التزايد المستمر للطلب على مادة الإسمنت في السوق الوطنية، مما أستوجب عليها تغطية هذا الطلب؛

✓ تطور الإنتاج وزيادة طاقة العمل؛

✓ توسع نشاط المؤسسة وتحقيق أرباح معتبرة؛

المطلب الخامس: نظام المعلومات المحاسبي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

يتم تحميل المعلومات في مديرية العمليات (المصنع) على وحدات تخزين وإرسالها إلى المديرية العامة (مديرية التنظيم والتخطيط والتطوير)، حيث يتم معالجتها وإعداد التقارير الخاصة بكل مديرية بناء على المعلومات الناتجة من مختلف العمليات اليومية التي تقوم بها المؤسسة والمتمثلة في عملية الشراء والبيع وعملية الإنتاج والصيانة، ينتج عن هذه العمليات معلومات اقتصادية يتم إرسالها إلى قسم المحاسبة بمديرية المالية والمحاسبية من أجل إعطائها صبغة كمية، تنحصر العمليات التي تقوم بها مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في الأنشطة التالية:

أولاً: عملية الشراء

تعتبر من أهم العمليات التي تقوم بها مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف من أجل توفير كل المستلزمات الأساسية التي تحتاجها مختلف المديريات، وتنحصر عملية الشراء في شراء المواد الأولية (أكياس التعبئة)، الاستثمارات، شراء قطع الغيار.

1. **مراحل عملية الشراء:** يتم إعداد الطلبية من طرف المصلحة التي تكون في حاجة إلى هذه المادة حيث تحتوي هذه الوثيقة معلومات تبين نوع السلعة المطلوبة، مواصفاتها، كميتها، القسم الراغب في الشراء، توقيع رئيسه ورئيس المخزن بعد التأكد من عدم توفر المادة المطلوبة أو نقصها، ومن ثم تقديمها إلى الإدارة العليا للمصادقة عليها التي تحولها بدورها إلى المصلحة التجارية التي تتكفل بالإجراءات المتعلقة بالشراء.

2. **عملية شراء المادة الأولية:** شراء قطع الغيار أو أكياس لتعبئة الاسمنت، حيث تتعاقد المؤسسة سنوياً مع ثلاثة موردين لاقتناء الأكياس الفارغة لتعبئة الاسمنت، وتقدم لهم طلبيات الشراء شهرياً علماً أن المؤسسة تتعامل وفق هذا الأسلوب حتى تتفادى النقص في هذه الأكياس وبالتالي تحقيق استمرارية الإنتاج، أما عن الكهرباء والغاز يتم شراءها من نفضال بصورة إجبارية باعتبارها المورد الوحيد.

3. **التسجيل المحاسبي لعملية الشراء:** يتم تسجيل المشتريات انطلاقاً من وثيقتين أساسيتين:

■ نسخة من طلبية الشراء والمعدة من طرف المديرية التجارية حيث يتم توجيه نسخة منها إلى دائرة المحاسبية؛

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

- نسخة من وصل الدفع المعد من طرف مصلحة الخزينة لصالح المورد المعني، والذي غالباً ما يطلب دفع تسبيقات؛
- بعد استلام فاتورة الشراء يتم إرسالها إلى مصلحة المحاسبة حيث يتم مقارنة الفاتورة مع الطلبية وسند الإدخال، وفي حالة تطابق هذه الوثيقة يقوم المحاسب بتسجيل الفاتورة وعملية إدخال المواد إلى المخازن؛

ثانياً: عملية البيع

تشكل عملية البيع الايراد الأساسي للمؤسسة، وتتحصر مبيعاتها في غالب الأحيان في منتج وحيد "الاسمنت"

1. مراحل عملية البيع: تتم هذه العملية على مستوى المديرية التجارية وفق ما يلي:

- تقوم المصلحة بإعداد أمر الشحن الذي يتضمن اسم العميل، التاريخ والتوقيع، كمية الاسمنت، ثم يقدم للعميل وثيقة استلام؛
- يتم إعداد الفاتورة بناء على وثيقة الاستلام، حيث ترسل نسخة منها إلى قسم المحاسبة لتسجيل المبيعات؛

مصلحة المبيعات تشترط الوثائق الآتية:

- طلبية الشراء؛
- البطاقة الضريبية؛
- السجل التجاري؛

2. التسجيل المحاسبي لعملية البيع: تسجل المؤسسة مبيعاتها إنطاقاً من وثيقتين تصل إلى دائرة المحاسبة من مصلحتين مختلفتين:

- فاتورة المبيعات والمعدة من طرف المصلحة التجارية بالمؤسسة انطلاقاً من طلبية الزبون؛
- سند إخراج المنتجات المعد من طرف مصلحة التخزين؛
- يتم تسوية وضعية الزبائن من خلال تسديده لالتزاماته تجاه المؤسسة سواء نقداً أو تقديم شيك؛
- يتم التسجيل المحاسبي لعملية التسديد انطلاقاً من نسخة وصل الدفع المرسل من قبل قسم الخزينة؛

المبحث الثاني: التحليل المالي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

كما اشرنا سابقاً يعتبر التحليل المالي من بين أهم الأدوات التي تستعمل لتشخيص الوضعية المالية الماضية والحاضرة للمؤسسة، سنقوم من خلال هذا المبحث إلى تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، من خلال استعمال أدوات التحليل المالي التي تطرقنا لها في الجانب النظري من هذه الدراسة.

المطلب الأول: عرض القوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

كغيرها من المؤسسات تطبق مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف النظام المحاسبي المالي (SCF) الذي يفرض على المؤسسات مسك الكشوف المالية سنوياً والمتمثلة في الميزانية، حسابات النتائج، جدول سيولة الخزينة، جدول تغيرات الأموال الخاصة، ملحق بين القواعد والطرق المحاسبية المستعملة ويوفر معلومات مكتملة عن الميزانية وحساب النتائج.

سنقوم في هذا المطلب من هذه الدراسة إلى عرض كل من الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج لخمس السنوات الأخيرة (2014-2018).

أولاً: عرض الميزانية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

الجدول الموالي يعرض لنا الميزانية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2014-2018) بالقيم الصافية وذلك وفق الجدول التالي:

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الجدول رقم (20) الميزانية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018)

الوحدة بالدينار الجزائري

جانب الأصول

القيم الصافية 2018	القيم الصافية 2017	القيم الصافية 2016	القيم الصافية 2015	القيم الصافية 2014	الأصول
					أصول غير جارية
0	0	0	0	0	فارق الاقتناء
2.021.250.00	0	0	0	0	تثبيات غير مادية (معنوية)
					تثبيات مادية
1.718.807.955.83	1.718.807.955.83	1.718.807.955.83	1.718.807.955.83	1.718.807.955.83	أراضي
134.868.498.71	112.798.015.71	129.281.044.31	136.706.050.26	142.466.636.08	مباني
6.837.806.198.40	6.323.591.899.08	4.391.719.562.04	3.662.171.321.55	4.057.048.413.16	تثبيات مادية أخرى
298.864.058.00	298.864.058.00	298.864.058.00	0	0	تثبيات ممنوح امتيازها
35.376.658.341.34	33.785.939.197.09	28.698.622.228.41	12.047.882.286.43	1.767.143.237.79	تثبيات جاري إنجازها
0	0		0	0	تثبيات مالية
0	0		0	0	سندات موضوعة موضع معادلة
0	0		0	0	مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقه بها
0	10.000.000.000.00	10.000.000.000.00	0	0	سندات أخرى مثبتة
12.176.621.124.46	129.881.436.80	5.008.361.977.00	15.033.493.977.00	8.087.977.00	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

369.751.879.77	694.214.841.62	627.764.052.73	440.002.564.8	282.011.322.12	ضرائب مؤجلة على الأصل
56.915.399.306.51	53.064.097.404.13	50.873.420.878.32	33.039.064.155.87	7.975.565.541.98	مجموع الأصول غير الجارية
					أصول جارية
2.866.223.617.24	2.467.621.235.01	2.293.700.649.19	1.984.289.155.02	2.043.252.833.13	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
					حسابات دائنة وإستخدامات مماثلة
266.666.803.11	94.405.719.59	94.167.639.79	104.682.369.12	133.719.896.58	الزبائن
2.645.453.973.67	4.190.647.036.93	4.768.739.279.62	5.634.449.729.51	6.067.786.502.10	المدينون الآخرون
1.177.924.888.58	259.155.609.92	320.819.648.76	102.022.896.94	93.600.327.42	الضرائب وما شبهها
0	0	0	0	0	مستحقات وأعمال مشابهة
					الموجودات وما شابهها
0	0	0	0	0	الأموال الموظفة والأصول المالية الجارية الأخرى
10.433.421.671.85	8.793.464.142.28	3.935.803.329.92	13.020.412.669.46	31.585.573.036.10	الخبزينة
17.389.690.954.45	15.805.293.743.73	11.413.230.547.28	20.845.856.820.05	39.923.932.595.33	مجموع الأصول الجارية
74.305.090.260.96	68.869.391.147.86	62.286.651.425.60	53.884.920.975.92	47.899.498.137.31	المجموع العام للأصول

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الوحدة بالدينار الجزائري

جانب الخصوم

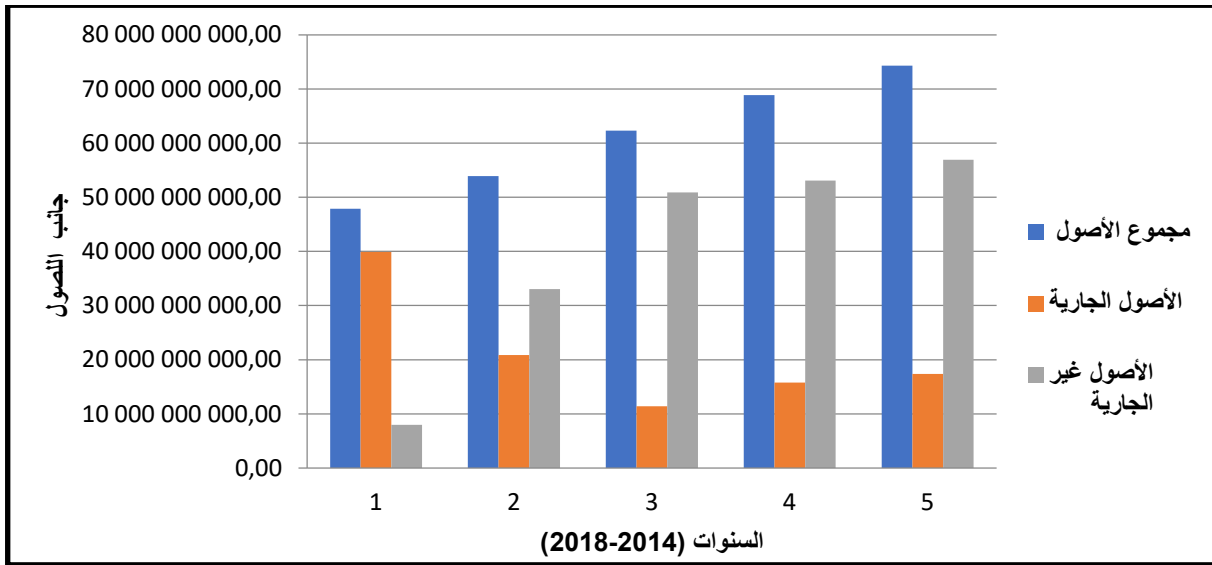
2018	2017	2016	2015	2014	الخصوم
					رؤوس الأموال الخاصة
6.241.000.000.00	6.241.000.000.00	6.241.000.000.00	6.241.000.000.00	6.241.000.000.00	رأس مال تم إصداره
0	0	0	0	0	رأس مال غير مستعان به
48.031.594.211.86	43.920.360.404.20	39.283.439.659.75	35.172.057.721.37	31.544.208.828.76	علاوات وإحتياطات- إحتياطات مدمجة (1)
0	0	0	0	0	فوارق إعادة التقييم
0	0	0	0	0	فارق المعادلة (1)
4.569.364.006.07	4.946.420.847.41	5.634.787.292.02	5.164.927.567.02	4.641.686.847.33	نتيجة صافية - (نتيجة صافية حصة المجمع (1))
0	0	0	0	0	رؤوس أموال خاصة أخرى- ترحيل من جديد
0	16.162.960.25	- 196.516.547.57	- 245.395.628.64	-212.262.954.72	حصة الشركات المدمجة (1)
0	0	0	0	0	حصة ذوي الأقلية (1)
58.841.958.217.93	55.123.944.211.86	50.962.710.404.20	46.332.589.659.75	42.214.632.721.37	مجموع الأموال الخاصة
					الخصوم غير الجارية
6.985.959.791.21	5.542.052.573.35	792.541.934.95	0	0	قروض وديون مالية
31.785.944.63	30.777.164.63	2.718.040.25	96.037.604.64	141.333.705.60	ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

0	0	0	0	0	ديون أخرى غير جارية
1.550.604.376.55	1.697.154.408.26	1.494.031.791.35	1.168.945.961.45	906.726.663.14	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
8.568.350.112.39	7.269.984.146.24	2.289.291.766.55	1.264.983.566.09	1.048.060.368.74	مجموع الخصوم غير الجارية
					الخصوم الجارية
2.791.339.358.96	2.992.533.594.23	3.932.352.249.58	1.763.834.300.80	1.220.419.895.46	موردو وحسابات ملحقه
1.631.973.142.41	173.094.242.96	155.266.374.41	41.848.212.48	184.427.236.56	ضرائب
2.373.604.877.16	3.309.834.952.57	4.656.736.533.51	4.200.432.238.99	3.231.957.915.18	ديون مدينة أخرى
97.864.552.11	0	290.294.097.35	281.232.997.81	0	خزينة سلبية
6.894.781.930.64	6.475.462.789.76	9.034.649.254.85	6.287.347.750.08	4.636.805.047.20	مجموع الخصوم الجارية
74.305.090.260.96	68.869.391.147.86	62.286.651.425.60	53.884.920.975.92	47.899.498.137.31	مجموع عام للخصوم

المصدر: الميزانيات المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للسنوات: 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

الشكل رقم (29) تطور حجم الأصول لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (20) جانب الأصول.

يوضح لنا الشكل رقم (29) تطور جانب الأصول لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة

(2014-2018) ما يلي:

✓ سجل حجم الأصول لمؤسسة ECDE ارتفاعاً متزايداً خلال الفترة (2014-2018)؛

✓ سجل حجم الأصول الثابتة ارتفاعاً متزايداً خلال الفترة (2014-2018).

✓ تذبذب في حجم الأصول الجارية لمؤسسة ECDE خلال الفترة (2014-2018)، حيث انخفض خلال

السنوات 2015، 2016 على التوالي، من مبلغ 39 923 932 595.33 دج سنة 2014 ليبلغ سنة 2016

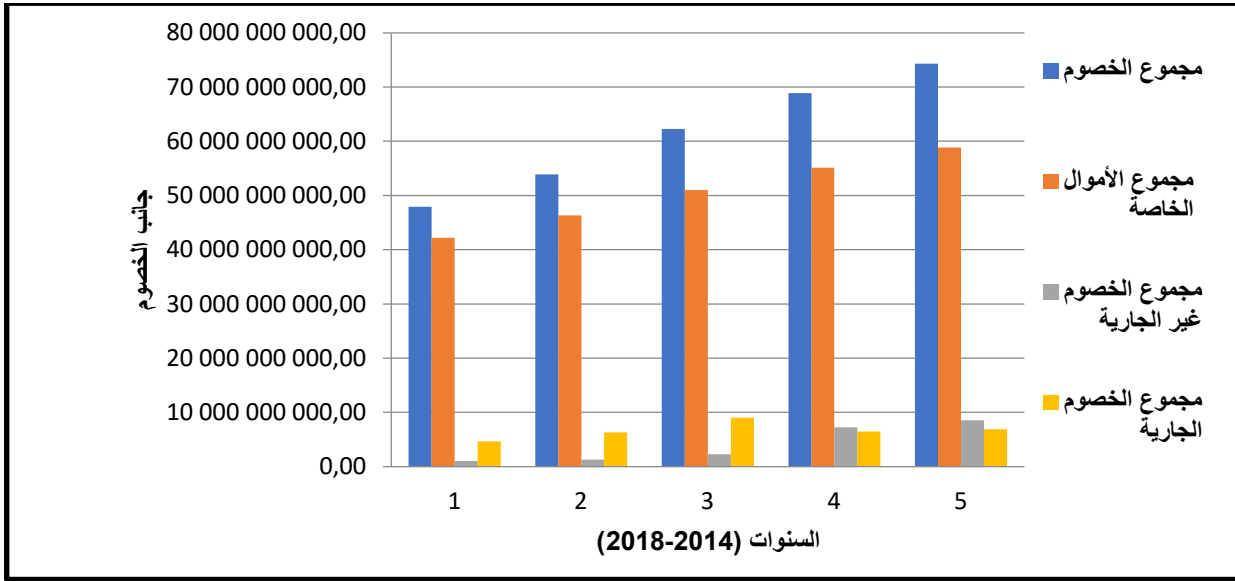
مبلغ 11 413 230 547.28 دج، ثم ارتفع سنة 2018 إلى مبلغ 17 389 690 954.45 دج.

✓ الأصول الثابتة تمثل النسبة الأكبر في قيمة الأصول وهذا يدل على أن مؤسسة ECDE تركز على

الجانب الاستثماري خلال هذه الفترة، وذلك من خلال المحافظة على وسائل الإنتاج (صيانة أو تجديد)

لتحقيق أهداف المؤسسة (القدرة الإنتاجية المقدرة بـ 2 مليون طن سنوياً).

الشكل رقم (30) تطور حجم الخصوم لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (20) جانب الخصوم.

يوضح لنا الشكل رقم (30) تطور جانب الخصوم لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018) ما يلي:

✓ سجل حجم الخصوم لمؤسسة ECDE خلال الفترة (2014-2018) ارتفاعاً متزايداً؛
 ✓ سجل حجم الأموال الخاصة ارتفاعاً متزايداً من سنة إلى أخرى لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)؛
 ✓ زيادة في حجم الخصوم غير الجارية من سنة إلى أخرى بنسب ضعيفة مقارنة بحجم الأموال الخاصة وهذا ما يفسر اعتماد مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2014-2018) على أموالها الخاصة في تمويل الفرص الاستثمارية المتاحة مستقبلاً؛

✓ نقص نسبة الخصوم الجارية في الهيكل التمويلي لمؤسسة ECDE خلال الفترة (2014-2018) وهذا نتيجة قيام المؤسسة بالوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في أجالها القانونية؛

ثانياً: عرض جدول حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018)

✓ تقوم المؤسسة في نهاية كل سنة بإعداد جدول حسابات النتائج وفق ما ينص عليه النظام المحاسبي المالي (SCF)، الجدول الموالي يعرض لنا حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018) وفق ما يلي:

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الجدول رقم (21) جدول حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018)

الوحدة بالدينار الجزائري

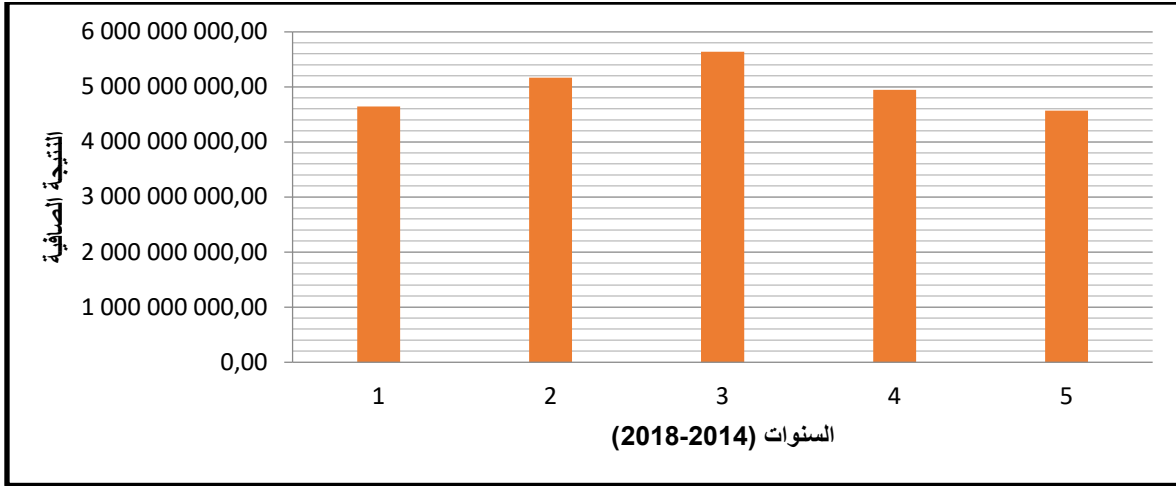
2018	2017	2016	2015	2014	البيان
12.515.315.079.73	12.620.352.165.35	12.640.326.550.91	12.827.473.621.41	11.926.258.824.98	رقم الأعمال
168.759.666.62	73.117.502.92	33.428.066.06	11.396.860.38 -	19.078.093.14	تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد التصنيع
0	0	0	0	0	الإنتاج الثابت
167.856.498.41	639.986.769.88	534.766.620.22	591.962.927.29	168.645.906.88	إعانات الاستغلال
12.851.931.244.76	13.333.456.438.15	13.208.521.237.19	13.408.039.688.32	12.113.982.825.00	1. إنتاج السنة المالية
2.302.232.285.56	2.414.460.309.99	2.356.488.770.16	2.230.609.005.79	2.174.955.695.65	المشتريات المستهلكة
1.153.594.352.33	1.760.510.885.86	1.330.626.741.03	1.432.351.167.03	846.675.108.68	الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
3.455.826.637.89	4.174.971.195.85	3.687.115.511.19	3.662.960.172.82	3.021.630.804.33	2. استهلاك السنة المالية
9.396.104.606.87	9.158.485.242.30	9.521.405.726.00	9.745.079.515.50	9.092.352.020.67	3. القيمة المضافة للاستغلال (1-2)
2.409.909.676.54	2.203.781.482.81	2.321.452.530.85	2.108.609.961.80	1.544.374.097.95	أعباء المستخدمين
280.947.952.55	269.251.393.08	265.702.090.80	301.584.973.74	327.826.996.72	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة
6.705.246.977.78	6.685.452.366.41	6.934.251.104.35	7.334.884.579.96	7.220.150.926.00	4. الفائض الإجمالي عن الاستغلال
83.512.848.31	60.580.299.42	73.719.760.41	49.848.841.58	130.307.845.50	المنتجات العملياتية الأخرى

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

52.561.569.47	6.227.608.18	8.811.658.09	59.105.358.93	4.030.965.44	الأعباء العملياتية الأخرى
1.312.850.683.46	1.416.765.412.54	1.364.084.682.60	2.001.458.261.04	1.617.357.043.56	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
479.407.035.49	257.969.753.29	537.922.928.81	952.757.228.36	482.351.146.21	استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات
5.902.754.608.65	5.581.009.398.40	6.172.997.452.88	6.276.927.029.93	6.211.421.908.71	5. النتيجة العملياتية
463.595.218.89	655.211.730.20	803.385.378.54	333.500.818.66	117.250.361.72	المنتجات المالية
48.895.62	0	877.047.57	35.938.33	0.00	الأعباء المالية
463.546.323.27	655.211.730.20	802.508.330.97	333.464.880.33	117.250.361.72	6. النتيجة المالية
6.366.300.931.92	6.236.221.128.60	6.975.505.783.85	6.610.391.910.26	6.328.672.270.43	7. النتيجة المالية قبل الضريبة (5+6)
1.282.473.964.00	1.087.471.750.00	1.292.143.980.00	1.319.143.280.00	1.408.628.009.00	الضرائب الواجب دفعها من النتائج العادية
514.462.961.85	202.328.531.19	48.574.511.83	126.321.063.24	278.357.414.10	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية
13.878.446.347.45	14.307.218.221.06	14.623.549.304.95	14.744.146.576.92	12.843.892.178.43	مجموع منتجات نشاطات عادية
9.309.082.341.38	9.360.797.373.65	8.988.762.012.93	9.579.219.009.90	8.202.205.331.10	مجموع مصاريف نشاطات عادية
4.569.364.006.07	4.946.420.847.41	5.634.787.292.02	5.164.927.567.02	4.641.686.847.33	8. النتيجة الصافية للسنة المالية
0	0	0	0	0	9. النتيجة الغير العادية
4.569.364.006.07	4.946.420.847.41	5.634.787.292.02	5.164.927.567.02	4.641.686.847.33	النتيجة الصافية للسنة المالية

المصدر: جدول حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للسنوات: 2014، 2015، 2016، 2017، 2018.

الشكل رقم (31) تطور النتيجة الصافية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الجدول رقم (21)

يبين لنا الشكل رقم (31) تطور النتيجة الصافية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018)، حيث نلاحظ أن النتيجة الصافية موجبة خلال فترة الدراسة، كما أننا نلاحظ أن النتيجة الصافية شهدت زيادة في كل سنة من سنة 2014 حتى سنة 2016 حيث بلغت النتيجة الصافية سنة 2014 مبلغ 4 641 686 847.33 دج لتصل إلى مبلغ 5 634 787 292.02 دج سنة 2016، لتتخف سنة 2017 وسنة 2018 على التوالي لتصل إلى مبلغ 4 569 364 006.07 دج.

المطلب الثاني: التحليل المالي الأفقي للقوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

كما أشرنا في الدراسة النظرية يبني التحليل الأفقي على تحديد سنة أساس لعملية التحليل بحيث يتم مقارنة كل عنصر من عناصر القوائم المالية بالعنصر المقابل له في سنة الأساس واستخراج النسب المئوية بحيث تكون قابلة للمقارنة، ولغرض هذا التحليل فقد تم اعتماد سنة 2014 كسنة الأساس يتم قياس باقي السنوات بالنسبة لها.

أولاً: التحليل المالي الأفقي للميزانية المالية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

تم إجراء التحليل الأفقي للميزانيات المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، حيث تم قسمت عناصر قائمة الميزانية المالية لسنوات التحليل على العناصر المقابلة لها في سنة الأساس وهي سنة 2014 وتم استخراج الجدول التالي:

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الجدول رقم (22) نتائج التحليل الأفقي للميزانيات المالية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
%100					تشبيطات غير مادية (معنوية)
%577	%550	%458	%229	%100	تشبيطات مادية
%100	%100	%100	%100	%100	أراضي
%95	%79	%91	%96	%100	مباني
%169	%156	%108	%90	%100	تشبيطات مادية أخرى
%100	%100	%100			تشبيطات ممنوح امتيازها
%2002	%1912	%1624	%682	%100	تشبيطات جاري إنجازها
%4325	%3731	%5390	%5334	%100	تشبيطات مالية
	%100	%100			سندات أخرى مثبتة
%150552	%1606	%61924	%185875	%100	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
%131	%246	%223	%156	%100	ضرائب مؤجلة على الأصل
%714	%665	%638	%414	%100	مجموع الأصول غير الجارية
%140	%121	%112	%97	%100	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
%65	%72	%82	%93	%100	الديون الدائنة والاستخدامات المماثلة
%199	%71	%70	%78	%100	الزبائن
%44	%69	%79	%93	%100	المدينون الآخرون
%1258	%277	%343	%109	%100	الضرائب وما شبهها
%33	%28	%12	%41	%100	الموجودات وما شابهها
%33	%28	%12	%41	%100	الخزينة
%44	%40	%29	%52	%100	مجموع الأصول الجارية
%155	%144	%130	%112	%100	المجموع العام للأصول
%100	%100	%100	%100	%100	رأس مال تم إصداره
%152	%139	%125	%112	%100	علاوات وإحتياطات- إحتياطات مدمجة (1)
%98	%107	%121	%11	%100	نتيجة صافية - (نتيجة صافية حصة المجمع ((1))
	%8-	%94	%117	%100	حصة الشركات المدمجة (1)
%139	%131	%121	%110	%100	مجموع الأموال الخاصة
%100	%100	%100			قروض وديون مالية

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

%22	%22	%2	%68	%100	ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)
%171	%187	%165	%129	%100	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
%818	%694	%218	%121	%100	مجموع الخصوم غير الجارية
%229	%245	%323	%145	%100	موردو وحسابات ملحقه
%885	%94	%84	%23	%100	ضرائب
%74	%103	%144	%130	%100	ديون مدينة أخرى
%100	%100	%100	%100		خزينة سلبية
%149	%140	%195	%136	%100	مجموع الخصوم الجارية
%155	%144	%130	%113	%100	مجموع الخصوم الجارية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018).

من الجدول رقم (22) يمكن استنباط ما يلي:

1. الأصول: تم إجراء التحليل الأفقي لعناصر الأصول مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018) وفق ما يلي:

- **التثبيات غير المادية (المعنوية):** لم تسجل أي مبلغ خلال السنوات الأربعة الأولى حتى سنة 2018 حيث بلغت الزيادة (2.021.250.00 دج) وتتمثل هذه الزيادة في حيازة الدورة؛
- **التثبيات المادية:** أظهر الجدول ارتفاع معتبراً في قيمة التثبيات المادية سنة 2018 مقارنة بسنة الأساس 2014 وهذا على الرغم من انخفاض في قيمة المباني بحيث بلغ في سنة 2018 نسبة 96% وارتفاع في قيمة التثبيات المادية الأخرى بنسبة 169% سنة 2018، وبلغت قيمة تثبيات الجاري إنجازها عام 2018 نسبة 2002% مقارنة بسنة الأساس، وهذه الزيادة عبارة عن دعامة للمؤسسة حيث ستساهم في زيادة القدرة الإنتاجية للمؤسسة وهذا مؤشر جيد على الاستغلال الأمثل لأصول المؤسسة في توليد أرباح استثنائية؛
- **التثبيات المالية:** سجلت زيادة بنسبة كبيرة (3425%) مقارنة بسنة الأساس وهذا سببه زيادة في بند قروض وأصول مالية أخرى غير جارية وتتمثل هذه الأخيرة في الديون لدى الزبائن وغيرها من ديون الاستغلال التي يتعدى أجال استحقاقها أكثر من أتي عشر شهراً، أو القروض التي تزيد على أتي عشر شهراً والمقدمة لأطراف أخرى، والزيادة في قيمة الضرائب المؤجلة على الأصول، وتعتبر الزيادة

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

- في التثبيات المالية مفيدة لنشاط المؤسسة حيث تسمح لها بأن تمارس نفوذاً على المؤسسات التي تصدر السندات وأن تمارس مراقبتها على المؤسسات المساهمة في رأسمالها؛
- **الديون الدائنة والاستخدامات المماثلة:** سجلت انخفاضا بنسبة (65%) ، وهذا بالرغم من ارتفاع في قيمة الضرائب وما شبهها ويعود ذلك إلى انخفاض كل من الزبائن والمدينون الآخرون؛
 - **الموجودات وما شابهها:** سجلت انخفاضا بنسبة (33%)، وهذا سببه انفاض في نتيجة الخزينة مقارنة بسنة الأساس؛
2. **الخصوم:** يتم إجراء التحليل الأفقي لعناصر الخصوم لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018) وفق ما يلي:
- **الأموال الخاصة:** أظهر الجدول رقم (22) زيادة في نسبة الأموال الخاصة بلغت (139%) بالرغم من الانخفاض في نسبة النتيجة الصافية حيث بلغت سنة 2018 (98%) والانخفاض في حصة الشركات المدمجة، وتعود الزيادة في نسبة الأموال الخاصة إلى الزيادة في نسبة علاوات والاحتياطات حيث بلغت نسبة الزيادة سنة 2018 ما قيمته (152%)؛
 - **الخصوم غير الجارية:** أظهر الجدول زيادة معتبرة في الخصوم غير الجارية حيث بلغت نسبة الزيادة (818%) مقارنة بسنة الأساس، والسبب في ذلك الزيادة في حجم قروض والديون المالية؛
 - **الخصوم الجارية:** أظهر الجدول زيادة في الخصوم الجارية بنسبة (149%) مقارنة بسنة الأساس والسبب في ذلك يعود إلى الزيادة في قيمة النتيجة السالبة والزيادة في الضرائب وموردو وحسابات ملحقة؛

ثانياً: التحليل المالي الأفقي لحسابات النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

تم إجراء التحليل الأفقي لجدول حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018)، حيث تم قسمت عناصر قائمة جدول حسابات النتائج لسنوات التحليل على العناصر المقابلة لها في سنة الأساس وهي سنة 2014 وتم استخراج الجدول التالي:

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الجدول رقم (23) نتائج التحليل الأفقي لحسابات النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
%105	%106	%106	%108	%100	رقم الأعمال
%885	%383	%175	%60-	%100	تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد التصنيع
%100	%379	%317	%351	%100	إعانات الاستغلال
%106	%110	%109	%111	%100	10. إنتاج السنة المالية
%106	%111	%108	%103	%100	المشتريات المستهلكة
%136	%208	%157	%169	%100	الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
%114	%138	%122	%121	%100	11. استهلاك السنة المالية
%103	%101	%105	%107	%100	12. القيمة المضافة للاستغلال (1-2)
%156	%143	%150	%137	%100	أعباء المستخدمين
%86	%82	%81	%92	%100	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة
%93	%93	%96	%102	%100	13. الفائض الإجمالي عن الاستغلال
%64	%46	%57	%38	%100	المنتجات العملية الأخرى
%1304	%154	%219	%1466	%100	الأعباء العملية الأخرى
%81	%88	%84	%124	%100	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
%99	%53	%112	%198	%100	استثناءات عن خسائر القيمة والمؤونات
%95	%90	%99	%101	%100	14. النتيجة العملية
%395	%559	%685	%284	%100	المنتجات المالية
%100	%100	%100	%100		الأعباء المالية
%395	%559	%684	%284	%100	15. النتيجة المالية
%101	%99	%110	%104	%100	16. النتيجة المالية قبل الضريبة (5+6)
%91	%77	%92	%94	%100	الضرائب الواجب دفعها من النتائج العادية
%185	%73	%17	%45	%100	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية
%108	%111	%114	%115	%100	مجموع منتجات نشاطات عادية
%113	%114	%110	%117	%100	مجموع مصاريف نشاطات عادية
%98	%107	%121	%111	%100	17. النتيجة الصافية للسنة المالية
%98	%107	%121	%111	%100	النتيجة الصافية للسنة المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على حسابات النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018).

من الجدول رقم (23) يمكن استنتاج ما يلي:

1. إنتاج السنة المالية: أظهر الجدول رقم (23) زيادة في قيمة إنتاج السنة المالية حيث بلغت نسبته (106%) مقارنة بسنة المقارنة، وهذا نتيجة الزيادة في مبيعات المؤسسة وما يلاحظ من الجدول هو الارتفاع الكبير في نسبة تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد التصنيع بزيادة بنسبة (885%) مقارنة بسنة 2014؛
2. استهلاك السنة المالية: أظهر الجدول زيادة في نسبة استهلاك السنة المالية بنسبة زيادة (114%) بسبب الارتفاع في قيمة الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى حيث بلغت نسبة الزيادة (136%) مقارنة بسنة 2014؛
3. القيمة المضافة للاستغلال: أظهر الجدول زيادة في نسبة القيمة المضافة حيث بلغت (103%)؛
4. الفائض الخام للاستغلال: سجل انخفاضا بنسبة (93%) مقارنة بسنة الأساس، بالرغم من الزيادة في أعباء المستخدمين وذلك بسبب ارتفاع عدد العمال في السنوات الأخيرة مما انجر عنه الزيادة في كتلة الأجور؛
5. النتيجة العملياتية: سجلت النتيجة العملياتية انخفاضا وذلك بسبب الزيادة في الأعباء العملياتية الأخرى حيث بلغت نسبة الزيادة (1304%) مقارنة بسنة الأساس، والانخفاض في قيمة المنتجات العملياتية الأخرى؛
6. النتيجة المالية: نلاحظ من الجدول الزيادة المعتبرة في قيمة النتيجة المالية حيث بلغت نسبة الزيادة (395%)، ويعود ذلك إلى ارتفاع المنتجات المالية وانخفاض الأعباء المالية لمؤسسة ECDE خلال فترة الدراسة؛
7. النتيجة الصافية للسنة المالية: عرفت النتيجة الصافية للسنة المالية انخفاضا سنة 2018 مقارنة بسنة الأساس، حيث بلغت نسبة هذه الأخير (98%)، ويرجع سبب هذا الانخفاض إلى الارتفاع في مجموع مصاريف النشاطات العادية لمؤسسة ECDE؛

المطلب الثالث: التحليل المالي العمودي للقوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

سنقوم في هذا الجزء من الدراسة بالتحليل العمودي للقوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف وذلك من خلال إبراز العلاقة بين بنود القوائم المالية بتحويل الأرقام المطلقة بهذه القوائم المالية

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

إلى نسب مئوية، ويتم ذلك من خلال قسمة كل بند من بنود الميزانية أو جدول حسابات النتائج إلى المجموعة التي ينتمي إليها.

أولاً: التحليل المالي العمودي للميزانيات المالية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

بعد استبدال رقم إجمالي الأصول وإجمالي الخصوم بنسبة 100%، يتم نسبة باقي العناصر إلى مجموع الأصول أو مجموع الخصوم، وذلك حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (24) نتائج التحليل العمودي لميزانيات مؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
%1					تشبيات غير مادية (معنوية)
%60	%60	%57	%32	%16	تشبيات مادية
%3	%2	%3	%3	%4	أراضي
%0	%0	%0	%0	%0	مباني
%9	%9	%7	%7	%8	تشبيات مادية أخرى
%0	%0	%0			تشبيات ممنوح امتيازها
%48	%49	%47	%22	%4	تشبيات جاري إنجازها
%17	%17	%25	%29	%1	تشبيات مالية
	%15	%16			سندات أخرى مثبتة
%16	%1	%8	%28	%0	قروض وأصول مالية أخرى غير جارية
%1	%1	%1	%1	%1	ضرائب مؤجلة على الأصل
%77	%77	%82	%61	%17	مجموع الأصول غير الجارية
%4	%4	%4	%4	%4	مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ
%6	%6	%8	%11	%13	الديون الدائنة والاستخدامات المماثلة
%0	%0	%0	%0	%0	الزبائن
%4	%6	%8	%10	%13	المدينون الآخرون
%2	%0	%0	%0	%0	الضرائب وما شابهها
%14	%13	%6	%24	%66	الموجودات وما شابهها
%14	%13	%6	%24	%66	الخزينة
%23	%23	%18	%39	%83	مجموع الأصول الجارية
%100	%100	%100	%100	%100	المجموع العام للأصول

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

%8	%9	%10	%12	%13	رأس مال تم إصداره
%65	%64	%63	%65	%66	علاوات وإحتياطات- إحتياطات مدمجة (1)
%6	%7	%9	%10	%10	نتيجة صافية- (نتيجة صافية حصة المجمع ((1))
	%0	%0	%0	%0	حصة الشركات المدمجة (1)
%79	%80	%82	%86	%88	مجموع الأموال الخاصة
%9	%8	%1			قروض وديون مالية
%0	%0	%1	%0	%0	ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)
%2	%2	%2	%2	%2	مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا
%12	%11	%4	%2	%2	مجموع الخصوم غير الجارية
					الخصوم الجارية
%4	%4	%6	%3	%3	موردو وحسابات ملحقه
%2	%0	%0	%0	%0	ضرائب
%3	%5	%7	%8	%7	ديون مدينة أخرى
%0	%0	%1	%1		خزينة سلبية
%9	%9	%14	%12	%10	مجموع الخصوم الجارية
%100	%100	%100	%100	%100	مجموع الخصوم الجارية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

من خلال الجدول رقم (24) يُمكن توضيح تطور هيكل الأصول والخصوم لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018) على النحو التالي:

1. هيكل الأصول: في ما يلي تحليل لأهم المجاميع الكبرى لهيكل الأصول لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته خلال فترة التحليل:

▪ **مجموع الأصول الثابتة:** أظهر الجدول أن هناك تذبذب في قيمة الأصول الثابتة لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته خلال فترة التحليل، حيث بلغت النسبة العظمي له سنة 2016 (82%) وأصبحت سنة 2018 ما نسبته (77%) من إجمالي الأصول، هذا التذبذب في الأصول الثابتة سببه التذبذب في التثبيات المالية حيث كانت أكبر نسبة لها سنة 2015 (29%) لتتخفص سنة 2018 إلى (17%) من إجمالي الأصول؛

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

أما التثبيات المادية أظهر الجدول زيادة ملحوظة في التثبيات المادية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته خلال فترة التحليل حيث بلغت النسبة سنة 2018 (60%) مقارنة بسنة الأساس، حيث بلغت النسبة سنة 2014 (16%)؛

▪ **مجموع الأصول الجارية:** أظهر الجدول السابق تناقص في نسبة مجموع الأصول الجارية حيث بلغت قيمتها سنة 2018 ما نسبته (23%) من إجمالي الأصول مقارنة بسنة 2014 حيث بلغت نسبة الأصول الجارية (82%) من إجمالي الأصول؛

2. **هيكل الخصوم:** من خلال القسم الثاني من الجدول رقم (24) يمكن ملاحظة النتائج التالية:

▪ **مجموع الأموال الخاصة:** تناقص في قيمة الأموال الخاصة خلال فترة التحليل حيث بلغت نسبتها سنة 2018 (79%) من إجمالي الأصول مقارنة بسنة الأساس (88%)؛

▪ **مجموع الخصوم الجارية:** أظهر الجدول السابق زيادة في قيمة الخصوم غير الجارية حيث بلغت نسبتها سنة 2018 (12%) من إجمالي الخصوم مقارنة بسنة 2014 حيث بلغت نسبتها (2%)؛

▪ **مجموع الخصوم الجارية:** تذبذب في نسبة ديون قصيرة الأجل حيث كانت أعلى قيمة لها سنة 2016 (14%)، وأدنى قيمة لها سنة 2018 بنسبة (9%)؛

من خلال تحليل هيكل التمويل (هيكل الخصوم) لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال فترة التحليل تبين لنا أن المؤسسة تعتمد على مصادر التمويل الداخلي حيث أظهر الجدول النسب المرتفعة للأموال الخاصة في هيكل التمويل مقارنة بالديون طويلة وقصيرة الأجل.

ثانياً: التحليل المالي العمودي لجدول حسابات النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2018-2014)

التحليل المالي العمودي لجدول حسابات النتائج لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2018-2014) يتم عن طريق قسمة جميع عناصر جدول حسابات النتائج على صافي المبيعات (رقم الأعمال) لكل عام على حده، وتم استخراج الجدول التالي الذي يوضح الأوزان النسبية لكل عنصر من عناصر جدول حسابات النتائج.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الجدول رقم (25) التحليل العمودي لحسابات النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	البيان
%100	%100	%100	%100	%100	رقم الأعمال
%1	%1	%0	%0	%0	تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد التصنيع
%1	%5	%4	%5	%1	إعانات الاستغلال
%100	%100	%100	%100	%100	18. إنتاج السنة المالية
%18	%19	%19	%17	%18	المشتريات المستهلكة
%9	%14	%11	%12	%7	الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
%28	%33	%30	%29	%25	19. استهلاك السنة المالية
%75	%73	%75	%76	%76	20. القيمة المضافة للاستغلال (1-2)
%19	%17	%18	%16	%13	أعباء المستخدمين
%2	%2	%2	%2	%3	الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة
%54	%53	%55	%57	%61	21. الفائض الإجمالي عن الاستغلال
%1	%0	%1	%0	%1	المنتجات العملية الأخرى
%0	%0	%0	%0	%0	الأعباء العملية الأخرى
%10	%11	%11	%16	%14	مخصصات الاهتلاكات والمؤونات
%4	%2	%4	%7	%4	استثناء عن خسائر القيمة والمؤونات
%47	%44	%49	%49	%52	22. النتيجة العملية
%4	%5	%6	%3	%1	المنتجات المالية
%0	%0	%0	%0	%0	الأعباء المالية
%4	%5	%6	%3	%1	23. النتيجة المالية
%51	%49	%55	%52	%53	24. النتيجة المالية قبل الضريبة (5+6)
%10	%9	%10	%1	%12	الضرائب الواجب دفعها من النتائج العادية
%4	%2	%0	%1	%2	الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية
%100	%100	%100	%100	%100	مجموع منتجات نشاطات عادية
%74	%74	%71	%75	%69	مجموع مصاريف نشاطات عادية
%37	%39	%45	%40	%39	25. النتيجة الصافية للسنة المالية
%37	%39	%45	%40	%39	النتيجة الصافية للسنة المالية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على حسابات النتائج لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

أظهر الجدول رقم (25) النتائج التالية:

- النتيجة الصافية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته متذبذبة خلال فترة التحليل حيث بلغت القيمة العظمى لها سنة 2016 نسبة (45%) من رقم الأعمال وأدنى قيمة لها سنة 2018 (37%) من رقم الأعمال؛
- تذبذب في استهلاك السنة المالية حيث بلغت القيمة العظمى لها (33%) سنة 2017 وأدنى قيمة لها سنة 2014 حيث بلغت نسبتها (25%) من رقم الأعمال؛
- النتيجة المحققة ترجع إلى النشاط الاستغلالي وليس إلى النشاط المالي، حيث أظهرت النتائج ارتفاع نسبة النتيجة العملياتية خلال فترة التحليل مقارنة بالنتيجة المالية حيث بلغت نسبتها (4%) سنة 2018 من رقم الأعمال؛

المطلب الرابع: التحليل المالي باستخدام النسب المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

سنقوم من خلال هذا المطلب إلى تحليل القوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018) باستخدام النسب المالية وذلك على الشكل التالي:

أولاً: التحليل المالي باستخدام نسب السيولة لمؤسسة ECDE

تهدف هذه المجموعة من النسب إلى تقييم القدرة المالية للمؤسسة على المدى القصير، الجدول الموالي يوضح لنا نسب السيولة لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018):

الجدول رقم (26) التحليل المالي باستخدام نسب السيولة لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	
2.52	2.44	1.26	3.32	8.61	نسبة السيولة العامة (نسبة التداول)
2.11	2.06	1.01	3.00	8.17	نسبة السيولة السريعة
1.51	1.36	0.44	2.07	6.81	نسبة السيولة النقدية

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE.

أظهر الجدول رقم (26) النتائج التالية:

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

- نسبة السيولة العامة أكبر من 1 خلال فترة التحليل، هذا مؤشر جيد على قدرة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف على الوفاء بالتزاماتها المطلوبة في موعدها دون الحاجة إلى التخلص من جزء من أصولها الثابتة أو اقتراض قروض طويلة الأجل؛
- نسبة السيولة السريعة أكبر من 1 خلال فترة التحليل، هذا مؤشر جيد على قدرة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف على مواجهة خصومها الجارية بالأصول الجارية دون اللجوء إلى بيع المخزون، هذا من جهة ومن جهة أخرى فإن المخزون غير ممول عن طريق ديون قصيرة الأجل؛
- أظهر الجدول السابق أن نسبة السيولة النقدية أكبر من 1 خلال فترة التحليل، هذا مؤشر على قدرة المؤسسة على تسديد كل ديونها قصيرة الأجل بالاعتماد على السيولة الموجودة تحت تصرفها، ما عدا سنة 2016 حيث بلغت نسبة السيولة النقدية (0.44) وهذا بسبب ارتفاع قيمة الخصوم الجارية؛

ثانياً: التحليل المالي باستخدام نسب النشاط لمؤسسة ECDE

تقوم هذه المجموعة من النسب على المقارنة بين صافي المبيعات وجميع الاستثمارات في مختلف أنواع الأصول، الجدول الموالي يوضح لنا نسب النشاط لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018).

الجدول رقم (27) التحليل المالي باستخدام نسب النشاط لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	
0.17	0.18	0.20	0.24	0.25	معدل دوران مجموع الأصول
0.72	0.80	1.11	0.62	0.30	معدل دوران الأصول المتداولة
0.22	0.24	0.25	0.39	1.50	معدل دوران الأصول الثابتة
4.37	5.11	5.51	6.46	5.84	معدل دوران المخزون
82	70	65	56	62	فترة التخزين (بالأيام)
46.93	133.68	134.23	122.54	89.19	معدل دوران الذمم المدينة
8	3	3	3	4	مهلة ائتمان العملاء (بالأيام)
4.48	4.22	3.21	7.27	9.77	معدل دوران الذمم الدائنة
80	85	112	50	37	مهلة تسديد الموردون (بالأيام)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

أظهر لنا الجدول رقم (27) النتائج التالية:

- تناقص في معدل دوران مجموع الأصول لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال فترة الدراسة حيث بلغ سنة 2014 (0.25) وسنة 2018 معدل (0.17)، هذا الانخفاض يدل على تراجع كفاءة إدارة المؤسسة في استثمار الموارد المالية المتاحة وتوليد الإيرادات المناسبة لقيمتها لذا على المؤسسة توليد مبيعات كافية نظراً لحجم أصولها؛
- تذبذب في معدل دوران الأصول المتداولة حيث كانت القيمة العظمى له سنة 2016 بمعدل (1.11) والقيمة الدنيا له كانت سنة 2014 بمعدل (0.30)؛
- أظهر الجدول تناقص في معدل دوران الأصول الثابتة من سنة إلى أخرى حيث بلغ سنة 2014 معدل (1.50) وتراجع إلى معدل (0.22) سنة 2018، هذا التراجع كان سبباً في تناقص معدل دوران إجمالي الأصول لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف؛
- أظهر الجدول السابق أن فترة التخزين في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف تراوحت بين 56 يوم سنة 2015 و82 يوم سنة 2018، هذا المعدل جيد بالنسبة لطبيعة نشاط المؤسسة حتى تلبي احتياجات السوق (الحصة السوقية المخصصة لها في كل سنة)؛
- أظهر الجدول أن مهلة دوران الذمم المدينة تراوحت بين 3 أيام و8 أيام هذا مؤشر جيد على تحصيل ديون المؤسسة وعدم اللجوء إلى الاقتراض؛
- تراوحت مهلة تسديد الموردين بين 37 يوم و112 يوم هذا مؤشر جيد على أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في أجالها القانونية؛

ثالثاً: التحليل المالي باستخدام نسب التمويل لمؤسسة ECDE

تقيس هذه المجموعة نسبة استخدام الدين في هيكل تمويل الشركة، الجدول الموالي يوضح لنا نتائج التحليل المالي باستخدام نسب التمويل لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018).

الجدول رقم (28) التحليل المالي باستخدام نسب التمويل لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	
0.21	0.20	0.18	0.14	0.12	نسبة التمويل الخارجي للأصول
0.79	0.80	0.82	0.86	0.88	نسبة التمويل الداخلي للأصول
0.26	0.25	0.22	0.16	0.13	نسبة المديونية الكاملة

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

0.12	0.12	0.18	0.14	0.11	نسبة الديون قصيرة الأجل نسبة الاستقلالية المالية أو الرفع المالي نسبة رأس المال العامل أو نسبة التمويل الدائم
3.81	4.01	4.50	6.13	7.43	
1.18	1.18	1.05	1.44	5.42	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE.

أظهر الجدول رقم (28) النتائج التالية:

- نسبة التمويل الخارجي: تراوحت نسبة التمويل الخارجي بين (12%) سنة 2014 و(21%) سنة 2018 هذا مؤشر على أن المؤسسة تتجه أكثر نحو الاعتماد على التمويل الداخلي لتغطية احتياجاتها المالية؛
- نسبة التمويل الداخلي: تراوحت نسبة التمويل الداخلي بين (88%) سنة 2014 و(79%) سنة 2018، هذه النسبة أكبر من (50%) خلال فترة التحليل، هذا دليل على اعتماد مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف على اموالها الخاصة في تمويل استثماراتها؛
- نسبة المديونية: (يري المحللين ان الحد الأقصى لهذه النسبة هو (100%)) تراوحت نسبة المديونية بين (13%) سنة 2014 و(26%) سنة 2018، هذه النسبة تدل على أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف حافظة على نسبة معقولة من الدين في تمويل أصولها خلال فترة التحليل، وهذا مؤشر جيد على كفاءة إدارة التمويل في المؤسسة؛
- نسبة الديون قصيرة الأجل: أظهر الجدول أن نسبة الديون قصيرة الأجل خلال فترة الدراسة أقل من النسبة النمطية لمعدل الصناعة (40%)، ولكن على العموم فهي نسبة جيدة بالنسبة للمؤسسة، هذا مؤشر على أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف تسدد التزاماتها قصيرة الأجل في أجالها المحددة؛
- نسبة الرفع المالي: انخفاض في نسبة الرفع المالي خلال فترة التحليل، حيث بلغت نسبة الرفع المالي سنة 2014 (7.43) وهي تعبر عن القيمة العظمي ، وبلغت نسبة الرفع المالي سنة 2018 (3.81) وهي تعبر عن الحد الأدنى، هذا المؤشر يدل على أن المؤسسة بدأت تدريجياً في التوجه نحو تمويل أصولها عن طريق جزء من الدين؛
- نسبة رأس المال العامل أو نسبة التمويل الدائم: عرفت هذه النسبة تذبذباً خلال فترة التحليل، حيث بلغت القيمة العظمي لها سنة 2014 (5.42) والقيمة الدنيا لها (1.05) سنة 2016، وعلى العموم فهي أكبر من 1 هذا مؤشر على أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف تمول أصولها الثابتة عن طريق أموالها الدائمة (الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية)؛

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

رابعاً: التحليل المالي باستخدام نسب الربحية لمؤسسة ECDE

تقيس هذه المجموعة من النسب مدى كفاءة إدارة المؤسسة في تحقيق الربح من المبيعات، هذه النسب هي مجال اهتمام المستثمرين والإدارة والمقرضين، الجدول الموالي يعبر لنا عن نتائج نسب ربحية مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018).

الجدول رقم (29) التحليل المالي باستخدام نسب الربحية لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	
0.37	0.39	0.45	0.40	0.39	صافي الربح بعد الضريبة إلى المبيعات
0.06	0.07	0.09	0.10	0.10	معدل العائد على الاستثمار (ROA)
0.08	0.09	0.11	0.11	0.11	معدل العائد على حقوق الملكية (ROE)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE.

أظهر الجدول رقم (29) النتائج التالية:

- صافي الربح بعد الضريبة إلى المبيعات: أظهر الجدول تذبذب في نسبة صافي الربح بعد الضريبة إلى المبيعات حيث بلغت القيمة العظمي لها سنة 2018 بنسبة قدرها (0.37) وبلغت القيمة الدنيا لها سنة 2016 بنسبة (0.45)، هذا التذبذب في هذه النسبة ناتج عن تذبذب تكاليف مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال فترة التحليل؛
- معدل العائد على الاستثمار (ROA): أظهر الجدول انخفاض في معدل العائد على الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته خلال فترة التحليل، حيث بلغت سنة 2014 ما قيمته (0.10) وسنة 2018 ما قيمته (0.06)، هذا المؤشر يجب مراجعته من طرف إدارة المؤسسة للوقوف على أسباب هذا الانخفاض في قدرة أصولها على توليد الأرباح الصافية؛
- معدل العائد على حقوق الملكية (ROE): أظهر الجدول السابق انخفاض في معدل العائد على حقوق الملكية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، حيث بلغت (0.11) سنة 2014 لتتخف من سنة إلى أخرى حتى نسبة (0.08) سنة 2018، وهذا الانخفاض هو مؤشر سلبي على قدرة إدارة المؤسسة على توليد العائد الذي يتوافق مع مخاطر الاستثمار في المؤسسة؛

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

المطلب الخامس: التحليل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

تسمح دراسة التوازن المالي بتقييم الملاءة والخطر المالي المتعلق بالنشاط الاستغلالي للمؤسسة يتم دراسة أسلوب التحليل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي من خلال ثلاثة مؤشرات رئيسية تتمثل في رأس المال العامل (FR)، احتياج رأس المال العامل (BFR)، الخزينة (T).

أولاً: التحليل المالي باستخدام مؤشرات رأس المال العامل (FR) لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

يقصد بالتحليل المالي باستخدام رأس المال العامل دراسة التغيرات الطارئة على الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة بهدف معرفة صافي رأس المال العامل وقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير، الجدول الموالي يوضح لنا نتائج التحليل المالي باستخدام مؤشرات رأس المال العامل لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018).

الجدول رقم (30) التحليل المالي باستخدام FR لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

الوحدة (10³)

2018	2017	2016	2015	2014	
10.494.909	9.329.831	2.378.581	14.558.509	35.287.128	رأس المال العامل الصافي
1.926.559	2.059.847	89.290	13.293.526	34.239.067	رأس المال العامل الخاص
17.389.691	15.805.294	11.413.231	20.845.857	39.923.933	رأس المال العامل الإجمالي
15.463.132	13.745.447	11.323.941	7.552.331	5.684.865	رأس المال العامل الأجنبي

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE.

أظهر الجدول رقم (30) النتائج التالية:

- رأس المال العامل الصافي موجب خلال فترة الدراسة، هذا يعني أن الأموال الدائمة أكبر من الأصول الثابتة، يدل على أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف مولت جميع أصوله الثابتة وجزء من أصوله المتداولة عن طريق الأموال الدائمة، كما يدل على أن المؤسسة قادرة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل عن طريق أصولها الجارية؛

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

- رأس المال العامل الخاص موجب خلال فترة التحليل، هذا يعني أن الأموال الخاصة أكبر من الأصول الثابتة، يدل على أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته مولت أصولها الثابتة وجزء من أصولها الجارية عن طريق الأموال الخاصة؛
- أظهر الجدول السابق تذبذب في رأس المال الإجمالي خلال فترة التحليل حيث بلغت القيمة العظمى له سنة 2014 والقيمة الدنيا له سنة 2016؛
- أظهر الجدول تزايد في رأس المال العامل الأجنبي لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال فترة الدراسة؛

ثانياً: التحليل المالي باستخدام احتياج رأس المال العامل (BFR) لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف

يعبر احتياج رأس المال العامل (BFR) عن الاحتياجات الضرورية المرتبطة مباشرة بدورة الاستغلال التي لم تغط من طرف الموارد الدورية، فدورة الاستغلال تنتج احتياجات للتمويل مرتبطة بسرعة دوران عناصر الأصول الثابتة (قيم الاستغلال + القيم الجاهزة) بينما موارد التمويل فهي مرتبطة بسرعة دوران الديون قصيرة الأجل باستثناء التسبيقات أي جميع الديون قصيرة الأجل عند وقت استحقاقها ما عدى السلفات المصرفية، الجدول الموالي يوضح لنا نتائج التحليل المالي باستخدام احتياج رأس المال العامل (BFR) لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018).

الجدول رقم (31) التحليل المالي باستخدام BFR لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

الوحدة (10³)

2018	2017	2016	2015	2014	
159.352	536.367	- 1.266.928	1.819.329	3.701.555	احتياج رأس المال العامل (BFR)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE.

أظهر الجدول رقم (31) أن الاحتياج في رأس المال العامل موجب خلال السنوات 2014، 2015، 2017، 2018، معناه أن احتياجات التمويل الدورية تفوق موارد التمويل الدورية مما يعني وجود عجز في تمويل دورة الاستغلال ما يستدعي وجود رأس مال عامل صافي موجب يساوي على الأقل قيمة العجز حتى تكون المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، أما سنة 2016 كان احتياج في رأس المال

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

العامل سالب معناه أن احتياجات التمويل الدورية أقل من موارد التمويل الدورية، أي وجود فائض في تمويل دورة الاستغلال؛

ثالثاً: الخزينة (T)

خزينة المؤسسة هي مجموع الأموال التي تكون تحت تصرف المؤسسة خلال دورة الاستغلال، كما أنها مؤشر هام يعتمد عليه المحلل المالي في معرفة السيولة المالية للمؤسسة، كما أنها مرتبطة برأس المال العامل واحتياجاته، الجدول الموالي يوضح لنا نتائج التحليل المالي باستخدام الخزينة لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018).

الجدول رقم (32) التحليل المالي باستخدام الخزينة (T) لمؤسسة ECDE للفترة (2014-2018)

2018	2017	2016	2015	2014	
10.335.557	8.793.464	3.645.509	12.739.180	31.585.573	الخزينة (T) (10 ³ دج)

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لمؤسسة ECDE.

من الجدول رقم (32) نلاحظ أن الخزينة موجبة طول فترة الدراسة، معناه رأس المال العامل أكبر من احتياج رأس المال العامل، أي وجود فائض على مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف أن تحسن استغلال هذا الفائض واتخاذ القرارات المناسبة بخصوص مشاريعها التنموية المستقبلية وفترات استحقاق الديون وتحصيل الحقوق.

المبحث الثالث: التحليل الاحصائي لنتائج الدراسة التطبيقية

يهدف هذا الجزء من الدراسة إلى تحليل ومناقشة الجانب التطبيقي للدراسة من أجل التعرف على دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)، وذلك على النحو التالي:

المطلب الأول: منهجية الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام المنهج الوصفي في عرض الجانب النظري من الدراسة، والمنهج الوصفي التحليلي في الجانب التطبيقي من الدراسة وإجراء الاختبارات اللازمة لدور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار من خلال دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018).

أولاً: متغيرات الدراسة

تشمل الدراسة على مجموعة من المتغيرات المستقلة والتابعة تتمثل في:

1. المتغيرات المستقلة: وتتمثل في المحاور الرئيسية للتحليل المالي وهي كما يلي:

▪ نسب السيولة: ويتم قياسها من خلال:

$$\text{❖ نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول الجارية}}{\text{الخصوم الجارية}}$$

$$\text{❖ نسبة السيولة النقدية} = \frac{\text{القيم الجاهزة}}{\text{الديون قصيرة الأجل}}$$

▪ نسب النشاط: ويتم قياسها من خلال:

$$\text{❖ معدل دوران إجمالي الأصول} = \frac{\text{رقم الأعمال}}{\text{مجموع الأصول}}$$

$$\text{❖ معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات الصافية السنوية}}{\text{مجموع الأصول الثابتة}}$$

$$\text{❖ معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد المخزون}}$$

$$\text{❖ معدل دوران الذمم المدينة} = \frac{\text{صافي المبيعات الأجلة السنوية}}{\text{إجمالي الذمم المدينة}}$$

▪ نسب المديونية: ويتم قياسها من خلال:

$$\text{❖ نسبة المديونية} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{مجموع الأصول}}$$

$$\text{❖ نسبة المديونية إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{اللأموال الخاصة}}$$

▪ نسب الربحية: ويتم قياسها من خلال:

$$\text{❖ هامش الربح} = \frac{\text{معدل الربح}}{\text{رقم الأعمال الصافي خارج الرسم}}$$

$$\text{❖ معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة والفوائد المالية}}{\text{مجموع الأصول}}$$

$$\text{❖ معدل العائد على حقوق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{صافي حقوق المساهمين}}$$

2. المتغير التابع: يعبر المتغير التابع عن قرارات الاستثمار ويمكن قياسه من خلال النتيجة الصافية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018)؛

ثانياً: مصادر جمع المعلومات

اعتمدت الدراسة على مصدرين لجمع المعلومات وهما:

1. الجانب النظري من الدراسة: تم الرجوع في الجانب النظري من الدراسة للمصادر المتاحة من الكتب العربية والأجنبية، ومن الأبحاث والرسائل الجامعية، ومن المقالات والدوريات المنشورة في المجالات العلمية، وكذا الانترنت والمواد الموجودة على الصفحات الالكترونية؛
2. الجانب التطبيقي من الدراسة: تم جمع البيانات من القوائم المالية (الميزانية المالية، وجدول حسابات النتائج) لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018)؛

ثالثاً: الأساليب الإحصائية

لتحقيق أهداف الدراسة وتحليل البيانات تم الاعتماد على العديد من الأساليب الإحصائية المناسبة باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية SPSS كما يلي:

1. معامل الارتباط لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة؛
 3. تحليل الانحدار الخطي المتعدد وذلك لإيجاد نموذج خطي لدراسة العلاقة بين المتغير التابع (النتيجة الصافية) والمتغيرات المستقلة المؤثرة (النسب المالية) وذلك باستخدام طريقة STEPWISE؛
 2. اختبار (T) لدراسة الدلالة الإحصائية لكل متغير من المتغيرات المستقلة على حده في نموذج الانحدار الخطي؛
 3. اختبار (F) لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة في نموذج الانحدار الخطي المتعدد؛
- المطلب الثاني: التحليل الإحصائي لمتغيرات الدراسة

يتم في هذا الجزء من الدراسة عرض نتائج عملية التحليل للقوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف وفق ما يلي:

أولاً: تحليل البيانات

تم جمع القوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة الزمنية ما بين سنة 2000 حتى سنة 2018، ومن ثم تم حساب النسب المالية لهذه البيانات واستخلاص قيم البيانات المتعلقة بمتغيرات الدراسة خلال الفترة (2000-2018) وكانت النتائج على الشكل التالي:

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

الجدول رقم (33) البيانات الخاصة بمتغيرات الدراسة للفترة (2000-2018)

النتيجة الصافية	معدل العائد على حقوق الملكية	معدل العائد على الاستثمار	نسبة هامش الربح	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية	نسبة المديونية	معدل دوران الذمم المدينة	معدل دوران المخزون	معدل دوران الأصول الثابتة	معدل دوران إجمالي الأصول	نسبة السيولة النقدية	نسبة السيولة المتداولة	السنوات
967 062	0.13	0.09	0.31	0.49	0.33	12.19	1.77	0.49	0.28	3.03	5.35	2000
947 623	0.12	0.08	0.27	0.42	0.29	5.47	2.48	0.62	0.31	4.43	7.03	2001
1 699 445	0.19	0.14	0.37	0.39	0.28	8.78	2.55	0.71	0.37	2.70	4.44	2002
270 650	0.03	0.02	0.08	0.29	0.22	13.43	1.61	0.39	0.25	1.73	3.48	2003
1 434 996	0.12	0.10	0.23	0.22	0.18	9.77	3.02	0.81	0.43	3.11	5.15	2004
3 132 789	0.21	0.19	0.43	0.12	0.10	13.79	3.06	0.65	0.44	1.61	3.58	2005
3 285 855	0.18	0.17	0.42	0.08	0.07	12.07	2.93	0.57	0.41	1.76	4.84	2006
3 674 50	0.17	0.15	0.42	0.10	0.09	5.54	3.64	0.56	0.36	2.16	6.74	2007
3 677 443	0.14	0.13	0.39	0.09	0.09	7.60	3.71	0.57	0.33	3.32	7.67	2008
3 917 199	0.14	0.12	0.42	0.14	0.12	35.07	4.40	0.91	0.29	5.36	6.49	2009
3 126 521	0.10	0.09	0.37	0.38	0.33	31.95	4.21	0.86	0.24	11.61	16.84	2010
3 662 101	0.11	0.08	0.38	0.42	0.29	21.75	4.30	1.07	0.20	2.62	2.90	2011
3 113 882	0.09	0.08	0.35	0.08	0.08	54.36	3.65	0.50	0.23	7.92	10.04	2012
4 765 299	0.12	0.10	0.42	0.19	0.16	37.31	5.48	0.67	0.24	3.60	4.73	2013
4 641 687	0.11	0.10	0.39	0.13	0.12	89.52	5.84	1.50	0.25	6.81	8.61	2014
5 164 928	0.11	0.10	0.40	0.16	0.14	122.54	6.46	0.39	0.24	2.07	3.32	2015
5 634 787	0.11	0.09	0.45	0.22	0.18	134.23	5.51	0.25	0.20	0.44	1.26	2016
4 946 41	0.09	0.07	0.39	0.25	0.20	77.75	5.11	0.24	0.18	1.36	2.44	2017
4 569 36	0.08	0.06	0.37	0.26	0.21	41.48	4.37	0.22	0.17	1.51	2.52	2018

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانية المالية وجدول حسابات النتائج لمؤسسة ECDE.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

يظهر لنا الجدول السابق المتغيرات المستقلة والمتغير التابع للدراسة والتي تعبر لنا عن مجموعة من النسب تم استخراجها من الميزانية المالية وجدول حساب النتائج لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018).

ثانيا: الوصف الاحصائي لمتغيرات الدراسة

تم إدخال البيانات التي أظهرها الجدول رقم (33) لبرنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار رقم 22، وهو برنامج مختص بدراسة الأثر والعلاقة الإحصائية والنماذج القياسية، وأظهرت مخرجات برنامج SPSS النتائج التالية:

الجدول رقم (34) الوصف الاحصائي لمتغيرات الدراسة

الانحراف المعياري	المتوسط الحسابي	أكبر قيمة (Max)	أقل قيمة (Min)	المتغيرات	
159 762.255	3 277 506.89	5 634 787	270 650	النتيجة الصافية	
3.54176	5.6542	16.84	1.26	نسب التداول	نسب السيولة
2.72716	3.5342	11.61	0.44	نسب السيولة النقدية	
0.08382	0.2853	0.44	0.17	معدل دوران إجمالي الأصول	نسب النشاط
0.31190	0.6305	1.50	0.22	معدل دوران الأصول الثابتة	
1.37040	3.9000	6.46	1.61	معدل دوران المخزون	
39.74768	38.6632	134.23	5.47	معدل دوران الذمم المدينة	نسب المديونية
0.8686	0.1832	0.33	0.07	نسب المديونية	
0.13145	0.2332	0.49	0.08	نسب المديونية إلى حقوق الملكية	نسب الربحية
0.08768	0.3611	0.45	0.08	هامش الربح	
0.03987	0.1032	0.19	0.02	معدل العائد على الاستثمار	
0.4219	0.1237	0.21	0.03	معدل العائد على حقوق الملكية	

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22.

المطلب الثالث: مناقشة وتحليل الفرضيات

لاختبار مدى صحة الفرضيات المطروحة سابقا، سوف نركز في دراستنا على ما يلي:

1. تحديد معاملات الارتباط بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة ودلالاته الإحصائية؛

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

2. اختبار معنوية الانحدار بالاعتماد على جدول تحليل التباين (ANOVA)؛
3. اختبار (T) لدراسة دلالة كل متغير من المتغيرات المستقلة على حده في نموذج الانحدار الخطي المتعدد؛
4. اختبار (F) لدراسة العلاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة معا في نموذج الانحدار الخطي المتعدد؛
5. استخراج معادلة الانحدار الخطي المتعدد؛

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

وانبثق عن الفرضية الرئيسية مجموعة من الفرضيات:

الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب السيولة في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

لاختبار هذه الفرضية تم تحديد معاملات الارتباط بين النتيجة الصافية كمتغير تابع ونسب السيولة كمتغير مستقل وكانت النتائج كالتالي:

أولاً: نسبة السيولة المتداول

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (35) معاملات الارتباط لنسبة السيولة المتداولة

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة (Sig)
نسبة السيولة المتداولة	- 0.156	0.024	0.262

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (8).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.156) وأن قيمة (Sig=0.262) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) مما يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R^2) ضعف العلاقة بين المتغير المستقل (نسبة التداول) والمتغير التابع (النتيجة الصافية)، حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

تفسير ما نسبته (2.4%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير بلغت نسبة (97.6%) مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

ثانياً: نسبة السيولة النقدية

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (36) معاملات الارتباط لنسبة السيولة النقدية

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة (Sig)
نسبة السيولة النقدية	-0.082	0.007	0.369

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (9).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.082) وأن قيمة (Sig=0.369) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) مما يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة السيولة النقدية وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R^2) ضعف العلاقة بين المتغير المستقل (نسبة السيولة النقدية) والمتغير التابع (النتيجة الصافية)، حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (0.7%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير بلغت نسبة (99.3%) مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

ثالثاً: اختبار الفرضية

أظهرت النتائج السابقة أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول ونسبة السيولة النقدية كمتغيرات مستقلة تعبر عن نسب السيولة والنتيجة الصافية كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه:

تقبل الفرضية الأولى القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب السيولة في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب النشاط في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

لاختبار هذه الفرضية تم تحديد معاملات الارتباط بين النتيجة الصافية كمتغير تابع ونسب النشاط كمتغير مستقل وكانت النتائج كالتالي:

أولاً: معدل دوران إجمالي الأصول

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (37) معاملات الارتباط لمعدل دوران إجمالي الأصول

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة (Sig)
معدل دوران إجمالي الأصول	-0.442	0.195	0.029

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (10).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.442) وأن قيمة (Sig=0.029)

أقل من مستوى الدلالة (0.05) وهو دال إحصائياً، مما يعني أنه توجد علاقة عكسية بين معدل دوران إجمالي الأصول وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R^2) أن المتغير المستقل (معدل دوران إجمالي الأصول) قادر على تفسير ما نسبته (19.5%) من المتغير التابع (النتيجة الصافية)، كما أظهر ميل خط الانحدار إشارة سالبة مما يدل أن العلاقة عكسية بين معدل دوران إجمالي الأصول والنتيجة الصافية.

ثانياً: معدل دوران الأصول الثابتة

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (38) معاملات الارتباط لمعدل دوران الأصول الثابتة

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة (Sig)
معدل دوران الأصول الثابتة	-0.041	0.002	0.433

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (11).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.041) وأن قيمة (Sig=0.433)

وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) مما يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران الأصول الثابتة وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R^2) ضعف العلاقة بين المتغير

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

المستقل (معدل دوران الأصول الثابتة) والمتغير التابع (النتيجة الصافية)، حيث بين هذا المعامل أن المتغير المستقل قادر على تفسير ما نسبته (0.02%) من التغيرات في المتغير التابع، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها من خلال هذا المتغير بلغت نسبة (99.98%) مما يعني وجود متغيرات مستقلة أخرى تؤثر على المتغير التابع.

ثالثاً: معدل دوران المخزون

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (39) معاملات الارتباط لمعدل دوران المخزون

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	قيمة (Sig)
معدل دوران المخزون	0.918	0.843	0.000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (12).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.918) وأن قيمة (Sig=0.000) أقل من مستوى الدلالة (0.05) وهو دال إحصائياً، مما يعني أنه توجد علاقة طردية قوية إحصائياً بين معدل دوران المخزون وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R²) أن المتغير المستقل (معدل دوران المخزون) قادر على تفسير ما نسبته (84.3%) من المتغير التابع (النتيجة الصافية)، كما أن ميل خط الانحدار موجب دلالة على وجود علاقة طردية بين معدل دوران المخزون والنتيجة الصافية.

رابعاً: معدل دوران الذمم المدينة

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (40) معاملات الارتباط لمعدل دوران الذمم المدينة

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	قيمة (Sig)
معدل دوران الذمم المدينة	0.710	0.504	0.000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (13).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.710) وأن قيمة (Sig=0.000) أقل من مستوى الدلالة (0.05) وهو دال إحصائياً، مما يعني أن العلاقة طردية وقوية إحصائياً بين

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

معدل دوران الذمم المدينة وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R^2) أن المتغير المستقل (معدل دوران الذمم المدينة) قادر علي تفسير ما نسبته (50.4%) من المتغير التابع (النتيجة الصافية)، كما أن ميل خط الانحدار موجب دلالة على أنه توجد علاقة طردية بين معدل دوران الذمم المدينة والنتيجة الصافية.

خامسا: اختبار الفرضية

أظهرت النتائج السابقة أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول ومعدل دوران المخزون ومعدل دوران الذمم المدينة كمتغيرات مستقلة تعبر عن نسب النشاط والنتيجة الصافية كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه:

ترفض الفرضية الثانية القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب النشاط في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

وتقبل الفرضية البديلة القائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب النشاط في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب المديونية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

لاختبار هذه الفرضية تم تحديد معاملات الارتباط بين النتيجة الصافية كمتغير تابع ونسب المديونية كمتغير مستقل وكانت النتائج كالتالي:

أولاً: نسبة المديونية

1. **تحديد معاملات الارتباط:** أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (41) معاملات الارتباط لنسبة المديونية

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة (Sig)
نسبة المديونية	-0.440	0.194	0.030

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (14).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.440) وأن قيمة (Sig=0.030) أقل من مستوى الدلالة (0.05) مما يعني أنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R^2) أن المتغير المستقل (نسبة المديونية) قادر علي تفسير ما نسبته (19.4%) من المتغير التابع (النتيجة الصافية)، كما أظهر ميل خط الانحدار أنه توجد علاقة عكسية بين نسب المديونية والنتيجة الصافية.

ثانيا: نسبة المديونية إلى حقوق الملكية

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (42) معاملات الارتباط لنسبة المديونية إلى حقوق الملكية

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة (Sig)
نسبة المديونية	-0.498	0.248	0.015

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (15).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.498) وأن قيمة (Sig=0.015) أقل من مستوى الدلالة (0.05) مما يعني أنه توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية إلى حقوق الملكية وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R^2) أن المتغير المستقل (نسبة المديونية إلى حقوق الملكية) قادر علي تفسير ما نسبته (24.8%) من المتغير التابع (النتيجة الصافية)، كما أظهر ميل خط الانحدار على وجود علاقة عكسية بين نسب المديونية إلى حقوق الملكية والنتيجة الصافية.

ثالثا: اختبار الفرضية

أظهرت النتائج السابقة أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية ونسبة المديونية إلى حقوق الملكية كمتغيرات مستقلة تعبر عن نسب المديونية والنتيجة الصافية كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه:

ترفض الفرضية الثالثة القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب المديونية في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018).

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

وتقبل الفرضية البديلة القائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب المديونية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب الربحية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018).

لاختبار هذه الفرضية تم تحديد معاملات الارتباط بين النتيجة الصافية كمتغير تابع ونسب الربحية كمتغير مستقل وكانت النتائج كالتالي:

أولاً: معدل الربح إلى إجمالي المبيعات

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (43) معاملات الارتباط معدل الربح إلى إجمالي المبيعات

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R^2	قيمة (Sig)
معدل الربح إلى إجمالي المبيعات	0.781	0.610	0.000

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (16).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.781) وأن قيمة (Sig=0.000) وهي أقل من مستوى الدلالة (0.05) مما يعني أنه توجد علاقة قوية طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل الربح إلى إجمالي المبيعات وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R^2) أن المتغير المستقل (معدل الربح إلى إجمالي المبيعات) قادر علي تفسير ما نسبته (61%) من المتغير التابع (النتيجة الصافية)، كما أظهر ميل خط الانحدار على وجود علاقة طردية بين معدل الربح إلى إجمالي المبيعات والنتيجة الصافية.

ثانياً: معدل العائد على الاستثمار

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (44) معاملات الارتباط لمعدل العائد على الاستثمار

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	قيمة (Sig)
معدل العائد على الاستثمار	0.134	0.018	0.292

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (17).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.134) وأن قيمة (Sig=0.292) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) مما يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على الاستثمار وقرارات الاستثمار، وقد أظهر معامل التحديد (R²) أن المتغير المستقل (معدل العائد على الاستثمار) قادر على تفسير ما نسبته (1.8%) من المتغير التابع (النتيجة الصافية).

ثالثاً: معدل العائد على حقوق الملكية

1. تحديد معاملات الارتباط: أظهرت مخرجات برنامج SPSS معاملات الارتباط الظاهرة في الجدول:

الجدول رقم (45) معاملات الارتباط لمعدل العائد إلى حقوق الملكية

المتغيرات المستقلة	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	قيمة (Sig)
معدل العائد إلى حقوق الملكية	0.007	0.000	0.488

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (18).

2. تفسير النتائج: أظهرت النتائج أن معامل الارتباط بين المتغيرين بلغ (0.007) وأن قيمة (Sig=0.488) وهي أكبر من مستوى الدلالة (0.05) مما يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية وقرارات الاستثمار.

رابعاً: إختبار الفرضية

أظهرت النتائج السابقة أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الربح إلى إجمالي المبيعات كمتغير مستقل يعبر عن نسب الربحية والنتيجة الصافية كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه:
 ترفض الفرضية الرابعة القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب الربحية في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

وتقبل الفرضية البديلة القائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب الربحية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

أولاً: تحدد المعالم الإحصائية لانحدار الخطي المتعدد

لاختبار الفرضية الرئيسية لهذه الدراسة كان لابد لنا من إيجاد معادلة توضح العلاقة بين المتغير التابع الذي يعبر عن قرارات الاستثمار والمتغيرات المستقلة التي تعبر عن التحليل المالي، فقد تم إدخال المتغيرات المستقلة السابقة في برنامج (SPSS) باستعمال طريقة (STEPWISE) الانحدار المتعدد التدريجي والتي تظهر فقط المتغيرات المستقلة المؤثرة معنوياً على المتغير التابع وذلك في معادلة النموذج الخطي المتعدد وقد أظهرت مخرجات (SPSS) أكثر المتغيرات تأثيراً على قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف هي:

الجدول رقم (46) المعالم الإحصائية لانحدار الخطي المتعدد

المتغيرات المستقلة	قيمة (T)	قيمة الاحتمالية (Sig)	قيمة (F)	قيمة الاحتمالية (Sig)	معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²
معدل دوران المخزون	7.846	0.000	91.419	0.000	0.959	0.920
ومعدل الربح إلى إجمالي المبيعات	3.913	0.001				

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مخرجات SPSS 22 الملحق رقم (19).

ثانياً: تفسير النتائج

بلغ معامل الارتباط المتعدد بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة مجتمعة (0.959) وتبين قيمة معامل التحديد أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير ما نسبته (92%) من التغيرات الناتجة في المتغير التابع وهي نسبة مرتفعة، أما التغيرات التي لم يتم تفسيرها فقد بلغت ما قيمته (8%) فترجع إلى متغيرات مستقلة أخرى.

الفصل الرابع: دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف (E.C.D.E)

ويوضح جدول تحليل التباين (ANOVA) الظاهر في الملحق رقم (19) الخاص باختبار معنوية الانحدار أن قيمة (F=91.419) بقيمة احتمالية (0.000) أصغر من (0.05) نرفض الفرض الصفري ونقبل الفرض البديل وهو أن الانحدار معنوي لا يساوي الصفر، وبالتالي توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

وتدل بيانات الجدول (Coefficients) الظاهر في الملحق رقم (19) أن المتغيرات الوحيدة ذات الدلالة الإحصائية هو معدل دوران المخزون حيث كانت دلالاته الإحصائية (T=7.846) بقيمة احتمالية (Sig=0.000)، ومعدل الربح إلى إجمالي المبيعات حيث كانت دلالاته الإحصائية (T=3.913) بقيمة احتمالية (Sig=0.001) أقل من مستوي الدلالة (0.05).

وبناءً على النتائج السابقة تم تحديد نموذج الانحدار الخطي التالي:

$$Y = -2\,228\,113.550 + 819\,966.018 * X5 + 6\,391\,735.643 * X9$$

حيث:

Y: النتيجة الصافية.

X5: معدل دوران المخزون.

X9: معدل الربح إلى إجمالي المبيعات.

ثالثاً: اختبار الفرضية

أظهرت النتائج السابقة أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحليل المالي المعبر عنه بالنسب المالية كمتغير مستقل وقرارات الاستثمار كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه:

ترفض الفرضية الرئيسية القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

وتقبل الفرضية البديلة القائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

خاتمة الفصل الرابع

تم التطرق في الفصل الرابع من هذه الدراسة إلى دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف وتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث، تطرقنا في المبحث الأول إلى عرض عام لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف من خلال التعريف بالمؤسسة محل الدراسة، نشأتها، نشاطها، الهيكل التنظيمي الخاص بها، الإمكانيات المالية والبشرية التي تتمتع بها، نظام المعلومات المحاسبي المعمول به بالمؤسسة، أما في المبحث الثاني فقمنا بتحليل القوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف لأجل تشخيص الوضعية المالية للمؤسسة محل الدراسة باستخدام أدوات التحليل المالي التي تم عرضها في الجانب النظري من الدراسة والمتمثلة في التحليل المالي الأفقي والعمودي والتحليل المالي باستخدام النسب والتحليل المالي باستخدام مؤشرات التوازن المالي، أما في المبحث الثالث فتناولنا فيه التحليل الإحصائي للدراسة التطبيقية وذلك باستخدام برنامج الحزم الإحصائية للعلوم الاجتماعية (SPSS) الإصدار رقم 22.

وخلص الطالب من خلال هذا الفصل أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف تتمتع بوضعية مالية جيدة تسمح لها بالتوسع في نشاطها، بالزيادة في القدرة الإنتاجية، وأن التحليل المالي يعتبر من الأدوات الهامة في تقييم الوضعية المالية للمؤسسة واتخاذ قرارات الاستثمار.

الخاتمة العامة

خاتمة عامة

جاءت هذه الدراسة بعنوان دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار من أجل معالجة الإشكالية المطروحة "هل للتحليل المالي دور في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؟" من أجل ذلك قمنا بمعالجة هذا الموضوع من خلال الجمع بين الدراسة النظرية والدراسة الميدانية، قسمنا الدراسة النظرية إلى ثلاثة فصول للجمع بين المحاور الرئيسية للموضوع، حيث تطرقنا في الفصل الأول إلى الاطار النظري للتحليل المالي، في حين خصصنا الفصل الثاني لموضوع اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة، أما الفصل الثالث فتم الربط بين شقي موضوع الدراسة من خلال التطرق إلى دور التحليل المالي في تقييم قرارات الاستثمار، أما في الدراسة الميدانية فقط حاولنا إسقاط الجانب النظري من الدراسة على القوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف كدراسة حالة.

وخلصت الدراسة على أنه بالرغم من أن هناك عوامل أخرى تؤثر على قرارات الاستثمار، مثل العوامل الاقتصادية والسياسية وسمعة المؤسسة، إلا أن التحليل المالي يعتبر الأداة الرئيسية التي يعتمد عليها جموع المستثمرين لفهم الوضع المالي للمؤسسة من خلال تقييم الأداء المالي السابق والتنبؤ بأدائها على مدى السنوات القادمة ومن ثم يسهل المقارنة لاتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، كما يساعد التحليل المالي في تحديد مواطن القوة والضعف الرئيسية في المؤسسة، ويعد قرار الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية من المحاور الرئيسية وذات أهمية كبيرة للمؤسسة وضرورة حتمية لاستمرارها، فالقرار الاستثماري في المؤسسة هو تخصيص رأس مال بكفاءة من أجل تحقيق فوائد للمؤسسة على مدى فترة طويلة من الزمن ويمكن أن يمس هذا القرار كل من الأصول الملموسة وغير الملموسة، لذلك فإن صحة ودقة القرارات تعتمد على التحليل السليم للبيانات المالية.

كما خلصت الدراسة من خلال تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف أن المؤسسة تتمتع بوضعية مالية جيدة، حيث أظهرت نتائج التحليل نسب السيولة أنها أكبر من الواحد مما يعني أن المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في أجالها القانونية، وأظهرت نسب النشاط أن المؤسسة قادرة على توليد مبيعات أكبر نظراً لحجم استثماراتها وبينت نتائج التحليل المالي باستخدام نسب التمويل أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف تعتمد على أموالها الخاصة في تمويل استثماراتها وقد بينت نسبة الرفع المالي أن المؤسسة تتوجه تدريجياً نحو تمويل أصولها عن طريق جزء من الدين وهذا لأجل خلق توازن في بنية الهيكل التمويلي للمؤسسة، كما أظهرت نسب الربحية مدى كفاءة إدارة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته في تحقيق الربح من المبيعات، وبينت نتائج التحليل المالي باستخدام مؤشرات

التوازن للقوائم المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته أن هناك فائض على المؤسسة استغلال هذا الفائض، وعلى العموم فإن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف في وضعية مالية جيدة تسمح لها بالقيام باستثمارات جديدة سواء توسعية كزيادة خط انتاج ثالث أو مضاعفة القدرة الإنتاجية لمادة الاسمنت.

أما عن نتائج التحليل الإحصائي فخلصت الدراسة أن على المهتمين بالاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته الاهتمام بأدوات التحليل المالي خاصة النسب المالية في تقييم الأداء المالي السابق للمؤسسة والتنبؤ بأدائها مستقبلاً، حيث أظهرت النتائج أن كل من نسب النشاط ونسب التمويل ونسب الربحية لها دور في اتخاذ القرارات في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته للفترة (2000-2018)، وعليه تم اختبار الفرضيات والخروج بمجموعة من النتائج والتوصيات نعرضها كما يلي:

أولاً: اختبار الفرضيات

قادنا هذا البحث إلى استخلاص النتائج التالية بخصوص قبول أو عدم قبول الفرضيات المطروحة في المقدمة:

1. الفرضية الرئيسية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

أكدت نتائج الدراسة أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين التحليل المالي المعبر عنه بالنسب المالية كمتغير مستقل وقرارات الاستثمار كمتغير تابع وعليه تم رفض الفرضية القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)، وقبول الفرضية البديلة القائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

2. الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب السيولة في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

أكدت نتائج الدراسة أنه لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين نسبة التداول ونسبة السيولة النقدية كمتغيرات مستقلة تعبر عن نسب السيولة والنتيجة الصافية كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه: تم قبول الفرضية الأولى القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام

نسب السيولة في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

3. الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب النشاط في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

أكدت نتائج الدراسة أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين معدل دوران إجمالي الأصول ومعدل دوران المخزون ومعدل دوران الذمم المدينة كمتغيرات مستقلة تعبر عن نسب النشاط والنتيجة الصافية كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه: تم رفض الفرضية الثانية القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب النشاط في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)، وقبول الفرضية البديلة القائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب النشاط في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

4. الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب المديونية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018).

أكدت نتائج الدراسة أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين نسبة المديونية ونسبة المديونية إلى حقوق الملكية كمتغيرات مستقلة تعبر عن نسب المديونية والنتيجة الصافية كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه: تم رفض الفرضية الثالثة القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب المديونية في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018)، وقبول الفرضية البديلة القائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب المديونية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

5. الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب الربحية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018).

أكدت نتائج الدراسة أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين معدل الربح إلى إجمالي المبيعات كمتغير مستقل يعبر عن نسب الربحية والنتيجة الصافية كمتغير تابع يعبر عن قرارات الاستثمار وعليه: تم رفض الفرضية الرابعة القائلة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام

نسب الربحية في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018) وقبول الفرضية البديلة القائلة: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي باستخدام نسب الربحية في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018)؛

ثانيا: استنتاجات الدراسة

جاءت هذه الدراسة لتحديد دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، وقد أجابت الدراسة على التساؤل الرئيسي للبحث هل للتحليل المالي دور في اتخاذ قرارات الاستثمار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال الفترة (2000-2018) وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية:

1. توصلت الدراسة إلى أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018)، حيث تم إختبار دور مجموعة من المتغيرات المستقلة (النسب المالية التي تعتبر المحور الأساسي للتحليل المالي) في اتخاذ قرارات الاستثمار باستخدام الاختبارات الإحصائية، فقد أظهرت النتائج أن هناك 6 نسب تربطها علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بالنتيجة الصافية، وهذا ما أكد أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2000-2018)؛

2. من خلال تشخيص الوضعية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف للفترة (2014-2018)، تبين لنا أن المؤسسة تمتلك مركز مالي جيد، مما يجعلها قادرة على خلق فرص استثمارية في المستقبل، وعلى المستثمرين الاهتمام بأدوات التشخيص المالي للمؤسسة في الاسترشاد بقراراتهم الاستثمارية؛

3. توصلت الدراسة إلى عدم توازن البنية المالية لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال فترة الدراسة خاصة في الجانب السفلي من الميزانية، وهذا ما يعزز النتائج المتوصل إليها عند دراستنا للفرضية الأولى، حيث أظهرت النتائج أنه لا يوجد أثر ذات دلالة إحصائية بيت نسبة السيولة كمتغير مستقل يعبر عن التحليل المالي والنتيجة الصافية تعبر عن قرارات الاستثمار؛

4. احتفاظ مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف بجزء كبير من أرباحها على شكل احتياطات وأرباح محتجزة أثر سلبا على النتيجة الصافية، وهذا ما أكدته نتائج اختبار الفرضيات، أنه لا توجد علاقة

ذات دلالة إحصائية بين معدل العائد على حقوق الملكية كمتغير مستقل والنتيجة الصافية كمتغير تابع؛

5. مراجعة إدارة المؤسسة لمعدل العائد على الاستثمار من خلال الوقوف على أسباب انخفاض قدرة أصول مؤسسة الاسمنت ومشتقاته في توليد الربح ووضع خطط مستقبلية للتغلب عليه؛

6. النتيجة المحققة في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف ترجع إلى النشاط الأساسي للمؤسسة وليس النشاط المالي، حيث أظهرت النتائج ارتفاع قيمة النتيجة العملياتية خلال فترة التحليل من جهة، وأظهرت نتائج اختبار الفرضيات أنه يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين نسب النشاط كمتغير مستقل والنتيجة الصافية كمتغير تابع؛

7. من خلال تحليلنا لتطور الخزينة لمؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف خلال فترة التحليل تبين لنا وجود فائض على المؤسسة أن تحسن استغلال هذا الفائض؛

8. من خلال تحليلنا لمؤشرات التوازن المالي تبين لنا أن رأس المال العامل الخاص موجب أي أن الأموال الخاصة أكبر من الأصول الثابتة، معناه أن مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف مولت جزء من أصولها الجارية عن طريق الأموال الخاصة، وهذا مخالف لقاعدة التوازن المالي (يتساوي حجم الأصول الثابتة مع الأموال الدائمة وحجم الأصول الجارية مع حجم الأصول المتداولة)؛

9. أظهرت نتائج تحليل معدل دوران إجمالي الأصول أن إيرادات مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف لا تتوافق مع حجم استثماراتها؛

10. مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف ليست في وضع متوازن في هيكلها المالي بين الاعتماد على الغير والاعتماد على أموالها الخاصة ، مما يستوجب إعادة النظر في الهيكل المالي للمؤسسة؛

11. تحليل النسب هو واحدة من المؤشرات المالية المستخرجة من تحليل البيانات المالية التي تستخدم للحصول على مؤشر سريع لأداء المالي للمؤسسة في العديد من المجالات؛

توافقت نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة كل من:

1. توافقت هذه النتيجة جزئياً مع دراسة (بن يوسف مريم، 2014) أن التحليل المالي أداة فعالة لكشف وتشخيص وضعية المؤسسات كما له دور مهم في ترشيد قراراتها من خلال التفسيرات التي يعطيها؛

2. توافقت هذه النتيجة جزئياً مع دراسة (وليد أحمد صافي، 2014) أن النسب المالية تؤثر في زيادة فاعلية القرارات الاستثمارية في الشركات الصناعية، وأن التحليل المالي يوفر المعلومات اللازمة لاتخاذ قرارات الاستثمار؛
3. توافقت هذه النتيجة جزئياً مع دراسة (Rahmat, Faikarimand, Ana Noveria, 2014) على أنه يمكن للمستثمرين الاعتماد على تحليل الأداء المالي للشركة في اتخاذ قرارات الاستثمار لأنه يعطي صورة عن الحالة المالية للمؤسسة والتنبؤ بمستقبلها وبناء ثقة المستثمر لاستثمار؛
4. توافقت نتائج هذه الدراسة مع نتائج دراسة (Mukarushema vestine, jullus Warren Kule, MBabazi Mbabazize, 2016) على أن تحليل القوائم المالية هو البيان الأكثر أهمية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، وخلصت الدراسة إلى أن (82%) من عملية صنع القرار الاستثماري تعتمد على تحليل البيانات المالية، في حين (18%) ترجع لعوامل أخرى؛
5. توافقت هذه النتيجة من الدراسة مع دراسة (Eva Malichova, Maria Durisova, 2015)، حيث أوصى الباحث المستثمرين أن النسب المالية من بين المؤشرات الهامة والضرورية لتقييم الأداء المالي؛

ثالثاً: توصيات الدراسة

1. ضرورة اعتماد المستثمرين على استخدام التحليل المالي في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية لما له من دور في تقييم أداء المؤسسة، فضلاً عن دوره في ترشيد قرارات الاستثمار؛
2. ضرورة اعتماد المستثمرين على تحليل النسب المالية في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف؛
3. على المستثمرين في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف الاهتمام بنسب الربحية خاصة معدل الربح إلى إجمالي المبيعات لأنها تعد المعيار الأكثر كفاءة للحكم على الاداء الكلي للمؤسسة؛
4. على متخذي القرار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته الاهتمام بالمؤشرات الخاصة بالجانب السفلي من الميزانية لأن الاحتياج في رأس المال العامل (BFR) تبين لنا أنه موجب خلال فترة التحليل، مما يعني وجود عجز في تمويل دورة الاستغلال ما يستدعي وجود رأس مال عامل صافي موجب يساوي على الأقل قيمة العجز حتى تكون المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل؛

5. على متخذ القرار في مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف الاهتمام بنسب السيولة لأنها تمكن من معرفة قدرة المؤسسة في مواجهة التزاماتها المالية القصيرة الأجل من جهة، ومن جهة أخرى طالما هناك سيولة تستطيع المؤسسة الاستمرارية؛

6. على إدارة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف مراجعة بنية الهيكل المالي؛

7. على إدارة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف البحث عن أسواق جديدة للزيادة في حصتها السوقية حتى تتلاءم حجم مبيعاتها مع حجم استثماراتها؛

رابعاً: أفاق الدراسة

لاحظنا من خلال دراستنا لهذا البحث أنه مازال بحاجة للمزيد من الدراسات و البحوث ذات العلاقة بهذا الموضوع وفي هذا الإطار نقترح مجموعة من المواضيع للبحث المستقبلي تتمثل في ما يلي:

1. حوكمة الشركات ودورها في دعم قرارات الاستثمار؛
2. تأثير تحليل البيانات المالية على قرارات الاستثمار في المؤسسات الاقتصادية؛
3. دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية؛
4. دور الأساليب الإحصائية والرياضية للتحليل المالي لدعم قرارات الاستثمار؛

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: باللغة العربية

أ. الكتب:

1. أحمد هاشم أحمد يوسف، موسى فضل الله على إدريس، "تحليل البيانات المالية"، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى، السودان، 2007.
2. أحمد يوسف دودين، "إدارة الإنتاج والعمليات"، الأكاديميون للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2012.
3. أسامة عبد الخالق الأنصاري، "الدليل العملي للاستثمار في البورصة، التحليل الأساسي"، السحاب للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، جمهورية مصر العربية.
4. أسعد حميد العلي، "الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2013.
5. إسماعيل محمد الأزهرى، عبد العزيز محمود عبد المجيد، "الإدارة المالية المتقدمة"، منشورات جامعة السودان المفتوحة، الطبعة الأولى، 2007.
6. أمين السيد أحمد لطفى، "دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية"، الدار الجامعية، جامعة القاهرة، 2005.
7. أمين السيد أحمد لطفى، "التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
8. جابر شعيب إسماعيل، "المالية للقادة - أفضل الممارسات المالية للقادة وكبار التنفيذيين"، دار الكتب العلمية، بيروت، 2018.
9. جميل محمد خالد، "أساسيات الاقتصاد الدولي"، الأكاديميون للنشر والتوزيع، 2014.
10. حمدي عبد العظيم، "دراسات الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية ومشروعات البوت (B.O.T.)"، الطبعة الرابعة، مصر، 2008.
11. حمزة محمود الزبيدي، "التحليل المالي (تقييم الأداء والتنبؤ بالفشل)"، مؤسسة الوراق، الأردن، 2000.

12. حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
13. خلفان أحمد عيسى، "إدارة الاستثمار والمحافظة الاستثمارية"، الجنادرية للنشر والتوزيع، المملكة الأردنية الهاشمية، 2015.
14. دريد كامل آل شيب، "إدارة الاستثمارات تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية"، دار اليازوري، الأردن، 2009.
15. رائد محمد عبد ربه، "مبادئ المحاسبة المالية، الجزء الثاني، المنهل، الأردن، 2016.
16. زغيب مليكة، بوشنقير ميلود، "التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد"، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2010.
17. شعيب شنوف، "التحليل المالي الحديث طبقاً للمعايير الدولية للإبلاغ المالي IFRS"، زهران للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2012.
18. صلاح بسيوني عيد، عبد المنعم فليح، زايد سالم أبوشناف، عماد سعيد الزمر، "المحاسبة الإدارية"، جامعة القاهرة، الطبعة الأولى، القاهرة، 2017.
19. طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر المحاسبية)"، الدار الجامعية، جامعة عين شمس، 2001.
20. طاهر حردان، "أساسيات الاستثمار"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
21. طلال كداوي، "تقييم القرارات الاستثمارية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
22. عاطف جابر طه عبد الرحيم، "أساسيات التمويل والإدارة المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2008.
23. عامر محمد سعيد طوقان، "الاستثمار وأسواق رأس المال ودراسة الجدوى"، شركة دار البيروني للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2017.
24. عبد الرحمان عطية، "المحاسبة العامة وفق النظام المحاسبي المالي (المخطط المحاسبي الجديد)"، دار النشر جيطلي، الطبعة الثانية، برج بوعرييج، 2011.

25. عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، "الإدارة المالية"، مطابع السروات، الطبعة الخامسة، المملكة العربية السعودية، 2017.
26. عبد المطلب عبد الحميد، "دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
27. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "الإدارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2019.
28. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، "التحليل والتخطيط الماليين اتجاهات معاصرة"، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2016.
29. فايز سليم حداد، "الإدارة المالية"، مطابع الدستور التجارية، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
30. فهمي مصطفى الشيخ، "التحليل المالي"، الطبعة الأولى، رام الله، فلسطين، 2008.
31. فيصل محمود الشواورة، "مبادئ الإدارة المالية، إطار نظري ومحتوى عملي، التمويل - الاستثمار - التخطيط - التحليل المالي"، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2013.
32. كاظم جاسم العيساوي، "دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، تحليل نظري وتطبيقي"، دار المناهج، الطبعة الأولى، عمان، 2013.
33. لخضر علاوي، "معايير المحاسبة الدولية دروس وتطبيقات محلولة"، Pages Bleues، الجزائر، 2012.
34. لقلطي الأخضر، "دراسات في المالية والمحاسبة"، دار حميثرا للنشر والترجمة، 2018.
35. ماجد أحمد عطا الله، "إدارة الاستثمار"، درا أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2011.
36. مبارك بن سليمان آل فواز، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
37. مجيد الكرخي، "تقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية باستخدام النسب المالية: 388 معيار لتقويم الأداء في الوحدات الاقتصادية المختلفة"، دار المناهج، الطبعة الأولى، الأردن، 2014.
38. محمد إبراهيم عبد الرحيم، "اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.

39. محمد الصيرفي، "التحليل المالي: وجهة نظر إدارية ومحاسبية"، دار الفجر، مصر، 2014.
40. محمد الفاتح المغربي، "التمويل والاستثمار في الإسلام" الأكاديمية الحديثة للكتاب الجامعي، الطبعة الأولى، السودان، 2018.
41. محمد المبروك أبو زيد، "التحليل المالي شركات وأسواق مالية"، الطبعة الثانية، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية، 2009.
42. محمد أيمن عزت الميداني، "الإدارة التمويلية في الشركات"، مكتبة العبيكات، الطبعة السابعة، الرياض، 2015.
43. محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، "الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية"، الطبعة الأولى، دار الحامد، الأردن، 2006.
44. محمد كمال عفانة، "إدارة الائتمان المصرفي"، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2018.
45. محمود عزت اللحام، مصطفى يوسف كافي، محمود إبراهيم نور، انس على القضاة، "الإدارة المالية المعاصرة"، الطبعة الثانية، دار الأعصار للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
46. مروان شموط، كنجو عبود كنجو، "أسس الاستثمار"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، جمهورية مصر العربية، 2008.
47. مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، الطبعة الأولى، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009.
48. معراج هوارى، بهناس عباس، أحمد مجدل، "القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية"، دار كنوز المعرفة، الأردن، 2013.
49. منير إبراهيم هندی، "أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية (الأسهم والسندات)"، دار المعرفة الجامعية، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2011.
50. منير إبراهيم هندی، "الأوراق المالية وأسواق المال"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2007.
51. ناظم حسن الشريفي، سعود حابد مشكور العامري، "المحاسبة المتقدمة في الشركات، الأسس النظرية والعلمية لاحتساب قيمة الشركات"، زهران للنشر، عمان، 2009.
52. نبيل عبد السلام شاكر، "الإدارة الفعالة للأموال والمشروعات"، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
53. نجلاء محمد إبراهيم بكر، "أسواق المال وإدارة الاستثمار"، أكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم.

54. وليد ناجى الحياى، "الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي"، من منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، الدانمارك.
55. وليد ناجى الحياى، "التحليل المالي"، من منشورات الاكاديمية العربية المفتوحة في الدانمارك، الدانمارك، 2007.
56. الياس بن ساسي، يوسف قريشي، "التسيير المالي (الإدارة المالية)"، الجزء الأول، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2011.
57. يوسف بومدين، فاتح ساحل، "تسيير التسيير المالي للمؤسسة"، الطبعة الأولى، دار بلقيس، الجزائر، 2016.
- ب.الرسائل الجامعية:
58. براهيم علي عباس، "أهمية المحتوى المعلوماتي للتقارير المالية كأساس لخدمة قرارات الاستثمار في الأوراق المالية - دراسة ميدانية في سوق الأوراق المالية بالجزائر-"، أطروحة دكتوراه، علوم التسيير، جامعة الدكتور يحي فارس، المدينة، 2018/2017.
59. براهيمى سمية، "مساهمة المراجعة التحليلية في اتخاذ القرارات الاستثمارية للمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة المطاحن الكبرى لجنوب بسكرة"، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016/2015.
60. بن إبراهيم الغالي، "اتخاذ قرارات الاستثمار في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الظروف الشرعية (دراسة حالة بنك البركة الجزائري)"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2013/2012.
61. بن خروف جليلة، "دور المعلومات المالية في تقييم الأداء المالي للمؤسسة واتخاذ القرارات - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنجاز القنوات KANAGHAZ (2005-2008)"، مذكرة ماجستير، العلوم الاقتصادية، تخصص مالية المؤسسة، جامعة امجد بوقرة، بومرداس، 2009/2008.
62. بن مالك عمار، "المنهج الحديث للتحليل المالي الأساسي في تقييم الأداء - دراسة حالة بشركة إسمنت السعودية - للفترة الممتدة من 2006 - 2010"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011/2010.
63. بن يوسف مريم، "التحليل المالي ودوره في اتخاذ القرارات المالية - دراسة تطبيقية للتحليل المالي على مؤسسة جزائرية-"، مذكرة ماجستير، جامعة البليدة 02، 2014.
64. بنية حيزية، "دور الأساليب الحديثة للتحليل المالي في تطوير عملية تقييم الأداء المالي دراسة حالة مجمع صيدال"، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، علوم التسيير، جامعة المدينة، 2017/2016.

65. بوزريع صليحة، "ترشيد استهلاك الطاقة في المنشآت الصناعية وأثرها على التنمية المستدامة دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف ECDE"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد البيئة، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2015/2014.
66. تبة سمية، "دور المعايير المحاسبية ومعايير الإبلاغ المالي الدولية في تفعيل التحليل المالي للمؤسسة - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للهندسة المدنية والبناء (GCB) (2009-2012)"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة بومرداس، 2014/2013.
67. توفيق عوض شبير، "بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين"، مذكرة ماجستير، المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة.
68. جحنين كريمة، "التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء وترشيد قرارات الإستثمار في البورصة، دراسة حالة المعمل الجزائري الجديد للمصبرات: NCA رويبة"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014/2013.
69. جغدیر الطاهر، "أثر الإدخال البورصي على الأداء المالي للمؤسسة الاقتصادية، دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (1999-2015)"، مذكرة ماجستير، تخصص الإدارة المالية للمؤسسات، جامعة الجزائر 3، 2017/2016.
70. حازم حجلة سعيدة، "استخدام بطاقة الأداء المتوازن كأداة لرفع أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، علوم الاقتصادية، تخصص تحليل استراتيجي صناعي مالي ومحاسبي، جامعة باجي مختار - عنابة، 2017/2016.
71. حليلة خليل الجرجاوي، "دور التحليل المالي للمعلومات المالية المنشورة في القوائم المالية للتنبؤ بأسعار الأسهم دراسة تطبيقية على المنشآت المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2008.
72. حمادة أمينة، "أثر هيكل رأس المال على الأداء المالي للمؤسسة، دراسة تطبيقية على المؤسسات الاقتصادية الجزائرية للفترة (2010-2016)"، أطروحة دكتوراه، علوم الاقتصادية، تخصص مالية، جامعة الجزائر 3، 2017/2016.
73. حمو جميلة، "التصنيع في الجزائر وأثره على البيئة دراسة حالة مؤسسات إنتاج الإسمنت بوادي السلي الشلف ECDE"، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد دولي، قسم العلوم التجارية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 2011/2010.

74. حنان عبدلي، "دور السياسة المالية في تطوير أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة سوق مصر ونيويورك للأوراق المالية خلال الفترة 1990-2011"، مذكرة ماجستير، تخصص تحليل اقتصادي، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2014/2013.
75. دحماني نور الهدى، "سوق الأوراق المالية ودوره في النمو الاقتصادي -دراسة حالة بعض الاقتصاديات الناشئة والجزائر-"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاد، تنمية مالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2015/2014.
76. رضوان باصور، "استخدام التحليل المالي في التنبؤ بالأداء المالي للمؤسسة دراسة حالة: مركب أنتيبوتيكال - صيدال - المدينة"، مذكرة ماجستير، جامعة يحي فارس المدينة، 2009.
77. روتال عبد القادر، "القوائم المالية ودورها في ترشيد القرارات الاستثمارية المالية في الجزائر"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 03، 2018/2017.
78. زرموت خالد، "تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال فترة 2010-2015"، أطروحة دكتوراه، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 3، 2016/2015.
79. زغدار أحمد، "الموازنة الاستثمارية ودورها في ترشيد الانفاق الاستثماري، دراسة حالة مشروع كهربية السكك الحديدية لضاحية الجزائر العاصمة"، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة أمجد بوقرة، بومرداس، 2009/2008.
80. زين عبد المالك، "القياس والإفصاح عن عناصر القوائم المالية في ظل النظام المحاسبي المالي، دراسة حالة مجمع صيدال - وحدة الحراش - (2012-2013)"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة بومرداس، 2015/2014.
81. زينب جوجو، "دور المشتقات المالية في انتشار الأزمات المالية، دراسة مقارنة"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر 03، 2018/2017.
82. سميرة محسن، "المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية -دراسة حالة البنك BNP PARIBAS -"، مذكرة ماجستير، تخصص بنوك وتأمينات، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006/2005.
83. شعبان سهام، "محاولة تصميم لوحة القيادة الاستشرافية لمؤسسة صحية جزائرية، حالة المركز الإستشفائي الجامعي ندير محمد- تيزي وزو-"، مذكرة ماجستير، شعبة علوم التسيير، تخصص: إدارة أعمال، جامعة أمجد بوقرة بومرداس، 2014/2013.

84. طوبال لطيفة، "أسواق الأوراق المالية كأداة لتمويل الاقتصاد دراسة تجربة البورصات العربية في ظل العراقيل القانونية والتحديات الهيكلية"، أطروحة دكتوراه، تخصص أسواق مالية وتقنيات كمية، جامعة الجزائر 03، 2017/2016.
85. عادل طلبة، "أثر الأداء المالي للمؤسسات المدرجة على ثقة المستثمر في أسواق الأوراق المالية دراسة حالة: عينة من أسواق الأوراق المالية"، أطروحة دكتوراه، العلوم الاقتصادية، تخصص نقود مالية وبنوك، جامعة البليدة 2، 2017/2016.
86. عامر هشام، "فعالية استخدام النماذج الرياضية في تقييم المشاريع الاستثمارية، دراسة حالة مجموعة من المشاريع على مستوى بنوك تجارية جزائرية"، أطروحة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019/2018.
87. عبد العالي صالح، "دور البرمجة الرياضية في إدارة المحافظ الاستثمارية المثلى، دراسة حالة بورصة عمان"، أطروحة دكتوراه، علوم اقتصادية، تخصص طرق الأمثلية في الاقتصاد، جامعة الجزائر 3، 2019/2018.
88. عبد القادر حوة، "بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العائد والمخاطرة"، مذكرة ماجستير، قسم العلوم التجارية، تخصص محاسبة وتدقيق، جامعة الجزائر 03، 2010/2009.
89. عبد اللطيف طيبي، "التطبيقات المتميزة لتقنيات التمويل والاستثمار في العمل المصرفي الإسلامي من منظور العائد والمخاطرة - نموذج بنك البركة الجزائري-"، مذكرة ماجستير، مالية المؤسسة، قسم علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.
90. عبد المجيد تيماوي، "نحو بناء نظرية لتفسير السلوك التمويلي للمؤسسات الجزائرية"، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2013.
91. عمار أكرم عمر الطويل، "مدي اعتماد المصارف على التحليل المالي للتنبؤ بالتعثر دراسة تطبيقية على المصارف التجارية الوطنية في قطاع غزة"، مذكرة ماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2008.
92. عيادي عبد القادر، "دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل حالة مؤسسة الإسمنت ومشتقاته بالشلف (ECDE)"، مذكرة الماجستير، علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبية، جامعة حسيبة بن بوعلي، شلف، 2008/2007.
93. عيساوي سهام، "دور تداول المشتقات المالية في تمويل أسواق رأس المال -دراسة حالة سوق رأس المال الفرنسي-"، أطروحة دكتوراه، علوم الاقتصادية، تخصص إقتصاديات النقود، البنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015/2014.

94. فضيل لحسن، "انعكاسات النظام المحاسبي المالي على التحليل المالي دراسة حالة مؤسسة تجديد وتركيب المعدات الكهربائية SARL REMELEC"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلى، شلف، 2010/2011.
95. قويدر الواحد عبد الله، "دمج مؤشرات الأداء البيئي في بطاقة الأداء المتوازن BSC لتحقيق المسؤولية الاجتماعية للمؤسسات حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف ECDE"، أطروحة دكتوراه، تخصص إدارة أعمال، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2014/2015.
96. لزعر محمد سامي، "التحليل المالي للقوائم المالية وفق النظام المحاسبي المالي - دراسة حالة -"، مذكرة ماجستير، قسم التسيير، جامعة قسنطينة، 2011-2012.
97. لعراب سارة، "إتجاهات تطوير بورصة الجزائر للأوراق المالية في ضوء المتغيرات المالية الراهنة"، أطروحة دكتوراه، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017/2018.
98. لكحل نزهة، "أهمية تطوير لوحة القيادة الإستشرافية في المؤسسات العمومية وعلاقتها بتعزيز الحوكمة - دراسة حالة الجزائر -"، أطروحة دكتوراه، تخصص: إدارة أعمال عمومية، قسم علوم التسيير، جامعة البليدة 2، 2018/2019.
99. لينا عبد الله محمد أحمد أبوسن، "دور التحليل المالي في اتخاذ قرارات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية دراسة حالة المستثمرين في سوق الخرطوم للأوراق المالية"، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، جامعة الجزيرة، 2017.
100. محمد الأمين خنيوة، "فعاليات إدارة التدفقات النقدية من خلال أدوات السوق النقدي دراسة حالة مؤسسة الإسمنت حامة بوزيان CSHB"، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2007/2008.
101. محمد الحافظ عيشوش، "دور التشخيص المالي والاقتصادي في اتخاذ القرارات الاستثمارية دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة الأدوية صيدال"، أطروحة دكتوراه، علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2016/2017.
102. مسعودة بن لخضر، "عقود الخيار ودورها في التقليل من مخاطر أسواق رأس المال، دراسة تطبيقية على بورصة باريس للفترة 2009-2014"، مذكرة ماجستير، قسم العلوم الاقتصادية، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2014/2015.
103. مصيبح أحمد، "الاستثمار المالي دراسة حالة الجزائر"، مذكرة ماجستير في علوم التسيير تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2002.

104. مونية سلطان، "كفاءة الأسواق المالية الناشئة ودورها في الاقتصاد الوطني، دراسة حالة بورصة الجزائر"، أطروحة دكتوراه، تخصص اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، جامعة محمد خيضر بسكرة، 2015/2014.
105. ناهض خضر أبو الطيف، "أثر التحليل الفني على قرار المستثمرين في بورصة فلسطين"، مذكرة ماجستير، قسم المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، جامعة الإسلامية، غزة، 2011.
106. نهاد أسحق عبد السلام أبوهويدي، "دور المعلومات المحاسبية في ترشيد قرارات الإنفاق الرأسمالي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في بورصة فلسطين)"، مذكرة ماجستير، تخصص المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، 2011.
107. هدى بورفيس، "تأثير المعلومات على كفاءة الأسواق المالية -دراسة حالة بعض الأسواق المالية الناشئة-"، أطروحة دكتوراه، قسم العلوم المالية، جامعة باجي مختار، عنابة، 2018/2017.
108. اليمين سعادة، "استخدام التحليل المالي في تقييم أداء المؤسسات الاقتصادية وترشيد قراراتها - دراسة حالة المؤسسة الوطنية لصناعة أجهزة القياس والمراقبة - العلة - سطيف"، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، 2009.
- ج. المقالات العلمية:
109. أميرة دباش، فريد خميلي، "مساهمة القوائم المالية في اتخاذ قرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية دراسة حالة عينة من المستثمرين ببورصة الجزائر"، مجلة اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد الثالث، 2017.
110. بحري هشام، "علاقة القيمة الاقتصادية المضافة والمقاييس التقليدية بالقيمة السوقية المضافة للمنشأة دراسة حالة الشركات المدرجة في مؤشر CAC40"، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 48، المجلد ب، 2017.
111. بن دعاس زهير، "تسعير عقود الخيارات المالية باستخدام نموذج بلاك شولز -حالة سوق الخيارات الكويتي-"، معارف (مجلة علمية محكمة)، العدد 20، جوان 2016.
112. بن واضح سنوسي عائشة، البشير عبد الكريم، "استخدام نموذج المحاكاة في تخطيط أرباح المؤسسة الاقتصادية"، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 14، العدد 18، 2018.
113. بهاء حسين الحمداني، أحمد رعد عبد الحميد، "تطوير إعداد الموازنات الاستثمارية من خلال تقييم المشاريع الاستثمارية"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 102، المجلد 24، 2018.

114. جليل كاظم مدلول العارضى، زيد عبد الزهرة جعفر، "إدارة المحافظ الاستثمارية بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص"، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد الرابع عشر، العدد 28، 2017.
115. حازم أحمد فروانة، "أثر اعتماد المصارف الفلسطينية على التحليل المالي كأداة لترشيد قراراتها الانتمائية"، دراسات وأبحاث المجلة العربية في العلوم الإنسانية والاجتماعية، مجلد 10، العدد 03، سبتمبر 2018.
116. حسنية صيفي، نوال بن عمارة، "قياس الأداء المالي باستخدام مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة - دراسة حالة المؤسسة في مؤشر CAC40 خلال الفترة (2008 - 2013)"، مجلة الباحث، العدد 15، 2015.
117. رشيد حفصي، "دراسة وتأثير 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 02/2016.
118. رميدي عبد الوهاب، باصور رضوان، "استخدام الأساليب الإحصائية والرياضية في التحليل المالي لأداء المؤسسة"، المجلة الجزائرية للاقتصاد والمالية، المجلد الثاني، العدد: 07، أبريل 2017.
119. زيبيدي البشير، "تحليل الوضعية المالية للمؤسسة الاقتصادية باستخدام القيمة الاقتصادية المضافة (دراسة حالة مجمع صيدال لسنوات 2012 - 2015)"، مجلة الدراسات الاقتصادية والمالية، العدد 10، الجزء 03، 2017.
120. زهية خياري، "التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية المصغرة في ظل ظروف المخاطرة"، مجلة العلوم الاقتصادية والمالية، العدد 19، 2018.
121. سالم عواد هادي، زينة فاصل صبري، " دور الإجراءات التحليلية في تعزيز ثقة ومصداقية القوائم المالية المقدمة للإدارة الضريبية"، مجلة دراسات محاسبية ومالية، المجلد الثالث، العدد 43، الفصل الثاني 2017.
122. سايح فايز، "اعداد وتحليل جدول سيولة الخزينة زفقا للنظام المحاسبي المالي"، مجلة دراسات اقتصادية، العدد 22، مركز البصرة، ديسمبر 2013.

123. سترة العلجة، "دور بطاقة الأداء المتوازن في تحقيق استراتيجية المؤسسة الاقتصادية ، دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج الإسمنت- عين الكبيرة-"، مجلة وحدة البحث في تنمية الموارد البشرية ، المجلد 09، العدد 01، جوان 2018.
124. سعد سليمان عواد الميعني، وعد بدر نوري، "تأثير جودة الإبلاغ المالي في القيمة السوقية المضافة، دراسة تطبيقية في عينة من المصارف التجارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة التقني، المجلد الثلاثون، العدد 4، 2017.
125. سعيدة بورديمة، "الأساليب الكمية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري"، مجلة الحقيقة، جامعة أدرار، الجزائر، العدد 25، 2013.
126. سنية مروان سلطان الحياي، ليث محمد سعيد محمد الجعفر، "دور الحوكمة في دعم قرار الاستثمار دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية"، مجلة الاقتصاد والمالية، العدد 00، 2015.
127. سويسي الهواري، رضاني حميدة، "قياس أداء المؤسسة الاقتصادية الجزائرية من منظور خلق القيمة باستخدام مؤشرات الحديثة، دراسة حالة مجمع صيدال للفترة 2010 - 2015"، مجلة الواحات للبحوث والدراسات، المجلد 10، العدد 2، 2017.
128. شهاب الدين حمد النعيمي، "استخدام مؤشري القيمة السوقية المضافة والعائد على رأس المال المستثمر في قياس أداء القطاع المصرفي العراقي"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 17، العدد 27.
129. عبد الكريم أحمد قندوز، "تحليل لأساليب تسعير عقود الخيارات المالية"، مجلة الاقتصاد والتنمية البشرية، المجلد 5، العدد 2.
130. عفاف عويس إبراهيم، "الأسواق والمؤسسات المالية"، سلسلة مراجع التمويل والاستثمار"، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة القاهرة.
131. عماد عبد الحسين دلول، محمد فوزي مهدي، "تقييم الأداء المالي باستخدام بعض مؤشرات خلق القيمة (دراسة تحليلية لعينة من المصارف العراقية)"، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد 99، المجلد 23، 2016.
132. عمر الفاروق زرقون، محمد زرقون، "فاعلية مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة في قياس الأداء المالي للمؤسسات الاقتصادية مقارنة بالمؤشرات التقليدية - دراسة حالة مجمع المؤسسة الوطنية

- لخدمات الأبار (ENSP) للفترة 2012/2009"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 5، العدد 2، جوان 2014.
133. لمين علوطي، نذيرة راقي، "لوحة القيادة كأداة لمراقبة التسيير في المؤسسات الاقتصادية العمومية، حالة فرع شركة سونلغاز بالمدينة"، مجلة دراسات، العدد الاقتصادي، المجلد 8، العدد 1، جامعة الأغواط، 2017.
134. لواج عبد الرحيم، لطرش بلال، "تقييم الأداء وفق بطاقة الأداء المتوازن، دراسة حالة المؤسسة المينائية جن جن جيجل"، مجلة نماء للاقتصاد والتجارة، العدد الأول.
135. محمد نواف عابد، "أثر الأداء المالي للبنوك وقيمتها السوقية على المسؤولية الاجتماعية، دراسة تطبيقية على قطاع البنوك والخدمات المالية في بورصة فلسطين"، مجلة كلية فلسطين التقنية للأبحاث، العدد الخامس، 2018.
136. محمود عزت اللحام، أيمن هشام عزريل، " دور التحليل المالي في تحديد مسار المؤسسة الاقتصادي دراسة ميدانية في الشركات التجارية في محافظة نابلس"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 49، بغداد، 2016.
137. مرازقة صالح، بوهرين فتيحة، "المعيار المحاسبي الدولي رقم 07 قائمة التدفقات النقدية"، مجلة الاقتصاد والمجتمع، العدد 6، قسنطينة، 2010.
138. مفتاح صالح، معارفي فريدة، "متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها"، مجلة الباحث، العدد 07/2009-2010.
139. نبيل بوفليح، عبو ربيعة، "مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية - دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي-"، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، العدد 02، سبتمبر 2017.
140. نعمان محصول، نور الدين محرز، "تقييم الاستثمار في الأوراق المالية في ظل نظرية المحفظة"، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 15، العدد 02، جوان 2018.
141. النمري نصر الدين، "التكامل بين مؤشر القيمة الاقتصادية المضافة وبطاقة الأداء المتوازن ودوره في تقييم الأداء وقيادته نحو خلق القيمة"، معارف (مجلة علمية محكمة)، قسم العلوم الاقتصادية، العدد 19، ديسمبر 2015.

142. هباش فارس، مناع ريمة، "أثر المعلومات المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق عمان الدولي"، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية"، العدد التاسع، جوان 2018.

143. وليد أحمد صافي، "أهمية النسب المالية كأداة لاتخاذ القرارات الاستثمارية - دراسة تطبيقية على عينة من المدراء الماليين في الشركات الصناعية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية-"، مجلة الأبحاث الاقتصادية لجامعة البليدة، العدد 11، 2014.

144. يزيد تفرات، "استخدام أدوات التحليل المالي في تشخيص الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية في ظل الإصلاح المحاسبي دراسة حالة المؤسسة الوطنية لإنتاج اللوالب والسكاكين والصنابير" BCR" بولاية سطيف - للفترات المالية (2011 - 2014)", مجلة بحوث، العدد 11، الجزء الثاني، جامعة الجزائر.

145. يوسف عبد الله، خالد عبد الحميد عبد الحميد، "دراسة الجدوى المالية التفصيلية للمشاريع الاستثمارية ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري - مشروع صناعة الاسمنت نموذجاً-"، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 115، 2018 .

د. القوانين، الأوامر والمراسيم

146. القرار المؤرخ في: 23 رجب 1429 الموافق لـ 26 يوليو 2008 "المتضمن قواعد تقييم والمحاسبة ومحتو الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها"، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية /العدد19.

147. المرسوم التنفيذي رقم 08-156 المؤرخ في 20 جمادى الأولى عام 1429 الموافق لـ 26 ماي 2008 المتضمن تطبيق أحكام القانون 07-11، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية /العدد27.

ثانيا: مراجع بالغة الأجنبية

148. Abdel-Rahman, Kh. El- Dalabeeh, "The Role of Financial Analysis Ratio in Evaluating Performance (Case Study : National Chlorine Industry)", INTERDISCIPLINARY JOURNAL OF CONTEMPORARY RESEARCH IN BUSINESS COPY RIGHT, Institute of Interdisciplinary Business Resseach,2013.

149. Ahmad Daengs,Luqi Dian Ichromi, MochRizaldy Rahmansyah, "IMPLEMENTATIONS OF ECONOMIC VALLUE ADDAD AND MARKET VALLUE ADDAD ANALYSIS AS VALUATION TOOLS OF INVEST FEASIBILITY ", SINERGI, Volume 7, 2017.

150. Alian Fernandez, " les nouveaux de bord des décideurs", édition organisation, paris, 3 édition, 2003.

151. Amina Haji Nkuhi," **THE ROLE OF FINANCIAL STATEMENTS IN INVESTMENT DECISION MAKING - A CASE OF TANGA PORT AUTHORITY**" Master of Business Administration of Mzumbe University,2015. 11.
152. Anaja Blessing & Emmanuel E. Onoja, "**THE ROLE OF FINANCIAL STATEMENTS ON INVESTMENT DECISION MAKING: A CASE OF UNITED BANK FOR AFRICA PLC (2004-2013)**", European Journal of Business, Economics and Accountancy Vol. 3, N°. 2, 2015.
153. Audrey Bouteley, Louise Wiart, "**Le Diagnostic Financier, Fiche Partique De Gestion**", UNIOPSS, France, Avril 2008..
154. Béatrice et Francis Grandguillot, "**L'essentiel de l'Analyse financière**", Gualino 2diteur,14^e édition, France, 2017.
155. Beysul Aytac, Cyrille Mandou, "**INVESTISSEMENT ET FINANCEMENT DE L'ENTREPRISE** ", de boeck supe'rieur, BUSINESS SCHOOL.
156. Capital Market Authority, "**Investment**", Kingdom of Saudi Arabia,Riyadh,p,1.
157. Daraban Marius Costin, "**Economic Vallure Added – A General Review of the Concept**", Ovidius university Annais, Economic Sciences Series, Volume 17, 2017.
158. EL MALLOUKI ,FEKKAK, "**Analyse Financière** ", 2014.
159. Eva Malichova, Maria Durisova, "**Evaluation of Financial Performance of Enterprises in IT Sector** ", Procedia Economics and Finance , 2015 .
160. Guy Haaze, Bd Poincaré, "**GUIDE PRATIQUE pour L'ANALYSE des COMPTES ANNUELS** ", CGSLB SYNDICAT LIBERAL, Bruxelles,2006, p, 22 .
161. H.KENT BAKER, GREG FILBECK, "**Investment Risk Management**",OXFORD, UNIVERSITY PRESS, New Yourk, 2015.
162. HABIMAMA THEOGENE, TOM MULEGI, NIYOMPANO HOSEE, "**THE CONTRIBUTION OF FINANCIAL RATIOS ANALYSIS ON EFFECTIVE DECISION MAKING IN COMMERCIAL BANKS**", International Journal of Management and Applied Science,Volume 3, 2017.
163. Hanan Ali Al-Awawdeh, Saad Abdul Kareem Al-Sakini, "**The Impact of Economic Value Added, Market Value Added and Traditional Accounting Measures on Shareholders Value : form jordanian Commercial Banks**", International Journal of Economics and Finance, vol 10, N° 10, 2018.
164. Hervé Stolowy, Michel J, Lebas Yuan Ding, Georges Langlois, "**COMPTABILITE ET ANALYSE FINANCIERE UNE PRESPECTIVE GLOBALE** ", 3^{em} édition, de boeck, Paris, 2013.
165. IAS 1 : Norme Comptable internationale 1"**Présentation des états financiers**".
166. Joel Priolon, "**Lesmarchés financiers**", Agro paris Tech, INSTITUT DES SCIENCES INDUSTRIES DU VIVANT DEL'ENVIRONNEMENT, Paris, 2012.
167. Joel Priolon, "**Lesmarchés financiers**", Agro paris Tech, INSTITUT DES SCIENCES INDUSTRIES DU VIVANT DEL'ENVIRONNEMENT, Département des sciences2conomiques, Paris, 2007.

168. Karine CERRADA, Yves DE RONGE , Michel DE WOLF, Michel GATZ, " **Comptabilité et analyse des états financiers, principes et application** " , de boeck, Ireédition, paris, 2014..
169. L , FEKKAK , "GESTION FINANCIERE ", SUPPORT DE COURS, UNIVERSITE SIDI MOHAMED BEN ABDELLAH, FES, 2014/2015.
170. Michel Poix, "GUIDE DU CHOIX D'INVESTISSEMENT ", Editions d'Organisation Groupe Eyrolles ,Germain, 2006.
171. Mukarushema Vestine, Julius Warren Kule, "EFFECT OF FINANCIAL STATMENT ANALYSIS ON INVESTMENT DECISION MAKING . ACAS OF BANK OF KIGALI ", European journal of Business and Social sciences, Vol . 5, N°.06, 2016.
172. Nicolae BALTES , Diana Elena VASIU, "CASE STUDY REGARDING FINANCIAL PERFORMANCE IN TERMS OF CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT (CFROI) FOR COMPANIES LISTED AND TRADED ON THE BUCHAREST STOCK EXCHANGE, DURING 2006-2013", BULETIN STIINTIFIC, Nr.I (39), 2015.
173. NICOLAE SICHIGEA ,"ECONOMIC VALUE ADDED AND MARKET VALUE ADDED- MODERN INDICATORS FOR ASSESSMENT THE FIRM'S VALUE", ACADEMICA BRANCUSI PUBLISHER,2015.
174. Ogien Dov, "**Pratique des marchés financiers**", Edition Dunod, Paris, 2005.
175. Omar HNICHE," Normes IAS/IFRS et analyse financière", Revue Marocaine de Recherche en Management et Marketing, n° 1, Janvier 2009.
176. PRANAKUSUMA SUDHANA, "ANALYSIS OF INVESTMENT DECISION MAKING OF A BUDGET HOTEL ACASE STUDY ", Thesis of Magister, AT STIE IEU SURABAYA, 2016.
177. Rachida BOURSALI, " LES NORMES COMPTABLES DU SCF" ALOULFIA TALITA , oran, 2010.
178. Rachida BOURSALI," LES ETATS FINANCIERES ET PCN DU SCF Avec Exercices", ALOULFIA ALTALITA, oran, 2010/
179. Rahmat Faikarimand, Ana Noveria, "INVESTMENT PERFORANCE ANALYSIS AND MARKET APPROACH VALUATION OF INDONESIAN CONSTRUCTION SECTOR", School of Business and Management, vol, 3, Indonesia, 2014.
180. Rezvan Hejazi, Malektja Maleki Oskouei, "The information of Cash Value Added (CVA) and P/E ratio : Evidence on association with Stock Returns for industrial companies in The Tehran Stok Exchange", Iranian Accounting & Auditing Review, 2007.
181. Robert Houdayer, "Evaluation Financière Des Projets Ingénierie de projets et décision d'investissement", 2° édition, paris.
182. Surendranath Rakesh Jory, Abdelhafid Benamaraoui, Devkumar Roshan, Nnamdi O. Madichie, "Net Present Value Analysis and the Wealth Creation Process : A Case Illustration", THE ACCOUNTING EDUCATORS JOURNAL , 2016.

183. Valdoné Darskuvienė, " **Financial Markets**", Leonardo da Vinci programme project „Development and Approbation of Applied Courses Based on the Transfer of Teaching Innovations in Finance and Management for Further Education of Entrepreneurs and Specialists in Latvia, Lithuania and Bulgaria , Vytautas Magnus University, 2010.

ثالثاً: مواقع الانترنت

http://cks.univnt.ro/uploads/cks_2016_articles/index.php?dir=07_finance_and_accounting,
le : 17/12/2019.

184. Kristina Jancovicova BOGNAROVA, "APPLICATION OF CASH FLOW RETURN ON INVESTMENT IN TERMS OF FINANCIAL PERFORMANCE MEASUREMENT ", p, 784.

185. le role économique du marché financier, <http://sabbar.fr/economie-2/le-role-economique-du-marche-financier>.

186. Mohammed Adel Mohammed, Saed Ahmed Sulub, " **The Role of Diversification in Reducing Risks of Investment Portfolio at Khartoum Stock Exchange Market**", 2014, <https://ssrn.com/abstract/2384358> , p, 5.

الملاحق

الملحق رقم (1) الميزانية

السنة المالية المقفلة في:.....

N-1	N			ملاحظة	الأصول
	صافي	إهلاك رصيد	إجمالي		
					<p>أصول غير جارية</p> <p>فارق بين الاقتناء - المنتج الإيجابي أو السلبي</p> <p>تثبيتات غير مادية (معنوية)</p> <p>تثبيتات مادية</p> <p>أراضي</p> <p>مباني</p> <p>تثبيتات مادية أخرى</p> <p>تثبيتات ممنوح امتيازها</p> <p>تثبيتات جاري إنجازها</p> <p>تثبيتات مالية</p> <p>سندات موضوعة موضع معادلة</p> <p>مساهمات أخرى وحسابات دائنة ملحقه بها</p> <p>سندات أخرى مثبتة</p> <p>قروض وأصول مالية أخرى غير جارية</p> <p>ضرائب مؤجلة على الأصل</p>
					مجموع الأصول غير الجارية
					<p>أصول جارية</p> <p>مخزونات ومنتجات قيد التنفيذ</p> <p>حسابات دائنة وإستخدامات مماثلة</p> <p>الزبائن</p> <p>المدينون الآخرون</p> <p>الضرائب وما شبهها</p> <p>الموجودات وما شابهها</p> <p>الأموال الموظفة والأصول المالية الجارية الأخرى</p> <p>الخزينة</p>
					مجموع الأصول الجارية
					المجموع العام للأصول

تابع الملحق رقم (1) الميزانية

السنة المالية المقفلة في:.....

N-1	N	ملاحظة	الخصوم
			<p>رؤوس الأموال الخاصة</p> <p>رأس مال تم إصداره</p> <p>رأس مال غير مستعان به</p> <p>علاوات وإحتياطيات- إحتياطيات مدمجة (1)</p> <p>فوارق إعادة التقييم</p> <p>فارق المعادلة (1)</p> <p>نتيجة صافية - (نتيجة صافية حصة المجمع (1))</p> <p>رؤوس أموال خاصة أخرى- ترحيل من جديد</p> <p>حصة الشركات المدمجة (1)</p> <p>حصة ذوي الأقلية (1)</p>
			مجموع الأموال الخاصة
			<p>الخصوم غير الجارية</p> <p>قروض وديون مالية</p> <p>ضرائب (مؤجلة ومرصود لها)</p> <p>ديون أخرى غير جارية</p> <p>مؤونات ومنتجات ثابتة مسبقا</p>
			مجموع الخصوم غير الجارية
			<p>الخصوم الجارية</p> <p>موردو وحسابات ملحقة</p> <p>ضرائب</p> <p>ديون مدينة أخرى</p> <p>خزينة سلبية</p>
			مجموع الخصوم الجارية
			مجموع عام للخصوم

(1) إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة

الملحق رقم (2) حساب النتيجة حسب الطبيعة وفق النظام المحاسبي المالي SCF

N-1	N	ملاحظة	البيان
			رقم الأعمال تغير مخزونات المنتجات المصنعة والمنتجات قيد التصنيع الإنتاج الثابت إعانات الاستغلال
			1. إنتاج السنة المالية
			المشتريات المستهلكة الخدمات الخارجية والاستهلاكات الأخرى
			2. استهلاك السنة المالية
			3. القيمة المضافة للاستغلال (1-2)
			أعباء المستخدمين الضرائب والرسوم والمدفوعات المشابهة
			4. الفائض الإجمالي عن الاستغلال
			المنتجات العملياتية الأخرى الأعباء العملياتية الأخرى مخصصات الاهتلاكات والمؤونات استئناف عن خسائر القيمة والمؤونات
			5. النتيجة العملياتية
			المنتجات المالية الأعباء المالية
			6. النتيجة المالية
			7. النتيجة المالية قبل الضريبة (5+6)
			الضرائب الواجب دفعها من النتائج العادية الضرائب المؤجلة (تغيرات) حول النتائج العادية
			مجموع منتجات الأنشطة العادية مجموع أعباء الأنشطة العادية
			8. النتيجة الصافية للسنة المالية
			العناصر غير العادية (المنتجات) (يطلب بيانها) العناصر غير العادية (الأعباء) (يطلب بيانها)
			9. النتيجة الغير العادية
			10. النتيجة الصافية للسنة المالية
			حصة الشركات الموضوعه موضع المعادلة في النتائج الصافية
			11. النتيجة الصافية من المجموه المدمج (1)
			ومنها حصة ذوي الأقلية (1)
			حصة المجمع (1)

(1) لا تستعمل إلا لتقديم الكشوف المالية المدمجة.

الملحق رقم (3) حساب النتيجة حسب الوظيفة

الفترة من: إلى:

N-1	N	ملاحظة	البيان
			<p>رقم الأعمال</p> <p>كلفة المبيعات</p> <p>هامش الربح الإجمالي</p> <p>منتجات أخرى عملياتية</p> <p>التكاليف التجارية</p> <p>الأعباء الإدارية</p> <p>أعباء أخرى عملياتية</p> <p>النتيجة العملياتية</p> <p>تقديم تفاصيل الأعباء حسب النوع (مصاريف العاملين ،</p> <p>مخصصات الاهتلاكات)</p> <p>منتجات مالية</p> <p>أعباء مالية</p> <p>النتيجة العادية قبل الضريبة</p> <p>الضرائب الواجبة على النتائج العادية</p> <p>الضرائب المؤجلة على النتائج العادية (التغيرات)</p> <p>النتيجة الصافية لأتشطة العادية</p> <p>الأعباء غير العادية</p> <p>المنتجات غير العادية</p> <p>النتيجة الصافية للسنة المالية</p> <p>حصة الشركات الموضوعة موضع المعادلة في النتائج</p> <p>الصافية</p> <p>النتيجة الصافية للمجموع المجمد</p> <p>منها حصة ذوي الأقلية</p> <p>حصة المجمع</p>

الملحق رقم (4) جدول تغيرات الأموال الخاصة

الاحتياطات والنتيجة	فرق إعادة التقييم	فارق التقييم	علاوة الإصدار	رأسمال الشركة	ملاحظة	
						الرصيد في 31 ديسمبر N-2
						تغيير الطريقة المحاسبية تصحيح الأخطاء الهامة إعادة تقييم التثبيتات الأرباح والخسائر غير المدرجة في الحسابات في حساب النتائج الحصص المدفوعة زيادة رأس المال صافي نتيجة السنة المالية
						الرصيد في 31 ديسمبر N-1
						تغيير الطريقة المحاسبية تصحيح الأخطاء الهامة إعادة تقييم التثبيتات الأرباح والخسائر غير المدرجة في الحسابات في حساب النتائج الحصص المدفوعة زيادة رأس المال صافي نتيجة السنة المالية
						الرصيد في 31 ديسمبر N

الملحق رقم (5) جدول سيولة الخزينة (طريقة المباشرة)

الفترة من إلى.....

السنة المالية N-1	السنة المالية N	ملاحظة	
			تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة العملياتية التحصيلات المقبوضة من عند الزبائن المبالغ المدفوعة للموردين والمستخدمين الفوائد والمصارف الأخرى المدفوعة الضرائب عن النتائج المدفوعة
			تدفقات أموال الخزينة قبل العناصر غير العادية
			تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بالعناصر غير العادية (يجب توضيحها)
			صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من الأنشطة العملياتية (أ)
			تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار المسحوبات عن اقتناء تثبيبات عينية او معنوية التحصيلات عن عمليات التنازل عن تثبيبات عينية أو معنوية المسحوبات عن اقتناء تثبيبات مالية التحصيلات عن عمليات التنازل عن تثبيبات مالية الفوائد التي تم تحصيلها من التوظيفات المالية الحصص والأقساط المقبوضة من النتائج المستلمة
			صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة الاستثمار (ب)
			تدفقات الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل التحصيلات في أعقاب اصدار أسهم الحصص وغيرها من التوزيعات التي تم القيام بها التحصيلات المتأتية من القروض تسديدات القروض أو الديون الأخرى المماثلة
			صافي تدفقات أموال الخزينة المتأتية من أنشطة التمويل (ج)
			تأثيرات تغيرات سعر الصرف على السيولات ونسبة السيولات
			تغيرات أموال الخزينة في الفترة (أ+ب+ج)
			أموال الخزينة ومعادلاتها عند افتتاح السنة المالية أموال الخزينة ومعادلاتها عند اقفال السنة المالية تغيرات أموال الخزينة خلال الفترة
			المقارنة مع النتيجة المحاسبية

الملحق رقم (6) جدول سيولة الخزينة (طريقة غير المباشرة)

الفترة من إلى.....

السنة المالية N-1	السنة المالية N	ملاحظة	
			تدفقات الخزينة المتأتية من الأنشطة العملية صافي نتيجة السنة المالية تخصيصات من أجل: (-) الاهتلاكات والأرصدة (-) تغير الضرائب المؤجلة (-) تغير المخزونات (-) تغير الزبائن والحسابات الدائنة الأخرى (-) تغير الموردين والديون الأخرى (-) نقص أو زيادة قيمة التنازل الصافية من الضرائب
			تدفقات الخزينة الناجمة عن النشاط (أ)
			تدفقات أموال الخزينة المتأتية من عمليات الاستثمار مسحوبات عن اقتناء تشييات التحصيلات التنازل عن تشييات تأثير تغيرات محيط الإدماج (1)
			تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بعمليات الاستثمار (ب)
			تدفقات الخزينة المتأتية من عمليات التمويل الحصص المدفوعة للمساهمين زيادة رأس المال النقدي (المنقودات) إصدار قروض تسديد قروض
			تدفقات أموال الخزينة المرتبطة بعمليات التمويل (ج)
			تغيرات أموال الخزينة في الفترة (أ+ب+ج) أموال الخزينة عند الافتتاح أموال الخزينة عند الاغلاق تأثير تغيرات سعر العملات الأجنبية (1)
			تغيرات أموال الخزينة

(1) لا يستعمل إلا في تقديم الكشوف المالية

الملحق رقم (7) الجداول المدرجة في ملحق الكشوف المالية

تطور التثبيتات وأصول مالية غير الجارية

الفصول والأقسام	ملاحظات	القيمة الاجمالية عند افتتاح السنة المالية	زيادات السنة المالية	انخفاضات السنة المالية	القيمة الاجمالية عند إقفال السنة المالية
التثبيتات المعنوية التثبيتات العينية المساهمات الأصول المالية الأخرى غير الجارية					

جدول الاهتلاكات

الفصول والأقسام	ملاحظات	خسائر القيمة المجمعة في بداية السنة المالية	ارتفاعات خسائر القيمة خلال السنة المالية	استرجاعات في خسائر القيمة	خسائر القيمة المجمعة في نهاية السنة المالية
GOOD WILL تثبيتات معنوية تثبيتات عينية مساهمات أصول مالية أخرى غير جارية					

جدول خسائر القيمة في التثبيتات والأصول الأخرى غير الجارية

الفصول والأقسام	الملاحظات	خسائر القيمة المجمعة في بداية السنة المالية	ارتفاعات خسائر القيمة خلال السنة المالية	استرجاعات في خسائر القيمة	خسائر القيمة المجمعة في نهاية السنة المالية
GOOD WILL تثبيتات معنوية تثبيتات عينية مساهمات أصول مالية أخرى غير جارية					

جدول المساهمات (فروع وكيانات مشاركة)

القيمة المحاسبية للسندات الممتازة	الحصص المقبوضة	القروض والتسبيقات الممنوحة	نتيجة السنة المالية الأخيرة	قسط رأس المال الممتاز (%)	ومنها رأس المال	رؤوس الأموال الخاصة	ملاحظات	الفروع والكيانات المشاركة
								الفروع الكيان (أ) الكيان (ب) الكيانات المشاركة الكيان 1 الكيان 2

جدول المؤونات

أرصدة مجمعة في نهاية السنة المالية	استرجاعات السنة المالية	مخصصات السنة المالية	أرصدة مجمعة في بداية السنة المالية	ملاحظات	
					مؤونات خصوم مالية غير جارية مؤونات للمعاشات والواجبات المماثلة مؤونات للضرائب مؤونات للنزاعات
					المجموع
					مؤونات خصوم مالية جارية مؤونات للمعاشات والواجبات المماثلة مؤونات أخرى ترتبط بالمستخدمين مؤونات الضرائب
					المجموع

كشف استحقاقات الحسابات الدائنة والديون عند إقفال السنة المالية

المجموع	أكثر من 5 أعوام	مدة أكثر من عام و5 أعوام على الأكثر	لمدة عام على الأكثر	ملاحظات	الفصول والأقسام
					الحسابات الدائنة القروض الزبائن الضرائب الدائنون الآخرون
					المجموع
					الديون الافتراضات ديون أخرى الموردون الضرائب الدائنون الآخرون
					المجموع

الملحق رقم (8)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
نسبة السيولة المتداولة	5,6542	3,54176	19

Corrélations

		النتيجة الصافية	نسبة السيولة المتداولة
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية	1,000	-,156
	نسبة السيولة المتداولة	-,156	1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية	.	,262
	نسبة السيولة المتداولة	,262	.
N	النتيجة الصافية	19	19
	نسبة السيولة المتداولة	19	19

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,156 ^a	,024	-,033	1 623 803,627

a. Prédicteurs : (Constante), المتداولة السيولة نسبة

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	1 121 469 707 683,484	1	1 121 469 707 683,484	,425	,523 ^b
	Résidus	44 824 549 733 064,290	17	2 636 738 219 592,018		
Total		45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante), نسبة السيولة المتداولة

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	3675990,670	715 620,329		5,137	,000
	نسبة السيولة المتداولة	-70475,582	108 063,344	-,156	-,652	,523

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

الملحق رقم (9)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
نسبة السيولة النقدية	3,5342	2,72716	19

Corrélations

	النتيجة الصافية	نسبة السيولة النقدية
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية 1,000	نسبة السيولة النقدية -,082
	نسبة السيولة النقدية -,082	النتيجة الصافية 1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية .	نسبة السيولة النقدية ,369
	نسبة السيولة النقدية ,369	النتيجة الصافية .
N	النتيجة الصافية 19	نسبة السيولة النقدية 19
	نسبة السيولة النقدية 19	النتيجة الصافية 19

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,082 ^a	,007	-,052	1 638 426,556

a. Prédicteurs : (Constante) : نسبة السيولة النقدية

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية

ANOVA

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	310 512 608 611,814	1	310 512 608 611,814	,116	,738 ^b
Résidus	45 635 506 832 135,970	17	2 684 441 578 360,940		
Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante) : نسبة السيولة النقدية

Coefficients

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	3447717,037	625 899,799		5,508	,000
النقدية السيولة نسبة	-48160,725	141 605,584	-,082	-,340	,738

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

الملحق رقم (10)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
معدل دوران إجمالي الأصول	,2853	,08382	19

Corrélations

	النتيجة الصافية	معدل دوران إجمالي الأصول
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية 1,000	معدل دوران إجمالي الأصول -,442
	معدل دوران إجمالي الأصول -,442	النتيجة الصافية 1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية ,029	معدل دوران إجمالي الأصول ,029
	معدل دوران إجمالي الأصول ,029	النتيجة الصافية ,029
N	النتيجة الصافية 19	معدل دوران إجمالي الأصول 19
	معدل دوران إجمالي الأصول 19	النتيجة الصافية 19

Récapitulatif des modèlesb

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,442 ^a	,195	,148	1 474 657,143

a. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران إجمالي الأصول:

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	8 977 586 735 396,697	1	8 977 586 735 396,697	4,128	,058 ^b
	Résidus	36 968 432 705 351,086	17	2 174 613 688 550,064		
	Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران إجمالي الأصول:

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	5680903,290	1 230 297,721		4,618	,000
	الأصول إجمالي دوران معدل	-8425190,316	4 146 588,833	-,442	-2,032	,058

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية:

الملحق رقم (11)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
معدل دوران الأصول الثابتة	,6305	,31190	19

Corrélations

	النتيجة الصافية	معدل دوران الأصول الثابتة
Corrélacion de Pearson	النتيجة الصافية 1,000	معدل دوران الأصول الثابتة -,041
	معدل دوران الأصول الثابتة -,041	النتيجة الصافية 1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية .	معدل دوران الأصول الثابتة ,433
	معدل دوران الأصول الثابتة ,433	النتيجة الصافية .
N	النتيجة الصافية 19	معدل دوران الأصول الثابتة 19
	معدل دوران الأصول الثابتة 19	النتيجة الصافية 19

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,041 ^a	,002	-,057	1 642 583,316

a. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران الأصول الثابتة:

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	78 660 263 506,206	1	78 660 263 506,206	,029	,866 ^b
	Résidus	45 867 359 177 241,580	17	2 698 079 951 602,446		
	Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران الأصول الثابتة:

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	3411143,703	868 658,967		3,927	,001
	معدل دوران الأصول الثابتة	-211944,854	1 241 288,083	-,041	-,171	,866

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

الملحق رقم (12)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
الصادفة النتيجة	3 277 506,89	1 597 672,255	19
المخزون دوران معدل	3,9000	1,37040	19

Corrélations

		النتيجة الصافية	معدل دوران المخزون
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية	1,000	,918
	معدل دوران المخزون	,918	1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية	.	,000
	معدل دوران المخزون	,000	.
N	الصادفة النتيجة	19	19
	المخزون دوران معدل	19	19

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,918 ^a	,843	,833	652 377,091

a. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران المخزون.

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية.

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	38 710 889 669 399,910	1	38 710 889 669 399,910	90,957	,000 ^b
	Résidus	7 235 129 771 347,873	17	425 595 868 902,816		
	Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية.

b. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران المخزون.

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	-895973,921	462 489,345		-1,937	,070
	معدل دوران المخزون	1070123,286	112 205,964	,918	9,537	,000

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية.

الملحق رقم (13)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
معدل دوران الذمم المدينة	38,6632	39,74768	19

Corrélations

	النتيجة الصافية	معدل دوران الذمم المدينة
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية 1,000	,710
	معدل دوران الذمم المدينة ,710	1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية .	,000
	معدل دوران الذمم المدينة ,000	.
N	النتيجة الصافية 19	19
	معدل دوران الذمم المدينة 19	19

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,710 ^a	,504	,475	1 157 402,576

a. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران الذمم المدينة

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	23 173 147 135 556,050	1	23 173 147 135 556,050	17,299	,001 ^b
	Résidus	22 772 872 305 191,730	17	1 339 580 723 834,808		
	Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران الذمم المدينة

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	2173830,516	375 392,598		5,791	,000
	معدل دوران الذمم المدينة	28545,945	6 863,353	,710	4,159	,001

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

الملحق رقم (14)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
نسبة المديونية	,1832	,08686	19

Corrélations

		النتيجة الصافية	نسبة المديونية
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية	1,000	-,440
	نسبة المديونية	-,440	1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية	.	,030
	نسبة المديونية	,030	.
N	النتيجة الصافية	19	19
	نسبة المديونية	19	19

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,440 ^a	,194	,146	1 476 070,549

a. Prédicteurs : (Constante), نسبة المديونية:

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية:

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	8 906 686 900 280,516	1	8 906 686 900 280,516	4,088	,059 ^b
	Résidus	37 039 332 540 467,266	17	2 178 784 267 086,310		
	Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية:

b. Prédicteurs : (Constante), نسبة المديونية:

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		
		B	Ecart standard	Bêta	t	Sig.
1	(Constante)	4760765,989	807 996,578		5,892	,000
	المديونية نسبة	-8098253,674	4 005 349,327	-,440	-2,022	,059

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية:

الملحق رقم (15)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
نسبة المديونية إلى حقوق الملكية	,2332	,13145	19

Corrélations

	النتيجة الصافية	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية 1,000	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية -,498
	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية -,498	النتيجة الصافية 1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية .	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية ,015
	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية ,015	النتيجة الصافية .
N	النتيجة الصافية 19	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية 19
	نسبة المديونية إلى حقوق الملكية 19	النتيجة الصافية 19

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,498 ^a	,248	,204	1 425 715,025

a. Prédicteurs : (Constante), نسبة المديونية إلى حقوق الملكية:

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية

ANOVA

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	11 390 742 769 725,098	1	11 390 742 769 725,098	5,604	,030 ^b
Résidus	34 555 276 671 022,684	17	2 032 663 333 589,570		
Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante), نسبة المديونية إلى حقوق الملكية:

Coefficients

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés		Sig.
	B	Ecart standard	Bêta	t	
1 (Constante)	4688544,550	679 910,674		6,896	,000
نسبة المديونية إلى حقوق الملكية	-6051854,501	2 556 496,382	-,498	-2,367	,030

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

الملحق رقم (16)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
معدل الربح إلى إجمالي المبيعات	,3611	,08768	19

Corrélations

	النتيجة الصافية	معدل الربح إلى إجمالي المبيعات
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية 1,000	,781
	معدل الربح إلى إجمالي المبيعات ,781	1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية .	,000
	معدل الربح إلى إجمالي المبيعات ,000	.
N	النتيجة الصافية 19	19
	معدل الربح إلى إجمالي المبيعات 19	19

Récapitulatif des modèles^b

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,781 ^a	,610	,587	1 026 719,211

a. Prédicteurs : (Constante), معدل الربح إلى إجمالي المبيعات:

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية :

ANOVA

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	28 025 429 700 744,670	1	28 025 429 700 744,670	26,586	,000 ^b
Résidus	17 920 589 740 003,110	17	1 054 152 337 647,242		
Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية :

b. Prédicteurs : (Constante), معدل الربح إلى إجمالي المبيعات:

Coefficients

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	B	Ecart standard	Bêta		
1 (Constante)	-1860700,662	1 023 982,018		-1,817	,087
معدل الربح إلى إجمالي المبيعات	14231187,110	2 760 048,266	,781	5,156	,000

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية:

الملحق رقم (17)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
معدل العائد على الاستثمار	,1032	,03987	19

Corrélations

	النتيجة الصافية	معدل العائد على الاستثمار
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية 1,000	,134
	معدل العائد على الاستثمار ,134	النتيجة الصافية 1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية .	,292
	معدل العائد على الاستثمار ,292	النتيجة الصافية .
N	النتيجة الصافية 19	19
	معدل العائد على الاستثمار 19	النتيجة الصافية 19

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,134 ^a	,018	-,040	1 629 131,307

a. Prédicteurs : (Constante : معدل العائد على الاستثمار)

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	826 849 568 686,561	1	826 849 568 686,561	,312	,584 ^b
	Résidus	45 119 169 872 061,220	17	2 654 068 816 003,601		
	Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante), معدل العائد على الاستثمار

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	2722941,458	1 061 534,878		2,565	,020
	معدل العائد على الاستثمار	5375889,441	9 631 483,081	,134	,558	,584

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

الملحق رقم (18)

Statistiques descriptives

	Moyenne	Ecart type	N
النتيجة الصافية	3 277 506,89	1 597 672,255	19
معدل العائد إلى حقوق الملكية	,1237	,04219	19

Corrélations

	النتيجة الصافية	معدل العائد إلى حقوق الملكية
Corrélation de Pearson	النتيجة الصافية 1,000	,007
	معدل العائد إلى حقوق الملكية ,007	1,000
Sig. (unilatéral)	النتيجة الصافية .	,488
	معدل العائد إلى حقوق الملكية ,488	.
N	النتيجة الصافية 19	19
	معدل العائد إلى حقوق الملكية 19	19

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,007 ^a	,000	-,059	1 643 948,721

a. Prédicteurs : (Constante) معدل العائد إلى حقوق الملكية.

b. Variable dépendante : النتيجة الصافية

ANOVA

Modèle	Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1 Régression	2 373 696 621,187	1	2 373 696 621,187	,001	,977 _b
Résidus	45 943 645 744 126,600	17	2 702 567 396 713,329		
Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante), معدل العائد إلى حقوق الملكية.

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	3243842,846	1 196 879,497		2,710	,015
	معدل العائد إلى حقوق الملكية	272177,415	9 183 912,667	,007	,030	,977

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

الملحق رقم (19)

ANOVA

Modèle		Somme des carrés	ddl	Carré moyen	F	Sig.
1	Régression	38 710 889 669 399,910	1	38 710 889 669 399,910	90,957	,000 ^b
	Résidus	7 235 129 771 347,873	17	425 595 868 902,816		
	Total	45 946 019 440 747,780	18			
2	Régression	42 248 866 093 697,030	2	21 124 433 046 848,516	91,419	,000 ^c
	Résidus	3 697 153 347 050,752	16	231 072 084 190,672		
	Total	45 946 019 440 747,780	18			

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

b. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران المخزون

c. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران المخزون، معدل الربح إلى إجمالي المبيعات

Coefficients

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		B	Ecart standard	Bêta		
1	(Constante)	-895973,921	462 489,345		-1,937	,070
	المخزون دوران معدل	1070123,286	112 205,964	,918	9,537	,000
2	(Constante)	-2228113,550	481 699,839		-4,626	,000
	معدل دوران المخزون	819966,018	104 512,281	,703	7,846	,000
	معدل الربح إلى إجمالي المبيعات	6391735,643	1 633 484,726	,351	3,913	,001

a. Variable dépendante : النتيجة الصافية

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,918 ^a	,843	,833	652 377,091
2	,959 ^b	,920	,909	480 699,578

a. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران المخزون

b. Prédicteurs : (Constante), معدل دوران المخزون، معدل الربح إلى إجمالي المبيعات

c. Variable dépendante : النتيجة الصافية

