جامعة المسيلة

قسم العلوم المالية والمحاسبة

محاضرات التسيير المالي المعمق

الدكتور : قمان مصطفى

البرنامج

برنامج المحاضرات

1. مدخل للتحليل والتسيير المالي.
2. تحليل رأس المال العامل المعياري.
3. إجراءات رفع كفاءة إدارة الخزينة.
4. تحليل المردودية وأثر الرافعة المالية.
5. التحليل المالي الديناميكي (جدول التمويل ومخطط التمويل)
6. السياسة المالية للمؤسسة(سياسة الاستثمار، الهيكل المالية المثلى، سياسة توزيع الأرباح).
7. نماذج التنبؤ بالفشل المالي.

برنامج الأعمال الموجهة

1- بحوث:

- سياسة تقييم والمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية (الخطة:....)
- سياسة التمويل واختيار الهيكلة المالية. (الخطة.....)
- سياسة توزيع الأرباح. (الخطة.....)
- نماذج التنبؤ بالفشل المالي. (الخطة.....)
- الإفلاس والتسوية القانونية من المنظور المالي والمحاسبي.
- التقييم المالي للمؤسسات وقيمة المؤسسة.

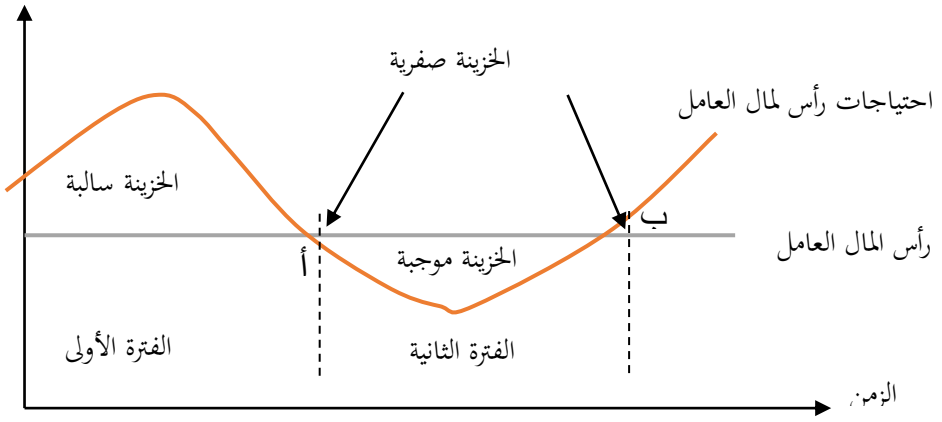
2- دراسة حالة: إعداد وعرض تقرير مالي خاص بالمؤسسات المسعرة في البورصة (صيدال، رويبة، اليانس للتأمينات،....)

يشمل التقرير ما يلي:

- **التعريف بالمؤسسة.**
- **جمع القوائم المالي ل 5 سنوات وعرض مختصرها.**
- **تحليل الوضعية المالية للمؤسسة.**
- **تحليل السياسة المالية للمؤسسة (الاستثمارات، الهيكلة المالية، سياسة توزيع الأرباح)**
- **تقييم مالي للمؤسسة.**

المحاضرة رقم 01 : تحليل رأس المال العامل المعياري

يتم تحديد قيمة الخزينة عن طريق العلاقة المدروسة سابقا والمتمثلة في: الخزينة الصافية = رأس المال العامل – احتياجات رأس المال العامل. وبما أن تغيرات رأس المال العامل تكون فقط في المدى الطويل فأن تغيرات الخزينة خلال دورة الاستغلال تكون ناتجة فقط عن تغيرات احتياجات رأس المال العامل كما بين الشكل الموالي:



التمثيل البياني لتغيرات الخزينة

من خلال الرسم البياني ينتج أن:

$$\Delta T = \Delta FR + \Delta BFR$$

و $\Delta FR = 0$

اذن:

$$\Delta T = \Delta BFR$$

نستنتج أن تقدير وتسيير الخزينة يتطلب تقدير احتياجات رأس المال العامل.

رأس المال العامل المعياري (FRN) Fonds de Roulement Normatif

يرتبط رأس المال العامل المعياري FRN **بدورة الاستغلال والدورة المالية لتمويل الاستغلال**، لهذا من المهم جدا تحديد وتقييم العناصر المحددة لهذه الاحتياجات.

أولا: المفاهيم الأساسية:

1- **دورة الاستغلال**: يقصد بدورة الاستغلال مجموع العمليات المتتالية التي تبدأ من شراء المواد الأولية أو السلع حتى مرحلة بيع المنتجات التامة أو السلع. حيث يرتبط احتياج رأس المال العامل BFR بـ:

أ. **مدة** دورة الاستغلال التي بدورها ترتبط بمدة تخزين المواد أو المنتوجات أو السلع وبمدة تحصيل المبيعات.

ب. **قيمة** المخزونات والزبائن والموردون.

ج. **تطور قيمة ومدة** العناصر الاخرى للاستغلال والمتمثلة في ديون العمال، ديون تجاه الضرائب، ديون تجاه الضمان الاجتماعي.

2- **رأس المال العامل المعياري:**

تتغير الاحتياجات المرتبطة بدورة الاستغلال بتغير مستوى المخزونات، الحقوق، وديون الاستغلال.

وباعتبار تغير هذه المستويات خلال السنة فإنه يعتمد في تحليل احتياج رأس المال العامل على المستويات **المتوسطة** لهذه العناصر المحددة لاحتياج رأس المال العامل.

ويسمى احتياج رأس المال العامل المتوسط المحدد على أساس المستويات المتوسطة للعناصر المكونة له بـ **احتياج رأس المال العامل التقديري أو المعياري**، وبما أن هذا الاحتياج دائن يجب تمويله بالموارد الدائمة (رأس المال العامل الدائم) لتكون الخزينة متوازنة .. لهذا يسمى احتياج رأس المال العامل التقديري أو المعياري بـ **رأس المال العامل المعياري**.

ثانيا: تحليل رأس المال العامل المعياري: FRN

ملاحظات أولية:

أ. يأخذ بعين الاعتبار في تحليل رأس المال العامل المعياري عناصر الاستغلال فقط.
ب. يمكن حساب رأس المال العامل المعياري على أساس المعطيات السابقة أو التاريخية أو التقديرية.

الفرضيات:

أ. يفترض أن النشاط منتظم خلال السنة (12 شهر عمل في السنة، وفي الشهر 30 يوم)
ب. يفترض أن المستوى المتوسط لكل عنصر من العناصر المحددة لرأس المال العامل المعياري مرتبطة تناسبيا مع رقم الأعمال بدون الرسم.

أي اذا اعتبرنا أن X هو المستوى المتوسط للعنصر A فإن:

X= ل * رقم الأعمال

ل : هو معامل التناسب بين المستوى المتوسط x ورقم الأعمال.

مثال:

اذا افترضنا أن المخزون المتوسط للسلع في السنة **N** هو 200000 دج ورقم الأعمال خارج الرسم لنفس السنة هو 1000000 دج، حدد مستوى المخزون المتوسط للسنة **N+1** اذا كان **CA** لهذه السنة 1200000دج.

الحل: أثناء المحاضرة

3- حساب رأس المال العامل المعياري:

يمكن تحديد رأس المال العامل المعياري بأربع طرق وهي كالآتي:

أ. **الطريقة المباشرة الإجمالية (الكلية) لتحديد رأس المال العامل المعياري:**

تستعمل هذه الطريقة لتحديد النسبة المتوسطة لاحتياج رأس المال العامل نسبة إلى رقم الأعمال بالنسبة للسنوات السابقة.

مثال:

اذا افترضنا أن احتياج رأس المال العامل**BFR** في السنة **N** هو 490000 دج ورقم الأعمال خارج الرسم **CAHT** لنفس السنة هو 1400000 دج، ما هو رأس المال العامل المعياري **FRN** للسنة **N+1** اذا كان **CAHT** للسنة **N+1** 1680000دج.

الحل: أثناء المحاضرة

ب. طريقة التجزئة المباشرة لتحديد رأس المال العامل المعياري:

من خلال هذه الطريقة يمكن تحديد النسبة المتوسطة لكل عنصر من عناصر احتياج رأس المال العامل نسبة الى رقم الاعمال باستعمال المعطيات التاريخية.

مثال:

لدينا معطيات السنة **N** :

- مخزون المواد الاولية 10**%** من رقم الاعمال
- مخزون المنتجات 20**%** من رقم الاعمال
- العملاء 30**%** من رقم الاعمال
- الموردون 40**%** من رقم الاعمال

واذا كان رقم الاعمال التقديري للسنة **N+1** يساوي 1000000 دج، فما هو رأس المال العامل المعياري **FRN** للسنة **N+1** ؟

الحل: أثناء المحاضرة

ج. **تقدير رأس المال العامل المعياري وفقا لطريقة الخبراء المحاسبيين:**

تعتمد هذه الطريقة على الفرضيات المذكورة سابقا وبالأخص انتظام النشاط وارتباط العناصر المحددة لرأس المال العامل المعياري بتغيرات رقم الاعمال.

- يعبر حسب هذه الطريقة على مستوى كل عنصر من العناصر المحددة لرأس المال العامل المعياري بعدد الأيام من رقم الأعمال. وذلك كما يلي:

← اذا اعتبرنا أن X هو المستوى المتوسط للعنصر A فإن:

X= ل * رقم الأعمال ..... (1)

X= لَ * رقم الأعمال اليومي

بحيث لَ عدد الايام من رقم الاعمال

و رقم الأعمال اليومي = رقم الاعمال السنوي/ 360 يوم

ويمكن قسمة المعادلة رقم (1) على 360 نصل لنفس النتيجة.

مثال:

اذا افترضنا أن المخزون المتوسط للمواد الأولية في السنة **N** هو 300000 دج ورقم الأعمال خارج الرسم لنفس السنة يقدر بـ 3600000 دج، حدد مستوى مخزون المواد الأولية بالأيام من رقم الأعمال.

الحل: أثناء المحاضرة

- طريقة الخبراء المحاسبيين لا تعتمد على الطريقة المباشرة (الاجمالية) وانما على الفصل بين : مدة دوران العنصر ومعامل الهيكلة.

- مدة دوران العنصر (فترة الدوران) (**Taux D'écoulement**) ويقصد بمدة الدوران مدة الاحتفاظ بالعنصر داخل المؤسسة ويحسب كما يلي:

$$TE = \frac{\text{المستوى المتوسط للعنصر}}{\text{التدفق السنوي للعنصر}} * 360$$

- ومعامل الهيكلة (**Coefficient de Structure**): ويقصد به أهمية العنصر نسبة الى رقم الاعمال ويعبر عنه بـ:

$$CS = \frac{\text{التدفق السنوي للعنصر}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

ومنه $\boxed{\text{لَ} = \text{TE} * \text{CS}}$

$$\text{لَ} = \frac{\text{المستوى المتوسط للعنصر}}{\text{التدفق السنوي للعنصر}} * \frac{\text{التدفق السنوي للعنصر}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

$$\text{لَ} = \frac{\text{المستوى المتوسط للعنصر}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

مثال:

من خلال المثال السابق. واذا كانت تكلفة المواد المستهلكة خلال السنة 600000دج ، أحسب بعدد الأيام من رقم الأعمال مخزون المواد.

الحل: أثناء المحاضرة

العناصر المكونة لرأس المال العامل المعياري:

يرتبط رأس المال العامل المعياري بالمخزونات والحقوق وديون الاستغلال وبالتالي يتم تحديد كل عنصر من هذه العناصر بعدد الايام من رقم الاعمال.

1- المخزونات:

أ. **مخزون المواد:**

TE مدة الدوران = $\frac{\text{مخ المتوسط للمواد}}{\text{تكلفة المواد المستهلكة}} * 360$

CS معامل الهيكلة = $\frac{\text{تكلفة المواد المستهلكة}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$

$\boxed{\text{لَ} = \text{TE} * \text{CS}}$

ب. **مخزون المنتجات التامة:**

$$\text{TE} = \frac{\text{مخ المتوسط للمنتجات التامة}}{\text{تكلفة الانتاج المباع}}$$

$$\text{CS} = \frac{\text{تكلفة الانتاج المباع}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

$\boxed{\text{لَ} = \text{TE} * \text{CS}}$ $360 *$

2- الزبائن:

- **TE مدة تحصيل الزبائن=** توجد ثلاث حالات

أ. **المدة محددة مسبقا** (كل زبون يتحصل على نفس المدة **x** يعني هذا أن **x =TE**)

ب. **المدة محددة مسبقا مع شرط: TE=** $\frac{\text{المدة القصوى+ المدة الدنيا}}{2}$

(مثلا: مدة تحصيل الزبائن هي: 30 يوم نهاية الشهر، العاشر من الشهر الموالي TE= (40+70)/2=55)

ت. **المدة غير محددة: TE=** $\frac{\text{زبائن + أوراق القبض + أوراق قبض مخصومة قبل الآجال}}{\text{رقم الأعمال مع الرسم}} * 360$

- **معامل الهيكلة CS=** $\frac{\text{رقم الأعمال مع الرسم}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$ **TVA +1 =**

لَ = TE * CS

3- الرسم على القيمة المضافة على المشتريات (وفقا لقانون الضرائب على المشتريات)

أ. **مدة استرجاع القيمة المضافة TE**: وفقا لقانون الضرائب الجزائري : فإن استرجاع الرسم على القيمة المضافة على المشتريات يكون "قبل 20 يوم من الشهر الموالي لشهر المشتريات"

وبالتالي **TE** $= \frac{\text{المدة القصوى+ المدة الدنيا}}{2}$ =(20 + (20+30))/ 2 = 35 يوم

ب. **معامل الهيكلة** CS $= \frac{\text{الرسم على المشتريات}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}} = \frac{\text{الرسم * المشتريات}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$

لَ = TE * CS

4- الرسم على القيمة المضافة على المبيعات (وفقا لقانون الضرائب على المبيعات)

أ. **مدة استرجاع القيمة المضافة TE**: وفقا لقانون الضرائب الجزائري : فإن استرجاع الرسم على القيمة المضافة على المبيعات يكون "قبل 20 يوم من الشهر الموالي لشهر المبيعات"

وبالتالي **TE** $= \frac{\text{المدة القصوى+ المدة الدنيا}}{2}$ = (20 + (20+30))/ 2 = 35 يوم

ب. **معامل الهيكلة** CS $= \frac{\text{الرسم على المبيعات}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}} = \frac{\text{الرسم * المبيعات}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$ = الرسم

لَ = TE * CS

5- الموردون:

أ. **مدة تسديد الموردون** TE: نفس طريقة تحديد مدة الزبائن، فقط في الحالة الأخيرة:

$$TE = \frac{\text{الموردون +أوراق دفع} * 360}{\text{المشتريات مع الرسم}}$$

ب. **معامل الهيكلة** $$CS = \frac{\text{المشتريات مع الرسم}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

لَ = TE * CS

6- الأجور الصافية:

أ. **مدة تسديد الاجور** TE: يتم تحديد مدة أو تاريخ تسديد الأجور حسب تاريخ تسديد الاجور المعتمد في كل مؤسسة.

والمتوسط يحدد كما يلي: $$\textbf{TE} = \frac{\textbf{المدة القصوى+ المدة الدنيا}}{2}$$

ب. **معامل الهيكلة** $$CS = \frac{\text{الاجور الصافية}}{\text{رقم الاعمال خارج الرسم}}$$

لَ = TE * CS

7- مصاريف الضمان الاجتماعي:

أ. **المدة المتوسطة لتسديد الضمان الاجتماعي** $$TE = \frac{\textbf{المدة القصوى+ المدة الدنيا}}{2}$$

وفقا لقانون الضمان الاجتماعي الجزائري فإن تسديد مصاريف الضمان الاجتماعي يختلف باختلاف عدد العمال.

- اذا كان عدد العمال أقل من تسعة (09) فإن التسديد يكون قبل نهاية الشهر الموالي للثلاثي، وبالتالي فإن مدة التسديد المتوسطة **TE** = ((30+3*30) + 30)/2 = 75 يوم
- اذا كان عدد العمال أكبر أو يساوي تسعة (09) في هذه الحالة يكون التسديد كما يلي: قبل 30 يوم من نهاية شهر العمل. أي **TE** = ((30+(30+30)) =45 يوم

ب. **معامل الهيكلة** $$CS = \frac{\textbf{مصاريف الضمان الاجتماعي واجبة التسديد}}{\text{رقم الأعمال خارج الرسم}}$$

لَ = TE * CS

مثال شامل:

تريد الشركة "س" تقدير خزينتها وحساب رأس مالها العامل المعياري وقدمت لك المعطيات الآتية:

- رقم الأعمال خارج الرسم 24000000دج.
- مدة تحصيل الزبائن 30 يوم نهاية الشهر.
- مدة دوران المخزونات 25 يوم للمواد الأولية 48 يوم للمنتجات التامة.
- تكلفة المواد الأولية المستهلكة 10080000دج.
- تكلفة المشتريات خارج الرسم 9600000دج.
- مع العلم أن مدة تسديد الموردين هي 30 يوم نهاية الشهر، العاشر من الشهر الموالي.

- مصاريف العمال (اجر صافي + مصاريف الضمان الاجتماعي) 8640000دج.

مع العلم أن معدل الاقتطاع من أجر العامل هو 9% ومعدل اشتراك صاحب العمل 26%.

- تدفع الأجور في نهاية الشهر.
- تسديد الضمان الاجتماعي يكون قبل 30 يوم من الشهر الموالي لشهر العمل.
- تكلفة الإنتاج المباع تقدر بـ 15400000. – معدل الرسم على القيمة المضافة 17%.
- تسدد وتسترجع TVA قبل 20 يوم من الشهر الموالي لشهر المشتريات أو شهر المبيعات.

المطلوب: تحديد رأس المال العامل المعياري بعدد أيام من رقم الأعمال وبالقيمة (بطريقة الخبراء المحاسبيين).

د. طريقة التمييز بين المتغير والثابت في تحديد راس المال العامل المعياري

تعتبر مدة دوران العناصر المحددة لرأس المال العامل المعياري ومعامل الهيكلة متغيرات تستعمل لاتخاذ القرار من أجل تخفيض رأس المال العامل المعياري.

وباعتبار أن العناصر المحددة لاحتياج رأس المال العامل التقديري لا تتغير بنفس نسبة التغير في رقم الاعمال، لانها تتكون في بعض الاحيان من جزء ثابت (تكاليف ثابتة) وجزء متغير (ت متغيرة) ومثال ذلك الاجور التي تتكون من جزء ثابت وجزء متغير.

- ومنه ليس كل العناصر المحددة ل **FRN** مرتبطة بـ .**CA**
- لذلك يتوجب الفصل بين الجزء الثابت والمتغير.

مثال تطبيقي:

تريد الشركة "س" حساب رأس مالها العامل المعياري وقدمت لك المعطيات الآتية:

- رقم الأعمال خارج الرسم 3600000دج. مع العلم أن سعر البيع للوحدة هو 360دج أي أن الإنتاج المباع 10000 وحدة.
- المخزون المتوسط للمواد الأولية 200000دج (متغيرة)
- المخزون المتوسط للمنتجات 240000دج (مزيج)
- تقسم التكاليف كما يلي:

تكاليف الإنتاج للوحدة:

المواد الأولية	180دج
التكاليف الأخرى	8 دج
مجموع التكاليف المتغيرة للوحدة	188دج
مصاريف العمال	90دج
الاهتلاكات	10دج
مجموع التكاليف الثابتة للوحدة	100دج

تكاليف التوزيع للوحدة:

التكاليف المتغيرة	5دج
التكاليف الثابتة المتعلقة بالأجور	40دج

هامش الربح : 27دج

- تحصيل الزبائن 45 يوم. – تحصيل الموردين 60 يوم.
- الأجور الصافية تقدر بـ820000دج وتسدد في نهاية الشهر.
- تقدر المصاريف الاجتماعية 480000دج تسدد قبل 30 يوم من الشهر الموالي لشهر العمل.
- TVA 17% ويسدد الرسم قبل 20 من الشهر الموالي لشهر البيع أو الشراء، (الرسم يطبق فقط على التكاليف المتغيرة بالنسبة للمشتريات).
- تسدد التكاليف الأخرى المتغيرة مع المواد الأولية نقدا.

المطلوب: تحديد رأس المال العامل المعياري بعدد الأيام من رقم الأعمال بطريقة الخبراء المحاسبيين وبطريقة التمييز بين الجزء الثابت والمتغير.

المحاضرة رقم:2 المردودية المالية وأثر الرفعة المالية

مفهوم أثر الرافعة المالية L' effet de Levier Financière

تحليل المردودية المالية والمردودية الاقتصادية

تعرف المردودية على أنها ذلك الربط بين النتائج، والوسائل التي ساهمت في تحقيقها، حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية.

1- المردودية الاقتصادية : La Rentabilité économique

تقاس المردودية بمعدل المردودية الاقتصادية:

$$\text{معدل المردودية الاقتصادية (Re)} = \frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضريبة}}{\text{الأصـول الاقتصادية}}$$

حيث : الأصول الاقتصادية = الاستثمارات الصافية + الاحتياج في رأس المال العامل BFR

و BFR = المخزون + مستحقات العملاء – مستحقات المورد

2- المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة) : La Rentabilité Financière

يمكن حساب المردودية الأموال الخاصة بالعلاقة التالية:

$$\text{مردودية الأموال الخاصة Rcp} = \frac{\text{النتيجة الصافيــة}}{\text{الأمـوال الخاصة}}$$

حيث تحدد العلاقة أعلاه، مستوى مشاركة الأموال الخاصة في تحقيق نتائج، تمكن المؤسسة من إستعادة ورفع حجم الأموال الخاصة.

ويمكن بقراءة معمقة، تعريف مردودية الأموال الخاصة، على أنها معدل المردودية الإقتصادية عند مستوى إستدانة معدوم.

الفرع الثاني: مبدأ أثر الرافعة المالية

نعبر عن أثر الرافعة المالية بالعلاقة التي نقيس بها، مردودية الأموال الخاصة بدلالة المردودية الإقتصادية وتكلفة الديون؛ حيث يتجسد دور الأموال المستثمرة، سواء في شكل أموال خاصة و/أو إستدانة، في توليد فوائض مالية صافية على شكل نتائج.

تبدأ دورة تكوين الثروة بتمويل الأصول الإقتصادية بواسطة الإستدانة والمساهمين، وكنتيجة لاستغلال الأصول تتكون نتيجة الإستغلال، والتي تقسم بين المصاريف المالية مكافأة للإستدانة، وأرباح موزعة على المساهمين، والباقي يمثل الأرباح الصافية التي يعاد استثمارها من جديد.

إذن تتحدد أثر الرافعة المالية، بالفرق بين مردودية الأموال الخاصة والمردودية الإقتصادية، إذ تلعب دور كبير في تحديد زيادة مردودية الأموال الخاصة عن طريق الرفع في المردودية الإقتصادية.

الفرع الثالث: حساب أثر الرافعة المالية

يمكن تحديد علاقة أثر الرافعة المالية، إنطلاقا من المعطيات التالية:

RE : نتيجة الإستغلال

Rn : النتيجة الصافية

Re : المردودية الإقتصادية

Rcp : مردودية الأموال الخاصة

Cp : الأموال الخاصة

D : الإستدانة

i : المصاريف المالية (تكلفة الإستدانة)

t : معدل الفائدة

لدينا ما يلي:

نحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الإستغلال : $Rn = (RE - i\,D) . (1 - t)$ .....(1)

و بقسمة طرفي المعادلة (1) على قيمة الأموال الخاصة Cp نجد أن :

$$Rcp = Rn / Cp = (RE - i\,D) (1 - t)/ Cp \ldots\ldots(2)$$

$$= (Re - i\,D/ (Cp + D)) (1 - t) . (Cp + D)/ Cp$$

$$= (Re . Cp/ Cp + Re . D/ Cp - i\,D/ Cp).(1 - t)$$

و منه نجد :

$$\mathbf{Rcp = (Re + (Re - i) . D/C p) . (1 - t)}$$

حيث :

- (Re - i) : الهامش بين المردودية الاقتصادية و تكلفة الاستدانة ؛
- D / Cp : الرافعة المالية و تقيس تركيبة الهيكل المالي ؛
- (Re - i) . D/Cp : أثر الرافعة المالية .

دور أثر الرافعة المالية في تحديد مستوى الاستدانة

1- أثر الرافعة المالية و معدل النمو الداخلي

من خلال علاقة أثر الرافعة المالية، نستطيع تحديد علاقة الرافعة المالية والتي تبين وضعية الهيكل المالي للمؤسسة.

يكون الهيكل المالي مستقر، في حالة توافق نمو الأموال الخاصة مع معدل نمو الاستدانة، وبالتالي يتحدد نمو الأموال الخاصة بواسطة نمو الأصول الاقتصادية.

إذن يمكن إيجاد علاقة رياضية بين أثر الرافعة المالية، و معدل النمو الداخلي g:

$$g = Rcp (1 - d)$$

ولدينا:

$$Rcp = (Re + (Re - i) . D/Cp) (1 - t)$$

ومنه:

$$\mathbf{g = ((Re + (Re - i) . D/Cp) (1 - t)) (1 - d)}$$

حيث g يعبر عن نمو وسائل التمويل للمؤسسة في حالة هيكل مالي مستقر (D/Cp) ؛
من جهة أخرى يتساوى معدل النمو الداخلي مع معدل نمو النشاط (نمو رقم الأعمال أو القيمة المضافة) إذا تحقق ما يلي:

إستقرار النسبة : رقم الأعمال / الأصول الإقتصادية ، وتمثل هذه النسبة معدل دوران الأصول الإقتصادية .

و يتحدد معدل النمو الداخلي بالمتغيرات التالية :

- المردودية الإقتصادية : إرتفاع المردودية الإقتصادية، يؤدي إلى إرتفاع النمو الداخلي ؛
- تكلفة الإستدانة : إنخفاض تكلفة الإستدانة، يؤدي إلى زيادة أثر الرافعة المالية و بالتالي ارتفاع النمو الداخلي؛
- الهيكل المالي D/Cp : تغير تركيبة الهيكل المالي تؤثر بشكل مباشر على معدل النمو الداخلي حيث يعتبر مؤشر هام على درجة الإستقلالية المالية (إستقرار الرافعة المالية : D/Cp) ؛
- معدل توزيع الأرباح d : إنخفاض معدل توزيع الأرباح، يؤدي مباشرة إلى ارتفاع معدل النمو الداخلي .

إذن من خلال علاقة معدل النمو الداخلي، تتحدد معالم السياسة المالية للمؤسسة، و ذلك بقياس أهداف هذه السياسة المتمثلة في ما يلي :

- النمو : معدل النمو الداخلي g ؛
- المردودية : المردودية الإقتصادية و المردودية المالية ؛
- الإستقلالية المالية : الرافعة المالية D/Cp :

حيث D : سياسة الإستدانة ؛

Cp : سياسة الرفع في الأموال الخاصة ؛

(1 - d) : سياسة مكافأة رأس المال .

2- حالات و آليات أثر الرافعة المالية

يهدف المحلل المالي من خلال حساب أثر الرافعة المالية، أي دراسة أثر الإستدانة على مردودية الأموال الخاصة (أو المردودية المالية) ؛

ومنه تكون الإستدانة ذات أثر إيجابي على المردودية المالية، كما تكون ذات أثر سلبي في حالات معينة :

أولا : حالة المؤسسة عديمة الإستدانة :

و هي حالة نادرة الحدوث على أرض الواقع، و عندها تمول الإحتياجات المالية حصرا بواسطة التمويل الذاتي :

$$D = 0 \Longrightarrow Rcp = Re \cdot (1 - t)$$

في هذه الحالة، لا يوجد أثر للرافعة المالية، وبالتالي تتساوى مردودية الأموال الخاصة مع المردودية الإقتصادية بعد إقتطاع الضريبة على الأرباح .

ثانيا : حالة لجوء المؤسسة إلى الإستدانة :

تعد الإستدانة أهم مصادر التمويل، كما أنها تساهم في تحسين مستويات المردودية، الأمر الذي يؤدي إلى تحقيق نمو للقدرة على التمويل الذاتي، و التي تعتبر أهم وسائل تمويل النمو .

لكن من الضروري مراقبة مستويات الإستدانة، و هذا ما نحاول تحقيقه من خلال دراسة أثر الرافعة المالية :

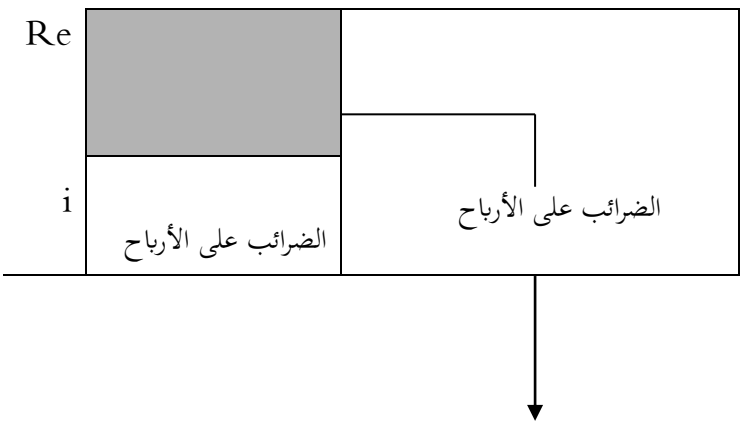
أ – حالة المردودية الإقتصادية أعلى من معدل الفائدة : ($Re > i$)

عندما تكون المردودية الإقتصادية أكبر من معدل الفائدة، تكون أثر الرافعة المالية موجب :

$$(Re - i) > 0 \Longrightarrow Rcp - Re = (Re - I) \cdot D/Cp > 0$$

و منه يمكن تحسين مردودية الأموال الخاصة، بزيادة الرافعة المالية D/Cp، أي زيادة اللجوء إلى الإستدانة، يؤدي إلى زيادة المردودية الأموال الخاصة .

ومن خلال نموذج النمو الداخلي g، يرتفع معدل النمو الداخلي في هذه الحالة، مع افتراض معدل توزيع الأرباح d.



أثر الرافعة المالية موجب

ب – حالة المردودية الإقتصادية تساوي معدل الفائدة : (Re = i)

هذه الوضعية تؤدي إلى تحييد أثر الرافعة المالية، و حينها تتوحد دلالة كل من مردودية الأموال الخاصة و المردودية الإقتصادية، و هي نفس حالة إنعدام الإستدانة .

ج – حالة المردودية الإقتصادية أقل من معدل الفائدة : (Re < i)

عند تحقق هذه الحالة، يكون أثر الرافعة المالية سالب :

$$(Re - i) < 0 \Longrightarrow Rcp - Re = (Re - i) \cdot D/Cp < 0$$

وتنخفض مردودية الأموال الخاصة، بزيادة اللجوء إلى الإستدانة، و ذلك بسبب إرتفاع المصاريف المالية، و هي حالة أثر الرافعة المالية سالب .

وبالتالي يتوجب على المسير المالي، الحد من اللجوء إلى الإستدانة، من أجل تحسين المردودية المالية ومن ثم تحقيق مستوى أعلى لمعدل النمو الداخلي g .

إلا أن آلية الرافعة المالية، تتوقف على إمكانية النمو الداخلي، و ما يتطلبه من وسائل تمويل و مردودية داخلية، مهملا بذلك إمكانية النمو الخارجي، الأكثر إنتشارا و فعالية في الوقت الحالي، خاصة مع تقلبات معدلات الفائدة، وارتفاع تكاليف النمو الخارجي.

المحاضرة رقم 04 : تكلفة رأس المال و اختيار الهيكل المالي / جدول التمويل ومخطط التمويل

السؤال الأساسي المطروح، والذي نحاول الإجابة عليه هو هل يوجد هيكل مالي أمثل ؟
وهو الهيكل المالي الذي يقلل من تكلفة رأس المال إلى أدنى المستويات، و بالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.
وهذا يؤدي إلى زيادة إحتمالات النمو المستقبلي.

الفرع الأول : تكلفة رأس المال

تتعدد مصادر التمويل، وتختلف باختلاف النظام المالي للدولة، إلا أن هناك دائما مصادر أساسية تتمثل في التمويل الذاتي، الأموال الخاصة، الإستدانة؛

وتكلفة رأس المال هو المتوسط المرجح لتكاليف مختلف مصادر التمويل:

$$K = Kcp \cdot \frac{Cp}{Cp + D} + i \cdot \frac{D}{Cp + D}$$

حيث :

- K : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال Coût moyen pondéré du capital ؛
- Kcp : تكلفة الأموال الخاصة : وهو معدل المردودية المحقق بواسطة رأس المال ؛
- i : تكلفة الإستدانة : وهو سعر تكلفة القرض بعد إقتطاع الضريبة.

وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة التمويل الذاتي، ليست مجانية بل تمثل تكلفة الفرصة من إعادة إستثمار الأرباح من أجل نمو النشاط.