

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في

قسم العلوم التجارية

تخصص إدارة المشاريع

بعنوان

أثر استخدام رافعتي التشغيل و المالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية
"دراسة حالة مؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته " GIPLAIT " بسعيدة

إعداد الطالب :

ماجى مرصلي

أعضاء لجنة المناقشة:

الأستاذ حجماوي توفيق مشرفا

الأستاذ رئيسا

الأستاذ مناقشا

السنة الجامعية 2016-2017

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة

كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير

مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في

قسم العلوم التجارية

تخصص إدارة المشاريع

بعنوان

أثر استخدام رافعتي التشغيل و المالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية

"دراسة حالة مؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته "GIPLAIT" بسعيدة

إعداد الطالب :

ماجى مرصلي

أعضاء لجنة المناقشة:

الأستاذ حجماوي توفيق مشرفا

الأستاذ رئيسا

الأستاذ مناقشا

السنة الجامعية 2016-2017

إهداء

إلى من قال فيهما الرحمان:

"... و اخفض لهما جناح الذل من الرحمة و قل رب ارحمهما كما ربياني صغيرا..."

إلى المربيين الفاضلين اللذين زرعنا فينا جذوة العلم و حب الطموح...

والدي الغاليين

إلى كل من جمعني بهم المشوار الدراسي من بدايته إلى اليوم .

كلمة شكر

قال تعالى : "...رب أوزعني أن اشكر نعمتك التي أنعمت علي و علي والدي و أن
اعمل صالحا ترضاه..." .

الشكر أولا لله عز و جل علي جزيل فضله و نعمائه، انه ولي ذلك و القادر عليه .

و الصلاة و السلام علي المبعوث رحمة للعالمين سيدنا محمد و علي ءاله و صحبه و سلم كثيرا إلى يوم الدين.

كما أتقدم بالشكر الخالص للأستاذ المحترم حهماوي توفيق علي تقبله الإشراف علي هذا العمل بصدر رحب
سائلا الله عز وجل أن يديم فضله و عطاءه.

كما اشكر كل من ساعدني في انجاز هذا البحث من قريب أو بعيد.

الملخص

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد اثر كل من الرافعتين التشغيلية و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة، خاصة و أنهما تعتبران من الوسائل و الأدوات المهمة المستخدمة في مجال التخطيط و الرقابة و تقويم الأداء، حيث يشير مفهوم الرافعة إلى قياس أثر التغيير في المبيعات على النتائج.

و تشير النتائج المحصل عليها من هذه الدراسة إلى عدم وجود اثر لرافعتي التشغيل و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال، و لعل ذلك راجع لعدم اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة التشغيلية و التمويلية بدرجة كبيرة في هيكل تكاليفها.

الكلمات المفتاحية: الرافعة التشغيلية، الرافعة المالية، ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال.

Résumé :

Le but de ce travail est de déterminer l'effet de levier, que ce soit financier ou opérationnel, sur le bénéfice par unité de capital de l'entreprise GIPLAIT spécialisée dans la production, la transformation et la commercialisation des produits laitiers et dérivés.

Notamment que l'effet de levier pourrait être considéré comme l'un des moyens importants utilisés dans le domaine de la planification, le contrôle et l'évaluation des performances, en mesurant l'incidence d'une variation du chiffre d'affaires sur le résultat.

Les résultats obtenus indiquent que l'effet de levier est moins marqué sur le bénéfice par unité de capital. Et ceci pourrait être expliqué par le fait que la part des coûts fixes opérationnels et financiers dans le total des coûts d'entreprise est moins importante.

Mots clés : Levier opérationnel, Levier financier, bénéfice par unité de capital.

الاهداء

كلمة شكر

ملخص VI - V

قائمة المحتويات VIII - VI

قائمة الجداول IX

قائمة الاشكال X

قائمة الملاحق XI

المقدمة العامة أ - ح

I دراسة الربحية في المشاريع الاستثمارية 1

مقدمة الفصل 2

I - 1 - مفاهيم عامة حول المشاريع الاستثمارية 3

I - 1 - 1 - تعريف المشروع الاستثماري 3

I - 1 - 2 - أهمية و أهداف وخصائص المشروع الاستثماري 5

I - 1 - 3 - البيانات اللازمة للمشروع الاستثماري 8

I - 2 - تحليل التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية 11

I - 2 - 1 - مفهوم و أهمية التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية 11

I - 2 - 2 - مكونات التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية 12

I - 2 - 3 - مشاكل تقدير التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية 15

17.....	I -3- الربحية في المشاريع الاستثمارية
17.....	I -3-1- مفهوم ربحية المشروع الاستثماري
18	I -3-2- معايير تقييم الربحية في المشاريع الاستثمارية
31	I -3-3- نسب الربحية
34.....	خاتمة الفصل
35.....	II - الرفع في الإدارة المالية
36.....	مقدمة الفصل
37.....	II -1- هيكل التكاليف و الرافعة التشغيلية
37	II -1-1- مفهوم هيكل التكاليف وعلاقته بطبيعة النشاط الاقتصادي
38.....	II -1-2- الرافعة التشغيلية
41.....	II -1-3- العلاقة بين هيكل التكاليف و الرافعة التشغيلية
46.....	II -2- الهيكل التمويلي و الرافعة المالية
56	II -2-1- مفهوم الهيكل التمويلي و علاقته بطبيعة النشاط الاقتصادي
59.....	II -2-2- الرافعة المالية
61.....	II -2-3- العلاقة بين الهيكل التمويلي و الرافعة المالية
65.....	II -3- استخدام الرفع في تخطيط الربحية
65.....	II -3-1- العلاقة بين الرافعة التشغيلية و المالية (الرفع المشترك).
67.....	II -3-2- استخدام الرفع التشغيلي في تخطيط الربحية
68.....	II -3-3- الاستفادة من الرفع المالي في تخطيط الربحية

73.....	خاتمة الفصل
74.....	III - دراسة حالة مؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة
75.....	مقدمة الفصل
76.....	III -1-1- عموميات حول مؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته
76.....	III -1-1-1- التعريف بمؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته
77	III -1-2- لمحة تاريخية عن وحدة إنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة
79.....	III -1-3- الهيكل التنظيمي لمؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته
85	III -2- الطريقة و الإجراءات المتبعة في الدراسة
85.....	III -1-2- منهجية الدراسة
88.....	III -2-2- المعالجة الإحصائية المتبعة
88.....	III -3- نتائج التحليل الإحصائي و اختبار الفرضيات
88.....	III -1-3- اختبار الفرضيات
92.....	خلاصة الفصل الثالث:
94.....	الخاتمة
96.....	قائمة المراجع
99.....	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
13	التكاليف الاستثمارية و تكاليف التشغيل	الجدول (1-1)
15	تقدير التدفقات النقدية للمشروع	الجدول (2-1)
29	البدايل المتاحة للاستثمار	الجدول (3-1)
42	قائمة الدخل المتوقعة	الجدول (1-2)
64	طرق تمويل الشركة "أ"	الجدول (2-2)
68	السياسة المالية لكل مشروع	الجدول (3-2)
69	قائمة الدخل للمشروع (A)	الجدول (4-2)
70	قائمة الدخل للمشروع (B)	الجدول (5-2)
71	قائمة الدخل للمشروع (C)	الجدول (6-2)
87	قيم متغيرات الدراسة	الجدول (1-3)
89	تقييم اثر الرافعة التشغيلية (OL) على ربح الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT إنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05	الجدول (2-3)
90	تقييم اثر الرافعة المالية (FL) على ربح الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT إنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05	الجدول (3-3)
91	تقييم اثر رافعتي التشغيل و المالية على ربح الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT إنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05.	الجدول (4-3)

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
هـ	نموذج الدراسة	الشكل (1-1)
7	أهداف المشروع	الشكل (2-1)
29	شجرة القرار	الشكل (2-1)
47	مصادر التمويل	الشكل (1-2)
54	سياسة التمويل المتحفظة	الشكل (2-2)
55	سياسة التمويل المجازفة	الشكل (3-2)
55	سياسة التمويل المثلى	الشكل (4-2)
80	الهيكل التنظيمي لمؤسسة GIPLAIT إنتاج الحليب و مشتقاته	الشكل (1-3)

قائمة الملاحق

الصفحة	المحتوى
99	مخرجات التحليل الإحصائي للفرضية العدمية الأولى
100	مخرجات التحليل الإحصائي للفرضية العدمية الثانية
101	مخرجات التحليل الإحصائي للفرضية العدمية الثالثة

تعتبر المشاريع الاستثمارية أحد أهم العناصر التي تساهم في تحريك عجلة النمو، وهي الطريقة الناجعة لإنشاء ومضاعفة الثروات، ومنه تحسين الأوضاع سواء على مستوى الفرد أو على مستوى المؤسسات، وحتى على المستوى الوطني، وهي أداة فعالة لتحقيق جميع الأهداف الاقتصادية للمجتمع، من خلال رفع مستويات الإنتاج التي تحقق الاكتفاء الذاتي.

كما أن خطط التنمية التي تعدها بعض البلدان ما هي إلا قائمة من المشاريع الاستثمارية المبرمجة لتحقيق الأهداف المخطط ضمنها. لذا لا بد أن تكون عملية تخصيص حجم معين من الموارد المالية خاصة الصعبة منها، أو الموارد الطبيعية و البشرية خاصة المؤهلة منها لمختلف الاستعمالات تشكل عملية اقتصادية هامة، و تشكل موضوعا يتطلب العقلانية و الرشادة في اتخاذ القرار المناسب.

هذه الرشادة و العقلانية تكون بغية تحقيق الاستخدام الأمثل و التوزيع المناسب للموارد الاقتصادية المتاحة بين الاستخدامات المختلفة، و ذلك لزيادة معدلات النمو الاقتصادي و تحقيق الرفاهية الاقتصادية و الاجتماعية. هذه الرشادة و العقلانية في اتخاذ القرار تكون وفق دراسة المشروع الاستثماري من مختلف الجوانب سواء من الناحية التسويقية و الفنية و المالية بصفة خاصة و هذه الدراسات يمكن إدراجها ضمن موضوع من المواضيع الهامة في العصر الحديث الذي يمكن تسميته " بدراسة جدوى المشروعات"، و الذي يعمل على ترشيد القرارات الاستثمارية.

فدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري تستلزم القيام بعدد من الدراسات الفرعية بغية توفير البيانات و المعلومات اللازمة لقياس جدوى المشروع المقترح ، فيتم القيام بالدراسة التسويقية بقصد التوصل إلى تقدير إيرادات المشروع، كما تجرى دراسة لتكاليف إقامة و تنفيذ فكرة المشروع بغرض التوصل إلى تقدير التكاليف الاستثمارية للمشروع و هكذا.

غير أننا نود أن نؤكد على حقيقة هامة مفادها أن فريق خبراء دراسة الجدوى لا ينبغي أن يكون دورهم سلبا ، بمعنى أن خبير دراسة الجدوى لا يجب أن يقتصر دوره على تقويم المشروع الاستثماري بمكوناته المقترحة مبدئيا (حتى إذا ما استبان عدم جدوى أو ضعف قدرة المشروع على تحقيق أهداف المنظمة أوصى باستبعاده أو رفضه) ، و إنما يجب عليه إذا ما تبين له ذلك أن يبحث عن مختلف الوسائل التي يمكن استخدامها لتحسين صورة المشروع بما يزيد من فعاليته في تحقيق أهداف المنظمة و يزيد من جدواه فيرقى إلى مرتبة القبول.

ومن بين الوسائل و الأدوات الهامة التي يمكن استخدامها في هذا الصدد الرافعة التشغيلية و المالية ، فهما تعتبران من الوسائل و الأدوات المهمة المستخدمة في مجال التخطيط و الرقابة و تقويم الأداء.

لذلك كرسنا هذه الدراسة لتوضيح دور هذه الأدوات في مساعدة الإدارة المالية لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة في اتخاذ القرارات التي تعظم الأرباح. فمن المعلوم أن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية لثروة أصحاب المشاريع الاستثمارية.

الإشكالية:

و يمكن صياغتها ضمن السؤال التالي :

ما هو اثر استخدام رافعتي التشغيل و المالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية ؟

كما يمكن صياغة المشكلة أيضا بالبحث عن إجابة لكل من الأسئلة التالية :

1. هل تؤثر الرافعة التشغيلية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج

الحليب و مشتقاته بسعيدة

2. هل تؤثر الرافعة المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و

مشتقاته بسعيدة

3. كيف يمكن استخدام الرافعة التشغيلية و المالية في تخطيط ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة

GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة

فرضيات الدراسة

تقوم الدراسة على الفرضيات العدمية الثلاثة التالية:

الفرضية العدمية الأولى:

H_0 : لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة

GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة عند مستوى معنوية 0.05.

الفرضية العدمية الثانية:

H_0 : لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (FL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة عند مستوى معنوية 0.05.

الفرضية العدمية الثالثة:

H_0 : لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لرافعتي التشغيل و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى معنوية 0.05.

أهمية الدراسة

تنبع أهمية هذه الدراسة من أنها ستوضح اثر كل من الرافعتين التشغيلية و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة ، و عما إذا كان بالإمكان الاستفادة من استخدام هاتين الرافعتين في تخطيط الربحية .

وهي بالنتائج التي ستكشف عنها ستقدم خدمة لمجالس الإدارة في المؤسسة في مجال اتخاذ القرارات المالية في المجالين الاستثماري و التمويلي، أي في مجال تحديد مصادر الأموال وبيان أوجه استخداماتها المتاحة.

أهداف الدراسة

نظرا لأهمية ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال ، كمؤشر لتقييم أداء المشاريع الاستثمارية من قبل الإدارة و المستثمرين و المقرضين و غيرهم من الأطراف ذات المصلحة، فان الدراسة تسعى لتحقيق الأهداف التالية :

1. التعرف على اثر الرافعة التشغيلية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة.

2. التعرف على اثر الرافعة المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة.

3. معرفة فيما إذا كان يمكن استخدام رافعتي التشغيل و المالية في تخطيط الربحية لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة.

حدود الدراسة

تشمل حدود الدراسة وقتها ومكانها و مجالها التطبيقي ، إذ يقتصر مكان الدراسة على مؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة خلال الفترة الممتدة من عام 2004-2013 و بالاعتماد على البيانات المالية المجمعة (الميزانية العامة ، قائمة الدخل).

محددات الدراسة

تتم هذه الدراسة بالتحقق من اثر استخدام الرافعتين التشغيلية و المالية في تخطيط ربحية المشاريع الاستثمارية (ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال)، لكن يمكن وجود عوامل أخرى تؤثر على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال و ليست ذات صلة بمتغيرات الدراسة.

منهجية الدراسة وطرق جمع البيانات:

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية¹، حيث تم دراسة وتحليل القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة لمدة عشر سنوات (2004-2013)، وتم إيجاد العلاقة بين المتغيرات التابعة والمستقلة خلال السنوات العشر، كما تم الاعتماد على الإصدارات الرسمية للمؤسسة قيد الدراسة بشكل أساسي، وذلك من واقع القوائم المالية السنوية (الميزانية العمومية وقائمة الدخل)، إضافة إلى ذلك جمع البيانات الأولية من خلال إجراء لبعض المقابلات مع المديرين الماليين للمؤسسة قيد الدراسة.

تحليل البيانات

أ. التحليل المالي : حيث تم تحليل القوائم المالية باستخدام النسب المالية التي تخدم غرض الدراسة مثل: (درجة الرفع التشغيلي ، درجة الرفع المالي، ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال).

ب. التحليل الإحصائي : كما تم استخدام برنامج SPSS للتحليل الإحصائي، والأساليب التحليلية الملائمة وهي: (معامل الارتباط بيرسون Pearson Correlation ومعادلة الانحدار البسيط، و تحليل التباين المشترك (ANOVA)) ، حيث أن هذه الأساليب تتوافق مع طبيعة البيانات وفرضيات الدراسة، وكذلك فقد تم استخدامها في الدراسات السابقة المشابهة.

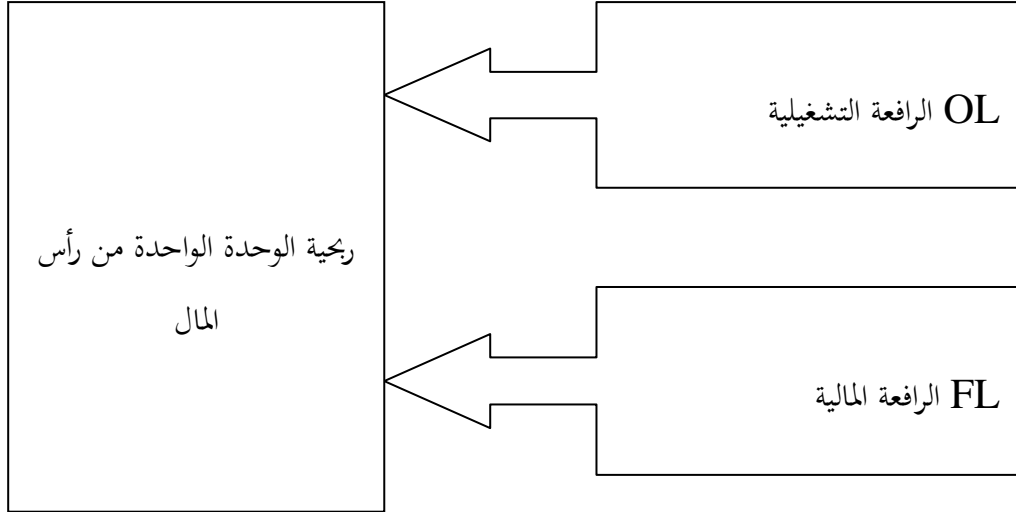
¹ يقصد بالمنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية (حسب ذوقان عبيدات، 2000) دراسة الظاهرة كما توجد في الواقع لفترة زمنية متتابعة والتعبير عنها إما كميًا أو وصفيًا، وقياس تطور العلاقة بين المتغيرات خلال الفترة الزمنية المتتابعة

نموذج الدراسة

الشكل (1-1) : نموذج الدراسة

المتغير التابع

المتغيرات المستقلة



المصدر: من إعداد الطالب

صعوبات الدراسة

خلال القيام بهذه الدراسة واجهنا بعض الصعوبات تمثلت فيما يلي:

- قلة مصادر المعلومات الثانوية .
- صعوبة الحصول على معلومات و بيانات أكثر من مدة عشر سنوات بالمؤسسة محل الدراسة .
- عدم اهتمام بعض المؤسسات بالدراسات الجامعية.

الدراسات السابقة

الدراسات العربية

1- دراسة (أبو فرحة، 2001) بعنوان: العلاقة بين المخاطر النظامية و كل من الرفع التشغيلي و الرفع

المالي .

وتمت هذه الدراسة في الأردن على عينة مكونة من (38) شركة مساهمة عامة في قطاع الصناعة و الخدمات من 1984-1999 ، وقد توصلت الدراسة فيما يتعلق بالشركات الصناعية إلى وجود علاقة موجبة ليست ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية و الرافعة المالية ، و وجود علاقة ايجابية وليست ذات دلالة إحصائية بين المخاطر النظامية و الرافعة التشغيلية.

2- دراسة (الاغبري،2002) بعنوان: اثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية.

سعت هذه الدراسة لمعرفة اثر الرافعة المالية على الأداء المالي لشركات الصناعات الغذائية اليمنية، وتناولت عينة مكونة من (10) شركات وتم اختبار الفرضيات للشركات العشرة كل على حدى ، وقد خلصت هذه الدراسة إلى وجود تأثير جوهري للرافعة المالية على معدل العائد على الاستثمار و بدوره على قيمة المنشأة.

3- دراسة (الأغا، 2005) بعنوان: اثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار.

سعت هذه الدراسة لتقييم العلاقة بين الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار ، حيث شملت عينة مكونة من (15) شركة مساهمة عامة مدرجة في سوق فلسطين المالي، و توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة عكسية بين الاعتماد على مصادر التمويل (المملوكة و المقترضة) و تكلفة هذه المصادر، كما توصلت إلى عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الرافعة المالية و معدل العائد على الاستثمار.

الدراسات الأجنبية

1- دراسة (Darrat & Mukherjee ,1995) بعنوان:

The impact of : Operating and Financial leverage on equity Risks

اختبرت هذه الدراسة اثر كل من الرفع التشغيلي و الرفع المالي على مخاطر الأسهم،تمت هذه الدراسة على قطاع الخدمات و قطاع الصناعة في أمريكا خلال الفترة 1975-1987 حيث تم اخذ (48) شركة منها (38) شركة صناعية و (10) شركة خدمية،و خلصت هذه الدراسة إلى أن العلاقة بين كل من الرفع التشغيلي و المالي و المخاطر كانت ضعيفة .

2- دراسة (Ching,2007) بعنوان :

Valuation of strategic Operating leverage Option .

تقوم هذه الدراسة على دراسة العلاقة بين المخاطر التشغيلية و الرافعة التشغيلية حيث تمت هذه الدراسة على الشركات التايوانية، وهدفت هذه الدراسة لتحديد أفضل إستراتيجية للرافعة التشغيلية و ذلك لخيارات التوسع أو النمو أو مواجهة المخاطر التشغيلية، وخلصت هذه الدراسة إلى أن الإدارات في المنشآت تحاول مقاومة استخدام الرافعة التشغيلية لمقاومة و مواجهة المخاطر في حال كانت توقعاتهم سيئة عند خيارات التوسع و النمو، و أنها سوف تعتمد على الرافعة التشغيلية في حال كانت توقعاتهم جيدة لخيارات التوسع و النمو.

3- دراسة (Shubiri .,2010) بعنوان :

Determinants of Capital Structure Choice : A Case Study of jordanian Industrial Companies .

قامت هذه الدراسة على تحليل القوة التفسيرية لبعض النظريات الحديثة للهيكل الأمثل لرأس المال ، حيث حاولت هذه الدراسة فحص محددات هيكل رأس المال مثل (عمر الشركة ، حجم الشركة ، هيكل الأصول، مخاطر الأعمال ، معدل النمو، العائد على الأصول) مع الرافعة المالية للشركات الصناعية الأردنية مابين عام 2004 و عام 2007.

و توصلت هذه الدراسة إلى وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية، مابين حجم الشركة ، هيكل الأصول ، معدل النمو و الضريبة مع الرافعة المالية، كما أظهرت وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية مابين العائد على الأصول و الرافعة المالية ، كما أظهرت عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية م بين (عمر الشركة ، هيكل الأصول و مخاطر الشركة) مع الرافعة المالية.

محتويات الدراسة

تم تقسيم هذه الدراسة إلى ثلاثة فصول :

تطرقنا في الفصل الأول إلى دراسة الربحية في المشاريع الاستثمارية وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث : المبحث الأول يتناول مفاهيم عامة حول المشاريع الاستثمارية و المبحث الثاني يتناول تحليل التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية و المبحث الثالث تناول الربحية في المشاريع الاستثمارية.

في حين خصصنا الفصل الثاني لدراسة الرفع في الإدارة المالية وتم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث : المبحث الأول يتناول هيكل التكاليف و الرافعة التشغيلية و المبحث الثاني يتناول الهيكل التمويلي و الرافعة المالية أما المبحث الثالث تناول استخدام الرفع في تخطيط الربحية.

أما الفصل الثالث فقد حاولنا من خلاله دراسة اثر كل من الرافعتين التشغيلية و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة **GIPLAIT** لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة، و تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث : المبحث الأول يتناول عموميات حول مؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة و المبحث الثاني يتناول تحليل بيانات الدراسة و اختبار الفرضيات و المبحث الثالث تناول بعض الاستنتاجات و التوصيات التي توصلت لها الدراسة.

١ - دراسة الربحية في المشاريع الاستثمارية

مقدمة الفصل

إن دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري تستلزم القيام بعدد من الدراسات الفرعية بغية توفير البيانات و المعلومات اللازمة لقياس جدوى المشروع المقترح ، فيتم القيام بالدراسة التسويقية بقصد التوصل إلى تقدير إيرادات المشروع ، كما تجرى دراسة لتكاليف إقامة و تنفيذ فكرة المشروع بغرض التوصل إلى تقدير التكاليف الاستثمارية للمشروع و هكذا.

كما يعتبر موضوع التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية احد أهم فروع التحليل المالي و هو جزء من دراسة الجدوى الاقتصادية لتقدير احتمالات نجاح فكرة استثمارية قبل التنفيذ الفعلي ، و تحديد الأفضلية النسبية التي تتمتع بها الفرص الاستثمارية المتاحة بما يتفق مع مفهوم الربحية التجارية ، وذلك في ضوء قدرة المشروع أو الفكرة الاستثمارية على تحقيق أهداف معينة للمستثمر.

I - 1 - مفاهيم عامة حول المشاريع الاستثمارية

لقد تعددت الآراء فيما يتعلق بتحديد معنى ومفهوم المشروع الاستثماري، فمعظم الاقتصاديين الذين تناولوا دراسة المشروع يركزون على مفهوم الاستثمار دون ذكر مفهوم المشروع الاستثماري، وهذا نظرا لعملية التكامل والارتباط الموجود بينهما، وعلى هذا الأساس فإن الفرق بين الاستثمار والمشروع الاستثماري يكمن في المرحلة الزمنية، فالمشروع يسبق العملية الاستثمارية فهو تمهيد للاستثمار، أي هو كل ما يتعلق بالأفكار التي على أساسها سيقام المشروع الاستثماري، و سنحاول في هذا الفصل أن نستعرض بعض المفاهيم حول المشاريع الاستثمارية

I-1-1- تعريف المشروع الاستثماري

المشروع كمصطلح يعني: " فكرة مقترحة تخضع إلى الدراسة والتقييم الأمر الذي يعني احتمال الأخذ بها أو رفضها على الإطلاق، أو احتمال تنفيذها بعد إجراء القليل أو الكثير من التعديلات عليها".¹

- ويمكن تعريف المشروع الاستثماري بأنه: «مجموعة من نشاطات المنافسة والمتفاعلة فيما بينها من اجل تحقيق أهداف عامة أو خاصة وذلك في إطار الموارد المتاحة (مالية، مادية، بشرية،...)"²

- كما يمكن تعريف المشروع الاستثماري على انه عبارة: "عن عملية تخصيص مجموعة من الموارد المختلفة لمشروع مالي أو صناعي على أمل الحصول في المستقبل على تدفقات نقدية في إطار فترة محدودة وهذا من اجل غناء المؤسسة".³

- ويعرف كذلك على أنه " عبارة عن تخصيص موارد مالية وبشرية للإنشاء طاقة إنتاجية جديدة، أو استكمال طاقة إنتاجية قائمة، أو إعادة تأهيل طاقة إنتاجية قائمة، أو إحلال وتجديد طاقة إنتاجية حالية، وذلك لتحقيق منافع مستقبلية سواء على مستوى المستثمر الخاص، أو على مستوى الدولة المضيفة للاستثمار أو على المجتمع ككل".⁴

- حسب (Bridie et michailof) فإن المشروع الاستثماري هو مجموعة كاملة من النشاطات والعمليات التي تستهلك موارد محدودة سواء كانت تجهيزات أو موارد بشرية و المتمثلة في اليد العاملة أو موارد

¹ حلال كداوي، " تقييم القرارات الاستثمارية"، دار النشر والتوزيع، عمان، الاردن، الطبعة الأولى، 2008، ص21.

² Vingent G, « gestion de la production et des flux », 3^{me} Edition, economica, paris, 2003 , p260.

³ Hamidi.K, « analyse des projets et leur financement » , collection, Alger, P08.

⁴ حمد عبد الفتاح العشموي، "دراسات جدوى المشروعات الاستثمارية مع نماذج علمية"، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية، 2007، ص06.

مالية خاصة الصعبة منهاحيث ينتظر من هذه العمليات تحصيل دخول أو منافع نقدية أو غير نقدية بالنسبة لأفراد المجتمع كله.¹

- وقد عرف المعهد الأمريكي لإدارة المشاريع (PMI, 2001) المشروع على انه سعي مؤقت لإيجاد منتج منفرد.²

- أما جمعية إدارة المشاريع البريطانية Association Of Project Management (PMA) فقد عرفت المشروع على انه مجموعة من الأنشطة المترابطة غير الروتينية لها بدايات و نهايات زمنية محددة يتم تنفيذها من قبل شخص أو منظمة لتحقيق أداء و هدف محدد في إطار معايير الكلفة ، الزمن ، و الجودة.³

وبالتالي يمكننا أن نستخلص تعريفا شاملا للمشروع الاستثماري:

هو مجموعة من الأنشطة المرتبطة و المتداخلة في نفس الوقت و التي تتضمن استخدام العديد من الموارد المتاحة لتخفيض بعض المنافع في المستقبل القريب.

من خلال هذا التعريف تتضح لنا أبعاد هامة لأي مشروع:⁴

1. يتكون من مجموعة من الأنشطة المرتبطة و المتكاملة في نفس الوقت, و تتطلب هذه الأنشطة تخطيطا سليما لضمان نجاح المشروع و تحقيق الأهداف المرجوة منه.
2. يعتمد المشروع في إنشائه و تشغيله على العديد من الموارد المتاحة و التي قد تتصف بالندرة مثل الأراضي, المواد الخامة, العملات الأجنبية.
3. الهدف من إنشاء المشروع هو الحصول على بعض المنافع سواء كانت مالية أو اجتماعية.

¹ بن حسان حكيم ، دراسة الجدوى و معايير تقييم المشاريع الاستثمارية ،مذكرة ماجستير ، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005، ص9.

² د موسى احمد خير الدين ، إدارة المشاريع المعاصرة ، ط2 ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن ، عمان ، 2007 ، ص 29 .

³ نفس المرجع و الصفحة سابقا.

⁴ نفس المرجع و الصفحة سابقا.

I-1-2-أهمية و أهداف المشاريع الاستثمارية

- أهمية المشاريع الاستثمارية

إن أهمية المشاريع الاستثمارية للمؤسسات تعادل أهمية الروح للجسد ، فكما أن الجسد يفنى بمغادرة الروح، فإن المؤسسات تتوقف بتوقف المشاريع الاستثمارية، في إعطائها الحياة للمؤسسات، فإن الأفراد وفي مقدمتهم رجال الأعمال، والمقاولون، وأصحاب رؤوس الأموال، والتجار، والمستثمرون، وطلبوا الأعمال بمختلف أنواعهم يجدون حياة ثانية في قيام المشاريع، وفي دورات حياة المشاريع، إذ أن هؤلاء الأفراد يجدون في المشاريع ملاذا لطموحاتهم الشخصية، وإبداعا في سيطرتهم على عالمهم الخاص، كلما استطاعوا إقامة مشاريعهم وسارو بها في الاتجاهات التي يرغبون بها، وأيضا للمشاريع أهمية في تحريك وتنشيط اقتصاد البلد، حيث .تنشط فيها الحركات الإنتاجية والبنوية، والتنمية والتطويرية.¹

وتبرز أهميتها أيضا في مدى مساهمتها في حل المشاكل الاقتصادية والاجتماعية كونه يوفر عرض العمل للراغبين، ويقلل من وطأة البطالة، كما يساهم في الحد من عجز ميزان المدفوعات، والتضخم وهو أيضا ذو منافع كثيرة ومتعددة، وهذا فضلا عن مساهمته في تنشيط مستوى المنافسة كما يدفع الإبداع والتطوير والابتكار وتقديم أفضل الخدمات للمستفيدين وفي نفس الوقت يحتاج المشروع الاستثماري لجهود مضاعفة لتحقيق أهدافه.²

2- أهداف المشاريع الاستثمارية

يعتبر تحديد الهدف المراد تحقيقه نقطة الانطلاق والبداية عند إعداد دراسات المشاريع الاستثمارية، ويتوقف هد المشروع الاستثماري على نمط الملكية التي سوف يأخذها هذا المشروع حال تنفيذه والذي قد يتمثل في ما يلي:

¹ فاطمة الحاج قويدر، التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011، ص14

² نفس المرجع و الصفحة سابقا.

من جهة المشاريع ذات الملكية الخاصة فأقصى ربح هو الهدف الرئيسي ولكن لا يعتبر الهدف الوحيد نظرا لوجود أهداف أخرى بجانب ذلك تكون درجة كبيرة من الأهمية من جانب إدارة المشروع الاستثماري الخاص ومن أهمها:¹

1- تحقيق أكبر قدر ممكن من الإيرادات.

2- الحصول على شهرة.

3 - زيادة الإيرادات ومن ثم تنمية الأرباح في المستقبل.

4- مراعاة الاحتفاظ بسيولة مناسبة وموقف مالي سليم.

أما فيما يخص هدف المشاريع العامة فانه يكمن في تقديم المنفعة العامة، والتي قد تتمثل في تقديم خدمة بتكلفتها أو بأكثر أو أقل، ولا مانع إطلاقا من تحقيق أرباح إلا أن ذلك يجب أن يكون على حساب الأهداف التي من اجلها أنشئ المشروع، وعموما فانه يمكن إيجاز أهم الأهداف التي تنشأ من اجلها المشاريع العامة فيما يلي:²

1-إنشاء مشاريع إنتاجية للحصول على الموارد المالية لتغطية نفقاتها بدلا من اللجوء لفرض ضرائب جديدة.

2-إنشاء مشاريع ذات المنفعة العامة مثل النقل والمواصلات, الكهرباء و الغاز.

3-امتصاص جزء من معدلات البطالة المتزايدة.

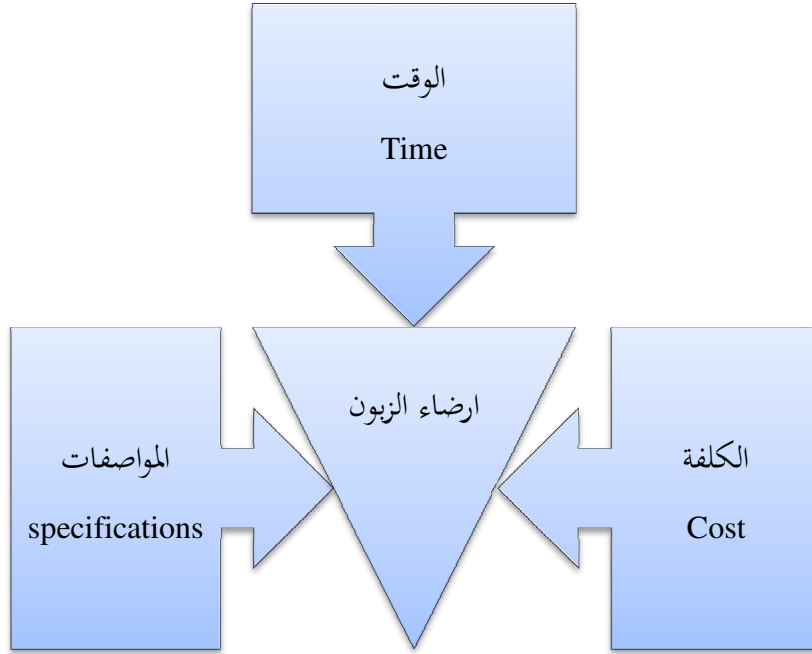
4-توفير العملات الأجنبية اللازمة لدعم الاقتصاد الوطني.

5-إنشاء مشاريع مرتبطة بالأمن للدولة مثل الصناعات العسكرية أو الاعتبارات تمس الاقتصاد مثل إنشاء مصافي النفط أو أساطيل بحرية لنقله، أو إنشاء مشاريع صناعية الثقيلة التي تشكل احد أسس التنمية.

¹ Corbel.J-C , « management de projet fondamentaux méthodes outils », Editions d'organisation , Paris ,2003 ,P12.

² نفس المرجع و الصفحة سابقا.

الشكل (1-1): أهداف المشروع



المصدر: د موسى احمد خير الدين ، "إدارة المشاريع المعاصرة" ، ط2 ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن ، عمان ، 2007، ص 32.

3- خصائص المشاريع الاستثمارية

تتصف المشاريع الاستثمارية بمجموعة من الخصائص من أبرزها:¹

- 1- سعي المشروع الاستثماري إلى تحقيق أغراض محددة ومرتبطة بمصالح الأطراف ذات الصلة.
- 2- حاجة المشروع الاستثماري إلى استغلال المهارات الإدارية المختلفة المتوافقة مع المستجدات المعاصرة.
- 3- قدرة المشروع الاستثماري على توظيف الموارد المالية والبشرية بفعالية كبيرة.
- 4- تضمين المشروع الاستثماري أفكار تكنولوجية مبتكرة إبداعية بعيدة عن الطرق والأعمال الروتينية السائدة.
- 5- تعرض المشروع إلى ظروف المخاطرة وعدم التأكد، ومن ثم الحاجة إلى جهود إبداعية لتحقيق الأهداف التي يسعى إليها.
- 6- حاجة المشروع الاستثماري عند دخوله حيز التنفيذ إلى إطار زمني لرفع كفاءة أنشطة المختلفة.

¹ عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، دراسة الجدوى وتقييم المشروعات، دار النشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004، ص 13.

7-ارتباط المشروع الاستثماري بهيكل تنظيمي محدد يعكس عملية تدفق المعلومات المالية والغير المالية المرتبطة بمراحله المختلفة وذلك بين مستويات هذا الهيكل.

8-إخضاع المشروع الاستثماري لنظرية النظم في ممارسة أنشطة المختلفة.

9-ارتباط بيئة المشروع الاستثماري الداخلية بالأبعاد والاتجاهات التي تفرز من البيئة الخارجية.

10-ارتباط المشروع الاستثماري بمنظومة دورة حياة محددة تستوجب تحديد النشاطات اللازمة والوجبات بدقة من قبل الموارد البشرية القائمة على تنفيذه.

I - 1 - 3-البيانات اللازمة للمشروع الاستثماري

من اجل إمكانية القيام بتقييم أي مشروع استثماري لا بد من توفر مجموعة من البيانات اللازمة لإجراء هذا التقييم مهما كان النموذج المستخدم والمعيار المراد حسابه، وهذا نظرا للخصوصية الاستثمارات والتي تتميز بالخطوة الاولى نحو المجهول وعدم التاكيد، وتوفير هذه البيانات يجب ان يكون بصفة ارتجالية بل الامر يتطلب الاخذ بعين الاعتبار لكل التفاصيل مع الاستفادة من التجارب السابقة والتي بينت ان اهمال بعض التفاصيل سيترتب عنه الكثير من المشاكل والتي لا تظهر إلا بعد فوات الأوان، و من بين هذه البيانات ما يلي:

1. تقدير حجم الاستثمار

ويتطلب حجم الاستثمار مباشرة بعد تحديد نوع الإنتاج الذي سيتقدم المشروع بإنتاجه، ويدخل تحت تسمية حجم الاستثمار، كل التكاليف الاستثمارية اللازمة لإقامة المشروع وتجهيزه وإعداده في صورة صالحة للبدء في التشغيل، وبالتالي يجب أن نعرف أن التكاليف المترتبة منذ ظهوره كفكرة حتى تحقيقه في صورة قادرة على البدء في التشغيل ويرمز له عادة بالرمز (I_0) ، ورغم اختلاف هذه التكاليف من المشروع لآخر، فانه بصفة عامة يمكن حصرها فيما يلي:¹

- نفقات شراء الآلات والمعدات وإنشاء المباني وشراء الأراضي، أي الأصول الثابتة
- المبالغ التي تصرف لنقل وتركيب هذه الأصول والتأمين عليها.
- تكاليف تدريب العمال و التكوين.

¹ Boughaba.A, « analyse et évaluation de projets », Berti Edition, paris , 2005 , P18.

- تكاليف رسومات الهندسية وتصميمات وكذلك إجراء التجارب تشغيل التجهيزات وحتى المصاريف المرتبطة بالصيانة.
- رأس المال العامل اللازم لتشغيل المشروع خلال فترة حياته.
- التكاليف المرتبطة بالموقع الذي سيقام فيه المشروع، خصوصا ما إذا كانت المنطقة لا تتوفر على تسهيلات المختلفة مثل الصرف الصحي، ماء، كهرباء، الطرق، السكة الحديدية أو حتى النقل الجوي.
- ولتقدير حجم الاستثمار أهمية معتبرة، حيث أثبتت التجربة والتحريات التي تحدث في تقييم المشاريع، أن اغلب مسببات لها ناتجة عن سوء تقدير التكاليف الاستثمارية ونسيان أو عدم إعطاء الأهمية لبعض النفقات مثل نسيان حساب نفقات الصيانة أو مصاريف تكوين العمال، التأخر في إيداع التجهيزات، كذلك عدم توقع الارتفاع في الأسعار بين فترة التقدير وفترة إبرام صفقات الشراء.

2. تقدير تكاليف تشغيل المشروع وإيراداته:

تمثل العناصر الأساسية التي يجب معرفتها عند إجراء تقييم المشروع، خصوصا تلك المتعلقة بربحية عند المفاضلة بين تكاليف المشروع والإيرادات التي سيحصلها من بين منتوجاته ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- تكاليف التشغيل (التدفقات الخارجة): كما هو معروف هي تلك الناتجة من تشغيل المشروع واستغلال طاقته، ويمكن حصرها على العموم فيما يلي:¹

- تكلفة شراء المواد الأولية اللازمة للإنتاج بالإضافة لتكاليف الحصول عليها من تكاليف النقل، التأمين، عمولة الشراء، تكاليف تخزينها لحين استعمالها، ولكن نشير هنا أن الكميات اللازمة للمحافظة على مستوى المخزون لا تدخل ضمن التكاليف والتي لا تحسب ضمن رأس المال العامل.
- أجور الموظفين والعمال وحتى المزايا والتأمينات الاجتماعية والصحية.
- المصاريف الأخرى مثل الطاقة، الماء،... الخ،

¹ سعيد طلال، "دراسات الجدوى وتقييم المشاريع"، دار النشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003، ص 82.

الإيرادات (التدفقات الداخلة): تتمثل في كل ما يحققه المشروع من عائد أو دخل والناجئة عن قيمة الإنتاج المحقق، ومداحيل أخرى الناجمة عن تأجير فائض طاقة الآلات ومعدات المشروع للغير، والتنبؤ بها أكثر صعوبة من التنبؤ بالعناصر الأخرى، نظرا للظروف الخارجية والمستقبلية التي تتحكم فيها ويعتمد للتنبؤ بها على الدراسات التسويقية.¹

3. العمر الاقتصادي للمشروع:

وهنا يجب التفرقة بين العمر الإنتاجي أو الفني والعمر الاقتصادي للمشروع، فالأول هو عبارة عن الفترة التي يكون فيها المشروع منتجا بمعنى التجهيزات والآلات ما زالت قادرة على الإنتاج.

" أما العمر الاقتصادي هو الفترة التي تكون فيها عملية تشغيل المشروع مجدية اقتصاديا وبمعنى آخر الفترة الزمنية التي يحصل فيها المشروع على التدفقات النقدية الموجبة حيث يتأثر بعامل الإهلاك"²، وعادة يرمز له بالرمز (n).

4. القيمة المتبقية للمشروع:

ويقصد بها قيمة الأصول المكونة له في نهاية عمرة الاقتصادي والتي يمكن بيعها وتحصيل تدفقات نقدية نتيجة لذلك، حيث تضاف هذه القيمة للإيرادات السنة الأخيرة من حياة المشروع بعد اقتطاع الضرائب منها، كما يجب استبعاد هذه القيمة من قيمة حجم الاستثمار قبل حساب أقساط الإهلاك، ويمكن تحديد أهم ما يميز هذه القيمة كما يلي:

- عند نهاية العمر الاقتصادي تعتبر القيمة المتبقية تدفقا نقديا داخلا للمؤسسة ولذلك فهي تضاف إلى الإيرادات المقدرة للنشاط في السنة الأخيرة من عمره، وعند حساب الضريبة على الدخل لهذا المشروع يراعى أن لا تدخل هذه القيمة المقدرة ضمن إيرادات السنة الأخيرة للمشروع، لان ضريبة الأرباح التجارية والصناعية هي ضريبة على الدخل، وليست ضريبة على رأس المال (يعني القيمة المتبقية هي استيراد لجزء من رأس المال في الأصول).

¹ نفس المرجع و الصفحة سابقا.

² د معارف محمد، مطبوعة في اختيار الاستثمارات، جامعة سعيدة، 2015، ص 10.

- القيمة المتبقية للأصول القديمة قد تؤدي إلى تخفيض مبلغ الإنفاق المبدئي (التكاليف الاستثمارية) اللازمة لا قامة المشروع الجديد، حيث تطرح هذه القيمة البيعية من الإنفاق للوصول إلى التدفق الخارج من المؤسسة والمتعلق بإقامة المشروع الجديد.

- إذا نتج عن بيع الأصول القديمة نتيجة زيادة صافي إيرادات بيع الأصول (بعد خصم مصروفات اللازمة) عن تكلفتها النقدية، على أساسها فإن هذه الأرباح تخضع للضريبة التجارية والصناعية، وبالتالي فهي تؤدي إلى زيادة الإنفاق المبدئي بمقدار الضريبة الراسمالية.

أما إذا كان نتج عن بيع الأصول خسارة فإن هذه الخسارة يسمح للمؤسسة عدم دفع الضريبة (وحدات تخصم يجب أن تخصم من النفاق المبدئي للمشروع الجديد).

1-2- تحليل التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية

لا بد من التفريق بين مفهوم التدفقات النقدية في مجال تقييم المشاريع الاستثمارية ومفهوم التدفقات النقدية المستخدمة في علم المحاسبة، فالجمل الأول يعكس التقديرات النقدية المتوقع تحقيقها في المستقبل من المشاريع الاستثمارية (المدخلات والمخرجات النقدية المستقبلية لتلك المشاريع)، ومواقيت حدوثها، دون الدخول في مشاكل استحقاق وتخصيص الأعباء والإيرادات حيث يتم ربطهما بالفترة التي تستحق عنها أو تخصها، فالجمل الثاني هو الذي يهتم بذلك، حيث يستخرج الأعباء والإيرادات من القوائم المالية التي تعبر عن تحليل أو تقييم الأداء عن الفترات الماضية ولا تمتد تفسيراتها أو تحليلاتها إلى المستقبل، وهذا المجال يواجه العديد من المشاكل مثل : (مشاكل تقدير المخصصات والاحتياطات اللازمة والتحميلية... الخ .) وفيما يلي سيتم التطرق لتحليل المجال الأول من جوانب مختلفة.

I-2-1- مفهوم التدفقات النقدية للمشاريع الاستثمارية

تتمثل التدفقات النقدية لأي مشروع في مقدار التدفق النقدي الإضافي الذي ينتج عن تنفيذ المشروع فالهدف من كل مشروع هو الحصول على إيرادات عبر فترات زمنية مختلفة بعد حدوث تدفقات متمثلة في التكاليف كما تعتبر أساس قياس ربحية المشروع الاستثماري وتمثل حركة النقود من وإلى المشروع ويمكن التفريق بين التدفقات النقدية الإجمالية وصافي التدفقات النقدية كما يلي:¹

¹ العامري محمد، "محاسبة التضخم بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، جامعة البصرة، 2006، ص.151.

فتعريف التدفقات النقدية الإجمالية هو الفرق بين الإيرادات السنوية الناتجة عن بيع المنتجات المصنعة بفضل المشروع الاستثماري والتكاليف التي أنفقت في عملية الصنع لهذه المنتجات.

أما صافي التدفقات النقدية فهو الفرق بين الإيرادات المحصل عليها من خلال بيع منتوجات المشروع وتكاليف التشغيلية لذلك بالأخذ بعين الاعتبار الضرائب والاستهلاكات.

كما يمكن تعريف التدفق النقدي من وجهة نظر المشروع والمساهمين فيه:¹

- وجهة نظر المساهمين: هي كل التدفقات النقدية سواء كان مصدرها القروض أو المساهمات ويتم إعدادها بهدف حساب العائد عليها.

- أما من وجهة نظر المشروع: هي تدفقات النقدية الداخلة من المساهمين والخارجة منهم فقط، ويتم استبعاد القروض المعاملة كتدفقات نقدية داخلة والأقساط والفوائد المترتبة كتدفقات نقدية خارجة حتى يمكن حساب العائد على أموال المساهمين.

I-2-2- مكونات التدفقات النقدية:

يمكن التمييز بين نوعين من التدفقات النقدية:²

1- التدفقات النقدية الداخلة: وتتضمن العناصر التالية:

- الإيرادات السنوية الجارية والتي تمثل قيمة المبيعات السنوية المتوقعة للمشروع المقترح خلال عمره الانتاجي.

- قيمة رأس المال العامل في نهاية العمر الإنتاجي المتوقع، والذي يتضمن المخزون المتبقي مواد الخامة ومستلزمات الإنتاج وقطع الغيار.

- قيمة ما تبقي من الاصول في نهاية العمر الانتاجي المتوقع سواء كانت قابلة او غير قابلة للاهلاك.

2- التدفقات النقدية الخارجة

يدخل تحت هذا البند ثمن شراء الأصل الثابت والذي يتم على عدة سنوات مثلاً تشييد وإقامة مبنى أو إنشاء مصنع ، فهذه تمثل النفقات المبدئية يضاف إلى ذلك الزيادة التلقائية في الأصول المتداولة، ونفقات تركيب الآلات وإعدادها للتشغيل، والتكنولوجيا المراد استخدامها (تكاليف التشغيل)، بالإضافة إلى ذلك فان تنفيذ أي

¹ حكمت الراوي، " البعد المحاسبي لجدوى وتقييم المشاريع الاستثمارية"، مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، الكويت، 2000، ص.141.

² سعيد عبد العزيز عثمان، "دراسة جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003، ص.227.

اقتراح استثماري يقتضي في العادة توفر جزء من رأس المال العامل والذي ينبغي إضافته إلى الكلفة المبدئية للاستثمار (تكاليف الاستثمار). وتتضمن العناصر التالية:¹

- التدفقات النقدية المتعلقة بالتكاليف الاستثمارية والتي تتضمن كل ما يتعلق بالتكاليف الملموسة والغير الملموسة، إضافة إلى رأس المال العامل لأول دورة تشغيلية، وهذه التكاليف ليس بالضرورة ان تكون انفاقا نقديا كحقوق المعرفة، او براءة الاختراع.

- الفوائد على القروض الاستثمارية والتي تدرج كتدفق نقدي خارج اذا كان هدف هو قياس كفاءة الاستثمارات في المشروع المقترح.

- الضرائب المباشرة والتي تشمل الضرائب على الدخول والشركات، التي تكون على صافي الربح المحاسبي.

و الجدول التالي يبين التكاليف الاستثمارية و تكاليف التشغيل:

¹ نفس المرجع و الصفحة سابقا.

الجدول (1-1) : التكاليف الاستثمارية و تكاليف التشغيل

تكاليف التشغيل	التكاليف الاستثمارية
-تكاليف الصيانة -قطع الغيار -اليد العاملة -الاهتلاك -إيجار المباني و المعدات - أقساط التأمين	*الاستثمار المبدئي: -مصاريف الحصول على الأرض و تهيئتها الاجتماعية/الآلات و المعدات -وسائل النقل الداخلي -الأثاث و المعدات المكتبية -احتياطي الطوارئ المادي و المالي -تكاليف دراسة الجدوى المبدئية و التفصيلية -نفقات التجارب و الدعاية و الإعلان -تكاليف تدريب العمال *رأس المال العامل: -المواد الخام / -الأصول النقدية المحتفظ بها -مستلزمات الصيانة

المصدر: د احمد عبد الرحيم زردق، مبادئ دراسات الجدوى الاقتصادية، برنامج محاسبة البنوك و البورصات ، جامعة بنها، رقم 123، 2011، ص194.

الجدول (2-1) : تقدير التدفقات النقدية للمشروع

سنوات العمر الافتراضي						سنة الإنشاء	البيان
							<u>1- التدفقات النقدية</u> <u>الداخلة</u> - إيرادات المبيعات - القيمة البيعية - - المتبقية للمشروع - الإعانات (حسب السنوات) - القروض (حسب السنوات) - إيرادات نقدية أخرى
*	*	*	*	*	*		
*	*	*	*	*	*		إجمالي التدفقات النقدية الداخلة
							<u>2- التدفقات النقدية</u> <u>الخارجة</u> * الاستثمارات المبدئية (*) * تكاليف التشغيل السنوية
*	*	*	*	*	*		

							ثابتة متغيرة أخرى
-	-	-	-	-	-	-	قسط الاهتلاك
-	-	-	-	-	-	-	الفوائد و الأقساط المالية
*	*	*	*	*	*	*	إجمالي التدفقات النقدية الخارجة
*	*	*	*	*	*	(*)	التدفقات النقدية قبل الضرائب (حسب السنوات)
*	*	*	*	*	*	*	صافي التدفقات النقدية بعد الضريبة + قسط الاهتلاك
-	-	-	-	-	-	-	صافي التدفقات النقدية

المصدر: عبد المطلب عبد الحميد، دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 244 .

I-2-3 - مشاكل تقدير التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري:

وجود فاصل زمني بين فترة حدوث الإنفاق الاستثماري وفترة تحصيل العوائد يترتب عنه مشاكل هامة
تصعب وتعقد عملية تقدير التدفقات النقدية، وفيما يلي تعرض باختصار أهم هذه المشاكل :

1- الاهتلاك المحاسبي وضريبة الدخل: يحتاج حساب التدفق النقدي بعد الضريبة لمعرفة عنصرين أساسيين،

الأول قسط الاهتلاك والثاني معدل الضريبة السائد، وهذا لكونه يحسب بالعلاقة التالية:¹

التدفق النقدي بعد الضريبة = الإيرادات - (تكاليف التشغيل + الضريبة).

والضريبة على الأرباح التجارية والصناعية = الربح المحاسبي X معدل الضريبة .

والربح المحاسبي = الإيرادات - (تكاليف التشغيل + الاهتلاك).

أما الاهتلاك فهو توزيع للتكلفة الاستثمارية على كامل فترة حياة المشروع، ويشار هنا لتواجد عدة طرق لحساب الاهتلاك منها: (طريقة قسط الاهتلاك الثابت، طريقة قسط الاهتلاك المتزايد، وطريقة قسط الاهتلاك المتناقص)² ، وهو أيضا مجرد قيد محاسبي يقصد به تحقيق عدالة في توزيع تكلفة الأصل الثابت على سنوات عمره الاقتصادي، وهو لا يمثل تدفق نقدي خارج.

2- آثار التضخم: إن تغير المستوى العام للأسعار من فترة لأخرى، يجعل التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري

تختلف عن بعضها ليس فقط من حيث توقيت حدوثها (مشكلة القيمة الزمنية للنقود)، وإنما أيضا من حيث قوتها الشرائية، وهذه التدفقات تسمى بالتدفقات النقدية الاسمية، وللحصول على التدفقات النقدية الحقيقية للمشروع يتم تقسيم قيمتها على ما يسمى بالمستوى العام للأسعار، ونحصل عليه من العلاقة التالية:³

$$\text{المستوى العام للأسعار} = (100 + \text{نسبة التضخم} \%)$$

¹ سعد طه علام، "جدوى المشروعات"، دار النشر والتوزيع، الطبعة الثانية، سوريا، سوريا، 2006، ص.128.

² - الاهتلاك الثابت (الخطي): يحسب على أساس توزيع القيمة الأصلية للاستثمار المعني توزيعا عادلا على عدد السنوات المقدرة لحياة الاستثمار. أما الاهتلاك المتناقص: يحسب على القيمة المحاسبية للاستثمار وليس على القيمة الأصلية، وهذا بتطبيق معدل الاهتلاك الذي نحصل عليه، عن طريق معدل الاهتلاك بطريقة القسط الثابت الموافق لمدة الاستعمال للاستثمار، وذلك بضرب هذا المعدل في أحد المعاملات التالية:

- 1.5 عندما تكون مدة الاستعمال تتراوح بين 3 و 4 سنوات.

. - 2 عندما تكون مدة الاستعمال تتراوح بين 5 و 6 سنوات

2.5 عندما تكون مدة الاستعمال أكثر من 6 سنوات.

وسمح المشرع الجزائري بتطبيقه سنة 1989 بموجب المادة 11 من قانون المالية رقم 88/33 المؤرخ في

31/12/1988.

³ سعود حايده مشكور العامري، "التضخم بين النظرية والتطبيق"، دار النشر، سوريا، 2006، ص.147.

ويشار هنا إلى أن نسبة التضخم قد لا تكون ثابتة لفترة زمنية معينة، حيث يمكن أن تتغير من سنة إلى أخرى سواء بزيادة أو بالنقصان.

3- تكلفة الفرصة الضائعة للمستثمر: لا تقتصر التكاليف عند تقييم المشروع الاستثماري على مقدار التدفقات النقدية المترتبة عن تنفيذه، وإنما تشمل أيضا مقدار التدفقات النقدية التي حرم المستثمر من الحصول عليها نتيجة لتنفيذ هذا المشروع، وحرمانه من فرصة توجيه الموارد إلى استخدام آخر، وعليه واجب إدراك تكلفة الفرصة البديلة لهذه الموارد ضمن تكاليف المشروع الاستثماري، وذلك بإضافتها إلى التدفقات النقدية الخارجة من المشروع .

4- آثار القيمة الزمنية للنقود: عادة ما يتركز الإنفاق الاستثماري في فترة معينة بينما يتحقق العائد في تواريخ مختلفة خلال العمر الاقتصادي للمشروع، مما يتطلب الأمر ضرورة استخدام طريقة معينة تمكن من تجميع كافة التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة وإيجاد قيمتها في لحظة واحدة حتى تستطيع مقارنتها معا ومن ثم القدرة على تقييم المشروع الاستثماري بشكل صحيح، وتعرف هذه الطريقة عادة بالخصم، والذي يعتمد على مفهوم القيمة الحالية ، حيث يتم خصم مبالغ التدفقات النقدية المختلفة وإيجاد قيمتها الحالية في تاريخ معين باستخدام معدل تفضيل زمني معين.

I-3- الربحية في المشاريع الاستثمارية

من بين أهم أهداف الدراسة المالية هو التأكد من مدى نجاح المشروع من الناحية التجارية، بمعنى دراسة إلى لأي حدّ سوف يحقق المشروع عائدا كافيا لأصحاب رأس المال، وتوجد مجموعة من الأدوات التي يمكن استخدامها لتحديد ما إذا كان العائد الذي سيحصل عليه أصحاب الأموال المستثمر كافيا أم لا. و من هذه الأدوات ما يناسب المشروع الواحد و منها ما هو مناسب للمشروعات المتعددة، ومنها ما هو مناسب للمشروع الواحد الذي يعمل في ظروف التأكد، أو المشروع الذي يعمل في ظل عدم التأكد.

I-3-1- مفهوم ربحية المشروع الاستثماري

تعتبر الربحية هدف أساسي، و أمر ضروري لبقاء عمل المشاريع الاستثمارية و استمرارها ، و غاية يتطلع إليها المساهمون. و هي عبارة عن العلاقة بين الأرباح التي تحققها المشاريع و الاستثمارات التي ساهمت في تحقيق هذه الأرباح. لذا نجد أن جهدا كبيرا يوجه نحو الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة بهدف تحقيق أفضل عائد ممكن

للمساهمين، لا تقل قيمته عن العائد الممكن تحقيقه على الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من المخاطر.¹

I-3-2- معايير تقييم الربحية في المشاريع الاستثمارية

يتم تقييم المشروع تجارياً لتبيان مدى صلاحية المشروع مالياً، أو ما مدى الربحية المتوقع الحصول عليها من الاستثمار، فالتقييم التجاري يكون بإتباع حالات التأكد السائدة في ظروف الاستثمار، حيث أننا نجد ظروف تسودها حالات التأكد، وأخرى تسودها ظروف المخاطرة وعدم التأكد.

مفهوم عملية تقييم المشروع

تعرف عملية تقييم المشاريع أو تحليل المشاريع بكونها عملية ودراسة معمقة، الهدف منها مساعدة متخذ القرار لتحديد الاختيار أو البديل الأفضل والمعقول، وبصفة عامة تحليل وتقييم المشاريع ما هي إلا طريقة للتعرف على البدائل على نحو مناسب وشامل في ضوء تقدير العوائد والتكاليف الخاصة بالمشروع الاستثماري، وفي هذا السياق فإن المحلل ما يعمل جاهداً للتقليل من التكاليف المتوقعة إلى قياس مقبول. كذلك عبارة عن عملية وضع المعايير اللازمة التي يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل أو المشروع المناسب من بين عدة بدائل مقترحة، الذي يضمن تحقيق الأهداف المحددة.²

ويمكن تعريف عملية التقييم على أنها اختيار مشروع من المشاريع المقترحة وذلك على أساس معايير مختلفة من أجل تحقيق الأهداف المنشودة في إطار الظروف المحيطة سواء كانت داخلية أو خارجية وعليه فإن تحقيق عملية التقييم المشاريع تهدف إلى تحقيق أفضل استخدام ممكن للموارد البشرية والمادية عن طريق:³

- تقييم توسيع المشاريع القائمة أو إقامة مشاريع جديدة.
- تقييم إنتاج أنواع معينة من السلع.
- تقسم أساليب الإنتاج وذلك حسب الأسلوب المناسب.
- تقييم المشاريع استناداً إلى الأهداف المحددة لكل مشروع.
- التقييم بين البدائل التكنولوجية.

¹ فهمي مصطفى الشيخ، التحليل المالي، ط 1، رام الله، فلسطين، 2008، ص 41.

² حلال كداوي، مرجع سبق ذكره، ص 39.

³ نفس المرجع و الصفحة سابقاً.

- قياس صافي المنافع للمشروع المقترح وعلى وفق المعايير المالية الاقتصادية كأساس لقبوله أو رفضه،
- ترتيب المشاريع البديلة والمفاضلة والاختيار فيما بينها طبقاً لمبدأ الأولويات، بمعنى انه طبقاً لمفهوم وتقييم المشروع فانه لا يمكن قبول أي قرار استثماري إلا بعد أن يمر بعملية التقييم.

1- معايير تقييم الربحية التجارية في ظل ظروف التأكد

في بعض الأحيان تتوفر لدى المؤسسات الاستثمارية كافة المعلومات المتعلقة بكل البدائل المقترحة لديها، ذلك ما يجعل استثمار المؤسسة يتسم بالتأكد والمعايير التي تستعملها المؤسسة لتقييم المشاريع الاستثمارية المقترحة عليها من ناحية الربحية التجارية فهي تتسم بالبساطة والسهولة. كما أن البعض منها يأخذ الزمن بعين الاعتبار والبعض الآخر لا يأخذ الزمن بعين الاعتبار.¹

- معايير التقييم الغير مخصصة

و نقصد بها تلك المعايير التقليدية المستعملة في التقييم، أو تلك المعايير التي لا تأخذ الزمن بعين الاعتبار، أو المعايير الغير معدلة بالوقت.

1- معيار فترة الاسترداد

نقصد بفترة الاسترداد الفترة اللازمة لتعادل التدفقات النقدية الصافية مع التكاليف الاستثمارية للمشروع، أو هي المدة الزمنية اللازمة ليتمكن المشروع من استرداد تكاليفه الاستثمارية، و وفقاً لهذا المعيار فإن المشروع الذي يقوم باسترجاع أمواله أو تكاليفه الاستثمارية في أقل مدة زمنية ممكنة يكون هو الأحسن والمرغوب فيه.

كما أن طريقة حساب فترة الاسترداد تختلف باختلاف التدفقات النقدية ، والتي نجد فيها التدفقات النقدية المتساوية والغير متساوية.

وعليه يمكن التمييز بين الحالتين التاليتين في حساب فترة الاسترداد:

أ / حالة التدفقات النقدية المتساوية

في هذه الحالة يتم حساب فترة الاسترداد بالعلاقة التالية:

¹ د احمد عبد الرحيم زردق، مرجع سبق ذكره، ص 234-269.

ب / حالة التدفقات النقدية الغير متساوية

في بعض الأحيان نجد أن التدفقات النقدية الداخلة للمشروع تكون مختلفة ومتباينة من سنة لأخرى ،وفي هذه الحالة تكون معادلة حساب فترة الاسترداد مختلفة عن معادلتها في حالة التدفقات النقدية المتساوية و علاقتها كما يلي:

المزايا

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- السهولة والبساطة في الفهم والتطبيق.
- هذا المعيار مهم جدا بالنسبة للمشروعات التي تتميز بالتطور التكنولوجي والتقدم الفني والتي تحتاج إلى إحلال سريع، لذا نجدها تهتم بفترة الاسترداد والتي تفضل أن تكون قصيرة.
- هذا المعيار مهم جدا بالنسبة للمنشآت التي تتعرض للتغيرات الموسمية، وعليه تكون مهتمة باسترجاع الأموال المستثمرة خلال فترة نموذجية.
- هذا المعيار مهم جدا بالنسبة للمنشآت التي تعاني من مشكلة السيولة، والتي نجدها مهتمة جدا باسترداد الأموال المستثمرة وذلك بغية إعادة استثمارها في مجالات أخرى.
- هذه الطريقة تعطي مؤشرا هاما عن المخاطرة التي تحيط بالمشروع الاستثماري.¹

العيوب

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

¹ داودي نور الدين و آخرون، تقييم المشاريع الاستثمارية باستخدام مخطط العنكبوت، مذكرة ماستر، جامعة د. الطاهر مولاي، سعيدة، 2013، ص 53.

-إن معيار فترة الاسترداد يتجاهل القيمة الزمنية للنقود، وذلك لأن قيمة النقود تختلف من سنة لأخرى، وذلك لتعرضها لعدة تأثيرات من أهمها التضخم.

-إن معيار فترة الاسترداد يستعمل لقياس المدة اللازمة لاسترداد المبلغ أو الأموال المستثمرة وليس في حساب الربحية، وهذا معارض تماما لأهداف المشروعات والمتمثلة في تحقيق الربحية من الاستثمار.

2- معدل العائد المحاسبي

هذا المعيار لديه عدة تسميات ، منها نموذج الاستحقاق المحاسبي أو القوائم المالية ويمكن تعريفه بأنه " عبارة عن النسبة المئوية بين متوسط العائد السنوي إلى متوسط التكاليف الاستثمارية."¹

أو هو " سعر الفائدة الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ينتجها المشروع وبين التكاليف التي يتطلبها المشروع المقترح."

و يحسب بالطريقة التالية:

وبصفة عامة هناك ٣ حالات:

* إذا كان معدل العائد المحاسبي = معدل العائد الأمثل فإن المشروع يعتبر مقبولا.

* إذا كان معدل العائد المحاسبي أصغر من معدل العائد الأمثل فإن المشروع يعتبر مرفوضا.

* إذا كان معدل العائد المحاسبي أكبر من معدل العائد الأمثل فإن المشروع يعتبر مقبولا.

المزايا

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

سهولة هذا المعيار في الفهم والتطبيق.

¹ المرجع السابق، ص49.

- يعتبر من أحد الوسائل الرقابية الذاتية عند تنفيذ المشروع، وذلك بمقارنته مع معدل تكلفة رأس المال مثلاً.
- يأخذ بعين الاعتبار القيمة المتبقية من المشروع¹.
- تأخذ صافي الربح و متوسط رأس المال طيلة حياة المشروع فهي بذلك لا تغفل أي فترة من الفترات.¹

العيوب

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- تجاهل معدل العائد المحاسبي لتوقيت الأرباح أي تجاهل القيمة الزمنية للنقود.
- تجاهل هذا المعيار لافتراض إعادة استثمار العائد المحقق من المشروع في عمليات استثمارية أخرى.
- لا يمكن تقييم مدى مساهمة كل مشروع في المشاريع الاستثمارية في توفير السيولة للمشروع.²

3 - دليل الربحية الغير منصوص

ويمكن تعريفه بأنه " نسبة التدفقات النقدية الداخلة إلى التدفقات النقدية الخارجة . وهذا المعيار يعبر عن نسبة الأرباح المحققة من استثمار وحدة نقدية و علاقته كالتالي:

وفيه نجد ٣ حالات:

*إذا كان دليل الربحية = 1 فإن الوحدات النقدية لا تحقق لا ربح ولا خسارة.

*إذا كان دليل الربحية أكبر من الواحد فإن ذلك يعني أن كل وحدة نقدية تحقق ربحاً.

*إذا كان دليل الربحية أصغر من الواحد فإن ذلك يعني أن كل وحدة نقدية تحقق خسارة.

المزايا

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

¹ المرجع السابق، ص 50.

² نفس المرجع و الصفحة سابقاً.

- سهولة الفهم والتطبيق.
- هذا المعيار يساعد ويوضح عملية معرفة ربحية وحدة نقدية مستثمرة* .
- يساعدنا هذا المعيار في ترتيب المشاريع أو البدائل المتاحة وفق أعلى ربحية محققة من استثمار وحدة نقدية.

العيوب

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- إهمال هذا المعيار للقيمة الزمنية للنقود ، وذلك لافتراضه تساوي كل التدفقات النقدية الداخلة للمشروع
- هذه الطريقة تعتبر كطريقة مكتملة وليست طريقة أساسية* .
- صعوبة استخدام هذا المعيار عندما يختلف العمر الإنتاجي بين البدائل المتاحة.

معايير التقييم المخصصة

ونقصد بها تلك المعايير التي تأخذ الزمن بعين الاعتبار عند التقييم، أو هي تلك المعايير المعدلة بالوقت.

1- معيار صافي القيمة الحالية

تعتبر هذه الطريقة من الطرق الشائعة في تقييم البدائل الاستثمارية و تعتمد هذه الطريقة على خصم التدفقات النقدية أي انها تهتم بالقيمة الزمنية للنقود ، و لغرض الحصول على القيمة الحالية لا بد من خصم التدفقات النقدية بمعدل خصم مناسب.¹

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة - القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة
أو:

حيث:

VAN: صافي القيمة الحالية

¹ المرجع السابق، ص54.

$C It$: التدفق النقدي المتوقع الحصول عليه في السنة t

N : العمر الإنتاجي للمشروع

K : معدل الخصم

C_0 : الاستثمار المبدئي

و في هذا المعيار نجد ٣ حالات:¹

- إذا كانت صافي القيمة الحالية أكبر من الصفر، فذلك ما يعني أن التدفقات النقدية الداخلة أكبر من التكلفة الاستثمارية، و عليه يقبل المشروع.

- إذا كانت صافي القيمة الحالية أصغر من الصفر، فذلك ما يعني أن التدفقات النقدية الداخلة أصغر من التكلفة الاستثمارية، و عليه يرفض المشروع.

- إذا كانت صافي القيمة الحالية تساوي الصفر، فذلك ما يعني أن التدفقات النقدية الداخلة تساوي التكلفة الاستثمارية، و عليه هذا ما يمثل الحد الأدنى لقبول المشروع.

المزايا

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- تعتمد هذه الطريقة على خصم التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري طبقاً لتكلفة رأس المال أي تأخذ بعين الاعتبار تكاليف التمويل و العائد من رأس المال.²
- يعتبر هذا المعيار مهم جداً ومفضل في عملية التقييم لمراعاته لعامل الوقت أو القيمة الزمنية للنقود.
- يأخذ هذا المعيار قيمة بدائل الاستثمار بعين الاعتبار، كإجراء أسهم شركات أخرى، شراء سندات وذلك باستخدام سعر الخصم الذي يمثل تكلفة رأس المال.

العيوب

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

¹ احمد عبد الرحيم زردق ، مرجع سبق ذكره ،ص250

² المرجع السابق،ص56.

- صعوبة اختيار سعر خصم مناسب ، لأنه يمثل سعر أو تكلفة الأموال، وهو يخضع لتوقعات متباينة بحيث أنه يمكن أن يكون خاطئا .

- هذا المعيار يعبر عن العائد الاقتصادي و يهمل العائد الاجتماعي المتوقع من هذه المشاريع.

2- معيار دليل الربحية

وهو " نسبة القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة إلى التدفقات النقدية الخارجة."¹

يستخدم هذا الدليل عند تساوي القيم الحالية للمقترحات الاستثمارية، و يحسب كما يلي:²

مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الداخلة

_____ = دليل الربحية =

مجموع القيم الحالية للتدفقات النقدية الخارجة

ويحسب ايضا بالعلاقة التالية:

حيث ان :

IP : دليل الربحية

VAN : صافي القيمة الحالية

C₀ : الاستثمار المبدئي

¹ احمد عبد الرحيم زردق ، مرجع سبق ذكره،ص257

² عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص 293

وفيه نجد ٣ حالات:

- إذا كان الناتج أكبر من الواحد فذلك يعني أن المشروع ذو ربحية وبالتالي فهو مقبول اقتصادياً.
- إذا كان الناتج أصغر من الواحد فذلك يعني أن المشروع ليست له ربحية ، وبالتالي فهو مرفوض اقتصادياً.
- إذا كان الناتج يساوي الواحد، فذلك يعني أن المشروع ليس له لا ربح ولا خسارة.

المزايا

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- سهولة الفهم والتطبيق .
- أخذه بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود .

العيوب

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- إن هذا المعيار يظهر القيمة الحالية ودليل الربحية فقط ، وبالتالي هذان الرقمان لا يسمحان للمستثمر باتخاذ قرار الاستثمار.
- اعتماده على معدل خصم يمكن أن يكون تقديري وبالتالي احتمال الخطأ.

3- معدل العائد الداخلي

ويقصد به المعدل الذي يخفض صافي القيمة الحالية إلى الصفر أي هو ذلك المعدل الذي يجعل القيم الحالية للتدفقات النقدية الداخلة مساوية على القيمة الحالية للاستثمار المبدئي وذلك وفق العلاقة التالية¹ :

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة = القيمة الحالية للاستثمار

معدل العائد الداخلي = المعدل الأدنى لمعدل الخصم + الفرق في معدل الخصم (القيمة الحالية عند معدل الخصم المنخفض/المجموع الصافي للقيم الحالية)

وفيه نجد حالتين:

- إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من معدل الحصول على الأموال فإن المشروع يكون مقبول

¹ احمد عبد الرحيم زردق مرجع سبق ذكره ،ص259.

- إذا كان معدل العائد الداخلي أصغر من معدل الحصول على الأموال فإن المشروع يكون مرفوض.
- لمعدل العائد الداخلي مزايا وعيوب:¹

المزايا

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- أخذه بعين الاعتبار للقيمة الزمنية للنقود، أي انه يأخذ تأثير الزمن في النقود بعين الاعتبار.
- تمييز هذا المعيار بالموضوعية بحيث أنه يوضح المعدل الذي يوضح كل المعلومات المتعلقة بالاقتراح الاستثماري.
- يشير إلى ربحية الاقتراح وقوته الإرادية بطريقة واضحة.

العيوب

ويمكن تلخيصها فيما يلي:

- من الصعب الاعتماد على الأسلوب في حالات استثمارات التجديد .
- صعوبة هذا المعيار عند المقارنة بين مشروعين أو أكثر .

2-معايير التقييم في ظل المخاطرة وعدم التأكد

يمكن تعريف المخاطرة بأنها " مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الصافي حول القيمة المتوقعة لصافي العائد، أو أنها تصف موقفاً يتوافر فيه لمتخذي القرار الاستثماري، بيانات و معلومات كافية تسمح لهم بتقدير توزيع احتمالي موضوعي."²

أما عدم التأكد فيمكن تعريفها بأنها " الحالات الطبيعية التي تحدث في المستقبل و التي تؤثر على اتخاذ القرارات، و فيها يتعذر التنبؤ بوضع التوزيعات الاحتمالية لذلك، و لكن يتم استخدام الحكم الشخصي لمتخذ القرار و الذي يتوقف على مدى ميوله و توقعاته للمستقبل إذا كان متفائلاً أو متشائماً."

أو هي " حالة تصف موقفاً لا يتوافر فيه لمتخذي القرار الاستثماري بيانات و معلومات تاريخية كافية لتقدير توزيع احتمالي موضوعي، الأمر الذي يتطلب من المستثمر أن يضع تصورات معينة للتوزيعات الاحتمالية.

¹ المرجع السابق، ص262.

² نفس المرجع و الصفحة سابقاً.

إن المعايير المستعملة في تقييم المشاريع الاستثمارية في حالات المخاطرة وعدم التأكد تنقسم إلى معايير إحصائية ومعايير تعتمد على نظرية القرار.

فبالنسبة للمعايير الإحصائية فيمكن لنا ذكر¹:

- الانحراف المعياري.

- معامل الاختلاف

1 - الانحراف المعياري

هذا المعيار يستعمل لقياس درجة الاختلاف الموجود بين التدفقات النقدية المتوقعة الخاصة بكل بديل من البدائل المقترحة والتدفقات الحقيقية.

ووفقا لهذا المعيار فكلما كانت قيمة الانحراف المعياري أقل كلما كانت درجة المخاطرة أقل و عليه كلما كان البديل أفضل.

2 - معامل الاختلاف

ويسمى المقياس النسبي للمخاطرة، ويساوي ناتج قسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة وعلاقته كما يلي:

وهذا المعيار يقيس كمية المخاطرة المتوقع حدوثها عن كل وحدة نقدية من العائد المتوقع، وفيها يفضل البديل الذي يقل معامل اختلافه.

أما المعايير الأخرى فهي المعايير التي تستعمل القرار وهي:

¹ المرجع السابق ، ص 263.

1- شجرة القرار

عملية القرار هي عملية تتطلب لاستعمالها إما قراراً أو مجموعة متتالية من القرارات وكل قرار مسموح به مكسب أو خسارة تتحدد بالاشتراك مع الظروف الخارجية المحيطة بالعملية.

أما شجرة القرار فهي "شجرة موجهة تمثل عملية القرار، بحيث أنها تساعد في تحديد القرارات المثلى الخاصة بالعمليات المعقدة"¹، وعلى سبيل المثال نأخذ المثال التالي:

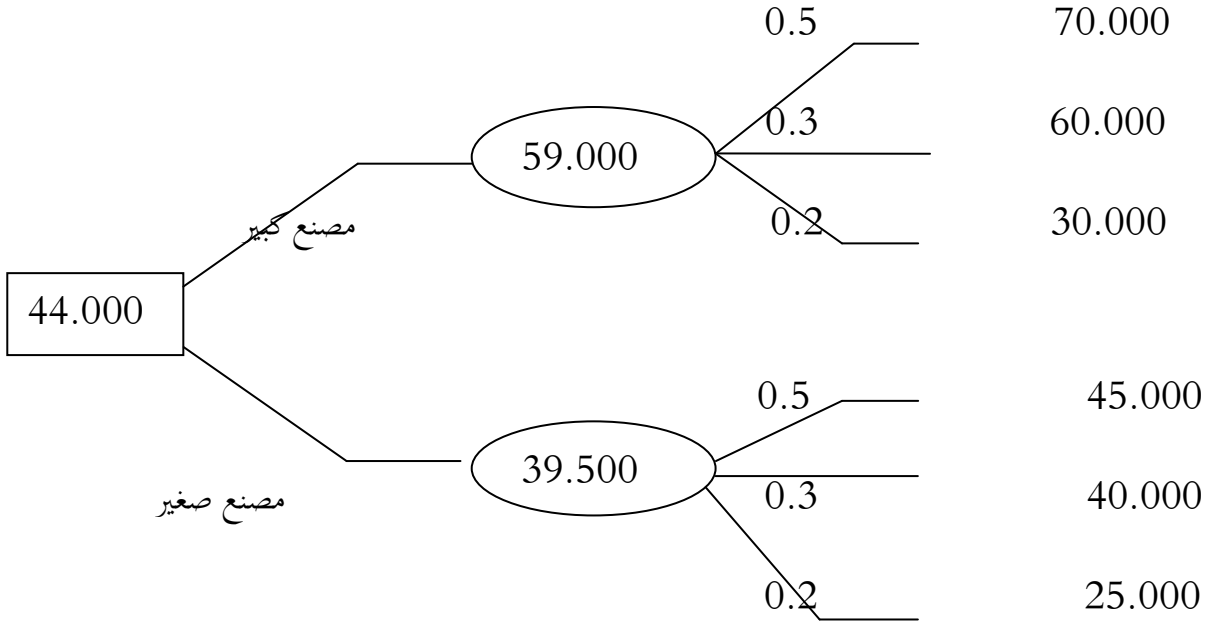
الجدول (1-3) : البدائل المتاحة للاستثمار

الطلب			التكلفة	الإستراتيجية
منخفض	متوسط	عالي		
30000	60000	70000	15000	بناء فرع كبير S ₁
25000	40000	450000	10000	بناء فرع صغير S ₂
0.2	0.3	0.5	-	احتمالات الطلب

المصدر : من إعداد الطالب

¹ المرجع السابق، ص 266.

الشكل (1-2): شجرة القرار



المصدر: من إعداد الطالب.

$$S_1 = 70.000(0.5) + 60.000(0.3) + 30.000(0.2) - 15.000 = 44.000$$

$$S_2 = 45.000(0.5) + 40.000(0.3) + 25.000(0.2) - 10.000 = 29.500$$

القرار: ومنه البديل الأفضل هو بناء فرع كبير لأنه يحقق أكبر قيمة متوقعة.

لشجرة القرار مزايا و عيوب نذكر منها:

فبالنسبة للمزايا فيمكن تلخيصها فيما يلي:

- تسهل للمدير عملية معرفة نتائج الاستراتيجيات المطروحة ومخاطرها .
- تبين لنا تسلسل القرارات و الأحداث التي تنتج عنها أرباح وخسائر .
- تناسب هذا المعيار مع المشاكل التي تحتاج إلى قرارات متعاقبة .

أما العيوب فيمكن لنا تلخيصها فيما يلي:

صعوبة الفهم و الاستعمال.

2- معيار أقصى الأقصى

ويدعى بمعيار التفاؤل التام، وهو يعمل على اختيار أقصى قيمة لحالية لكل بديل، ثم اختيار أقصى قيمة لحالية بين تلك القيم.

3- معيار أقصى الأدنى

و هو يعمل على اختيار أدنى قيمة لحالية لكل بديل ثم اختيار أقصى قيمة لحالية بينهما.

4- معيار أدنى الأدنى

أو معيار التشاؤم التام، ويعمل على اختيار أدنى قيمة لحالية لكل بديل، ثم اختيار أدنى أو أصغر قيمة بينهما.

I-3-3- نسب الربحية

وهي تشير إلى كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح ، كما أن نسب الربحية تثير اهتمام المستثمرين و الإدارة و المقرضين، فالمقرضون مثلا يشعرون بالأمان بالنسبة للمؤسسات التي تحقق ربحا عاليا.

و تستخدم نسب الربحية لتقييم قدرة الشركة أو المشروع الاستثماري على توليد الأرباح من أنشطتها التشغيلية مقارنة بالنفقات و غيرها من التكاليف التي تكبدتها خلال فترة محددة من الزمن. وهي أيضا أداة هامة لقياس كفاءة الإدارة في استخدام الموارد الموجودة بحوزتها بكفاية، وتدل نسب الربحية التي لها قيمة أعلى مقارنة بالفترات السابقة ، أن الشركة تحقق زيادة في المبيعات و بالتالي زيادة في الأرباح، ومن نسب الربحية نذكر: هامش صافي الربح و مجمل الربح، والعائد على الموجودات، و العائد على حقوق المساهمين، و العائد على رأس المال المستثمر و صافي ربح السهم.¹

1. هامش صافي الربح Net profit margin

¹ فهمي مصطفى الشيخ ، مرجع سبق ذكره ،ص 41

و يحسب بالطريقة التالية:¹

وتعتبر هذه النسبة مقياس لمقدار صافي الربح المتحقق بعد الفوائد و الضرائب عن كل دينار من صافي المبيعات أو الإيرادات ، و أعلى نسبة تشير إلى الشركة الأكثر ربحية، والتي لها سيطرة أكبر على التكاليف بالمقارنة مع الشركات المنافسة الأخرى، هامش الربح يظهر على شكل نسبة مئوية، على سبيل المثال، نسبة هامش الربح 20 % تعني أن الشركة قد حققت ربحاً صافياً مقداره 0.20 مقابل كل دينار من المبيعات.

2. العائد على الأصول Return on Assets

و يحسب كالتالي:

و تعتبر هذه النسبة مؤشر على مدى ربحية الشركة بالنسبة لمجموع أصولها، و تقيس كفاءة الإدارة في استخدام الأصول لتوليد الأرباح، ويشار إليها بالعائد على الاستثمار (Return on Investments)، و تعتمد بشكل كبير على نوع الصناعة، وحجم الأصول المستخدمة في الإنتاج ، وبالتالي تستخدم للمقارنة بين الشركات في القطاعات المماثلة لمعرفة حجم الأرباح الناتجة عن استثمار الأصول ، وحيث أن أصول الشركة تتشكل من مجموع المطلوبات و رأس المال، و أن هذه الأموال تستخدم في تمويل نشاطات الشركة ، لذلك فان نسبة العائد على الأصول تعطي فكرة عن مدى فعالية الشركة في تحويل تلك الأموال المستثمرة إلى أرباح. على سبيل المثال ، إذا حققت الشركة أرباح قدرها مليون دينار ، وقد بلغ مجموع الأصول حوالي 5 مليون دينار ، فان العائد على الأصول هو 20 %، مع ذلك إذا حققت شركة أخرى نفس الأرباح ، ولكن مجموع أصولها 10 مليون دينار ، فان العائد على الأصول هو 10 % . و بالتالي فان هذا المثال يستند إلى أن الشركة الأولى أفضل من الشركة الثانية في تحويل استثماراتها إلى أرباح.

3. العائد على حقوق المساهمين Return on Equity

ويحسب كالتالي:

¹ نفس المرجع و الصفحة سابقا.

$$\text{العائد على حقوق المساهمين} = \frac{\text{صافي الربح - عوائد الاسهم الممتازة}}{\text{حقوق المساهمين بالاسهم العادية}} * 100$$

وتعرف أيضا باسم العائد على القيمة الصافية (Return on Net Worth)، وتستخدم لقياس مقدار الربح المتحقق كنسبة مئوية من حقوق المساهمين العاديين ، و بالتالي معدل الربح الصافي الذي يجنيه المستثمرون من استثمار أموالهم ، و كمردود على مخاطرتهم في توظيف أموالهم. وتدل هذه النسبة على مدى كفاءة الإدارة في توظيف أموال المساهمين.

4. العائد على رأس المال المستثمر (Capital Employed)

و يحسب كالتالي:

وتدل هذه النسبة على كفاءة و ربحية الشركة من الاستثمارات الراسمالية، ومن وجهة نظر استثمارية ، فان هذه النسبة يجب أن تكون أعلى من معدل الاقتراض، وإلا فان أي زيادة في الاقتراض ستعمل على تخفيض أرباح المساهمين.

5. صافي ربح السهم (Earnings Per Share- EPS)

و يحسب كالتالي:

$$\text{صافي ربح السهم} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الاسهم العادية القائمة خلال الفترة}} * 100$$

و حسب المعيار المحاسبي الدولي الثالث و الثلاثون، فان صافي الربح أو الخسارة و المنسوب للفترة لحملة الأسهم العادية هو صافي الربح أو الخسارة بعد طرح الإرباح المجمعة لحملة الأسهم الممتازة ، وجميع بنود الإيرادات و المصروفات المعترف بها خلال الفترة بما في ذلك مصروف الضرائب و البنود غير العادية تدرج في تحديد صافي الربح أو الخسارة للفترة.

خاتمة الفصل

مما سبق يتضح أن الربح يعد من أهم الأهداف التي تسعى إليها المشاريع الاستثمارية، فالقرارات الاستثمارية تبنى بشكل أساسي على مؤشرات الربحية، إذ تساعد هذه المؤشرات متخذ القرار على المفاضلة بين البدائل المختلفة وعلى أساس النتيجة يقوم باتخاذ القرار الاستثماري.

فيتم تقييم المشروع من وجهة النظر التجارية، أي مدى الربحية التجارية المحققة من المشروع، و هذا التقييم يتم وفق ظروف الاستثمار، التي نجدها تتسم أحيانا بالتأكد و أحيانا أخرى بالمخاطرة و عدم التأكد، ففي حالات التأكد يستعمل في التقييم معايير سهلة التطبيق و الفهم، على عكس المعايير المستعملة في حالات عدم التأكد، و التي تتسم بالصعوبة و الغموض في الفهم و التطبيق.

|| - الرفع في الإدارة

المالية

مقدمة الفصل

من المعلوم أن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية لثروة أصحاب المشروع، وهي في سبيل ذلك تعتمد على مبدأ المبادلة بين العائد و المخاطرة عند القيام بعمليات التمويل و الاستثمار، وتعد عملية تجهيز المشاريع الاستثمارية بالأموال من الوظائف الرئيسية للإدارة المالية، إذ يتعين على الإدارة المالية أن تحدد مصادر التمويل و إيجاد الخليط المناسب منها، وانطلاقاً من هذا المفهوم تبرز أهمية الرفع كأحد الأساليب التي تلجا إليها المشاريع لتحسين أرباحها، لذلك تعد العلاقة بين الروافع و التكاليف من الظواهر المالية الهامة، فمن جهة تمثل الرافعة التشغيلية الطريقة التي توزع فيها مصادر الأموال بين تكاليف ثابتة و تكاليف متغيرة، ومن جهة أخرى تمثل الرافعة المالية مدى اعتماد الإدارة المالية على القروض في تمويل أصولها.

كما تعتبر الرافعة التشغيلية و المالية من الوسائل و الأدوات المهمة المستخدمة في مجال التخطيط و الرقابة و تقويم الأداء ، لذلك كرسنا هذا الفصل لتوضيح دور هذه الأدوات في مساعدة الإدارة في التخطيط و اتخاذ القرارات التي تعظم الأرباح.

II-1-1- هيكل التكاليف و الرافعة التشغيلية

لكل مشروع هيكل تكاليف محدد يتكون أساسا من تكاليف ثابتة وتكاليف متغيرة، فالتكاليف الثابتة تترتب على اقتناء عناصر الأصول الثابتة وإمداد المشروع بطاقة إدارية وتنظيمية معينة، ويترتب على ذلك أنه إذا ارتفعت درجة الآلية المستخدمة في الإنتاج زادت نسبة ما يجب أن يقتنيه المشروع من عناصر الأصول الثابتة، وبالتالي زادت نسبة التكاليف الثابتة إلى اجمالي التكاليف، وينطبق ذلك أيضا على انخفاض درجة الآلية المستخدمة حيث تنخفض نسبة التكاليف الثابتة إلى اجمالي التكاليف، وعند اختيار وسائل الإنتاج لمشروع مقترح توجد بدائل بالنسبة لدرجة الآلية التي يمكن استخدامها بحيث يمكن الإفادة من تطبيق مفهوم الرافعة التشغيلية الذي يعنى أن أية زيادة نسبية في التكاليف الثابتة تؤدي لانخفاض التكاليف المتغيرة وبالتالي لارتفاع ربحية المشروع بعد نقطة التعادل بدرجة أكبر نسبيا من درجة ارتفاع التكاليف الثابتة .

II-1-1- مفهوم هيكل التكاليف و علاقته بطبيعة النشاط الاقتصادي للمنشأة

تختلف المنشآت من حيث حجم التكاليف الثابتة لديها ومعدل التكلفة المتغيرة اللازمة لإنتاج الوحدة، ويرتبط مفهوم هيكل التكاليف بتركيبية هذا الهيكل من التكاليف الثابتة و التكاليف المتغيرة أو بالعلاقة بين التكاليف الثابتة و المتغيرة لدى المنشأة، ويتفاوت هذا الهيكل من منشأة إلى أخرى حسب طبيعة النشاط الاقتصادي للمنشأة، فالنسبة للمنشآت التي تستخدم التقنية الآلية في عملية التصنيع مثل المصانع فإنها ترتفع لديها التكاليف الثابتة في حين ينخفض معدل التكلفة المتغيرة للوحدة، أما المنشآت التي لا تعتمد على التصنيع مثل الشركات الخدمية ، فان التكاليف الثابتة تكون منخفضة نسبيا مقابل التكاليف الثابتة، إذن نستطيع القول أن هيكل تكاليف المنشأة يتحدد بطبيعة النشاط الاقتصادي لديها، وعلى المنشآت أن تحدد المزيج الأمثل لتكاليفها حتى لا تكون معرضة للمخاطر التشغيلية الناجمة عن سوء تحقيق التوازن في هيكل التكاليف.¹

¹ محمد طلال ناصر الدين- "أثر كل من الرافعتين التشغيلية و المالية على ربحية السهم العادي لشركات المساهمة العامة الأردنية" ، رسالة ماجستير ، جامعة الشرق الأوسط ، 2011، ص 11.

II-1-2- الرافعة التشغيلية

إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث تتركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة. فلو نجحت الشركة في زيادة تكاليفها الثابتة، كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات، واستطاعت بالمقابل أن تستغني عن عدد كبير من العمال الذين حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي؛ وسوف تكون النتيجة أنها تستطيع تحقيق أرباح أكبر أو تتعرض في نفس الوقت لخسائر أكبر عند نفس مستوى المبيعات مما كانت تحقق قبل لجؤها إلى الرفع التشغيلي. ومن هنا جاء مفهوم الرافعة التشغيلية، فإنها بإحلال التكاليف الثابتة محل المتغيرة تستطيع وبنفس الجهد (مستوى المبيعات) أن تضخم النتائج.

ويمكن تعريف الرافعة التشغيلية بأنها الاستخدام المتاح للتكاليف الثابتة التشغيلية من أجل تعظيم تأثير التغيرات التي تحصل بالمبيعات في الربح التشغيلي أو ما يطلق عليه الأرباح قبل الفوائد و الضرائب (EBIT).¹

من التعاريف السابقة يتضح أن وجود التكاليف التشغيلية الثابتة في عمليات المنشأة يشكل الأساس لوجود فكرة الرفع التشغيلي حيث أنه لا وجود لمثل هذه الظاهرة في المؤسسات المالية دون أن تتضمن تكاليفها التشغيلية تكاليف ثابتة (دون التكاليف المالية) ، لذا تنطبق هذه الخاصية على المنشآت التي تعمل في الصناعات ذات الكثافة الرأسمالية مثل صناعة الاسمنت و الحديد و الكهرباء و البترول و الطيران.²

-قياس درجة الرفع التشغيلي

يبين الرفع التشغيلي الدرجة التي تتأثر بها أرباح المؤسسة بفعل التغيرات التي تحدث في مبيعاتها ، وكلما زاد الرفع التشغيلي كلما زادت حساسية صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب للتغيرات في المبيعات ، والعلاقة التالية توضح كيف أن الرافعة التشغيلية تعمل كمضاعف:

¹ د. عادل صلح الراوي، أهمية الرافعة التشغيلية و المالية في تعظيم أرباح المشاريع الصناعية دراسة تطبيقية ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية و الإدارية ، جامعة الأنبار كلية الإدارة و الاقتصاد ، المجلد 4 العدد 9 ، 2012، ص 313.

² مفلس محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، 2010، ص 393.

التغير في صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب = التغير في المبيعات * درجة الرفع التشغيلي¹

من هذه العلاقة يتضح أن درجة الرفع التشغيلي تعمل كمضاعف أو كرافعة للتغير في المبيعات بحيث تتحكم تماما في التغيرات التي تحدث في الربح قبل الفوائد و الضرائب، ومن العلاقة السابقة يمكن حساب درجة الرفع التشغيلي كالتالي:

العناصر المؤثرة في الرافعة التشغيلية

يمكن استنتاج العناصر المؤثرة في الرافعة التشغيلية من خلال المعادلة الخاصة بحساب درجة الرفع التشغيلي و تتمثل في:

- **التكاليف الثابتة:** فكلما زادت التكاليف الثابتة كلما زادت درجة الرفع التشغيلي ، و العكس بالعكس، مع فرض ثبات العناصر الأخرى
- **مستوى المبيعات:** أي كلما زادت المبيعات انخفضت درجة الرفع التشغيلي ، والعكس بالعكس مع ثبات العناصر الأخرى.

مزايا الرافعة التشغيلية

مما ورد سابقا اتضح أن درجة الرفع التشغيلي تقيس مدى تأثر الأرباح التشغيلية نتيجة التغير الحادث في قيمة المبيعات ، وتتوقف مزايا الرافعة التشغيلية على طبيعة الأوضاع الاقتصادية للمنشأة و للسوق الذي تعمل فيه ، فإذا كانت الشركة بوضع تنافسي جيد ، وتعمل في سوق يسوده ازدهار اقتصادي يسمح للشركة بالتوسع ، فان ارتفاع درجة الرفع التشغيلي سيكون مؤشرا جيدا ، لأن تغير بسيط في المبيعات ينتج عنه زيادة كبيرة في صافي ربح العمليات (صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب) ، مما يساعد الإدارة في اتخاذ القرارات في المجال التشغيلي وفي الوصول إلى المزيج الأمثل للتكاليف.²

¹ د فايز سليم حداد ، الإدارة المالية ، ط3 ، دار الحامد للنشر و التوزيع ، عمان ، 2010 ، ص 267.

² الميداني ، محمد عزت ، الإدارة التمويلية في الشركات ، نقلا عن- محمد طلال ناصر الدين، مرجع سبق ذكره ، ص 14.

بالإضافة إلى أن مفهوم درجة الرفع التشغيلي له مضامين بسياسات تسعير السلعة في المنشأة ، فقد تستطيع المنشأة التي تتميز بدرجة رفع تشغيلي مرتفعة و تواجه كساداً في مبيعاتها أن تخفض السعر وتزيد من مبيعاتها (حسب مرونة الطلب بالنسبة للسعر) و تستفيد من الزيادة الكبيرة في صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب . و بإتباع سياسة تسعير من هذا النوع يمكن للمنشأة قلب خسائرها إلى أرباح إذا كانت تخسر ، أو زيادة أرباحها إذا كانت ضئيلة¹ .

وتزداد فعالية الرفع التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من التخفيض في التكاليف المتغيرة الكلية، وهذا سوف يؤدي إلى تضخيم أرباح المنشأة حيث أن المنشأة سوف تغطي تكاليفها الثابتة عند حجم مبيعات أقل من الحجم السابق (قبل استخدام الرفع) وبالتالي انتقال نقطة التعادل إلى أسفل وهذا يعتبر إنجازاً جيداً بالنسبة للمنشأة.

مخاطر الرافعة التشغيلية

تنتج مخاطر الرافعة التشغيلية نتيجة ارتفاع نسبة التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف الإجمالي الخاص بالمنشأة ، وحيثما ازدادت هذه التكاليف فإن حجم المبيعات اللازمة لتغطيتها من الضروري أن يزداد و ذلك لبلوغ نقطة التعادل ،لذا فإن نقطة التعادل تعتبر كمقياس لقياس مخاطر الرافعة التشغيلية ، فأعلى نقطة للمنشأة تمثل أعلى درجة لمخاطر الرفع التشغيلي. و بما أن استخدام الرفع التشغيلي يؤدي إلى رفع نقطة التعادل فأى انخفاض في المبيعات سواء كان سببه المخاطر المنتظمة كوجود حالة كساد أو بسبب المخاطر غير المنتظمة كاتخاذ قرار إداري خاطئ سيزيد من احتمال وقوع خسارة.²

و تسمى مخاطر الرافعة التشغيلية بمخاطر الأعمال (Business Risk) و التي تعني التغير المتوقع في دخل المنشأة قبل الفوائد و الضرائب نتيجة لطبيعة نشاطها و ظروف السوق وحدة المنافسة و التكاليف.

سلوك الرافعة التشغيلية

إذا تجاوزت عمليات المنشأة درجة التعادل يبدأ الرفع التشغيلي في التباطؤ ، وبعبارة أخرى كلما زاد حجم المبيعات انخفض الرفع التشغيلي ، فإذا بدأنا من نقطة التعادل حيث يكون الرفع التشغيلي إلى ما لا نهاية لأن

¹ د محمد علي العامري ، الإدارة المالية ، ط1 ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان ، 2007 ، ص 207 .

² محمد طلال ناصر الدين ، مرجع سبق ذكره ، ص 14 .

المقام صفر في هذه الحالة ، نلاحظ أن الرفع التشغيلي يأخذ بالانخفاض بعد ذلك بمعدلات منخفضة تقترب من (1) ، وهي أقل نسبة يمكن أن تأخذها درجة الرفع التشغيلي .¹

II-1-3-العلاقة بين هيكل التكاليف و الرافعة التشغيلية

يمثل هيكل التكاليف العلاقة بين التكاليف الثابتة و المتغيرة لدى المنشأة، ويؤثر هيكل التكاليف على حساسية صافي ربح المنشأة و المقصود به هنا الرافعة التشغيلية، وهناك من يرى أن الرافعة التشغيلية من مخاطر الأعمال تتعاظم بارتفاع نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف الكلية، إذ كلما زادت نسبة التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف، ترتب على التغير في قيمة المبيعات تغير أكبر في صافي ربح العمليات التشغيلية، بما يعني زيادة حجم مخاطر الأعمال و العكس صحيح.²

توضيح فكرة الرفع التشغيلي

مثال:

كانت مبيعات الشركة "أ" خلال سنة 1993 تعادل (300) ألف دينار و كانت تكاليفها الثابتة (100) ألف دينار ، أما التكاليف المتغيرة فكانت تعادل ما نسبته 60% من المبيعات .
افترضنا أن مبيعات الشركة في سنة 1994 ارتفعت بمقدار 20% كما افترضنا في سيناريو آخر أن المبيعات انخفضت بمقدار 20% ، فان السؤال الذي يطرح هو "كيف ستتأثر الأرباح قبل الفوائد و الضرائب في حالتي التغير الايجابي و السلبي في المبيعات؟

باستخراج قائمة الدخل المتوقعة في الحالتين كانت النتائج كالتالي:

¹ مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص 399.

² محمد طلال ناصر الدين، مرجع سبق ذكره، ص 12-13.

الجدول (1-2) : قائمة الدخل المتوقعة

1994		1993	السنوات قائمة الدخل
انخفاض المبيعات 20%	زيادة المبيعات (20%)		
240.000	360.000	300.000	المبيعات
144.000	216.000	180.000	التكاليف المتغيرة
96.000	144.000	120.000	هامش المساهمة
100.000	100.000	100.000	التكاليف الثابتة
(4.000)	44.000	20.000	صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب

المصدر : محمد طلال ناصر الدين ، مرجع سبق ذكره ، ص 13

يلاحظ أنه:

في حالة الزيادة:

ارتفعت المبيعات بمقدار 20% (من 300 ألف دينار إلى 360 ألف دينار).

ارتفع الأرباح من 20 ألف دينار إلى 44 ألف دينار أي بمقدار 24 ألف دينار.

بلغت نسبة التغير في الأرباح :

في حالة الانخفاض :

انخفض المبيعات بمقدار 20% (من 300 ألف دينار إلى 240 ألف دينار).

انخفضت الأرباح من 20 ألف دينار إلى خسارة بمقدار (4) آلاف دينار أي أن التغير كان سلبا بمقدار (24)

ألف دينار.

بلغت نسبة التغير في الأرباح :

و منه تحسب درجة الرفع التشغيلي كالآتي:

في حالة الزيادة في المبيعات:

في حالة انخفاض المبيعات:

هذا الجواب يعني أن كل زيادة في المبيعات ستقابلها زيادة في الأرباح مقدارها 6 أمثال الزيادة في المبيعات، أي أن زيادة في المبيعات بنسبة 10% ستقابلها زيادة في الأرباح قبل الفوائد و الضرائب بنسبة 60%، وفي المقابل انخفاض المبيعات ب 10% سيقابله انخفاض في الأرباح قبل الفوائد و الضرائب ب 60% .

و يتضح أيضا أن درجة الرفع التشغيلي لا علاقة لها باتجاه التغير في المبيعات ، فإذا كانت هذه الدرجة تبلغ 6 مرات ، فإنها ستبقى كما هي سواء في حالة ارتفاع أو انخفاض المبيعات .

قياس درجة الرفع التشغيلي باستعمال رقم المبيعات

يلاحظ في العلاقة السابقة أنه لحساب درجة الرفع التشغيلي احتجنا لقائمتي دخل تحتويان على المبيعات و تكاليفها و صافي الربح قبل الفوائد والضرائب للوقوف على التغير في المبيعات و التغير في الأرباح ، هذا ويمكن الاستغناء عن مثل هذه القوائم إذا توفرت للمحلل معلومات عن تكلفة الوحدات المنتجة و المبيعة .¹

لدينا:

¹ مفلح محمد عقل ، مرجع سبق ذكره ، ص 399.

أما التغير في الربح، فيمكن التعبير عنه بالتغير في الإيرادات ناقصاً منه التغير في التكاليف المتغيرة، مع ملاحظة أن التكاليف الثابتة لا تدخل في حساب التغير كونها ثابتة. و للوصول إلى قانون احتساب درجة الرفع التشغيلي نتبع الخطوات التالية:¹

- نسبة التغير في الربح

نسبة التغير في الكمية (المبيعات)

¹ د عادل صلح الراوي ، مرجع سبق ذكره، ص 314.

و منه:

حيث:

DOL : درجة الرفع التشغيلي

Q : كمية المبيعات

P: سعر البيع

P_{CV} : التكلفة المتغيرة للوحدة

CF : التكاليف الثابتة التشغيلية

إذا عدنا لمثالنا السابق و افترضنا أن :

$$Q=30.000$$

$$P=10$$

$$P_{cv}=6$$

$$CF=100.000$$

و بتطبيق المعادلة السابقة تصبح درجة الرفع التشغيلي كما يلي:

$$DOL = \frac{30.000(10-6)}{30.000(10-6)-100.000} = 6 \text{ مرة}$$

وتجدر الإشارة إلى أن نقطة تعادل المنشأة ترتبط بدرجة الرفع التشغيلي و العلاقة بينهما طردية فكلما ارتفعت درجة الرفع التشغيلي ارتفعت نقطة التعادل في المنشأة ، وبالعلاقة عكسية مع هامش الأمان إذ أن ارتفاع الرافعة يؤدي إلى ارتفاع كل من العائد و المخاطرة .

II-2- الهيكل التمويلي و الرافعة المالية

عند تقويم مشروع جديد وتحديد رأس المال اللازم للاستثمار تأتي مرحلة دراسة مصادر التمويل المختلفة التي يمكن الحصول منها على الأموال اللازمة لتنفيذ أعمال المشروع، وفي هذه الحالة يمكن الحصول على الأموال المطلوبة من المصادر الخارجية عن طريق إصدار أسهم عادية وممتازة أو إصدار سندات أو الحصول على قروض طويلة الاجل من البنوك العقارية والصناعية ، ولكل مصدر من هذه المصادر تكلفة يتحملها المشروع في سبيل الحصول على الأموال عن طريق إصدار أسهم يترتب عليه الالتزام بدفع أرباح دورية لحاملي الأسهم، والحصول على أموال عن طريق القروض يترتب عليه الالتزام بدفع فوائد دورية للمقرضين ، وعند اختيار مصادر التمويل للمشروع المقترح توجد بدائل بالنسبة لدرجة الآلية التي يمكن استخدامها بحيث يمكن الإستفادة من تطبيق مفهوم الرافعة المالية و التي تعني أن فرصة تحسين الربحية ستكون عن طريق الاقتراض بكلفة ثابتة منخفضة نسبيا، وتشغيل الأموال المقترضة في عمليات المنشأة لتحقيق عائد أفضل من كلفة الاقتراض بافتراض قدرة المنشأة على تحقيق ذلك.

تمويل المشروعات الاستثمارية

تعتبر قرارات تمويل المشاريع الاستثمارية من القرارات المعقدة و الحساسة التي يجب دراستها دراسة جيدة و متأنية.

مفهوم التمويل

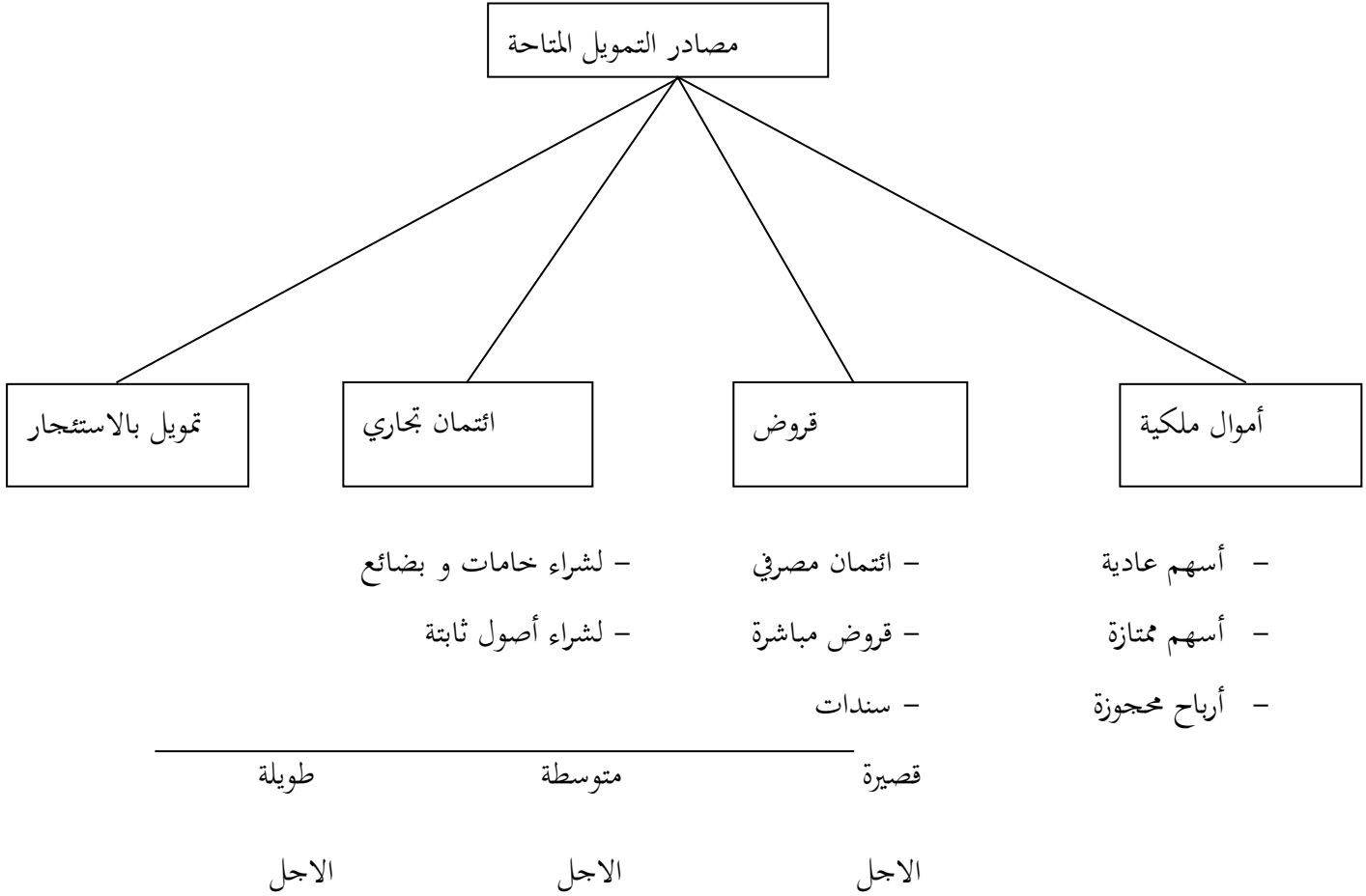
التمويل هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال و الاختيار و تقييم تلك الطرق و الحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية و نوعية احتياجات و التزامات المؤسسة المالية.

مصادر التمويل

يقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي حصلت منها المنشأة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، ومن ثم فإنها تتضمن كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء أكانت تلك العناصر طويلة الأجل أم قصيرة

الأجل، وهو ما يطلق عليه بالهيكل المالي Financial Structure و الشكل التالي يوضح مختلف مصادر التمويل: ¹

الشكل (1-2): مصادر التمويل



المصدر: د سمير محمد عبد العزيز ، مرجع سبق ذكره ، ص 111.

أنواع التمويل وفقا للفترة الزمنية:

تنقسم مصادر التمويل وفقا للفترة الزمنية إلى قسمين مصادر التمويل قصيرة الأجل ومصادر التمويل طويلة

الأجل: ²

¹ د سمير محمد عبد العزيز، الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية و قياس الربحية التجارية و القومية، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2005، ص111.

² بسام محمد الاغا، أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة، 2005، ص45.

أولاً: التمويل قصير الأجل Current – Term Financing

تمتد فترة هذا النوع إلى سنة أو أقل وهو ضروري لتأمين جزء كبير من الموجودات المتداولة للمنشأة. ويتميز هذا النوع من التمويل بالسهولة حيث يتم الحصول عليه بسهولة نتيجة وجود منشآت توظف أموالها في هذا المجال، ومن أنواعه:

- الائتمان التجاري

- الائتمان المصرفي

ثانياً: التمويل متوسط الأجل Intermediate Term Financing

عادة ما تكون استحقاقات التمويل متوسط الأجل واقعة بين التمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل، وعندما يبدأ التمويل طويل الأجل لفترة تزيد عن خمس سنوات فمعنى ذلك أن التمويل المتوسط الأجل يمتد إلى خمس سنوات فقط، ومن أنواعه:

- التمويل بقروض مباشرة متوسطة الأجل

- التمويل باستئجار عناصر الموجودات

- الشراء بالتقسيط

- التمويل بالمرابحة

ثالثاً: التمويل طويل الأجل Long Term Financing

تبلغ فترة استحقاق الديون الطويلة الأجل ما يزيد على الحد الأدنى لها وهو خمس سنوات، ويمكن أن يكون التمويل هذا من مصادر داخلية أو خارجية، ومن أنواعه:

- الدين طويل الأمد (السندات)

- رأس المال السهمي (العادية و الممتازة)

- الأرباح المحجوزة

- مخصصات الامتلاك

تكلفة التمويل

إن عملية حساب تكلفة التمويل تمثل واحدة من الصعوبات الرئيسية التي تواجه الإدارة المالية في منشآت الأعمال، كما أن الحساب الحقيقي لتكلفة التمويل يعتمد على التخمين والتقدير، وعموماً فإن الاهتمام لحساب تكلفة التمويل ينحصر في مصادر التمويل طويلة الأجل - القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية - على اعتبار أنهما المصادر الرئيسية للعمليات الاستثمارية وهذا يعني أن جانباً من مصادر التمويل - التي تعتبر هامة في كثير من الأحيان - لن يتم التعرض لها عند حساب تكلفة التمويل مثل القروض قصيرة الأجل.

وفي ضوء هذا الاتجاه العلمي السائد، ولصعوبة حساب تكلفة التمويل قصير الأجل؛ فإن حساب تكلفة التمويل سوف ينحصر في المصادر الدائمة للمنشأة وهي القروض طويلة الأجل وحقوق الملكية¹.

1- تكلفة الأسهم الممتازة

الأسهم الممتازة تقع بطبيعتها بين الأموال المقترضة وبين الأسهم العادية، فالأسهم الممتازة مثلها مثل القرض تحمل ارتباطاً محدداً على الشركة بدفع مبالغ دورية معينة، وكذلك في حالة التصفية فإن لها امتياز عن الأسهم العادية، ولكنها تختلف عن القرض في أنها لا تأخذ الفوائد في حالة العسر المالي، وبالتالي فإن عدم تسديد فائدتها لا يؤدي إلى الإفلاس كما هو الحال في التمويل بالقروض. وبشكل عام فالأسهم الممتازة تعتبر أقل خطراً من القروض وأكثر خطراً من الأسهم العادية، ويمكن تعريف تكلفة الأسهم الممتازة بأنه مماثل لتعريف تكلفة الأموال المقترضة فهو معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بأسهم ممتازة من أجل ألا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية، وهذا المعدل هو الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوماً على صافي الدخل.

2

أي أن تكلفة الأسهم الممتازة = الأرباح الموزعة / السعر السوقي للأسهم الممتازة

¹ بسام محمد الأغا، مرجع سبق ذكره ص 66-71.

² نفس المرجع و الصفحة سابقاً.

2- تكلفة الأموال المملوكة

أولاً: تكلفة الأسهم العادية Common stock cost

نظراً لأن تكلفة الأسهم العادية تقديرية حيث لا تدفع مباشرة عند الحصول على التمويل وإنما هي عبارة عن الحد الأدنى الذي يتطلع إليه المستثمر من معدل العائد الواجب كسبه على هذه الأموال، لذلك فهناك نماذج عديدة لقياس تكلفة الأسهم العادية أهمها:

أ - نموذج العائد الخالي من المخاطر Bond- Yield- plus-Risk- Premium Approach

ب - نموذج نمو مقسوم الأرباح Dividend- Field-plus-Growth- Rate Approach

ج - نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) The Capital Asset Pricing Model

وفيما يلي توضيح موجز لمضامينها:¹

1. نموذج العائد الخالي من المخاطر Dividend- Field-plus-Growth- Rate Approach

Approcha

يستند هذا لنموذج على أساس طبيعة العلاقة بين تكلفة قروض المنشأة وبين أسهمها العادية، لذلك تكون تكلفة القروض أقل من تكلفة الأسهم العادية، فعندما تستخدم المنشأة نموذج العائد الخالي من المخاطر في قياس كلفة التمويل الممتلك فإنها تقوم بقياس تكلفة القرض بعد الضريبة ثم تضيف عليه بدل مخاطره بتراوح بين 6% (4) لكي تحصل على كلفة حق الملكية كما في المعادلة أدناه:

$$K_s = \text{Bond yield} + \text{Risk premium}$$

حيث :

K_s : معدل تكلفة التمويل الممتلك

2 : نموذج نمو مقسوم الأرباح Dividend- Field-plus-Growth- Rate Approach

¹ بسام محمد الاغا، مرجع سبق ذكره، ص 64.

ويطلق عليه أيضاً نموذج تقييم الحصة أو نموذج كوردن (Gordon Mode) الذي تم تطويره من قبل (Gordan & Shapirp) سنة 1959 ويعتمد النموذج المذكور على الوعد بأن المعدل المتوقع للعائد هو المعدل الذي يجعل سلسلة من الحصص المتوقعة بشكل غير محدد من المستقبل مساوية للسعر الجاري للسهم. لذلك فإن قيمة نصيب السهم المتوقع لمالك الأسهم هو القيمة الحالية للربح المستقبلي المتوقع للدخل الذي يستلمه كما في المعادلة التالية

$$K_s = D_1/P_0 + g$$

حيث أن:

D_1 : الحصة الجارية لكل سهم ، K_s : تكلفة الأسهم العادية

g : معدل النمو المتوقع في الحصة، P_0 : السعر السوقي الجاري لكل سهم

3- نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية The Capital Asset Pricing Model

(CAPM)

يستند نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية The Capital Asset Pricing Model المعروف باختصاراً ب (CAPM) على آلية قياس حالة المخاطرة في استثمار ما، ويربط قياس تلك المخاطرة بمعدل العائد الذي يجب أن يقدم إلى المستثمرين. ويعتمد نموذج (CAPM) على فكرة مبسطة نسبياً مفادها إن معدل العائد على استثمار ما يجب أن يعكس مستوى المخاطرة النسبية لذلك الاستثمار، فالاستثمارات التي هي أعلى من محفظة السوق من حيث المخاطرة فإنه يجب أن تعرض عائد أكبر مما تحققه محفظة السوق، أما الاستثمارات التي هي أقل من محفظة السوق من حيث المخاطرة فإنه يجب أن تعرض عائد أقل من ما تحققه محفظة السوق، والاستثمارات التي هي ذات مخاطرة مساوية لمخاطرة السوق فلا بد أن تعرض عائداً مساوياً لعائد محفظة السوق. وبشكل عام فإن نموذج (CAPM) يوصل إلى حساب تكلفة التمويل وفقاً للمعادلة التالية :

$$K_s = K_{RF} + (K_M - K_{RF}) b_i = K_{RF} + (RPM) b_i$$

حيث أن:

K_{RF} : معدل العائد الخالي من المخاطر K_s : معدل تكلفة التمويل الممتلك

(RPM) : علاوة مخاطرة السوق b_i : مخاطرة الشركة (Beta)

KM : (محفظة السوق) متوسط معدل العائد على الاستثمار في السوق

ثانياً: تكلفة الأرباح المحتجزة Retained Earning Cost

وهي تكلفة الفرصة البديلة والمتمثلة في عدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين حيث تقوم المنشأة باحتجازها حين الحاجة إليها ، وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لتلك الأرباح التي تم احتجازها ، أي أنها تساوي العائد الذي من المفروض أن يتسلمه المساهمون لو لم يتم احتجاز الأرباح ، بمعنى آخر فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي تكلفة الأسهم العادية، غير أن الأرباح المحتجزة لا يوجد لها تكاليف إصدار.

التكلفة المرجحة للأموال (WACC) Weighted Average Cost Of Capital

لحساب تكلفة التمويل لأي مؤسسة فإنه يجب القيام بحساب التكلفة الإجمالية للتمويل والتي هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة للأموال، والمقصود بكلمة المرجحة في هذا المجال، هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من الهيكل الكلي للأموال، وبالتالي يكون لكل مصدر من مصادر التمويل وزن معين مقابل مصادر التمويل الأخرى.

تستعمل هذه الطريقة في حالة زيادة رأس مال المنشأة ويتم استخراج المعدل الموزون لتكلفة التمويل بموجب المعادلة أدناه :

$$WACC = WdKd(1 - T) + WpsKps + WceKs$$

حيث أن:

$WdKd$: نسبة الديون ضرب تكلفتها

$WpsKps$: نسبة الأسهم الممتازة ضرب تكلفتها

$WceKs$: نسبة الأسهم العادية ضرب تكلفتها

الاختيار بين مصادر التمويل

فيما سبق قمنا بتعداد المصادر المتاحة للمنشآت لتمويل احتياجاتها، و السؤال المهم الذي نطرحه هو كيف يتم اختيار المصدر المناسب من بين هذه المصادر؟

بالطبع فان الجواب على هذا السؤال لا يمكن أن يكون موحدًا لجميع المنشآت وفي كل الظروف، أي أن مصدر التمويل المثالي يختلف من منشأة إلى أخرى ، ومن بين العوامل التي يجب مراعاتها عند اختيار مصدر التمويل المثالي ما يلي: ¹

الكلفة: على المدير المالي إجراء مقارنات من حيث كلفة كل مصدر و اختيار المصدر الأقل تكلفة

أسعار الفوائد السائدة: إذا كانت الفوائد مرتفعة في السوق المالية، من المستحسن تمويل الاحتياجات الطويلة الأجل عن طريق الأسهم، لان كلفة السندات تكون مرتفعة.

ربحية المنشأة: إذا كانت ربحية المنشأة عالية فمن المستحسن استخدام السندات لان المنشأة تحقق نسبة أرباح تفوق نسبة الفوائد المدفوعة على السندات.

تركيبة رأس المال: تقييد تركيبة رأس المال من الخيارات المطروحة أمام المنشأة. فمثلا إذا كانت نسبة الديون مرتفعة فقد لا تستطيع المنشأة طرح سندات ، فلا بد لها من بيع الأسهم، ومن المهم أن تحتفظ المنشأة بنسب متوازنة من مصادر التمويل المختلفة.

طبيعة عمل المنشأة: تقييد طبيعة النشاط الذي تمارسه المنشأة خيارات التمويل. فمثلا هناك بعض المنشآت التي لا تمتلك الكثير من الأصول الثابتة لرهنها أو لبيع السندات بضمانتها مثل البنوك، و شركات التأمين، و الشركات المالية، وبالتالي قد تكون مثل هذه المنشآت مجبرة على إصدار السهم بدلا من السندات.

سياسات التمويل

تختلف سياسة التمويل التي تتبعها منشأة تتسم إدارتها بالجرأة عن أخرى تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة في عملية اختيار مصدر التمويل الملائم والمفاضلة بين مصادر التمويل المملوكة ومصادر التمويل المقترضة.

وعادة ما تشير المراجع إلى وجود ثلاثة أنواع لسياسات التمويل: ²

¹ د محمد يونس خان، الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، الأردن، 1995، ص204.

² محمد طلال ناصر الدين، مرجع سبق ذكره، ص28.

1- سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy

2- سياسة التمويل الجريئة (المجازفة) Aggressive Financing Policy

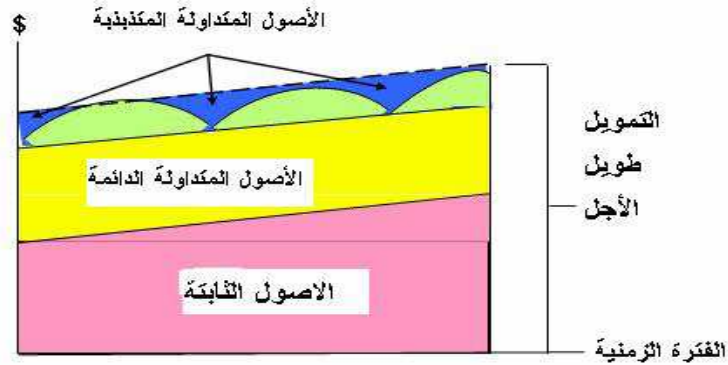
3- سياسة التمويل المثلى (المطابقة) Optimal Financing Policy

وفيما يلي استعراض لماهية هذه السياسات كبداية:

1- سياسة التمويل المتحفظة Conservative Financing Policy

هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تكون إدارة المنشأة من النوع المحافظ، فإنها تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل في تمويل جزء من الأصول المؤقتة؛ وذلك تلافياً لاحتمال انخفاض قدرة المنشأة على تسديد التزاماتها، وهذه السياسة تخفض من مخاطر العسر المالي الذي يرافقه انخفاض في مستوى العائد وفقاً لحالة التلازم بين المخاطرة والعائد المتوقع . كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل (2-2): سياسة التمويل المتحفظة



المصدر : محمد طلال ناصر الدين، "أثر كل من الرافعين التشغيلية و المالية على ربحية السهم العادي لشركات المساهمة العامة الأردنية" ، رسالة ماجستير ، جامعة الشرق الأوسط ، 2011، ص29.

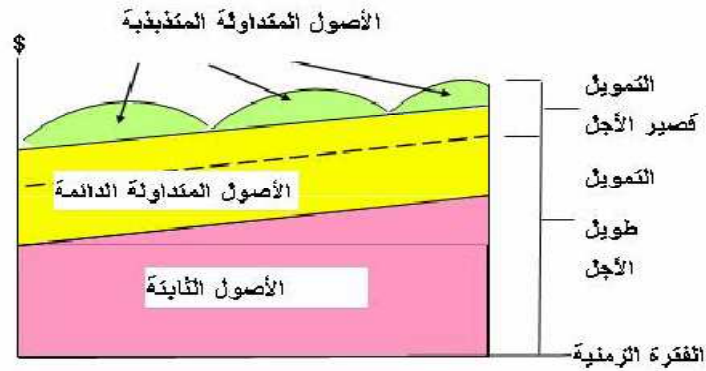
2- سياسة التمويل المجازفة Aggressive Financing Policy

هي السياسة التمويلية التي يتم إتباعها عندما تتميز إدارة المنشأة بقدر من الجرأة فإنها قد تذهب

في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول

الدائمة. وذلك أملا في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر كما موضح في الشكل التالي :

الشكل (2-3) : سياسة التمويل المجازفة

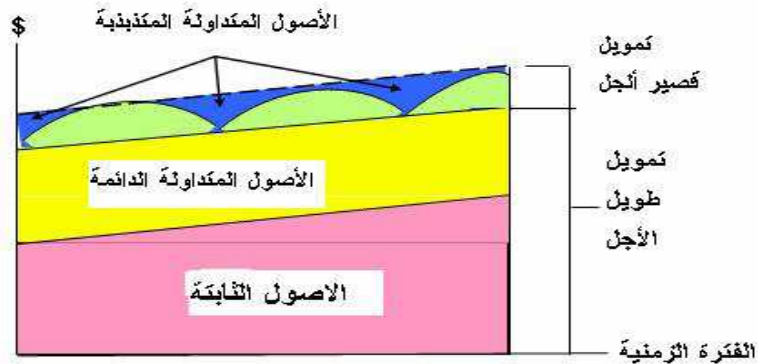


المصدر : محمد طلال ناصر الدين، "أثر كل من الرافعين التشغيلية و المالية على ربحية السهم العادي لشركات المساهمة العامة الأردنية" ، رسالة ماجستير ، جامعة الشرق الأوسط ، 2011،ص29.

3-1- سياسة التمويل المثلى (المطابقة) Maturity Matching Financing Policy

يقصد بها تلك السياسة التي تقوم على الالتزام الحرفي بمبدأ التغطية الذي يقضي بضرورة موازنة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله وعليه تقوم إدارة المنشأة بموجب إتباع سياسة التمويل المثلى بتمويل الأصول الدائمة من مصادر طويلة الأجل والأصول المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل والشكل التالي يوضح هذه السياسة.

الشكل (2-4) : سياسة التمويل المثلى



المصدر : محمد طلال ناصر الدين، "أثر كل من الرافعتين التشغيلية و المالية على ربحية السهم العادي لشركات المساهمة العامة الأردنية" ، رسالة ماجستير ، جامعة الشرق الأوسط ، 2011، ص29.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه يجب اختيار سياسة التمويل الملائمة بناء على الظروف المحيطة بالمنشأة، وعلى التوقعات الدقيقة لهذه المنشأة فيما يتعلق بمدى قدرتها على الوفاء بالتزاماتها.

II-2-1- مفهوم الهيكل التمويلي و علاقته بطبيعة النشاط الاقتصادي

يشير مصطلح الهيكل التمويلي إلى كافة أنواع مصادر التمويل المستخدمة في تمويل إجمالي أصول المشروع و يتكون من: أموال ملكية- أي الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المنشأة -ومصادرهما هي: الأسهم، والأرباح المحتجزة والاحتياطيات النقدية، أموال مقترضة وهي التي يتم الحصول عليها عن طريق القروض التي تحصل عليها المنشأة، ومن أنواعها الائتمان التجاري، والقروض المصرفية القصيرة الأجل والقروض الطويلة الأجل والسندات التي تصدرها المنشأة كنوع من القروض طويلة الأجل، وهو بذلك يختلف عن هيكل رأس المال الذي يتمثل بعناصر التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتضمن حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل ، من هنا فان هيكل رأس المال للمشروع هو جزء من هيكله التمويلي.¹

العوامل المؤثرة في الهيكل التمويلي

هناك عدة عوامل تؤثر على تكوين الهيكل التمويلي داخل المشروع منها ما هو داخلي و يقوم على أساس استخدام مزيج تمويلي يشمل الديون الخارجية والأسهم العادية والأسهم الممتازة وذلك وفق الاحتياجات هذه المشاريع من التمويل بالإضافة إلى نوعية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام هذه المشاريع ويتم ذلك من خلال إتباع سياسة المبادلة بين العوائد والمخاطر والقيام بدراسات معمقة ومستنيرة لاحتياجات المشروع التمويلية والبدائل التمويلية الاستثمارية المتاحة بالإضافة لدراسة تكلفة كل بديل تمويلي هذا بالإضافة إلى دراسة مخاطر التشغيل ودرجة تقبل الإدارة للمخاطر المحيطة والأثر الضريبي ومدى وجود مزايا ضريبية لبديل تمويل على آخر وكذلك مراعاة مرونة الهيكل التمويلي، وفي المقابل فان هناك عوامل خارجية تؤثر في الهيكل التمويلي وتشمل حساسية الجهات المقرضة لارتفاع مديونية الشركة ، وطبيعة الصناعة التي تعمل بها تلك الشركة من حيث المنافسة والنمو واستقرار المبيعات والأرباح وقيمة الموجودات. جميع هذه العوامل يجب أخذها بعين الاعتبار عند تصميم هيكل

¹ جميل حسن النجار ، مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين _ دراسة اختبارية ، مجلة جامعة الأزهر _ سلسلة العلوم الإنسانية ، جامعة القدس المفتوحة _ شمال غزة ، المجلد 15، العدد 1، 2013، ص 285 .

تمويلي مثالي للمشروع ، ولكن غالبا ما يختلف الواقع العملي فقد يختلف الهيكل التمويلي الفعلي والمطبق عن الهيكل التمويلي المثالي الذي تسعى الإدارة للتوصل إليه بسبب متغيرات الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية التي يمر بها المشروع وبالتالي تكون التكلفة المرجحة لمصادر التمويل المستخدمة ليست في حدودها الدنيا .

و من بين هذه العوامل ما يلي :¹

1- معدل نمو المبيعات: يعتبر معدل نمو المبيعات في المستقبل مقياسا لمدى "التضاعف" المحتمل في الإيرادات للسهم الناتج عن الرفع ، وعلى كل فيلاحظ أن أسعار بيع الأسهم العادية تكون عادة مرتفعة في حالة المنشأة التي تتمتع بمعدل مرتفع لنمو المبيعات و الإيرادات ، و لهذا يبدو التمويل بالأسهم العادية مفضلا في مثل هذه الحالة .

2- درجة استقرار المبيعات: ترتبط درجة استقرار المبيعات بنسب الاقتراض ارتباطا مباشرا، فعندما تزيد درجة استقرار المبيعات و الإيرادات تتمكن المنشأة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل درجة من الخطر، وذلك بعكس الحال إذا كانت المبيعات و الإيرادات تتعرض لتقلبات مستمرة عندها تجد المنشأة صعوبة في دفع هذه الالتزامات.

3- المنافسة: إن المقدرة على خدمة الديون تتوقف على ربحية المنشأة و على حجم المبيعات ، وعلى هذا الأساس فان استقرار هوامش الربح له نفس أهمية استقرار المبيعات ، ولا شك إن سهولة دخول منشآت أخرى في الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة و كذلك مقدرة هذه المنشآت على التوسع في طاقاتها سيؤثران على هوامش الربح للمنشأة ، فالصناعة التي تتميز بمعدل نمو مرتفع يتوقع أن تكون هوامش ربحها كبيرة ولكن من ناحية أخرى ينتظر أن تنقص هوامش الربح هذه إذا كانت هذه الصناعة تدرج في مجموعة من الصناعات التي يسهل على المنشآت الجديدة أن تنضم إليها و بالتالي تشارك في سوقها.

4- هيكل الأصول : يؤثر هيكل الأصول على مصادر التمويل بصور عديدة ، فالمنشآت التي تتميز بان أصولها الثابتة تعيش لفترة طويلة و خاصة في حالة الطلب على منتجاتها مؤكدا إلى حد كبير ، تستخدم القروض طويلة الأجل ، أما المنشآت التي تتكون أغلبية أصولها من ذمم و مخزون فتعتمد على القروض قصيرة الأجل .

¹ د عبد الغفار حنفى و اخرون،مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية،الإسكندرية،2002،ص151.

5- اتجاهات رجال الإدارة: إن اتجاهات رجال الإدارة لها تأثير مباشر على اختيار وسائل التمويل وهي مرتبطة بأمرين ، الأول هو التحكم و السيطرة على إدارة المنشأة، والثاني هو الخطر .

فالمنشآت الضخمة التي تنشئت فيها ملكية الأسهم العادية و تتوزع على عدد كبير من المساهمين ستقوم عادة- في حالة الحاجة إلى أموال إضافية- بإصدار أسهم عادية حيث أن ذلك سيترتب عليه تأثير ضئيل على السيطرة الحالية على إدارة المنشأة ، بالإضافة إلى ذلك فإن رجال الإدارة الذين يسهرون على مصالح ملاك المنشأة يحاولون عادة تجنب الملاك خطر استخدام قروض زائدة عن الحاجة وما يترتب على ذلك من خطر التوقف عن التزاماتها الثابتة، ومن ناحية أخرى فملاك المنشآت الصغيرة يفضلون تجنب إصدار الأسهم العادية حتى يتسنى لهم السيطرة الكاملة على إدارة المنشأة ، بالإضافة إلى ذلك فإنهم عادة واثقون من مستقبل المنشأة و قدرتها على تحقيق المكاسب و يميلون إلى زيادة استخدام القروض فيستفيدون من الرفع المالي، ولا يمكن اعتبار أن ذلك قاعدة عامة تنطبق على جميع ملاك المنشآت الصغيرة ، فقد يكون مالك المنشأة الصغيرة أكثر تحفظاً من إدارة المنشآت الكبيرة و بالتالي لا يكون مستعداً لقبول درجة أكبر من الخطر بالحصول على قروض إضافية حيث انه قد يقنع بما يملكه في المنشأة ولا يكون لديه دافع قوي لزيادة حجم إرباحه عن ما يحصل عليه حالياً.

6- اتجاهات المقرض: بالإضافة إلى العوامل السابقة التي تقوم المنشأة بدراستها و تحليلها لتحديد درجة الرفع المالي ، فإن اتجاهات و آراء المقرض تلعب دوراً في غاية الأهمية في تحديد الهيكل المالي للمنشأة ، فيلاحظ في غالبية الأحوال أن المنشأة تناقش هيكلها المالي مع المقرض المحتمل و تعطي وزناً كبيراً لرأيه ، وكثيراً ما يرفض المقرض الزيادة غير الطبيعية في نسب الإقراض لان ذلك معناه تهديد مصالحه في المنشأة.

الهيكل الأمثل لرأس المال

يقصد بهيكل رأس المال الأمثل (والذي هو جزء من هيكل التمويل) :ذلك المزيج من القروض و حقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد والمخاطرة بطريقة تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية ، إذن فسياسة هيكل التمويل يجب أن تضمن نقطة الموازنة بين المخاطرة ومزايا العائد (A Trade- Off Between Risk And Return) فاستخدام المزيد من القروض يزيد المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم ومع ذلك فإن استخدام المزيد من الديون غالباً ما يصاحبه توقع عال لمعدل العائد على حقوق

الملكية (ROE) كذلك فإن المخاطرة العالية تقلل أسعار الأسهم لكن في نفس الوقت العائد المرتفع المتوقع للأسهم يزيد من أسعارها.¹

هذا يبين مدى صعوبة مهمة الإدارة المالية في الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل، أي أنه يجب

عليها أن تسعى لتحقيق هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق التوازن بين المخاطرة والعائد مع تعظيم أسعار الأسهم.

II-2-2- الرافعة المالية (FINANCIAL LEVERADGE)

هناك تشابه قريب بين فكرة الرفع التشغيلي و الرفع المالي لان كليهما يقوم على مبدأ تحسين الربحية بالاستفادة من الصفة الثابتة لبعض النفقات .ففي حالة الرفع التشغيلي لاحظنا أن زيادة المبيعات بعد نقطة التعادل أدت إلى زيادة نسبة أكبر في الأرباح المحققة وذلك بسبب سلوك التكاليف الثابتة التي لا تتغير مع زيادة المبيعات ضمن المدى الإنتاجي المعقول (RELEVANT PRODUCTION RANGE) ، أما في حالة الرفع المالي فسنجد أن فرصة تحسين الربحية ستكون عن طريق الاقتراض بكلفة ثابتة منخفضة نسبياً، وتشغيل الأموال المقترضة في عمليات المنشأة لتحقيق عائد أفضل من كلفة الاقتراض بافتراض قدرة المنشأة على تحقيق ذلك.

يقصد بالرفع المالي هو اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، وبالتالي تكون التكاليف الثابتة (المالية) لديها في هذه الحالة هي الفوائد المدفوعة، أما إذا كانت الشركة تطرح أسهماً ممتازة لسد هذه الاحتياجات فإن التكاليف الثابتة هنا هي أرباح الأسهم الممتازة التي ستقوم الشركة بدفعها إلى المساهمين الممتازين، وذلك لأن الأسهم الممتازة تتمتع بأرباح مضمونة ومحددة.²

ويشير الرفع المالي أيضاً إلى استخدام أموال الغير في التمويل بهدف زيادة أرباح التشغيل قبل الفوائد و الضرائب ، وهو عبارة عن نسبة القروض إلى مجموع الخصوم³

¹ بسام محمد الأغا ، مرجع سبق ذكره،ص 76.

² المرجع السابق،ص 80 .

³ جميل حسن النجار ، مرجع سبق ذكره، ص 286.

و تعرف الرافعة المالية بأنها استخدام التكاليف التمويلية الثابتة من أجل تعظيم أثر التغيير في صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب EBIT على صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة EPS.¹

وهناك من يعتبر الرفع المالي أو الرافعة المالية من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة أو السلبية وإعطائها مظهراً جميلاً، فبدلاً من أن نقول استدانة أو مديونية وهو مصطلح يوحي بالمخاطرة والضعف نقول رافعة مالية وهو مصطلح يوحي بالثقة والقوة.

قياس درجة الرفع المالي

يقاس الرفع المالي بدرجة التغيير النسبي في العائد على السهم أو على رأس المال المرتبط بتغيير معين في الدخل قبل الفائدة و الضريبة ، وتقاس درجة هذا التغيير طبقاً للمعادلة التالية:²

و تفادياً لاحتساب نسبة كل من التغيير النسبي في العائد على السهم و الدخل، يمكن وضع صيغة المعادلة بالشكل التالي:

حيث:

¹ د فايز سليم حداد ، مرجع سبق ذكره ، ص268.

² مفلح محمد عقل ، مرجع سبق ذكره ، ص 404.

DFL: درجة الرفع المالي

EBIT: صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب

I: فوائد الديون

PD: توزيعات أرباح الأسهم الممتازة

إيجابيات الرفع المالي

1. تحسين العائد على حقوق المساهمين نتيجة الفرق بين كلفة الاقتراض و مردود الاستثمار.
2. المحافظة على السيطرة في المؤسسة لان الدائنين لا صوت لهم في الإدارة .
3. عدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة (عدا ما يدفع على شكل فوائد للمقرضين).
4. الاستفادة من الميزة الضريبية.
5. الاقتراض بحكمة يمكن المنشأة من بناء سمعة في السواق المالية ، وهذا أمر هي بحاجة إليه دائما خاصة عندما تحتاج إلى مزيد من الاقتراض.

سلبيات الرفع المالي

- وفي مقابل مجموعة ميزات الرفع المالي هناك مجموعة من السلبيات إذا ما تم في ظل العائد على الاستثمار اقل من تكلفة الاقتراض نذكر منها:¹
- عدم القدرة على خدمة الدين، والتي تتمثل في عدم القدرة على سداد أقساط القروض والفوائد المستحقة في تاريخ استحقاقها مما يعرض الشركة إلى مخاطر إشهار الإفلاس من قبل المقرضين.
 - ارتفاع تكاليف الوكالة المتعلقة بالمقرضين والمتمثلة في زيادة حدة الرقابة والتحكم ببعض الأمور داخل الشركة وذلك من خلال القيود التي تفرض ضمن اتفاقيات القروض المبرمة بين الشركة والمقرضين وهذا يؤدي إلى تقليل مرونة هيكل رأس المال الحالي للمشروع.

¹ جميل حسن النجار، مرجع سبق ذكره، ص 288.

II-2-3- العلاقة بين الهيكل التمويلي و الرافعة المالية

"يعتبر الرفع المالي من العوامل المؤثرة على شكل وطبيعة الهيكل التمويلي داخل المشروع وقد ظهر ذلك من خلال طرح النظرية التقليدية في بداية الخمسينات من القرن الماضي، فوفقا للنظرية التقليدية يمكن استخدام الاقتراض (الرفع المالي) بشكل معقول لزيادة القيمة السوقية، ولم تحدد هذه النظرية كمية الاقتراض المعقولة وإنما دعت المنشآت إلى المحافظة على التوازن بين درجة المخاطرة المرتبطة بزيادة حجم الديون من جهة والانتفاع من مزاياها من جهة أخرى ذلك لأن الخطر التمويلي سيزداد إلى درجة يهدد وجود الشركة ومستقبلها في حالة زيادة الديون عن الحد المعقول(وفقاً لهذه النظرية)، وقد مثلت هذه النظرية بدايات تكوين ما أصبح يعرف بالرفع المالي تلا ذلك تقدم ميلر ومدجلياني اقتراحين شكلا فيما بعد حجر الأساس لكل الكتابات المتعلقة بطرق التمويل ، حيث خلصت هذه النظرية في العام 1952 م إلى أن الشركات المتماثلة في كل أوجه أنشطتها وتتمايز في هياكل تمويلها تتساوى في القيمة السوقية وبالتالي لن يؤثر الرفع المالي على القيمة السوقية للشركات بمعنى أن القرار التمويلي وأسلوب وطريقة التمويل لا يؤثر على القيمة السوقية، إلا أن واضعي النظرية عادا في العام 1963 م وحرارها من قيد الضرائب وخلصوا إلى أن القيمة السوقية للشركة المقترضة تفوق مثيلاتها المعتمدة على أموال الملكية

وقد قدم(Mayers ، 1984) في نظرية تسلسل اختيار مصادر التمويل The Pecking Order Theory وقد جاء الرفع المالي والتمويل بالدين في المرحلة الثانية بعد التمويل بالاحتياطيات والأرباح المحتجزة وقد أظهرت كل من النظريتين السابقتين بوجود علاقة إيجابية بين الرفع المالي من جهة والقيمة السوقية للشركة وبالتالي فإن الاقتراض هو أفضل طرق التمويل.

وقد أجريت العديد من الدراسات لاحقا لما قدمته دراسات ميلر ومدجلياني ، وغالبية هذه الدراسات توصلت إلى نتيجة مهمة وهي أن التوصل إلى هيكل رأس مال مثالي للمشروع يقوم على أساس الموازنة بين المنافع والتكاليف عند اتخاذ القرار المتعلق باستخدام الرفع المالي في التمويل.

وبناء على ما تقدم، فإذا ما احتاجت منشأة إلى أموال إضافية بهدف التوسع والنمو فإن التوجه

الأولى أمام هذه الشركات للحصول على احتياجاتها النقدية هو زيادة حجم الاقتراض الخارجي، أو

التوجه إلى السوق المالي لزيادة رأس المال المصدر أو الحصول على هذه الأموال من خلال مزيج يشمل أموال الملكية وأموال الاقتراض وتتجنب منشآت الأعمال خيار التمويل عن طريق زيادة رأس المال بسبب أن هذا الخيار أكبر تكلفة من أدوات الدين طويلة الأجل".¹

اثر الرفع المالي على ربح السهم

من المعروف أن استخدام المصادر المالية ثابتة التكلفة مثل القروض و الأسهم الممتازة لتمويل أصول المشروع يمثل نوعاً من الرفع المالي أو المتاجرة بالملكية، فإذا كانت الأصول الممولة باستخدام القرض تدر عائداً أكبر من تكلفة القرض، فسوف يزداد ربح السهم دون زيادة استثمار الملاك و يزداد أيضاً ربح السهم العادي عندما تستخدم الأسهم الممتازة في تمويل حيازة الأصول. و لكن تأثير الرفع المالي يكون أكبر في حالة للأسباب التالية:

- تكلفة القرض عادة تكون اقل من تكلفة الأسهم الممتازة.
- الفائدة المدفوعة على القرض تعتبر من الأعباء التي يجوز خصمها من وعاء الربح الخاضع للضريبة، بعكس الأسهم الممتازة التي تعتبر أعباءها على المشروع توزيعاً للربح و ليست تكليفاً عليه. لهذا لا تخصم من وعاء الربح الخاضع للضريبة.

وقد تستطيع الشركات ذات العائد المرتفع قبل الفائدة و الضرائب EBIT أن تحقق استخدام مريح للرفع المالي لزيادة العائد على ملكية حملة الأسهم. ومن الواضح انه تحت الظروف غير الملائمة عندما يكون معدل العائد على مجموع الأصول اقل من تكلفة القرض أو الأسهم الممتازة، فان ربح السهم العادي سوف يتجه إلى الهبوط مع ارتفاع درجة الرفع المالي.

لذلك يعتبر تحليل ربح السهم EPS و الأرباح قبل الفائدة و الضرائب EPIT واحداً من أهم العوامل في تكوين الهيكل المالي المناسب للمشروع، ويتم ذلك بدراسة التقلبات المحتملة في EPIT و تحليل تأثيرها على ربح السهم في ظل الخطط المالية المختلفة. فإذا كانت احتمالات الحصول على معدل عائد على أصول المشروع أكبر من تكلفة القروض فيمكن للمشروع أن يستخدم الاقتراض في تكوين هيكله المالي لزيادة ربح السهم العادي. و العكس إذا كانت احتمالات الحصول على معدل عائد على أصول المشروع اقل من تكلفة القروض، فيجب على المشروع أن يتوقف عن استخدام هذا النوع من التمويل.²

¹ المرجع السابق، ص 287.

² د سمير محمد عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 127.

توضيح فكرة الرفع المالي

مثال:

لشركة " أ " موجودات قيمتها (200) ألف دينار ، و كانت أمامها الخيارات الثلاثة التالية لتمويل هذه الموجودات :

الجدول (2-2) : طرق تمويل الشركة " أ "

بدون دين	25% دين	40% دين	
20.000	20.000	20.000	صافي الربح قبل الفائدة و الضريبة
-	4.000	6.400	الفائدة
20.000	16.000	13.600	الربح قبل الضريبة
10.000	8.000	6.800	الضريبة 50%
10.000	8.000	6.800	صافي الربح بعد الضريبة
0.5	0.53	0.567	العائد على الأسهم/ دينار

المصدر: سمير محمد عبد العزيز، "الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية و قياس الربحية التجارية و القومية"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2005، ص127.

- كانت فوائد الديون 8%

- كان الدخل قبل الفائدة والضرائب يأخذ القيم التالية : 20 ألف دينار

- عدد الأسهم في الحالة الأولى (20) ألف سهم و (15) ألف سهم في الحالة الثانية و (12) ألف دينار في الحالة الثالثة و القيمة الاسمية لكل منها (10) دينار.

هذا و يمكن تلخيص نتائج الخيارات الثلاثة المتاحة للشركة في كل حالة من حالات الدخل الأربعة المختلفة من خلال الجدول التالي (القيم بالآلاف) :

ومنه:

في الحالة الأولى:(بدون دين)

في الحالة الثانية:(25%دين)

في الحالة الثالثة:(40%دين)

نلاحظ انه كلما زاد استخدام الشركة^أ لأموال الغير ذات التكلفة الثابتة، كلما ارتفع معدل العائد الذي يحصل عليه ملاكها، وهذا ما يسمى بالرفع المالي .

II-3- استخدامات الرفع في تخطيط الربحية

تعتبر الرافعة التشغيلية و المالية من الأدوات التحليلية المفيدة في تخطيط ربحية المشروعات الاستثمارية بشرط دراسة وتحليل العوامل والمتغيرات التي تؤثر على استخدام الرافعتين حتى يمكن الاستفادة منهما بصورة فعالة في تخطيط ربحية المشروع.

II-3-1- العلاقة بين الرافعة التشغيلية و الرافعة المالية (الرفع المشترك)

"يترتب على الرفع التشغيلي -تأثيرا مضاعفا- على الإيرادات قبل الفائدة و الضريبة كنتيجة للتغير في حجم المبيعات . و إذا أدخلنا الرفع المالي في هذه الصورة ، فان التغيرات في الإيرادات قبل الفائدة و الضريبة

يترتب عليها- تأثيرا مضاعفا- على إيراد السهم . وهذا معناه أنه لو استخدمت المنشأة جرعات كبيرة من كلا الرفع التشغيلي و المالي ،فان أي تغير في حجم المبيعات -ولو كان صغيرا جدا- سيؤدي إلى تقلبات كبيرة في إيراد السهم " ¹.

"ويمكن تعريف الرفع الكلي **Totale leverage** بأنه التأثير الكلي الذي يحدثه التغير في المبيعات على صافي الربح بعد الضريبة ،وذلك نتيجة لوجود التكاليف الثابتة التشغيلية و المالية . هذا يعني أن الرفع الكلي يكشف عن تأثير هيكل التركيبات الإنتاجية و الهيكل المالي معا على صافي الربح بعد الضريبة ، وذلك ما توضحه المعادلة التالية: ²

$$\text{أثر الرفع الكلي} = \text{DOL} * \text{DFL}$$

حيث:

DOL: درجة الرفع التشغيلي

DFL: درجة الرفع المالي

حيث:

Q: كمية المبيعات

P: سعر البيع

P_{CV}: التكلفة المتغيرة للوحدة

¹ د محمد صالح الحناوى ، الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال، 2008، ص 277.

² د منير إبراهيم هندی، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، 2003، ص 590.

CF: التكاليف الثابتة

i: فوائد الديون

PD: توزيعات أرباح الأسهم الممتازة

يتم حساب درجة الرفع الكلي بضرب درجة الرفع التشغيلية في درجة الرفع المالية كالآتي:

الرفع الكلي

ومن المعادلة السابقة يمكن استنتاج العوامل المؤثرة على درجة الرفع الكلي و تتمثل فيما يلي:

1- مستوى المبيعات: فكلما ارتفعت المبيعات أدى ذلك إلى انخفاض درجة الرافعة الكلية، مع فرض ثبات العناصر الأخرى.

2- التكاليف الثابتة (التشغيلية، المالية): فكلما ارتفعت هذه التكاليف أدى ذلك إلى ارتفاع درجة الرفع الكلي، مع ثبات العناصر الأخرى.

II-3-2- استخدام الرافعة التشغيلية في تخطيط الربحية

نعلم انه كلما انخفضت نسبة التكاليف الثابتة كلما انخفض التأثير (الرفع التشغيلي) الذي يحدثه التغيير في المبيعات على التغيير في صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب . و لهذه المعلومة أهمية بالنسبة للمستثمر ، فلو أنه بصدد المقارنة مثلا بين المنشأة (A) و المنشأة (B) و كانت نسبة التكاليف الثابتة في المنشأة (A) أعلى من مثلتها في المنشأة (B) ، فان هذا يعني أن درجة الرفع التشغيلي في المنشأة (A) أعلى من مثيله في المنشأة (B) ، وإذا ما كان الاقتصاد مقبلا على فترة تتسم بقدر من الرواج فان أسهم المنشأة (A) سوف ترتفع قيمتها

في السوق بمعدل أكبر، لأن تغيرا ايجابيا معيناً في حجم المبيعات سيترتب عليه تغيراً أكبر في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب و بنفس الاتجاه ، و ذلك مقارنة مع المنشأة (B) . أما إذا كان الاقتصاد مقبلاً على فترة تتسم بالكساد فان القيمة السوقية لأسهم المنشأة (A) ستخفض بمعدل أكبر ، لأن تغيراً سلبياً معيناً في حجم المبيعات سيترتب عليه تغيراً أكبر في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب ، وذلك مقارنة مع المنشأة (B) .

ومنه إذا كان يتوقع للمشروع أنه يحقق مستوى كبير من المبيعات فيفضل استخدام الرافعة التشغيلية بدرجة كبيرة وذلك لزيادة الأرباح بصورة كبيرة، لكن في حالة توقع انخفاض لمستوى المبيعات فإنها تؤدي إلى قدر كبير من الخسائر ، ولذلك يفضل استخدام الرافعة التشغيلية ذات الدرجة المنخفضة لأنها تحقق اقل قدر من الخسارة .

II-3-3- الاستفادة من الرافعة المالية في تخطيط الربحية

إن الأسلوب السليم لفهم الاستخدام المفيد لرافعة التمويل في مجال تخطيط الربحية هو تحليل تأثيرها على الربحية في ظل حالات مختلفة، ويمكن توضيح ذلك بالمثال الآتي:¹

نفرض أن لدينا ثلاث مشروعات A، B، C تعمل في نفس مجال النشاط و إنها متساوية في كافة ظروفها، ولكنها تختلف في سياساتها المالية كما يلي:

المشروع (A) لا يستخدم أي نوع من أنواع الاقتراض، درجة الرفع المالي لديه تساوي صفر

المشروع (B) يستخدم قروضا بنسبة 50 % من إجمالي رأس المال المستثمر.

المشروع (C) يستخدم قروضا بنسبة 75% من إجمالي رأس المال المستثمر.

¹ احمد فرحات، تخطيط ربحية المشروعات الاستثمارية باستخدام رافعتي التشغيل و التمويل، 10:00:04/05/2017،

الجدول (2-3) : السياسة المالية لكل مشروع

المشروع	المشروع (A)	المشروع (B)	المشروع (C)
قروض	-	100	150
رأسمال	200	100	50
مج الميزانية	200	200	200

المصدر: احمد فرحات، www.accountingforarab.blogspot.com

وكان صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب في ظل الحالات المختلفة
كما يلي:

2%، 5%، 8%، 11%، 14% أي ما يعادل: 4دج، 10دج، 16دج، 22دج، 28دج على الترتيب

وتوضح الجداول التالية كيف تؤثر سياسة هذه الهياكل المالية الثلاثة على ربح الوحدة الواحدة من رأس المال في
ظل الحالات المختلفة:

الجدول (2-4): قائمة الدخل للمشروع (A)

28	22	16	10	4	صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب
-	-	-	-	-	الفائدة
28	22	16	10	4	صافي الربح بعد الفائدة
14	11	8	5	2	الضريبة 50%
14	11	8	5	2	صافي الربح بعد الضريبة
7%	5.5%	4%	2.5%	1%	ربح الوحدة الواحدة من رأس المال (200 دينار)

المصدر: احمد فرحات، www.accountingforarab.blogspot.com

الجدول (2-5): قائمة الدخل للمشروع (B)

28	22	16	10	4	صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب
6	6	6	6	6	الفائدة
22	16	10	4	(2)	صافي الربح بعد الفائدة
11	8	5	2	-	الضريبة 50%
11	8	5	2	-	صافي الربح بعد الضريبة
11%	8%	5%	2%	-	ربح الوحدة الواحدة من رأس المال (100 دينار)

المصدر: احمد فرحات، www.accountingforarab.blogspot.com

:

الجدول (2-6): قائمة الدخل للمشروع (C)

28	22	16	10	4	صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب
9	9	9	9	9	الفائدة
19	13	7	1	(5)	صافي الربح بعد الفائدة
9.5	6.5	3.5	0.5	-	الضريبة 50%
9.5	6.5	3.5	0.5	-	صافي الربح بعد الفوائد و الضرائب
%19	% 13	% 7	% 1	-	ربح الوحدة الواحدة من رأس المال (50دينار)

المصدر: احمد فرحات، www.accountingforarab.blogspot.com

نلاحظ من الجداول السابقة ما يلي:¹

- عندما تكون الحالة الاقتصادية سيئة جدا فان هامش المبيعات يكون منخفضا و تربع المشروعات 2% فقط على الأصول المستثمرة وعندما تكون الحالة الاقتصادية سيئة فان عائد الأصول 5% ، أما في ظل الحالة العادية فان العائد يرتفع الى 8% وفي ظل الحالة المعتدلة يرتفع إلى 11% أما في الظروف الحسنة يبلغ 14%
- يتضح اثر استخدام رافعة التمويل على عائد الأسهم العادية عند تغير عائد الأصول المستثمرة نتيجة تغير الحالة الاقتصادية من الحالة العادية إلى الحالة الحسنة، ويتضح ذلك بالنسبة للمشروعين (B) ، (C) والذي يستخدم كل منهما القروض في هيكل التمويل، فمثلا تبلغ الزيادة في العائد على الأصول بمقدار 37.5% وهي نفس الزيادة في عائد الأسهم العادية بالنسبة للمشروع (A) وهو لا يستخدم القروض، أما بالنسبة للمشروع (B) فان الزيادة في العائد على الأصول بمقدار 37.5% أدت لزيادة عائد حاملي الأسهم بمقدار 60% وهو يستخدم القروض بنسبة 50%، أما بالنسبة للمشروع (C) فان الزيادة في العائد على الأصول بمقدار 37.5% أدت إلى زيادة عائد حاملي الأسهم بمقدار 86% وهو يستخدم أعلى نسبة من القروض أي 75%.

¹ www.accountingforarab.blogspot.com .

خاتمة الفصل

مما سبق يتضح لنا أن الرفع التشغيلي و المالي بصفة عامة يعكسان مدى اعتماد المنشأة على أدوات الإنتاج ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة . و للرفع تأثيران متضادان، فهو يسهم في زيادة ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال ، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها ، يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية ، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية.

III- دراسة حالة مؤسسة

GIPLAIT لإنتاج الحليب و

مشتقاته بولاية سعيدة

حتى لا تبقى دراستنا منحصرة على الجانب النظري فقط ، نخصص هذا الفصل للجانب التطبيقي ، حيث تم اختيار مؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة، سنحاول من خلال ذلك معرفة اثر كل من الرافعة التشغيلية و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال المستثمر، وذلك حتى يتسنى للإدارة المالية في المؤسسة استخدام رافعتي التشغيل و المالية في تخطيط ربحية المؤسسة.

III - 1 - 1- عموميات حول مؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته

سنحاول في هذا المبحث أن نستعرض بعض المفاهيم المتعلقة بمؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته و شرح و توضيح الهيكل التنظيمي لها.

III - 1- 1- التعريف بمؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته

أنشئت المؤسسة بأمر رقم 69- 63 في 20 نوفمبر 1996 و هي في شكل مؤسسة عمومية ذات طابع تجاري و صناعي تتمتع بالشخصية المعنوية و الاستقلالية المالية، نلاحظ أن الديوان للحليب تحت سلطة وزارة الفلاحة و قد تم تقسيم هذا الديوان حسب النواحي التالية:

-الناحية الشرقية **ORELAIT** .

-الناحية الوسطى **OROLAC** .

-الناحية الغربية **OROLAIT** .

التعريف ب OROLAIT

يعتبر الديوان الجهوي للغربي للحليب و مشتقاته مؤسسة عمومية اقتصادية ، و هي مختصة في إنتاج الحليب و مشتقاته عن طريق وحداتها المنتشرة عبر الجهة الغربية من الوطن ، مقرها الرئيسي في مدينة وهران .

تأسست هذه المؤسسة في سنة 1948 عن طريق مجموعة من منتجي الحليب كان عددهم 150 منتج برأس مال يقدر ب 900000 فرنك فرنسي و بطاقة إنتاجية تقدر ب 420 ألف لتر يوميا ، و هذا تحت اسم مركب حليب وهران (CLO) .

عرفت المؤسسة عدة تغيرات ، حيث سنة 1967 أصبحت تسمى بتعاونية حليب وهران ، و في عام 1970 حل محلها الديوان الوطني للحليب و مشتقاته و الذي هو مؤسسة إنتاجية و تجارية.

أما في 12- 12- 1981 أنشئ الديوان الغربي للحليب و مشتقاته **OROLAIT** في إطار إعادة تركيب المؤسسات بمرسوم رقم 81-354 و هذا الديوان كانت له مجموعة من المهام الرئيسية كمعالجة الحليب و مشتقاته.

بعد الإصلاحات الاقتصادية دخلت المؤسسة الاستقلالية في ماي 1990 ، و تحررت من ناحية التسيير و التمويل و إقامة المشاريع الاستثمارية و اختيار الموردين و أصبح الديوان مؤسسة عمومية اقتصادية في شكل أسهم تنتمي لقطاع التغذية ، و مزودة برأس مال يقدر ب 40 مليون دينار جزائري و يحتوي على الوحدات التالية:

-وحدة الإنتاج بوهران.

-وحدة الإنتاج بسيدي بلعباس.

-وحدة الإنتاج بمستغانم.

-وحدة الإنتاج بسعيدة.

-وحدة الإنتاج بمعسكر.

-وحدة الإنتاج بتيارت.

-وحدة الإنتاج ببشار.

-وحدة الإنتاج بتلمسان.

III -1-2- لمحة تاريخية عن الوحدة

GROUPE INDUSTRIEL DES PRODUCTIONS LAITIÈRES (GIPLAIT)

وحدة سعيدة * المنبع * تقع بالقرب من مدينة سعيدة شمالا بالمنطقة الصناعية كانت البداية في بنائها سنة 1984 و دخلت ميدان إنتاج في 13-2-1988 بقدرة إنتاجية تقدر ب 40000 لتر من الحليب و 10000 لتر من اللبن.

كانت هذه الوحدة تابعة إلى المؤسسة الأم **OROLAIT** بوهران إلى غاية 30-12-1997 ، من 1-10-1997 أصبحت هذه الوحدة تسمى بوحدة المنبع للحليب و هي وحدة مستقلة رأس مالها يقدر ب 1000000 دج و يتمثل إنتاجها في الحليب و مشتقاته كما تتسع مناطق توزيع إلى كل من وهران ، مشرية ، عين الصفراء، فرندة ، البيض، سيق ، المحمدية.

تنقسم الوحدة إلى ثلاثة بنايات:

1-المخزن الخاص بالمواد الأولية و مواد التغليف.

2-الورشة الخاصة بالإنتاج مقسمة إلى خمسة أقسام:

أ - ورشة إعادة التركيب.

ب - ورشة التعقيم أو البسترة.

ت - ورشة التكييف أو التعليب.

ث - قسم التنظيف.

ج - غرفة التبريد.

3- البناية الإدارية :

تشغل الوحدة 3*7سا يوميا بحيث أن عدد العمال الإجمالي هو 86 عاملا موزعين حسب المصالح و ذلك كتوزيع أولي كما يلي:

-المديرية و الإدارة العامة و المراقبة و التسيير : 5 عمال.

-المحاسبة و المالية: 5 عمال.

-الإنتاج: 23 عامل.

-الصيانة: 7 عمال.

-التموين: 3 عمال.

-البيع: 17 عامل.

-مصلحة الاستقبال : هذه المصلحة يستقبل فيها حليب البقر من عند الفلاحين ،العدد 3 :عمال.

-المخبر: 2 عمال.

-الأمن: 11 عامل.

كما يوجد توزيع ثانوي لعدد عمال الوحدة و ذلك يتم كما يلي:

-منفذين: 49 عامل.

-السيطرة: 18 عامل.

-الإطارات: 9 عمال.

-الإطارات العليا : 10 عمال.

تنتج الوحدة حوالي 140000 لتر يوميا توزع كلها و هي مقسمة كالتالي:

- 110000 لتر حليب معقم .

- 20000 لتر حليب بقر .

- 10000 لتر لبن .

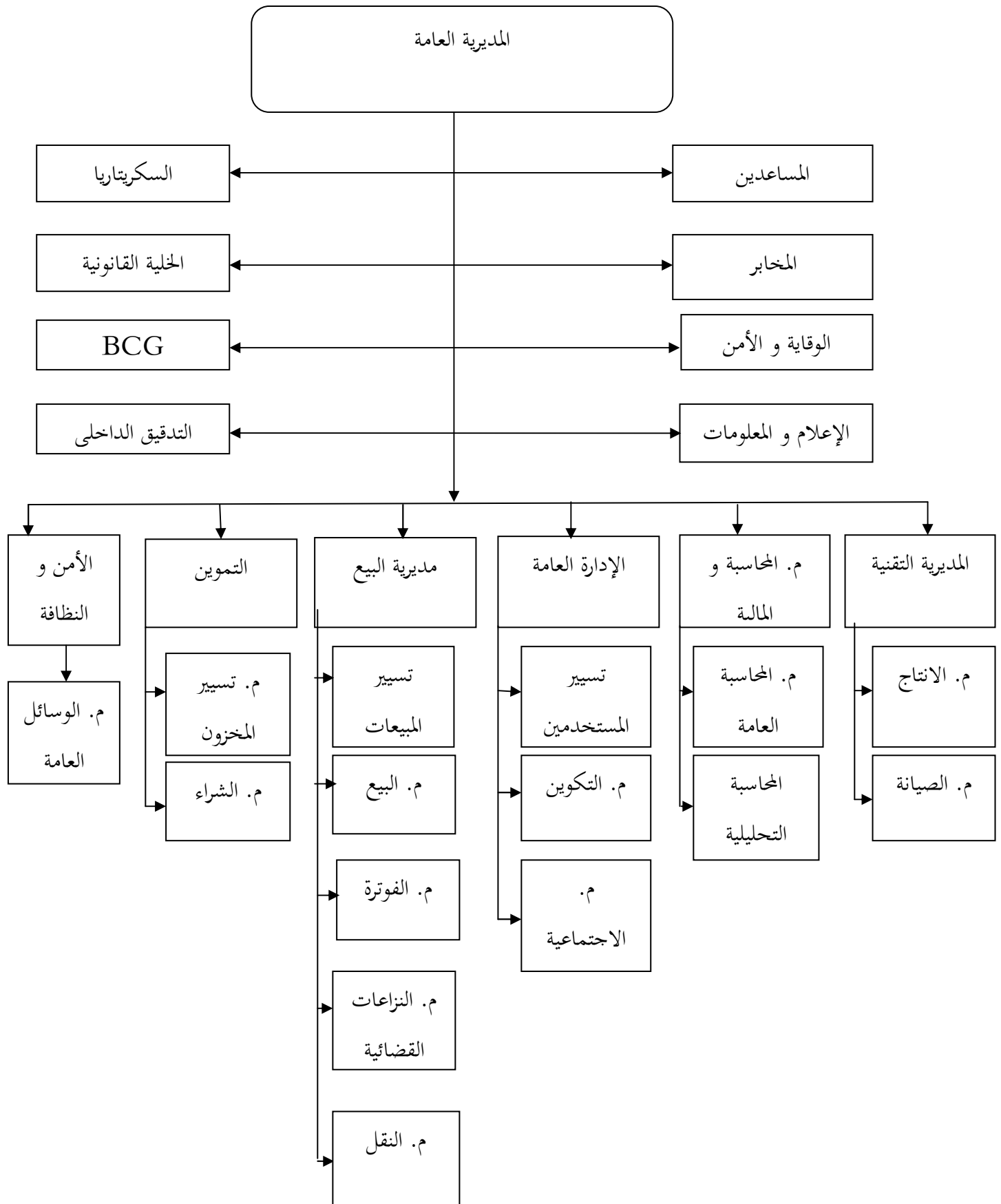
يتم إنتاج الحليب على نوعين، الكيس و العلبه، و كذلك بالنسبة للبن.

ومستقبلا تحضر المؤسسة مشروع إنتاج الجبن لكن هذا المشروع تعترضه بعض العراقيل الإدارية رغم وصول التجهيزات الخاصة بالإنتاج و توفر الإمكانيات و الأرضية اللازمة لذلك.

III-1-3-الهيكل التنظيمي لمؤسسة الحليب و مشتقاته

بالنسبة للهيكل التنظيمي للمؤسسة فهو يضم عدة مصالح تابعة لهذه الأخيرة لا يمكن الاستغناء عنها و هي مرتبة حسب الشرح التابع لها.

الشكل(3-1): الهيكل التنظيمي لمؤسسة إنتاج الحليب و مشتقاته



المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على الوثائق الداخلية للمؤسسة محل الدراسة

شرح الهيكل التنظيمي للوحدة :

و يتكون هذا الهيكل من 6 مديريات أو مصالح رئيسية تابعة لها مصالح ثانوية:

1-المديرية التقنية

تضم هذه المديرية 4 مصالح ثانوية:

أ - مصلحة الإنتاج

و هذه المصلحة بدورها تضم ورشتين : ورشة التحضير، ورشة التعقيم.

* ورشة التحضير

و يتم في هذه المرحلة تخطيط المادة الأولية * مسحوق الحليب * مع إضافة الماء و بعض المستلزمات الضرورية للحصول على الحليب , هذه المواد التي تستورد غالبا من الدول الاسكندنافية بالتحديد من النرويج.

* ورشة التعقيم:

هذه المرحلة يتم تعقيم الحليب أو ما يعرف بعملية البسترة حتى يكون صالحا للاستهلاك البشري. إضافة إلى الورشتين السابقتين هناك غرفتين للتبريد تفصلان بينهما، الغرفة الأولى مخصصة لحزن مشتقات الحليب التي تحتاج إلى برودة شديدة و هي منتجات ذات مدة صلاحية طويلة ، أما الغرفة الثانية فدرجة البرودة فيها متوسطة و يتم فيها تخزين المنتجات التي تكون مدة فسادها سريعة جدا كالجبن مثلا ، و تفكر المؤسسة في زيادة إنتاج بإضافة فرقة ثالثة من العمل لضمان الإنتاج على مدار الساعة.

ب - مصلحة الصيانة

تقوم هذه المصلحة بصيانة و إصلاح آلات و تجهيزات مستعملة في الإنتاج ، و لها علاقة أيضا مع مصلحة التموين و التوزيع عن طريق إصلاح وسائل النقل حيث تسهر هذه المصلحة على:

-ضمان المحافظة على وسائل الإنتاج.

-ضمان الصيانة والتشغيل المتواصل لكل التجهيزات المرتبطة و المشاركة في الإنتاج.

-تحقيق الأهداف المسطرة ضمن برنامج الصيانة المعدة سابقا.

-إعداد وتنسيق و مراقبة الصيانة السنوية للوحدة.

و نظم مكتبا للدراسات وورشنة لعملية الصيانة المجهزة بالوسائل اللازمة لذلك.

ج - المخبر

يقوم باستقبال حليب المربين و إجراء تحاليل للتأكد من مدى مطابقته للمعايير المطلوبة سواء تعلق

الأمر بنسبة الماء أو درجة الحموضة و هذا عن طريق تحاليل فيزيوكيميائية ثم تحاليل بكتولوجية للتأكد من خلوه من أي أمراض و يقوم بتحليل المواد المستوردة من الوحدات الأخرى.

د - مصلحة تجميع و استقبال الحليب

دورها استقبال حليب المربين و تسييرهم إداريا و يتم تسييرهم و تنظيمهم بالتعاون مع المخبر.

2- مديرية المحاسبة و المالية:

تحتوي هذه الوظيفة على المصالح التالية:

أ - مصلحة المحاسبة العامة

والتي تعني بضبط العمليات و الحسابات المالية التجارية وفقا لأصول المحاسبة المتعارف عليها، و بناء على الوثائق

التي يحتفظ بها لغرض الإثبات و التطهير و من أهم مهامها:

- مراقبة و متابعة الصندوق و توجيه المداخيل إلى البنك.

- مراقبة خزينة المؤسسة.

- تبرير نفقات و مداخيل المؤسسة.

- إعداد قوائم الحسابات الختامية كالميزانية ، جدول حسابات النتائج والتي تمكن من تحليل وضعيتها

التسيير داخل المؤسسة.

- القيام بعملية الجرد ، الترحيل إلى دفتر الأستاذ و تسجيل العمليات يوميا.

ب - المحاسبة التحليلية

و التي تم الشروع في تطبيقها نظرا للنقائص الناتجة عن المحاسبة العامة، فبواسطة المحاسبة التحليلية يتم تصنيف التكاليف و تحليلها، و حساب التكلفة النهائية بدقة.

3- الإدارة العامة

وظيفتها الرئيسية هي تسيير المستخدمين و تنقسم إلى المصالح الآتية:

أ - تسيير المستخدمين

تتتم هذه المصلحة بشؤون المستخدمين و التأكد من صلاحية العاملين و تأهيلهم من كونهم في الأماكن المناسبة و من كون شروط عملهم الحسنة و مشجعة على بذل الجهد و تكريس الطاقات من أجل العمل، كما أنها تسهر على ضمان حقوق و واجبات العامل في إطار ما يعرف بعلاقات العمل.

ب - مصلحة التكوين

دورها يتمثل في إطارات المؤسسة أو إطارات أخرى غير تابعة للمؤسسة * التكوين المهني، المتربصين ... الخ. *

ج - المصلحة الاجتماعية

تسهر هذه الأخيرة على حل كل مشاكل العمال الاجتماعية و المهنية، و تشرف على تلبية متطلبات العمل في ظروف أفضل، كما تقوم بالتأمين على كافة العمال داخل الوحدة.

4 - مديرية البيع

تنقسم هذه المديرية إلى المصالح الآتية:

أ - مصلحة تسيير المبيعات

و يتلخص دورها في الاستقبال و البيع و تسيير هذه العمليات إداريا.

ب - مصلحة البيع

تتم بيع منتج الحليب و مشتقاته و تسيير موزعي الحليب سواء داخل الولاية أو خارجها.

ت - مصلحة الفوترة

يتلخص دورها في إعداد الفواتير لكل المبيعات سواء تعلق الأمر بالحليب أو مشتقاته.

د - مصلحة النزاعات القضائية

تتم نكل النزاعات القضائية التي تخص الوحدة سواء تعلق الأمر بالموزعين أو العمال ، فأحيانا يخل أحد الموزعين بالعقد الذي يربطه بالوحدة فهنا يأتي دور هذه المصلحة في متابعتها قضائيا

و - مصلحة النقل

المهمة الأساسية لهذه المصلحة تتمثل في توفير وسائل النقل سواء نقل المواد الأولية أو المنتجات أو قطع الغيار.

5- مديرية التموين

تقوم بتموين الوحدة بكل مستلزمات الإنتاج من غبرة ، الحليب ، مادة دسمة ، مواد التغليف... الخ إذ تحصل على المادة الأولية الغبرة عن طريق المؤسسة الأم و هذا عبر مؤسسة أنشئت لغرض تموين الوحدات بالمواد الأولية ، حيث ترسل الوحدة الكمية المطلوبة و تقوم تلك المؤسسة بشرائها و التفاوض مع الشركات الأجنبية مباشرة ، أما فيما يخص مواد التغليف من نوع الكيس فإنها كانت تجلب من إسبانيا ثم انطلق إنتاجها محليا بمركب المدية و هي ذات جودة متوسطة و لكنها تتحسن مع مرور الوقت ، كما أنها تحصل على مادة التغليف من نوع علب ألمانيا.

كان قرار بدء إنتاج العلب قد تم على مستوى المديرية الجهوية بوهران و هذا ضمن خطة وطنية تهدف إلى التخلص من الكيس التقليدي لكن هذا المشروع لم يكتمل و لقد عادت المؤسسة بعد مدة إلى الطريقة الأولى نظرا لعدم رواج هذه الفكرة ، و اتجهت بهذا النوع من التغليف إلى ولايات أخرى و بالأخص وهران ، و تنقسم هذه المديرية إلى مصلحتين:

*مصلحة تسيير المخزون

تتم بتسيير وإدارة المدخلات و المخرجات للمواد الأولية المختلفة مواد التغليف ، مواد التنظيف ، قطع الغيار، و بالتالي فهذه المصلحة تتعامل مع كل أقسام الوحدة.

*مصلحة الشراء

تتم بكل ما يتعلق بشراء المواد الأولية و كل مستلزمات الإنتاج.

6- مصلحة الأمن و النظافة

(تضم مصلحة الوسائل العامة) تقوم بمراقبة المعدات و أمن العمال كما أنها مسؤولة عن مراقبة دخول و خروج العمال و الشاحنات، و تقوم بحفظ الوحدة و تنقسم بدورها إلى:

مصلحة الوسائل العامة

تسهر على توفير كل مستخدمات المكتب و مستلزمات التنظيف.

III -2- الطريقة و الإجراءات المتبعة في الدراسة

وفقا لنموذج الدراسة و فرضياتها ، تبحث الدراسة عن العلاقة بين ثلاثة متغيرات أساسية تتمثل بالرافعة التشغيلية و الرافعة المالية و ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال، و تطلب الأمر عرض هذه المتغيرات و بيان كيفية احتسابها ، وذلك تمهيدا لتحليل و تفسير نتائج الفرضيات التي تسعى الدراسة للتحقق منها.

III -2-1- منهجية الدراسة

تم الاعتماد في هذه الدراسة على المنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية¹، حيث تم دراسة وتحليل القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة لمدة عشر سنوات (2004-2013)، وتم إيجاد العلاقة بين المتغيرات التابعة (ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال) والمستقلة (درجة الرفع التشغيلي و المالي) خلال السنوات العشر، كما تم

¹ يقصد بالمنهج الوصفي ذي الدلالة الطولية العلائقية (حسب ذوقان عبيدات، 2000) دراسة الظاهرة كما توجد في الواقع لفترة زمنية متتابعة والتعبير عنها إما كمياً أو وصفيًا، وقياس تطور العلاقة بين المتغيرات خلال الفترة الزمنية المتتابعة

الاعتماد على الإصدارات الرسمية للمؤسسة قيد الدراسة بشكل أساسي، وذلك من واقع القوائم المالية السنوية (الميزانية العمومية وقائمة الدخل)، إضافة إلى ذلك جمع البيانات الأولية من خلال إجراء لبعض المقابلات مع المديرين الماليين للمؤسسة قيد الدراسة.

- تمت طريقة حساب المتغيرات وفقا للعلاقات التالية:

حيث:

DOL: درجة الرفع التشغيلي

Q : كمية المبيعات

P: سعر البيع

P_{CV}: التكلفة المتغيرة للوحدة

CF : التكاليف الثابتة التشغيلية

حيث:

DFL: درجة الرفع المالي

EBIT: صافي الربح قبل الفوائد و الضرائب

I: فوائد الديون

PD: توزيعات أرباح الأسهم الممتازة

لمال

فكانت النتائج كالتالي :

الجدول (3-1): قيم متغيرات الدراسة

السنوات	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال	0.116	0.381	0.433	0.674	0.254	0.179	0.051	0.190	0.094	0.244
DOL	1.339	1.468	1.421	1.376	1.565	1.217	1.241	1.166	1.158	1.606
DFL	1.822	1.832	1.913	1.843	1.896	1.488	1.263	1.376	1.381	1.255

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على القوائم المالية للمؤسسة محل الدراسة

III-2-2- المعالجة الإحصائية المستخدمة في الدراسة

بالاستفادة من الدراسات السابقة، و استشارة المختصين في الجوانب الإحصائية، و لغرض اختبار فرضيات الدراسة، تم إجراء الدراسة التطبيقية باستخدام الحزمة الإحصائية للعلوم الاجتماعية و الإنسانية (SPSS) (Statistical Packages For Social Scienses) بالإضافة إلى استخدام الأساليب الإحصائية التالية:

1- معامل الارتباط (بيرسون)

2- تحليل الانحدار البسيط

3- تحليل التباين المشترك ANOVA

III-3- نتائج التحليل الإحصائي و اختبار الفرضيات

III-3-1- اختبار الفرضيات

تم إخضاع الفرضيتين الأولى و الثانية لاختبار تحليل الانحدار البسيط عند مستوى معنوية (0.05) ، في حين تم إخضاع الفرضية الثالثة لاختبار تحليل التباين المشترك ANOVA.

و سيتم رفض أو قبول الفرضية وفقا لقاعدة القرار التالية :

ترفض الفرضية العدمية (H_0) إذا كانت : (t) المحسوبة < من قيمة (t) الجدولية ، أو إذا كانت قيمة مستوى الدلالة (Sig) $0.05 >$ و العكس بالعكس، أي تقبل الفرضية العدمية (H_0) إذا كانت قيمة (t) المحسوبة $>$ من قيمة (t) الجدولية ، أو إذا كانت قيمة مستوى الدلالة (Sig) < 0.05 .

1- اختبار الفرضية العدمية الأولى

لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT إنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05.

تم استخدام تحليل الانحدار البسيط لاختبار هذه الفرضية، و ذلك من خلال اختبار دالة الارتباط و

الأثر و كانت النتائج كما يلي : (انظر الملحق رقم 1)

الجدول (2-3): تقييم اثر الرافعة التشغيلية (OL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05.

معامل الارتباط	معامل التحديد	معامل الانحدار	قيمة t	قيمة t	مستوى الدلالة	نتيجة الاختبار
R	R ²	β	المحسوبة	الجدولية	Sig	
0.411	0.065	0.411	1.274	2.2281	0.238	قبول

تكشف بيانات الجدول أعلاه ما يلي :

1- قيمة (t) المحسوبة و هي (1.274) اقل من قيمتها الجدولية و هي (2.2281) كما أن مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.238) $<$ (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الأولى ، مما يعني انه لا يوجد اثر ذو دلالة

إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة عند مستوى دلالة (0.05).

2- إن الانخفاض النسبي لكل من معامل الارتباط (R) وهو (0.411) و معامل الانحدار (B) و هو (0.411) يشيران إلى ضعف العلاقة بين الرافعة التشغيلية (OL) و ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال في مؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة و كذلك ضعف التأثير.

3- أن الانخفاض النسبي لقيمة معامل التحديد (R^2) و هو (0.065) و الذي يعني بان المتغير المستقل (الرفع التشغيلي) يفسر ما نسبته % 6.5 من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال) أما النسبة المتبقية و البالغة % 93.5 فإنها تعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل في نموذج الانحدار البسيط.

- لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بسعيدة عند مستوى دلالة (0.05)، ولعل ذلك راجع لعدم اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة التشغيلية بدرجة كبيرة في هيكل تكاليفها ، إذ أن الرافعة التشغيلية ترتبط عادة بنمط هيكل تكاليف المنشأة ، أي الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في التكاليف الكلية، إذن فالمؤسسة لا تعتمد على الرافعة التشغيلية بصفة كبيرة، إذ أن أكبر درجة أخذتها خلال سنوات الدراسة كانت (1.606). (انظر الجدول رقم (3-1))

2- اختبار الفرضية العدمية الثانية

لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (FL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT إنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05.

تم استخدام تحليل الانحدار البسيط لاختبار هذه الفرضية، و ذلك من خلال اختبار دالة الارتباط و الأثر و كانت النتائج كما يلي: (انظر الملحق رقم 2)

الجدول (3-3): تقييم اثر الرافعة المالية (FL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05

معامل الارتباط R	معامل التحديد R ²	معامل الانحدار β	قيمة t المحسوبة	قيمة t الجدولية	مستوى الدلالة Sig	نتيجة الاختبار
0.609	0.292	0.609	2.170	2.2281	0.062	قبول

تكشف بيانات الجدول أعلاه ما يلي :

1- قيمة (t) المحسوبة و هي (2.170) اقل من قيمتها الجدولية و هي (2.2281) كما أن مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.062) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الثانية ، مما يعني انه لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (FL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة (0.05).

2- إن الانخفاض النسبي لكل من معامل الارتباط (R) وهو (0.609) و معامل الانحدار (β) و هو (0.609) يشيران إلى ضعف العلاقة بين الرافعة المالية (FL) و ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال في مؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة و كذلك ضعف التأثير.

3- إن الانخفاض النسبي لقيمة معامل التحديد (R²) و هو (0.292) و الذي يعني بان المتغير المستقل (الرفع المالي) يفسر ما نسبته % 29.2 من التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع (ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال) أما النسبة المتبقية و البالغة % 70.8 فإنها تعزى إلى متغيرات أخرى لم تدخل في نموذج الانحدار البسيط.

- لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال، ولعل ذلك راجع لعدم اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة التمويلية بدرجة كبيرة في الهيكل التمويلي ، إذ أن الرافعة المالية ترتبط عادة بنمط الهيكل التمويلي للمنشأة ، إذن فالمؤسسة لا تعتمد على الرافعة المالية بصفة كبيرة، إذ أن أكبر درجة أخذتها خلال سنوات الدراسة كانت (1.896) (انظر الجدول رقم (3-1)).

3- اختبار الفرضية العدمية الثالثة

لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لرافعتي التشغيل و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05.

استخدمنا لاختبار هذه الفرضية تحليل التباين المشترك ANOVA، وكانت النتائج كما يلي: (انظر الملحق رقم

3)

الجدول (4-3): تقييم اثر رافعتي التشغيل و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة

GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05.

نتيجة الاختبار	مستوى الدلالة (Sig)	قيمة F الجدولية	قيمة F المحسوبة	متوسط المربعات Mean Square	درجة الحرية Df	مجموع المربعات Sum of Squares
قبول	0.165	5.32	2.354	0.064	2	0.129

تكشف بيانات الجدول أعلاه بان (F) قيمة المحسوبة و هي (2.354) اقل من قيمة (F) /الجدولية و البالغة (5.32) كما و أن مستوى الدلالة (Sig) وهو (0.165) < (0.05) إذن تقبل الفرضية العدمية الثالثة مما يعني انه لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لرافعتي التشغيل و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى معنوية 0.05.

خاتمة الفصل

بمحاولة البحث عن اثر الرافعتين التشغيلية و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة و بعد اختبار الفرضيات تم التوصل إلى انه لا يوجد اثر لرافعتي التشغيل و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال.

ولعل ذلك راجع لعدم اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة التشغيلية بدرجة كبيرة في هيكل تكاليفها ، إذ أن الرافعة التشغيلية ترتبط عادة بنمط هيكل تكاليف المنشأة ، أي الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في التكاليف الكلية، إذن فالمؤسسة لا تعتمد على الرافعة التشغيلية بصفة كبيرة. و عدم اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة التمويلية بدرجة كبيرة في الهيكل التمويلي ، إذ أن الرافعة المالية ترتبط عادة بنمط الهيكل التمويلي للمنشأة ، إذن فالمؤسسة لا تعتمد على الرافعة المالية بصفة كبيرة.

الخاتمة

إن دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع الاستثماري تستلزم القيام بعدد من الدراسات الفرعية بغية توفير البيانات و المعلومات اللازمة لقياس جدوى المشروع المقترح ، فيتم القيام بالدراسة التسويقية بقصد التوصل إلى تقدير إيرادات المشروع ، كما تجرى دراسة لتكاليف إقامة و تنفيذ فكرة المشروع بغرض التوصل إلى تقدير التكاليف الاستثمارية للمشروع و هكذا.

كما يعتبر موضوع التقييم المالي للمشاريع الاستثمارية احد أهم فروع التحليل المالي و هو جزء من دراسة الجدوى الاقتصادية لتقدير احتمالات نجاح فكرة استثمارية قبل التنفيذ الفعلي ، و تحديد الأفضلية النسبية التي تتمتع بها الفرص الاستثمارية المتاحة بما يتفق مع مفهوم الربحية التجارية ، وذلك في ضوء قدرة المشروع أو الفكرة الاستثمارية على تحقيق أهداف معينة للمستثمر.

و من المعلوم أن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم القيمة السوقية لثروة أصحاب المشروع، وهي في سبيل ذلك تعتمد على مبدأ المبادلة بين العائد و المخاطرة عند القيام بعمليات التمويل و الاستثمار، وتعد عملية تجهيز المشاريع الاستثمارية بالأموال من الوظائف الرئيسية للإدارة المالية، إذ يتعين على الإدارة المالية أن تحدد مصادر التمويل و إيجاد الخليط المناسب منها، وانطلاقاً من هذا المفهوم تبرز أهمية الرفع كأحد الأساليب التي تلجأ إليها المشاريع لتحسين أرباحها، لذلك تعد العلاقة بين الروافع و التكاليف من الظواهر المالية الهامة، فمن جهة تمثل الرافعة التشغيلية الطريقة التي توزع فيها مصادر الأموال بين تكاليف ثابتة و تكاليف متغيرة، ومن جهة أخرى تمثل الرافعة المالية مدى اعتماد الإدارة المالية على القروض في تمويل أصولها.

و في ظل دراسة اثر رافعتي التشغيل و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال مؤسسة

GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة كشفت الدراسة عن عدد من النتائج أهمها:

1- لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة التشغيلية (OL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى دلالة 0.05.

2- لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للرافعة المالية (FL) على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى معنوية 0.05.

3- لا يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لرافعتي التشغيل و المالية على ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال لمؤسسة GIPLAIT لإنتاج الحليب و مشتقاته بولاية سعيدة عند مستوى معنوية 0.05.

و خرجت الدراسة ببعض التوصيات تمثلت فيما يلي:

- 1- استخدام رافعتي التشغيل و المالية بدرجة أكبر في حالة توقع ارتفاع للمبيعات .
- 2- الموازنة بين تكلفة الحصول على الأموال المقترضة و العائد على الأصول التي تمول عن طريق تلك القروض.
- 3- تدريب العاملين في الإدارة المالية للمؤسسة ممن يوكل إليهم اتخاذ قرارات التمويل و الاستثمار على إدارة الأصول و المطلوبات.
- 4- تشجيع المؤسسة على ترشيد الإنفاق في الموجودات الثابتة، و بما يحقق هيكل تكاليف متوازن وفقا لمجال الأنشطة التي تعمل بها.
- 5- ضرورة تكرار هذه الدراسة بنفس متغيراتها الحالية في سنوات لاحقة، و ذلك للتأكد من ثبات النتائج التي توصلت إليها الدراسة.

- احمد عبد الرحيم زردق، مبادئ دراسات الجدوى الاقتصادية، "برنامج محاسبة البنوك و البورصات" ، جامعة بنها، رقم 123 ، 2011.
- العامري محمد، "محاسبة التضخم بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، جامعة البصرة، 2006.
- بن حسان حكيم ، "دراسة الجدوى و معايير تقييم المشاريع الاستثمارية"، مذكرة ماجستير ، جامعة الجزائر، الجزائر، 2005.
- بسام محمد الأغا ، "أثر الرافعة المالية و تكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار"، رسالة ماجستير ، الجامعة الإسلامية ، غزة ، 2005.
- جميل حسن النجار ، "مدى تأثير الرفع المالي على الأداء المالي لشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة فلسطين _ دراسة اختبارية" ، مجلة جامعة الأزهر ، سلسلة العلوم الإنسانية ، جامعة القدس المفتوحة ، شمال غزة ، المجلد 15، العدد 1، 2013.
- داودي نور الدين و آخرون، تقييم المشاريع الاستثمارية باستخدام مخطط العنكبوت، مذكرة ماستر، جامعة د. الطاهر مولاي، سعيدة، 2013.
- حمد عبد الفتاح العشماوي، "دراسات جدوى المشروعات الاستثمارية مع نماذج علمية"، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية، 2007.
- خلال كداوي، "تقييم القرارات الاستثمارية"، دار النشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008.
- محمد طلال ناصر الدين، "أثر كل من الرافعتين التشغيلية و المالية على ربحية السهم العادي لشركات المساهمة العامة الأردنية" ، رسالة ماجستير ، جامعة الشرق الأوسط ، 2011.
- معاريف محمد، "مطبوعة في اختيار الاستثمارات"، جامعة سعيدة، 2015.
- موسى احمد خير الدين ، "إدارة المشاريع المعاصرة" ، ط2 ، دار وائل للنشر و التوزيع ، الأردن ، عمان ، 2007.

- مفلح محمد عقل، "مقدمة في الإدارة المالية و التحليل المالي"، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر و التوزيع، 2010.
- محمد علي العامري ، "الإدارة المالية" ، ط1، دار المناهج للنشر و التوزيع ،عمان، 2007.
- محمد يونس خان، "الإدارة المالية"، مركز الكتب الأردني، الأردن، 1995.
- محمد صالح الحناوي ، "الإدارة المالية، التحليل المالي لمشروعات الأعمال"، 2008.
- منير إبراهيم هندی، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، 2003.
- عبد المطلب عبد الحميد، "دراسات الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002 .
- عبد الغفار حنفي، رسمية زكى قرياقص، "مدخل معاصر في الإدارة المالية"، الدار الجامعية ،الإسكندرية 2002،
- عبد العزيز مصطفى عبد الكريم، "دراسة الجدوى وتقييم المشروعات"، دار النشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2004.
- عادل صلح الراوي، "أهمية الرافعة التشغيلية و المالية في تعظيم أرباح المشاريع الصناعية دراسة تطبيقية ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية و الإدارية" ، جامعة الأنبار كلية الإدارة و الاقتصاد ،المجلد 4 العدد 9 ، 2012.
- سعيد طلال، "دراسات الجدوى وتقييم المشاريع"، دار النشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2003.
- سعيد عبد العزيز عثمان، "دراسة جدوى المشروعات بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، مصر، 2003.
- سمير محمد عبد العزيز، "الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية و قياس الربحية التجارية و القومية"، مركز الإسكندرية للكتاب، الإسكندرية، 2005.
- سعود حايذ مشكور العامري، "التضخم بين النظرية والتطبيق"، دار النشر، سوريا، 2006.

- سعد طه علام، "جدوى المشروعات"، دار النشر والتوزيع، الطبعة الثانية، سوريا، سوريا، 2006.
- فاطمة الحاج قويدر، "التمويل كأداة لاستمرارية المشاريع الاستثمارية"، مذكرة ماستر، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2011.
- فهمي مصطفى الشيخ، "التحليل المالي"، ط 1، رام الله، فلسطين، 2008.
- فايز سليم حداد، "الإدارة المالية"، ط 3، دار الحامد للنشر و التوزيع، عمان، 2010.

المراجع الأجنبية

- Boughaba.A, « **analyse et évaluation de projets** », Berti Edition, paris , 2005.
- Corbel. J-C , « **management de projet fondamentaux méthodes outils** », Editions d'organisation , Paris ,2003.
- Hamidi.K, « **analyse des projets et leur financement** » , collection, Alger.
- Vingt G, « **gestion de la production et des flux** », 3^{eme} Edition, economica, paris,2003.

الانترنت

www.accountingforarab.blogspot.com

الملاحق

الملحق (1) : مخرجات التحليل الإحصائي للفرضية العدمية الأولى

Variables introduites/supprimées^a

Modèle	Variables introduites	Variables supprimées	Méthode
1	DOL ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,411 ^a	,169	,065	.182254

a. Valeurs prédites : (constantes), DOL

Coefficients^a

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
	A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	-,393	,517	-,760	,469
	DOL	,483	,379	,411	,238

a. Variable dépendante : ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال

الملحق (2): مخرجات التحليل الإحصائي للفرضية العدمية الثانية

Variabes introduites/supprimées^a

Modèle	Variabes introduites	Variabes supprimées	Méthode
1	DFL ^b	.	Entrée

a. Variable dépendante : ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال

b. Toutes variables requises saisies.

Récapitulatif des modèles

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	,609 ^a	,371	,292	.158584

a. Valeurs prédites : (constantes), DFL

Coefficients^a

Modèle		Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.
		A	Erreur standard	Bêta		
1	(Constante)	-,404	,311		-1,300	,230
	DFL	,414	,191	,609	2,170	,062

a. Variable dépendante : ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال

الملحق (3): مخرجات التحليل الإحصائي للفرضية العدمية الثالثة

ANOVA^a

Modèle	Somme des carrés	ddl	Moyenne des carrés	D	Sig.
1 Régression	,129	2	,064	2,354	,165 ^b
Résidu	,191	7	,027		
Total	,320	9			

a. Variable dépendante : ربحية الوحدة الواحدة من رأس المال

b. Valeurs prédites : (constantes), DOL, DFL

