

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

العنوان

أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في المؤسسة
الاقتصادية

دراسة قياسية لشركة APPLE الأمريكية للفترة (1994-2021)

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذة:

د/ نجار حياة

إعداد الطلبة:

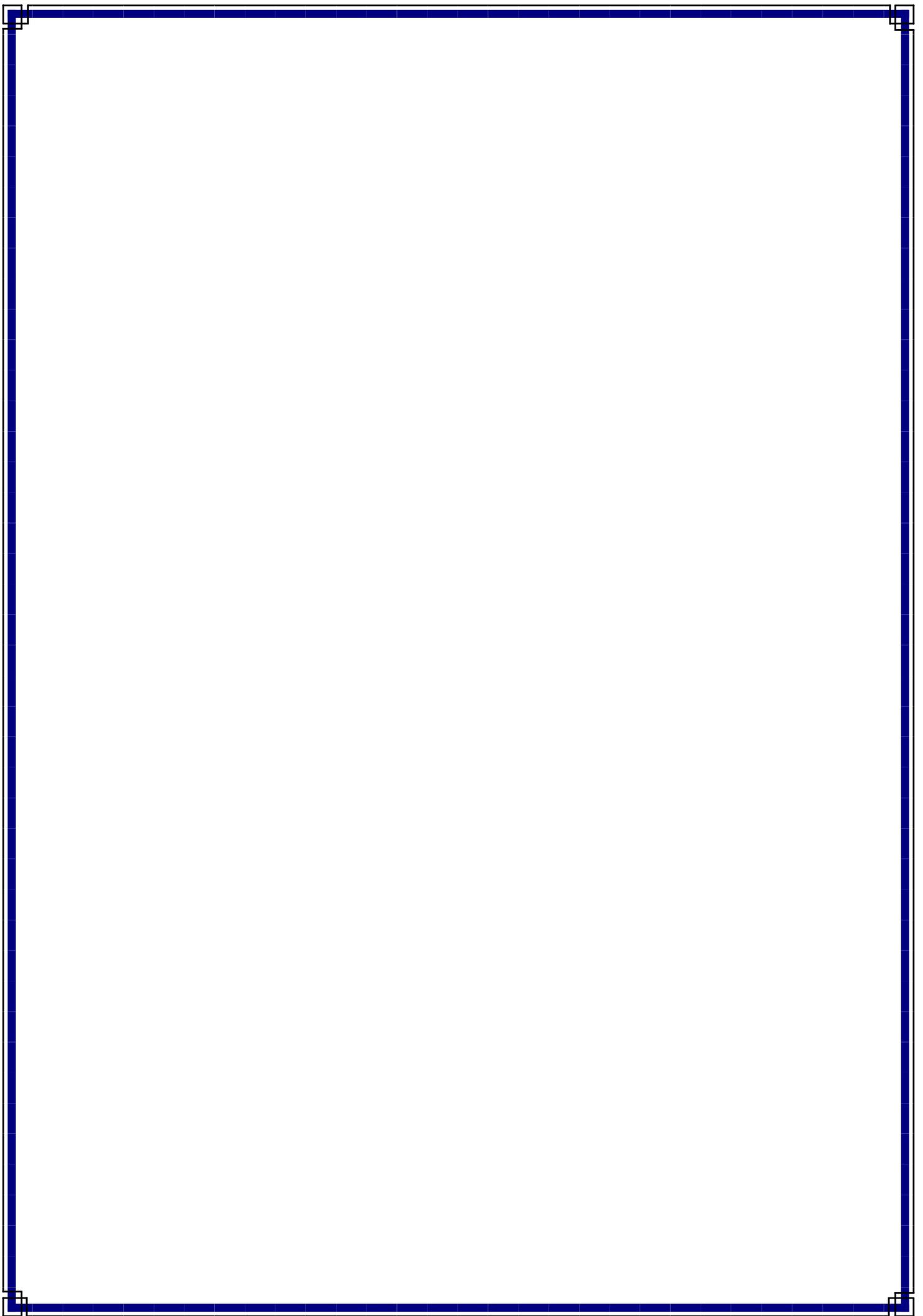
- سامي بن حميمد

- خالد بوالفول

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ مختار بن اعمر
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	الأستاذة نجار حياة
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ عبد الحفيظ عيمر

السنة الجامعية: 2021/2022



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة محمد الصديق بن يحيى - جيجل -



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير

العنوان

أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في المؤسسة
الاقتصادية

دراسة قياسية لشركة APPLE الأمريكية للفترة (1994-2021)

مذكرة مقدمة استكمالاً لمتطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

إشراف الأستاذة:

د/ نجار حياة

إعداد الطلبة:

- سامي بن حميمد

- خالد بوالفول

أعضاء لجنة المناقشة

رئيسا	جامعة جيجل	الأستاذ مختار بن اعمر
مشرفا ومقرار	جامعة جيجل	الأستاذة نجار حياة
مناقشا	جامعة جيجل	الأستاذ عبد الحفيظ عيمر

السنة الجامعية: 2021/2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ
الَّذِي يُخْرِجُ الْمَوْتَى
وَيُدْخِلُهُمْ فِي الْأَرْوَاحِ
الْحَمْدُ لِلَّهِ الَّذِي
خَلَقَ السَّمَوَاتِ وَالْأَرْضَ
وَالَّذِي يُضَوِّبُ الْمَوْتَى
إِنَّ رَبَّهُ لَسَدِيدٌ
إِلَىٰ عَرْشِهِ الرَّحِيمُ
الَّذِي يُخْرِجُ الْمَوْتَى
وَيُدْخِلُهُمْ فِي الْأَرْوَاحِ

شكر وتقدير

.....لك الحمد ربنا يا من مننت علينا بنعمة العلم ويسرت لنا سبله

ويسرت لنا من يعيننا على تحصيله وعلمتنا ما لم نكن نعلم.....

.....ثم الصلاة والسلام على خير المعلمين سيد الخلق أجمعين

الحبيب المصطفى محمد صلى الله عليه وسلم.....

.....في البداية نتقدم بجزيل الشكر والعرفان للأستاذة الدكتورة

"نجار حياة" لما قدمته لنا من نصائح وإرشادات قيمة مفيدة لإتمام

هذه المذكرة.....

.....كما نتقدم بالشكر والامتنان إلى كل الأساتذة الأفاضل اللذين

رافقونا طوال مشوارنا الدراسي.....

.....بالإضافة إلى أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة هذا

البحث واثرائه بأفكارهم وآرائهم النيرة.....

.....كما لا يفوتنا أن نتقدم بالشكر الجزيل لـ"العم كمال" وكل

الطاقم الإداري لقسم علوم التسيير على مجهوداتهم المبذولة.....

.....كما لا ننسى أن نشكر كل من ساعدنا من قريب أو بعيد

في إنجاز هذا العمل ونخص بالذكر الزميل "سامي بن زاوية".....

إهداء

إلى فيض الحب ووافر العطاء بلا انتظار ولا مقابل، إلى من كانت سندا لي
في مخاض هذا العمل وميلاده، إلى من غمرتني بحنانها وحبها إلى أمي
التي مهما قلت لن أوفيها حقها.....

إلى فرحة البيت وقرّة العين، إلى الصرح العظيم الذي علمني الخلق
الكريم إلى أبي الحبيب أطال الله في عمره.....

إلى من قاسموني الحياة بطلوها ومرها إلى إخوتي الأعزاء، وإلى
الأصدقاء وكل الأحبة اللذين أثبتوا أن الأخوة ليست فقط في الرحم كل
من أحمد، أكرم، ياسر، كريمو، معاد، أسامة، عبد الرحيم، عبد
الغفور.....

إلى من لا تصفه الكلمات ولا تكفيه الحروف، إلى "خالي عبد الحكيم"
الرجل الشهم الكريم.....

إلى مؤنس الروح ومرشدها، إلى من حفزني وقام بتوجيهي وصبر، إلى
المدرّب القدير "عماد بوبلي".....

إلى أساتذتي وأهل الفضل علي اللذين غمروني بالحب والتقدير والنصيحة
والتوجيه والإرشاد في هذه المرحلة من الحياة.....

إلى من دعمني وشجعني في حياتي وأعطاني دفعة نحو الأمام، إلى كل
من كان لهم أثر على حياتي، وكل من أحبهم قلبي ونسيهم
قلمي.....

سامي

إهداء

إلى أعر الناس وأقربهم إلى قلبي إلى والدتي العزيرة ووالدي العزيز
الليان كانا عونا وسندا لي وكان لدعائهما المبارك أعظم الأثر في تسيير
سفينة البحث حتى ترسو على هذه الصورة.....

إلى لكل العائلة الكريمة التي ساندتني ولاتزال من أخواي
وأختي.....

إلى رفاق المشوار الذين قاسموني لحظاته رعاهم الله ووفقهم سامي،
أسامة، محمد عبد الهادي

إلى كل قسم إدارة مالية وجميع دفعة 2022 جامعة محمد الصديق بن
يحي، جيجل.

إلى أساتذتي وأهل الفضل علي الذين غمروني بالحب والتقدير
والنصيحة والتوجيه والإرشاد.....

إلى كل هؤلاء أهديهم هذا العمل المتواضع.....

سائلاً الله العلي القدير أن ينفعنا به ويمدنا بتوفيقه والحمد لله من قبل
ومن بعد.....

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
I	شكر وتقدير
II	الإهداء
IV	فهرس المحتويات
VII	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال
VIII	قائمة الملاحق
	قائمة الرموز والمختصرات
أ - ز	مقدمة
	الفصل الأول: إطار مفاهيمي لمصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية
8	تمهيد
9	المبحث الأول: مفاهيم أولية حول التمويل
9	المطلب الأول: ماهية التمويل
11	المطلب الثاني: خطوات التمويل والعوامل المحددة له
14	المطلب الثالث: مخاطر التمويل وضمائنه
17	المبحث الثاني: التمويل بالأموال الخاصة
18	المطلب الأول: أموال خاصة داخلية المصدر
21	المطلب الثاني: مكونات التمويل الذاتي
23	المطلب الثالث: تقييم التمويل بالأموال الخاصة
27	المبحث الثالث: التمويل بالاستدانة
27	المطلب الأول: تعريف التمويل بالاستدانة
27	المطلب الثاني: مكونات التمويل بالاستدانة
31	المطلب الثالث: تقييم التمويل بالاستدانة
33	المبحث الرابع: معايير اختيار مصادر التمويل
33	المطلب الأول: المردودية
37	المطلب الثاني: تكلفة الأموال
42	المطلب الثالث: معايير أخرى
46	خلاصة الفصل

	الفصل الثاني: الإطار المفاهيمي للقرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية
48	تمهيد
49	المبحث الأول: ماهية الاستثمار
49	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار
51	المطلب الثاني: أنواع الاستثمار
52	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري
55	المبحث الثاني: ماهية القرار الاستثماري
55	المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري
57	المطلب الثاني: مراحل القرار الاستثماري وأنواعه
59	المطلب الثالث: اتخاذ القرار الاستثماري
62	المبحث الثالث: أسس القرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه
62	المطلب الأول: الأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري
63	المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري
66	المبحث الرابع: العلاقة بين مصادر التمويل والقرار الاستثماري
66	المطلب الأول: علاقة التمويل الذاتي بقرار الاستثمار
69	المطلب الثاني: علاقة الاستدانة بقرار الاستثمار
72	خلاصة الفصل
	الفصل الثالث: أثر اختيار القرار الاستثماري على شركة APPLE الأمريكية
74	تمهيد
75	المبحث الأول: تقديم لشركة APPLE الأمريكية
75	المطلب الأول: تعريف وأهداف شركة APPLE
77	المطلب الثاني: استراتيجية شركة APPLE
78	المطلب الثالث: تداول الأوراق المالية لشركة APPLE
81	المبحث الثاني: منهجية الدراسة
81	المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة
83	المطلب الثاني: الأسلوب الإحصائي للدراسة
88	المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة
88	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
91	المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

93	خلاصة الفصل
94	الخاتمة
98	قائمة المراجع
	الملاحق
	الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
81	عرض متغيرات الدراسة	(01)
88	مصفوفة الارتباط بين المتغيرات السابقة	(02)
90	نتائج الانحدار الخطي المتعدد	(03)

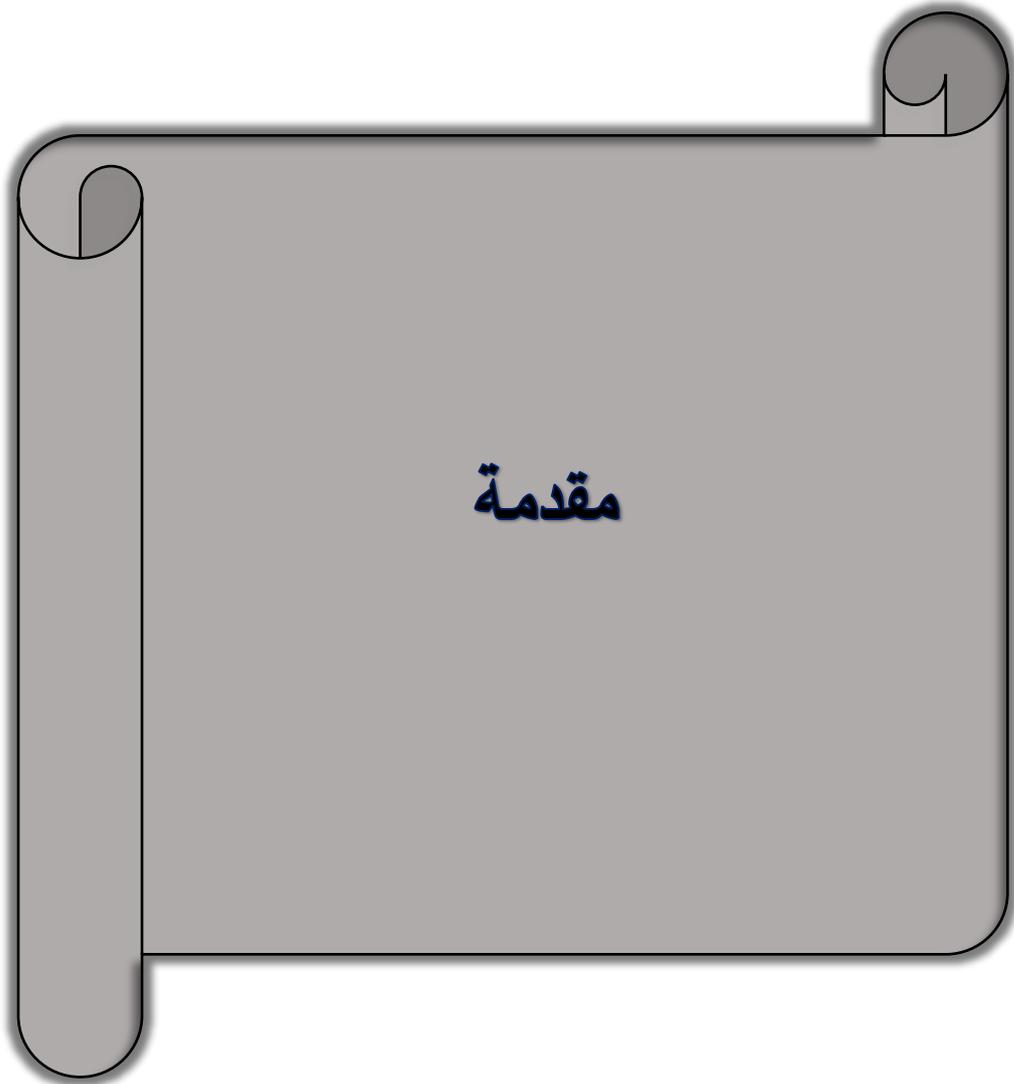
قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
54	منحنى الطلب على الاستثمار	(01)
54	حجم الاستثمارات والدخل القومي	(02)
78	تطور قيمة سهم APPLE في مؤشر نازداك من سنة 1993 إلى سنة 2010	(03)
79	تطور قيمة سهم APPLE في مؤشر نازداك من سنة 2010 إلى سنة 2022	(04)
79	تطور قيمة سهم APPLE في مؤشر نازداك من سنة 1993 إلى سنة 2022	(05)
82	نموذج الدراسة	(06)
87	مناطق اتخاذ القرار حسب (DURBIN WATSON)	(07)
89	التمثيل البياني لاختبار (DURBIN WATSON) لنموذج الانحدار المتعدد	(08)

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
جدول التوزيع (Student)	(01)
جدول التوزيع (Fisher)	(02)
جدول التوزيع (DURBIN WATSON)	(03)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1994	(04)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1995	(05)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1996	(06)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1997	(07)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1998	(08)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1999	(09)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2000	(10)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2001	(11)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2002	(12)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2003	(13)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2004	(14)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2005	(15)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2006	(16)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2007	(17)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2008	(18)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2009	(19)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2010	(20)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2011	(21)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2012	(22)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2013	(23)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2015	(24)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2015	(25)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2016	(26)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2017	(27)

القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2018	(28)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2019	(29)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2020	(30)
القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2021	(31)



يعتبر الاستثمار أحد العوامل الأساسية التي تدخل في تطور المؤسسات وكذا الاقتصاد العام لأي مؤسسة ما أو بلد ما، كما يسمح بخلق مناصب شغل جديدة وكذلك مواكبة العصر وما جاء معه من تطور تكنولوجي وتقدم، ولتجسيد قرار الاستثمار لا بد من الاعتماد على مصادر تمويلية تؤدي إلى توفير الأموال اللازمة للقيام بالنشاط الاقتصادي والتي تعتبر مهمة صعبة خاصة في ظل ندرة الأموال وتفاوت درجة تكلفتها ودرجة المخاطرة المصحوبة بمصدر هذه الأموال وبذلك تحقيق قرار الاستثمار.

ولقد أصبح من الضروري على المسير المالي عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها للحصول على الأموال وقبل اتخاذ قرار التمويل التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة إلى امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي، الذي بدوره يساهم في نجاح المشاريع الاستثمارية عن طريق اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء عليه.

كما يوجد أمام المؤسسة الاقتصادية مصادر تمويل خارجية أخرى تتباين في خصائصها، وتختلف في تكاليف وشروط الحصول عليها، وعليه أصبح من الضروري على الإدارة المالية لهذه المؤسسات أن تحدد بدقة البدائل التمويلية المتاحة بغية المفاضلة بينها واختيار المزيج التمويلي الأمثل بدلالة مجموعة من المعايير الكمية والكيفية التي تستجيب في مجملها لأهداف الأطراف ذات المصلحة في المؤسسة، فبقدر ما يكون حجم التمويل كبير يكون الاستثمار جيد والعائد أكبر الذي هو هدف أي نشاط اقتصادي في دفع وتيرة الاستثمار في المؤسسات و الدفع بها إلى تحقيق أكبر قدر من الربح و العوائد.

1. إشكالية الدراسة

يلعب المزيج التمويلي في المؤسسة الاقتصادية دورا هاما في نمو المؤسسة وتوسعها وتطورها، كونه يؤثر على ربحية المؤسسة وضمان استمرارها، وعند اختيار المزيج التمويلي المناسب يجب الأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل منها ملائمة مصادر التمويل للنشاط الاستثماري، ومن خلال ما سبق نقوم بطرح الإشكالية التالية:

ما مدى تأثير اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في شركة APPLE الأمريكية؟

ولمعالجة هذه الإشكالية قمنا بطرح التساؤلات الفرعية التالية:

✓ كيف يؤثر التمويل الذاتي في القرارات الاستثمارية في شركة APPLE؟

✓ كيف تؤثر الاستدانة في القرارات الاستثمارية في شركة APPLE؟

II. الفرضيات

تنتقل فرضيات الدراسة من محاولة الإجابة على التساؤلات التي وردت في مشكلة الدراسة، وقد تمت صياغة فرضية رئيسية وفرضيتين فرعيتين وذلك وفق الآتي:

- ✓ الفرضية الرئيسية: وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمصادر التمويل على القرار الإحصائي في شركة APPLE عند مستوى معنوية ($a=0.05$).
- ✓ الفرضية الفرعية 01: وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتمويل الذاتي على القرار الاستثماري في شركة APPLE عند مستوى معنوية ($a=0.05$).
- ✓ الفرضية الفرعية 02: وجود أثر ذو دلالة إحصائية للاستدانة على القرار الاستثماري في شركة APPLE عند مستوى معنوية ($a=0.05$).

III. أهمية الدراسة

تكمن أهمية الدراسة في كون المؤسسات في ظل نظام السوق تسعى إلى الاستمرارية والنمو في السوق أكبر مدة ممكنة، فهدفها الأساسي ضمان أكبر قدر ممكن من الاستقلالية المالية وذلك عن طريق اختيار أفضل مصدر تمويل متاح للمؤسسة. لذلك يعتبر قرار الاستثمار من أهم الموضوعات التي يجب على الإدارة التركيز عليها.

IV. أهداف الدراسة

- نسعى من خلال هذه الدراسة إلى دراسة وتحليل أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في شركة APPLE تحقيق الأهداف التالية:
- ✓ محاولة الإجابة عن الإشكالية المطروحة والتأكد من صحة الفرضيات.
 - ✓ دراسة وتحليل أهم الجوانب النظرية المتعلقة بمصادر التمويل والقرار الاستثماري، مع توضيح أهميتها وطرق حسابهما.
 - ✓ تحديد العلاقة بين مصادر التمويل وقرار الاستثمار.
 - ✓ التعرف على أي نوع من مصادر التمويل يؤثر بشكل كبير على قرار الاستثمار.

V. منهج الدراسة والأدوات المستخدمة:

من أجل الوصول إلى الهدف المتوخى من هذه الدراسة سوف نقوم بعملية المزج بين مجموعة من المناهج العلمية، حيث سنقوم باستخدام المنهج الوصفي التحليلي في جميع فصول الدراسة، وذلك لوصف الإطار النظري لمتغيرات الدراسة المتمثلة في القرار الاستثماري ومصادر التمويل، وتحليل المعطيات والجداول وطبيعة الأثر بين متغيرات الدراسة، كما سنعتمد على المنهج الاستنباطي في الفصل الرابع من الدراسة والذي يعتمد على التفكير

المنطقي الاستنتاجي لمحاول الربط بطريقة منطقية بين متغيرات الدراسة (متغيرات مستقلة والمتغير التابع). ولبلوغ أهداف الدراسة سوف نقوم بإنجاز الدراسة القياسية من خلال جمع البيانات المالية لشركة APPLE الأمريكية والتي تمثل عينة الدراسة، وهذا من أجل اتخاذ القرار الاستثماري و تحديد مصادر التمويل (تمويل ذاتي والاستدانة)، وسنستخدم البرنامج الإحصائي (Eviews10) ومن أهم الأساليب الإحصائية التي سنقوم باستخدامها نذكر معامل الارتباط لقياس درجة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع المتمثل في القرار الاستثماري لشركة APPLE، معامل التحديد، إحصائية DURBIN WATSON، اختبار معنوية المعامل المقدر بالاعتماد على إحصائية (student)، اختبار المعنوية الكلية بالاعتماد على إحصائية (Fisher).

.VI أسباب اختيار الموضوع

من بين أهم الأسباب التي دفعت إلى اختيار موضوع المذكرة والذي جاء تحت عنوان: "أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية" يمكن تلخيصها فيما يلي:

- ✓ الاهتمام الشخصي بالموضوع نظرا لارتباطه بمجال تخصص الإدارة المالية؛
- ✓ أهمية موضوع مصادر التمويل والقرارات المالية من جهة، وأثرها على القرارات لاستثمارية من جهة أخرى.
- ✓ نقص البحوث المتعلقة بدراسة أثر مصادر التمويل بصفة عامة على المتغيرات المرتبطة بالقرار الاستثماري كون أغلبية الدراسات تأخذ أحد هذه المصادر فقط، وهو ما ولد الرغبة في فتح المجال لبحوث أخرى في هذا الموضوع.

.VII إطار الدراسة

قمنا بإعداد هذه الدراسة والتي جاءت تحت عنوان أثر اختيار مصادر التمويل في القرار الاستثماري على المؤسسة الاقتصادية، من خلال دراسة وتحليل البيانات المالية الخاصة بشركة APPLE الأمريكية خلال 28 سنة ابتداء من سنة 1994 إلى غاية سنة 2021.

.VIII صعوبات الدراسة

ولقد واجهتنا في إنجاز هذه الدراسة مجموعة من الصعوبات والمتمثلة في:

- ✓ ضيق الوقت المخصص لإعداد المذكرة الشيء الذي حد من قدرتنا على الإلمام بكل جوانب الموضوع.
- ✓ ندرة وقلة الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة.
- ✓ صعوبة ترجمة التقارير السنوية المالية إلى اللغة العربية.

في حدود ما توفر لنا من مراجع يمكن تلخيص أهم الدراسات السابقة في بعض المقالات التي يمكن اعتبارها في نفس السياق ومنها:

أ- رحموني عبد الرؤوف 2018

والتي جاءت تحت عنوان "أثر اختيار مصادر التمويل على قرار الاستثمار في المؤسسة الاقتصادية الجزائرية" وهي عبارة عن دراسة حالة لعينة من المؤسسات الجزائرية خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2017. حيث هدفت هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين مصادر التمويل والقرار الاستثماري والتعرف على أي نوع من مصادر التمويل يؤثر بشكل كبير على قرار الاستثمار، حيث أن اختيار مصدر من مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة بطريقة سليمة يؤدي في النهاية إلى ضمان استمراريته لذا فإن قرار الاستثمار من خلال الانفاق على الاستثمارات يعتبر إحدى أهم القضايا التي يجب على الإدارة الاهتمام بها لانعكاساتها على منفعة المؤسسة، وهذا بدراسة عينة من المؤسسات خلال الفترة ما بين 2012 إلى 2017، و هذا باستخدام المنهج الوصفي، التحليلي والمنهج القياسي، حيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن المصادر التمويلية المعتمدة من طرف المؤسسات الاقتصادية محل الدراسة هي التمويل الذاتي في المقام الأول ثم الاستدانة.

ب- محمد بوشوشة 2016

والتي جاءت تحت عنوان "تأثير السياسة التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية" وهي عبارة عن دراسة حالة لمجموعة مؤسسات اقتصادية جزائرية خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى 2013، تناولت هذه الدراسة خيارات التمويل المختلفة التي يمكن للمؤسسة الاقتصادية استخدامها لتمويل أنشطتها الاستثمارية والاستغلالية، كون دور التمويل في المؤسسة الاقتصادية أساسي لضمان استمرارية المؤسسة ونجاحها، و هذا باستخدام المنهج الوصفي التحليلي ومنهج دراسة الحالة، بحيث توصلت نتائج الدراسة إلى أن المؤسسات تعتمد في تمويلها على سياسة التمويل الذاتي كأول مصدر تمويل لنشاط هذه المؤسسات حيث يشكل هذا التمويل أهمية كبيرة من للمؤسسات في تمويل أنشطتها الاستثمارية، بالإضافة إلى اعتمادها على التمويل الخارجي في تمويل استثماراتها، حيث أن أول مصدر تعتمد عليه هو القروض البنكية ثم بواسطة طرح السندات ويأتي التمويل الخارجي الخاص عن طريق الرفع من رأس المال.

ما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تسعى هذه الدراسة إلى معرفة أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري لشركة APPLE الأمريكية، وبناء على ذلك تميزت هذه الدراسة عن الدراسات السابقة من حيث:

✓ المجتمع الذي تم تطبيق هذه الدراسة عليه، والمتمثل في الشركة الأمريكية APPLE. ✓
 ✓ حادثة هذه الدراسة مقارنة بالدراسات السابقة حيث تمت خلال الفترة الزمنية المقدرة بسنة واحدة والموافقة لسنة 2022.

✓ كونها عبارة عن دراسة قياسية تسعى لدراسة أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في شركة APPLE، حيث تبين من خلال البحث وجود ندرة في الدراسات العربية التي تناولت هذا الموضوع من هذا الجانب

X. خطة الدراسة

بناء على الأهداف والفرضيات الموضوعية سابقا، وفي حدود الإشكالية المطروحة، سوف نقوم بتقسيم الدراسة إلى أربعة فصول وذلك على النحو الآتي:

الفصل الأول: والذي سوف يكون تحت عنوان "إطار مفاهيمي لمصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية" وسنقوم بتقسيمه إلى ثلاث مباحث أساسية، نتناول في المبحث الأول منه مفاهيم أولية عن التمويل من خلال تقديم تعاريف شاملة بالإضافة إلى أشكاله، خطواته، العوامل المحددة له، مخاطره وضمائنه. أما المبحث الثاني فسندرج فيه التمويل بالأموال الخاصة (التمويل الداخلي) انطلاقا من تقديم تعريف له وبيان تقسيماته ووضع تقييم له، في حين سنتناول في المبحث الثالث التمويل بالاستدانة حيث سنقوم بتعريفه وإبراز مختلف مكوناته وتقييمها، وفي المبحث الرابع والأخير وسيأتي بثلاث مطالب سنتناول فيه عموميات حول المردودية من خلال دراسة إطارها المفاهيمي وتوضيح أهميتها بالإضافة إلى الرفع المالي، كما سنتطرق إلى تكلفة الأموال من حيث المفهوم وتوضيح تكلفة التمويل لمختلف مصادر التمويل بالإضافة إلى مختلف المعايير الأخرى كالضمانات، فرص النمو... الخ.

أما الفصل الثاني والذي سوف يأتي تحت عنوان "الإطار المفاهيمي للقرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية" وسوف نقوم بتقسيمه إلى ثلاث مباحث حيث سنتعرض في المبحث الأول منه إلى ماهية الاستثمار بصفة عامة، كما سنتطرق في المبحث الثاني إلى القرار الاستثماري عن طريق عرض مفاهيمه وخصائصه وأهميته، كما سنتطرق أيضا إلى أنواع القرارات الاستثمارية، أما المبحث الثالث لهذا الفصل فسنعرج فيه إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية من حيث التعريف والأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه، والمبحث الرابع سيتناول العلاقة بين مصادر التمويل و القرار الاستثماري من خلال تبيان علاقة التمويل الذاتي والاستدانة بالقرار الاستثماري.

والفصل الثالث والأخير سوف يخصص "لدراسة أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري لشركة **APPLE الأمريكية**", فبعد تحديد الإطار العام للدراسة من خلال تقديم لشركة **APPLE الأمريكية** وأهدافها ومختلف علاماتها التجارية واستراتيجياتها. ثم سنقوم في المبحث الثاني بعرض منهجية الدراسة الميدانية من خلال توضيح عينة الدراسة ومتغيراتها، مع توضيح أسباب اختيار هذه العينة. كما سنعرض من خلال المبحث الثاني الأسلوب الإحصائي المستعمل في الدراسة، مع شرح وتفسير للأدوات الإحصائية التي سيتم استعمالها في الدراسة من أجل الوصول الى الهدف واختبار صحة الفرضيات، والتي من أهمها معامل التحديد واختبار معنوية المعامل، الارتباط الذاتي للأخطاء... الخ. أما في المبحث الثالث والأخير فسنقوم بعرض وتحليل ومناقشة نتائج الانحدار الخطي البسيط ونتائج الانحدار الخطي المتعدد المستخرجة من البرنامج الإحصائي (Eviews10) وهذا باستخدام الأساليب الإحصائية المشار إليها أعلاه.

الفصل الأول:

إطار مفاهيمي لمصادر التمويل في
المؤسسة الاقتصادية

تمهيد

إن أي قرار بزيادة حجم الأصول ينطوي على قرار ضمني بزيادة مصادر التمويل، حيث أن وظيفة التمويل من أهم الوظائف داخل أي مؤسسة مهما كان حجمها أو طبيعتها نشاطها، وأن البحث عن مصادر التمويل المناسبة للمؤسسات يعد من أهم المواضيع التي تواجه مالكيها ومسيريها خاصة في ظل محدودية البدائل المتاحة نتيجة لعدة اعتبارات من بينها حجم المؤسسة ونشاطها من جهة وارتفاع معدل الخطر من جهة أخرى. ومنه نخصص هذا الفصل لدراسة مصادر التمويل التي يمكن للإدارة المالية في المؤسسة أن تلجأ إليها للحصول على ما تحتاج إليه من أموال لتمويل استثماراتها، وعليه سوف نقسم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: مفاهيم أولية حول التمويل؛
- ✓ المبحث الثاني: ماهية التمويل الذاتي؛
- ✓ المبحث الثالث: مدلول التمويل بالاستدانة؛
- ✓ المبحث الرابع: معايير اختيار مصادر التمويل.

المبحث الأول: مفاهيم أولية حول التمويل

يعتبر التمويل أحد أهم المتغيرات التي يحكم ويحدد عملية التنمية، ويعتبر من الوظائف البالغة الأهمية في مختلف المؤسسات وخاصة الكبيرة منها، وذلك لما يترتب على عمليات التمويل من اتخاذ مجموعة من القرارات، أهمها القرارات المتعلقة باختيار مصادر التمويل.

المطلب الأول: ماهية التمويل

أولاً: تعريف التمويل

يمكن تعريف التمويل على أنه "عملية تجارية تختص بكل ما يحدث في المؤسسة الاقتصادية من العمليات المالية الهامة والتي تتصل مباشرة بالنقدية، ويشتمل على الأعمال التي يقوم بها المدير المالي المسؤول على الحصول على الأموال وإدارتها لاستخدامها في المؤسسة الاقتصادية"¹.

كما يعرف التمويل على أنه "توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات"².

ثانياً: أهمية التمويل

التمويل عنصر أساسي في بقاء واستمرار المؤسسة الاقتصادية حيث يعتبر ضرورة حتمية للبدء في أي مشروع، وتكمن أهميته خاصة عند قيام المؤسسات بعمليات التوسع، حيث تكون بحاجة إلى التمويل المناسب، كما يمكن المؤسسة من تغطية احتياجاتها المتعلقة بالمواد الأولية والسلع المباعة وجميع احتياجات العملية الإنتاجية والتسويقية ومواجهة جميع المصاريف المتعلقة بالاستغلال³.

كما تعتبر عملية التمويل التي تنفرد بها الوظيفة المالية أهم نشاط بالمؤسسة الاقتصادية وهذا للدور الذي تؤديه والصلة المباشرة لها مع باقي الوظائف، التي لا يمكنها أن تحقق طموح الإدارة دون توفر الأموال الضرورية لذلك. ولا تنصب أهمية التمويل في تدفق نشاطات باقي الأقسام فحسب بل أهميتها كانت دوماً أبعد من ذلك بكثير، وتطورت مع تطور المؤسسة ونشاطاتها، وما نجده اليوم من تطور لمصادر الأموال كان في السابق عبارة عن ممارسات بين مجموعة من الأشخاص وأصحاب المؤسسات وتوسع اليوم ليشمل العديد من المجالات، وعموماً أصبحت أهمية التمويل تتجلى في⁴:

¹ موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010، ص35.

² معراج هوري، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013، ص15.

³ بن عزة هشام، دور القرض الإيجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية دولية، جامعة وهران، 2011/2012، ص28.

⁴ معراج هوري، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري المفاهيم والأسس، مرجع سبق ذكره، ص16.

- ✓ توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز مختلف المشاريع؛
- ✓ تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
- ✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات؛
- ✓ يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي الذي تواجهه؛

ثالثا: طرق وأشكال دراسة التمويل

(1) طرق دراسة التمويل: ونجد هناك طريقتين وهما¹:

(أ) الطريقة التقليدية

يتركز الاهتمام في الطريقة التقليدية على مسائل معينة مثل الهيكل التنظيمي والتمويل طويل الأجل والمنشآت المالية، والانذماجات، وإعادة التنظيم. ولذلك فإن هذه الطريقة تهتم بدراسة مسائل لها أهميتها الكبرى في حياة المؤسسة من الناحية الاقتصادية، وبالتالي فإنها تأخذ في الحسبان تأثير تلك الاعتبارات على السياسة المالية للمؤسسة وهذا يعني أن هذه الطريقة التقليدية تتأثر إلى حد كبير بعوامل البيئة الخارجية للمؤسسة الاقتصادية، ويمكن القول بأن العوامل الخارجية هي المسؤولة عن انتشار وشيوع الطريقة التقليدية في دراسة التمويل.

(ب) الطريقة الإدارية

كان للكتاب الرواد في مجال الإدارة المالية أسبابهم لاتباع هذه الطريقة الجديدة، فقد وجدوا أن الطريقة التقليدية قل ما تهتم بتحديد احتياجات رأس المال، أو الرقابة على المدفوعات مع اعتقادهم بأنها من المسائل المالية الأساسية وتتساوى في أهميتها مع ضرورة الحصول على الأموال والرقابة والأرباح. وتعتبر الطريقة الإدارية في دراسة التمويل متعلقة بالأعمال اليومية للمدير المالي والتي تشتمل على سبيل المثال إعداد ومراجعة بيان التدفقات النقدية التقديرية وغيرها من تقارير الأعمال الداخلية المحافظة على سبل الحصول على الائتمان.

(2) أشكال التمويل

يمكن النظر إلى أشكال التمويل من عدة جوانب أهمها²:

(أ) من حيث المدة التي يستغرقها حسب هذا المعيار تنقسم أشكال التمويل إلى:

- ❖ تمويل قصير الأجل: هي تلك الأموال التي تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ المالية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية. ويتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

¹ موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سبق ذكره، ص 39.

² رابع خوني، رقية حساني، المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، ايتراك للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، القاهرة، مصر، 2008 ص 97.

- ❖ **تمويل متوسط الأجل:** يستخدم لتمويل حاجة دائمة للمشروع كتغطية تمويل أصول ثابتة أو تمويل مشروعات تحت التنفيذ تستغرق عددا من السنين.
- ❖ **تمويل طويل الأجل:** ينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل تفوق مدتها الخمس سنوات.
- (ب) **من حيث مصدر الحصول عليها** ينقسم التمويل تبعا لمصادره إلى:
 - ❖ **تمويل ذاتي (داخلي):** مجموع الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية؛
 - ❖ **تمويل خارجي (الاستدانة):** هو مكمل للتمويل الداخلي من أجل تغطية الاحتياجات المالية والاعتماد على الأموال التي تم الحصول عليها من المصادر الخارجية من أجل تمويل الاستثمارات الجديدة في المؤسسة الاقتصادية.
- (ت) **من حيث الغرض الذي يستخدم لأجله** ينتج عن هذا التصنيف:
 - ❖ **تمويل الاستغلال:** وهي تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها، كنفقات شراء المواد الخام، ودفع أجور العمال؛
 - ❖ **تمويل الاستثمار:** هي الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كافتناء الآلات والتجهيزات وما إلى ذلك.

المطلب الثاني: خطوات التمويل والعوامل المحددة له

أولاً: خطوات التمويل

إن تنفيذ وظيفة التمويل يختلف من مؤسسة لأخرى وفقا لاعتبارات كثيرة منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة وغيرها، هذا يعني أنه من صعوبة وضع خطوات موحدة ونموذجية لكل المؤسسات لكن على الرغم من هذه الصعوبات، إلا أنه يمكن أن تكون نمطية إلى حد بعيد¹:

1- التعرف على الاحتياجات المالية للمنشأة: من أكثر أسباب فشل المشروعات الاقتصادية شيوعا هو تخطيط

المشروع على أساس رأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المشروع، و هذا لا يعتبر سببا في فشل المشروعات الاقتصادية فحسب، بل يعتبر أيضا أحد أشكال التمويل الخاطئ للمشروعات التي يقوم بها المؤسسون، لهذا فإن على المؤسسة أن تتعرف بشكل مستمر على مختلف الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والمستقبلية، بعد ذلك يجب ترتيب هذه الاحتياجات كل واحدة منها حسب أهميتها وأولويتها حيث أن هذا الأمر يتطلب خطة مالية تتميز بالمرونة وإمكانية التغيير.

¹ كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 1997، عمان، ص51.

كما أن التعرف على الاحتياجات لا يتم عند التأسيس وبداية عمل المشروع وإنما يستمر أيضا طالما أن هناك مستجدات يخضع لها المشروع، كما أنه لا بد من دراسة ما تحتاج إليه المنشأة من أموال لتغطية هذه الاحتياجات.

2- تحديد حجم الأموال المطلوبة: بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة من أجل تغطية هذه الاحتياجات، وبما أنه ليس من السهل تقدير كمية الأموال بشكل دقيق فقد يتم تقديره دون المستوى أو أقل من المستوى المطلوب، ولهذا يجب تحديد حدين للتمويل هما الحد الأقصى والحد الأدنى، من أجل تحديد تكلفة الأصول الرأسمالية وتحديد رأس المال العامل ومختلف النفقات الضرورية.

3- تحديد شكل التمويل المرغوب: يمكن أن تلجأ المؤسسة إلى الاعتماد على القروض أو إصدار الأسهم والسندات. وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بالقروض ذات الدفعات الموسمية، وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار الأسهم والسندات لأن ذلك يرتب عليه التزامات معينة على المؤسسة كما هو الحال بالنسبة للقروض أيضا ولهذا تأتي ضرورة التوافق بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.

4- وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية: بعد أن يتم تحديد وتقدير الاحتياجات وشكل التمويل فإنه من الأفضل وضع خطة أو جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال ومن أجل أن لا تتكبد المؤسسة تكاليف إضافية، كما أن وضع هذا الجدول الزمني يتطلب الأخذ بعين الاعتبار المدة التي يحتاجها الممول لكي يلي طلبات التمويل المقدمة من قبل المنشأة.

5- وضع وتطوير الخطة التمويلية: تتضمن الخطة التمويلية مختلف النشاطات التي ستنفق بها الأموال والعوائد المتوقعة منها، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة تجنباً للمشاكل المتعلقة بالسداد وكما تبين هذه الخطة تبين أيضا مقدار التدفقات الداخلة والخارجة الشيء الذي يطمئن المقرضين على منح أموالهم.

6- تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمها: إن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد قابل للتطبيق، كما يتطلب المتابعة المستمرة وتصحيح الانحرافات الناتجة عن التنفيذ الخاطئ أو أسباب أخرى، ولا شك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقدم، لهذا لا بد من العمل على تحديثها وتعديلها وفق المتطلبات الحديثة.

ثانيا: العوامل المحددة للتمويل

من أهم العوامل التي يتحدد على ضوءها أنواع مصادر التمويل المناسبة للمؤسسة نذكر ما يلي¹:

1- الملاءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام: القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر طويلة الأجل، كأموال الملكية أو القروض طويلة الأجل. أما المصادر القصيرة الأجل فهي

¹ خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص21.

ملائمة لتمويل الاستخدامات القصيرة الأجل، وتعتبر عملية الملاءمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد الارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول الممولة وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.

2- الدخل: من أهم المميزات التي يحققها التمويل عن طريق الاقتراض تكلفة ثابتة، وهو تحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسات بشكل أفضل مما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها، دون اللجوء إلى الاقتراض. أما إذا كانت كلفة الاقتراض أعلى من العائد المحقق على الموجودات، فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية حيث سينخفض العائد على حقوق المالكين.

3- الخطر: هنالك نوعين من الخطر في مجال التمويل وهما خطر التشغيل وخطر التمويل.

يرتبط خطر التشغيل بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، حيث يجب على المؤسسة الاعتماد على رأس مالها في حالة ارتفاع مخاطر التشغيل وعدم الاعتماد على القروض، لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر في قدرة المؤسسة على خدمة دينها وقد تتعرض للإفلاس إذا كانت أعباء خدمة الدين أكبر من قدرتها، أما خطر التمويل فينتج عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة، ويؤدي هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين مما قد يعرض المؤسسة للفشل في حالة عجزها عن خدمة دينها.

4- الإدارة والسيطرة: يفضل المالكون دائماً في التمويل عن طريق الاقتراض، وإصدار الأسهم الممتازة بدلاً من الأسهم العادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين لا يملكون حق التدخل في الإدارة، ومثل هذا الأمر لا يمكن أن يحدث باستمرار، لأن التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع المديونية في المؤسسة وعجزها عن خدمة دينها وإفلاسها، لذا سيكون من الأفضل تقادي الإفلاس بالتضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة رأس المال ودخول بعض الملاك الجدد.

5- المرونة: ونقصد بها قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال.

6- التوقيت: المقصود به هو الوقت المناسب الذي تحصل فيه على الأموال بأدنى كلفة ممكنة وبأفضل الشروط. ولكن قد تضطر المؤسسة في بعض الأحيان إلى الاقتراض بالرغم من عدم مناسبة التوقيت وذلك لحاجتها للأموال.

- 7- الظروف الاقتصادية العامة: إن الرواج الاقتصادي يشجع المؤسسة على الاقتراض لتمويل عملياتها بدلا من الاعتماد على زيادة رأس مالها، لأن ظروف الرواج يعطي للمؤسسات القدرة على سداد دينها.
- 8- حجم المؤسسة: يعتبر حجم المؤسسة من العوامل المهمة المحددة لقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض لأن الحجم الواسع غالبا ما يمنح الثقة أكثر من المؤسسات الصغيرة.
- 9- نمط التدفق النقدي: المقصود به هو الفترة الزمنية التي تتقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق العوائد على عملياته، فالفترة الطويلة التي تتقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة، لكن يمكن تقادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها ومواعيد دخول وتوفر السيولة في المؤسسة.
- 10- طاقة الاقتراض: قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتيا للمؤسسة من الناحية الضريبية، لأن الفائدة تشكل نفقة وتقتطع من الدخل الخاضع للضريبة، لكن قدرة المؤسسة على تقديم الضمانات للاقتراض تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود.

المطلب الثالث: مخاطر التمويل وضماناته

أولاً: مخاطر التمويل

إن قرار الاختيار لأي مشروع يهدف بالدرجة الأولى إلى توليد أكبر قدر من الأرباح من خلال الاستثمار المختار، إلا أن هذا القرار لا يخلو من المخاطر، حيث أن المؤسسة تولي اهتماما كبيرا بحجم المشروع، نوعية الآلات والكفاءات التي يستوجبها هذا الاستثمار، وكذلك حجم الأموال الكافية لتمويله. وقد تلجأ إلى الاقتراض من الغير في حالة عدم كفاية أموالها الخاصة، وهذا ما يعرض المؤسسة إلى مخاطر تتمثل خاصة في الأعباء المالية التي تتحملها المؤسسة على عاتقها والتي تستوجب وتتطلب الخصم مهما كانت نتيجة الاستثمار، لهذا يجب على المؤسسة القيام بموازنة بين الشروط التي تملئها البنوك أو المصدر الممول والأرباح المتوقعة من خلال هذا المشروع، وهذا باستعمال أو دراسة نسب المردودية التي تقيس مدى قدرة الأموال المستثمرة على توليد الأرباح، إذ يجب أن تتجاوز معدل الفائدة المطبق في البنك الممول حتى تستطيع المؤسسة مواجهة التزاماتها اتجاه دائنيها في الوقت المناسب أي عند حلول أجل الاستحقاق¹.

قد تتعرض المؤسسات أثناء عملية تمويل مشاريعها الاستثمارية الى عدة مخاطر تكون سببا في توقيفها أو تعطيلها أو في زيادة نفقات الانجاز، والتي لم تتوقعها المؤسسة من قبل، وتكمن هذه المخاطر في:

1. الخطر القانوني: وهو يخص تواجد المشروع، نشاطه، وعلاقته مع الأعوان الاقتصاديين والدولة وهي

¹ معروف هشام، المفاضلة بين مصادر التمويل "دراسة سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر"، مذكرة ماستر، تخصص مالية وتأميمات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013، ص28.

مخاطر تتمثل في:

- التأكد من أن مسيري المؤسسة لديهم صلاحية التعامل مع البنوك لطلب القروض منها وتقديم منح وضمانات؛
- يجب أن تكون النشاطات المنصوص عليها في السجل التجاري هي نفسها المعرف بها في نظام المؤسسة.

2. الخطر البشري: يتعلق هذا الخطر بالوضع الإنتاجية ويمكن حصره فيما يلي:

- توزيع الوظائف بين العمال، فكل الوحدات يجب أن تكون متوازنة؛
- وجوب توفير مصلحة للمراقبة، وذلك لمراقبة عملية الإنتاج والعمال.

3. الخطر التسويقي: مرتبط بالإدارة الخاصة بتصريف المنتوجات والمحيط الخارجي للمؤسسة، لذلك يجب مراعاة

السياسة الإعلامية التي يحظى بها المنتج حيث يجب أن تكون فعالة وكذا توفر الخبرة والحيوية للقائمين بعمليات المبيعات وذلك للوصول إلى الأهداف المرجوة.

4. الخطر المالي: وهو متعلق بالموارد المتاحة للمؤسسة والوسائل الداخلية والخارجية والمتمثلة في الديون القصيرة

والطويلة المدى، عجز أو عدم قدرة المؤسسة على تسديد المبالغ المالية إلى أصحابها عند طلبها، وفي الأخير يجب أن تتطابق مشتريات المؤسسة مع صفات المنتج.

5. الخطر الاقتصادي: وينقسم إلى نوعين أساسيين هما:

- خطر عدم كفاية الموارد اللازمة لإتمام المشروع والتي تتسبب في توقف العمل، وفي نفس الوقت ارتفاع تكاليف الإنجاز. ويمكن أن نذكر على سبيل المثال تسديد أجور العمال المتوقفين عن العمل؛

- خطر تدهور حجم الطلب على المنتج النهائي أي انخفاض رقم الطلبات على الإنتاج التام الصنع للمؤسسة، ويعود ذلك إلى عدة أسباب منها:

* سوء تقدير رغبات واحتياجات المستهلكين بسبب نقص الخبرة وقلة المعلومات؛

* المنافسة الكبيرة في السوق؛

* وجود نقص في السلعة المنتجة، أي السلعة المنتجة لا تعمل أو لا تكون صالحة إلا بوجود سلعة مكملة لها.

ثانياً: ضمانات التمويل

وبما أن المخاطر لا يمكن إلغاؤها نهائياً قد تسعى البنوك لطلب ضمانات مناسبة من المؤسسات التي تتقدم بطلبات لمنحها قروض للتمويل اللازم، والواقع أن طبيعة وشكل الضمانات التي تطلبها المصارف يمكن تقسيم هذه الضمانات إلى فئتين رئيسيتين تتمثل في: الضمانات الشخصية والضمانات المادية¹.

¹ الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر، 2005، ص165.

1) **الضمانات الشخصية:** هي التي يقدمها الأشخاص والتي بموجبها يعدون بتسديد الدين في حالة عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته في تاريخ الاستحقاق، وعلى هذا الأساس فالضمان الشخصي لا يمكن أن يقوم به المدين شخصيا ولكن يتطلب ذلك تدخل شخص ثالث للقيام بدور الضامن، ويمكن تمييز نوعين من الضمانات الشخصية هما: الكفالة والضمان الاحتياطي.

أ- **الكفالة:** هي نوع من الضمانات الشخصية التي يلتزم بموجبها شخص معين بتنفيذ التزامات المدين إذا لم يستطيع الوفاء بهذه الالتزامات عند حلول أجل الاستحقاق.

ونظرا لأهمية الكفالة كضمان شخصي ينبغي أن يعطي لها اهتمام كبير ويتطلب أن يكون ذلك مكتوبا ومتضمنا طبيعة الالتزام بدقة ووضوح، ومن جهة أخرى تجبر الأنظمة المختلفة البنوك على ضرورة إعلام المدين بمبلغ الدين محل الالتزام وأجاله وذلك خلال كل فترة معينة وهذا لتفادي الكثير من المنازعات الناجمة عن سوء التفاهم بين البنوك والعملاء.

ب- **الضمان الاحتياطي:** يعتبر من بين الضمانات الشخصية على القروض ويمكن تعريفه على أنه التزام مكتوب من طرف شخص معين يتعهد بموجبه على تسديد مبلغ ورقة تجارية أو جزء منه في حالة عدم قدرة الموقعين عليها على التسديد، ويختلف عن الكفالة كونه يطبق فقط في حالة الديون المرتبطة بالأوراق التجارية، ومن الأوراق التجارية التي يسري عليها هذا النوع من الضمان نجد السند لأمر، السفتجة والشيكات والهدف من هذه العملية هو ضمان تحصيل الورقة في تاريخ الاستحقاق. كما يختلف الضمان الاحتياطي عن الكفالة في كون الأول هو التزام تجاري بالدرجة الأولى.

2) **الضمانات الحقيقية:** تركز الضمانات الحقيقية على موضوع الشيء محل الضمان، وتتمثل هذه الضمانات في قائمة واسعة من السلع والتجهيزات والعقارات يصعب تحديدها هنا وتعطي هذه الأشياء على سبيل الرهن وليس على سبيل تحويل الملكية، وذلك من أجل ضمان استرداد القرض ويمكن للبنك أن يقوم ببيع هذه الأشياء عند التأكد من استحالة استرداد القرض وفي الواقع يمكن أن يشرع في عملية البيع من خلال 15 يوما ابتداء من تاريخ القيام بتبليغ عادي للمدين، ويمكن أن يأخذ هذا النوع من الضمان شكلين هما الرهن الحيازي والرهن العقاري¹.

¹ بن لخضر عيسى، سياسة تمويل الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة (1988-2015)، رسالة دكتوراه، تخصص اقتصاد مالي، جامعة الجيلالي اليابس سيدي بلعباس، 2019، ص110.

أ-الرهن الحيازي: وينقسم إلى نوعين هما:

- **الرهن الحيازي للأدوات والمعدات الخاصة بالتجهيز:** يسري هذا النوع على الأثاث والأدوات ومعدات التجهيز والبضائع ويجب على البنك قبل أن يقوم بالإجراءات القانونية الضرورية أن يتأكد من سلامة هذه المعدات والتجهيزات، كما ينبغي عليه التأكد من البضاعة المرهونة غير قابلة للتلف وأن لا تكون قيمتها معرضة للتغيير بفعل تغيرات الأسعار، ويقيد عقد الرهن الحيازي بالسجل العمومي الذي يمسك بكتابة المحكمة التي توجد بدائرة اختصاصها المحل التجاري ولا يجوز أن يبيع المدين الأشياء المرهونة قبل تسديد الديون المستحقة عليه إلا بعد موافقة الدائن المرهن.
- **الرهن الحيازي للمحل التجاري:** يتكون من عناصر عديدة ومن بين هذه العناصر نجد عنوان المحل التجاري والاسم التجاري والحق في الإجازة، الأثاث التجاري، المعدات، الآلات وبراءة الاختراع والرخص والعلامات التجارية والرسوم والنماذج الصناعية...الخ. ولكن إن لم يشمل عقد الرهن الحيازي المحل التجاري وبشكل دقيق وصريح أي العناصر التي تكون محلا للرهن فإنه في هذه الحالة لا يكون شاملا إلا عنوان المحل التجاري والحق في الإجازة والزبائن والشهرة التجارية.

ب- **الرهن العقاري:** عبارة عن عقد يكتسب بموجبه الدائن حقا عينيا على العقار للوفاء بدينه، ويمكن له أن يستوفي دينه من ثمن ذلك العقار، علما أنه لا يتم الرهن إلا على العقار الذي يستوفي بعض الشروط التي تعطي للرهن مضمون حقيقي، أما العقار ينبغي أن يكون صالحا للتعامل فيه وقابل للبيع في المزاد العلني كما يجب أن يكون معينا بدقة من حيث طبيعته وموقعه وذلك في عقد الرهن أو في عقد رسمي لاحق، وما لم تتوفى هذه الشروط فإن الرهن يكون باطلا. وإذا حل أجل استحقاق الدين ولم يقم المدين بالتسديد فإنه يمكن للدائن وبعد تنبيه المدين بضرورة الوفاء بالديون المستحقة عليه، أن يقوم بنزع ملكية العقار منه ويطلب بيعه.

ومن خلال ما سبق فقد تطرقنا في هذا المبحث إلى مفاهيم أساسية حول التمويل حيث قدمنا مفهوم شامل للتمويل بالإضافة إلى طرق وأشكال دراسة التمويل، بالإضافة إلى عرض للخطوات التي يتم من خلالها قرار التمويل في المؤسسة الاقتصادية ومختلف العوامل المحددة له، كمت تم تقديم لمخاطر التمويل والضمانات المقدمة من طرف المؤسسة.

المبحث الثاني: التمويل بالأموال الخاصة

يقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموع الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، أي أن مصدرها ناتج عن دورة الاستغلال للمؤسسة، ويعتبر المصدر الوحيد الناتج

عن العمليات الإنتاجية للمؤسسة وبذلك فهو يساهم بشكل كبير في نمو وتطور المؤسسة لأنه يضمن التمويل الكلي أو الجزئي لتوسعاتها وعلى هذا الأساس يحافظ على وجود المؤسسة دون التأثير على استقلاليتها.

المطلب الأول: أموال خاصة داخلية المصدر

الفرع الأول: التمويل الذاتي

أولاً: تعريف التمويل الذاتي

يعرف التمويل الذاتي على أنه "إعادة استثمار أرباح المؤسسة مما يسمح لها بضمان حرية كبيرة للمؤسسة في العمل بعيداً عن الضغوط والرقابة التي يمارسها الدائنون في كيفية تسيير هذه الأموال، ويعتبر التمويل الذاتي بأنه مجموع مصادر التمويل الداخلية التي خلقتها المؤسسة بنفسها وأعيد توظيفها بقصد زيادة طاقتها الإنتاجية، أو هو الفائض النقدي الناتج عن النشاط العادي للمؤسسة والذي يستخدم من أجل تمويل النشاط المستقبلي"¹. كما يعرف بأنه: "التمويل الداخلي يعني مقدرة المؤسسة على تغطية احتياجاتها المالية اللازمة لسداد الديون وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية وكذلك زيادة رأسمالها العامل من الأموال الذاتية للمؤسسة، ويشتمل على الفائض النقدي المتولد من العمليات الجارية وكذلك ثمن بيع الأصول الثابتة"². وللتمويل الذاتي نوعين³:

النوع الأول: التمويل الداخلي الذي يهدف للمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإيرادية للمؤسسة؛

النوع الثاني: التمويل الداخلي الذي يهدف إلى التوسع وتنمية المؤسسة، وتخصيص أمواله لتحقيق هذا

الهدف.

ويحسب التمويل الذاتي كالاتي⁴:

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح الموزعة

أو:

التمويل الذاتي = الإهلاكات + المؤونات + أرباح صافية غير محتجرة

¹ جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير، تخصص علوم التسيير، جامعة جيجل، 2007، ص10.

² منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر الطبعة الثانية، عمان، 2005، ص289.

³ عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2007، ص417.

⁴ أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، ص28.

الفرع الثاني: مكونات التمويل الذاتي

وهي عبارة عما تستطيع المؤسسة توفيره من أموال من خلال النتائج التي حققته، وتتمثل هذه المصادر الداخلية في:

أولاً: الاهتلاكات

"تعرف الاهتلاكات بأنها عملية توزيع ثمن شراء أصل من الأصول الطويلة الأجل على عمره الإنتاجي المحتمل، وهو يهدف إلى توزيع تكلفة الأصول الثابتة الطويلة المدى على الحياة الإنتاجية، وبالتالي تخصيص أقساط الاهتلاك يسمح بإعادة تمويل استثمارات المؤسسات لأنه يعتبر مورداً مالياً هاماً"¹.

ولهذا النوع من التمويل مجموعة من الخصائص تتمثل في²:

- الاهتلاك هو عملية تناقص القيمة المحاسبية للأصل؛
- حدث الاهتلاك نتيجة للعديد من الأسباب، الاستخدام، التآكل، القدم؛
- يمكن أن يحدث الاهتلاك نتيجة التقادم التكنولوجي؛
- يتم حساب الاهتلاك وفق مجموعة من الأساليب، الاهتلاك الخطي، الاهتلاك المتناقص، الاهتلاك المتزايد بالإضافة إلى أسلوب الإنتاج الفعلي.

ثانياً: الأرباح المحتجزة

هي عبارة عن الجزء من حقوق الملكية التي تستمده الشركة من ممارسة عملياتها المربحة ويتمثل من المتبقي من أرباح العام بعد تجنب الاحتياطات المختلفة والتوزيعات المقررة³. وهو الجزء من الأرباح الصافية الغير موزعة للعمال أو الشركاء وهذا بعد طرح الاهتلاكات، المؤنات والاحتياطات القانونية، فالإدارة والمساهمون يفضلون حجز جزء من الأرباح لإعادة استثماره في الشركة وتوزيع عائد مناسب على الأموال التي يستثمرها حملة الأسهم⁴، وتستخدم في كثير من الأحيان كبديل عن إصدار أسهم عادية جديدة⁵.

¹ حنفي أمينة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين النظرية والتطبيق، رسالة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 2019، ص77.

² بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسات الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد الرابع، العدد الأول، 2019، ص56.

³ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار: التمويل، التحليل المالي، مدخل في اتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص 143.

⁴ بن عزة هشام، مرجع سبق ذكره، ص 29.

⁵ عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر، طبعة الأولى، الأردن، 2007، ص168.

توجد عدة عوامل قد تعيق هذا الاختيار وهي¹:

1. سياسة توزيع الأرباح المعتمدة من طرف الشركة؛
2. تدني الإيرادات فب فترة زمنية معينة؛
3. نمو الاستثمارات الضخمة التي تتطلب أموالا ضخمة لا تكفي الأرباح المعاد استثمارها في تغطيتها، كما أن الاحتفاظ بجزء من أرباح المؤسسة يحقق لها عدة مزايا منها²:
 - توفر للإدارة الحرية في استعمال الأموال لمواجهة حاجياتها المالية وتجنبها البحث عن أموال خارجية ذات تكلفة عالية؛
 - تكلفة هذه الأموال تعد أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى؛
 - الأرباح المحتجزة ترفع من قدرة المؤسسة في الحصول على القروض الجديدة؛
 - الأرباح المحتجزة تساعد المنشأة في زيادة ربحية رأس المال الخاص.

ثالثا: المؤونات

هي عبارة عن أرباح يتم اقتطاعها من أرباح الدورة، تقوم المؤسسة بتكوينها لمواجهة خسائر محتملة أو تحمل أعباء ممكنة في المستقبل، إلا في حالة إذا ما تم استرجاعها لعدم وجود مبرر لتكوينها، وتنقسم لأنواع منها:

(1) مؤونات الأعباء والخسائر: تكون موجهة لتغطية الخسائر أو الأخطار والأعباء الناتجة عن حوادث متوقعة أو معلومة خلال السنة مثل:

- خسائر على القضايا والمنازعات مع المتعاملين مع المؤسسة؛
- الضمانات الممنوحة للعملاء؛
- المبالغ المحددة للتأمين الذاتي.

(2) مؤونات الأعباء الموزعة على عدة سنوات: تعبر عن الأعباء التي لا يمكن تحميلها على دورة وحيدة بل على عدة دورات وتحدد بمجرد ظهور علامات عن إمكانية وقوعها مثل: توقع ترميم بناءات خاصة بالمؤسسة.

(3) مؤونات التقاعد الإجباري للأشخاص المشغلين: تحدد في مؤسسات المساهمة التي توفر للمساهمين حق تقاعد إجباري على المؤسسة.

¹ بن عزة هشام، مرجع سبق ذكره، ص30.

² معراج هوارى، حاج سعيد عمر، مرجع سبق ذكره، ص29.

رابعاً: الإحتياطات

هي عبارة عن الأموال المجمعة من طرف المؤسسة، وهي جزء من أرباح المؤسسة المحققة وغير الموزعة، وهي تتمتع بعدم الاستحقاقية وتنقسم إلى عدة أنواع حسب الميكانيزمات القانونية والضريبية والمحاسبية التي تسمح بتكوينها¹.

✓ **الاحتياطي القانوني:** وهو الحد الأدنى من الاحتياطات التي لا بد للمؤسسة من تكوينه، ويحدد غالباً ب 5% من أرباح السنة، ويستخدم هذا الاحتياطي في تغطية خسائر المؤسسة وفي زيادة رأس المال، ويجوز للجمعية العمومية توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كرصيد على المساهمين.

✓ **الاحتياطي النظامي:** يتم إنشاء هذا الاحتياطي طبقاً للنظام الأساسي للشركة إذا اشترط تجنيب نسبة معينة للأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام، وهو غير إجباري ولا يتم استخدامه في غير الأغراض المخصص لها إلا بقرار من الجمعية العامة للمساهمين².

المطلب الثاني: أموال خاصة خارجية المصدر

تلجأ المؤسسة عند عدم كفاية التمويل الذاتي لسد احتياجاتها المالية إلى فتح رأس مالها للمساهمة عن طريق طرح الأسهم العادية والأسهم الممتازة في السوق المالي وهذا باعتبارهما من أهم أدوات الزيادة في رأس المال.

الفرع الأول: الأسهم العادية

أولاً: تعريف الأسهم العادية

يعرف السهم على أنه: "حصة معينة في ملكية شركة ما، ويحق لصاحبها المشاركة في أرباح وإدارة الشركة، ويحصل حملة الأسهم العادية على الأرباح الموزعة بعد أن تقوم الشركة بتسديد التزاماتها اتجاه الغير"³.

كما يعرف أيضاً: "على أنه جزء من رأسمال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهم، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له، ويسمى هذا الصك أيضاً سهماً. فالسهم إذا هو حق الشريك في الشركة، وهو أيضاً الصك المثبت لهذا الحق. ولهذا السهم قيمة اسمية، قيمة إصدار، قيمة دفترية، قيمة حقيقية، قيمة سوقية، وقيمة تصفية"⁴.

القيمة الاسمية هي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة. أما قيمة الإصدار فهي القيمة التي يصدر بها السهم، سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس المال، وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون

¹ ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير " التحليل المالي"، الجزء الأول، مطبعة الإخوة مذني، الجزائر، 1999، ص23.

² سمير محمد عبد العزيز، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 1997، ص57.

³ شقيري نوري موسى، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص62.

⁴ شقيري نوري موسى، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص63.

أكثر منها. أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة، ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو بالوضع الاقتصادي العام، لذلك فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية، وقد تكون أقل منها أو أكثر¹.

ثانيا: حقوق حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بعدة مزايا وحقوق مختلفة يمكن إجمالها فيما يلي²:

- 1. الحق في الاشتراك بالأرباح عند توزيعها:** هذا يعني أن إدارة الشركة قد تقرر توزيع الأرباح أو عدم توزيعها، استنادا إلى الظروف التي تمر بها الشركة بمجرد الإعلان من قبل الإدارة بقيامها بالتوزيع يصبح لحملة الأسهم العادية الحق في مطالبة الشركة وإجبارها على الدفع.
- 2. الحق في حضور اجتماعات مجلس الإدارة:** حملة الأسهم العادية يحق لهم قانونيا حضور اجتماعات مجلس الإدارة والاشتراك في اتخاذ القرارات باعتبار أن مجلس الإدارة هو الإدارة العليا فيها.
- 3. الحق في التصويت:** من بين حقوق حملة الأسهم العادية حقهم المطلق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتصويت حول ذلك. كما يحق لهم التصويت لإقرار سياسة توزيع الأرباح أو تعديل النظام الداخلي للشركة.
- 4. حق الأولوية في الاكتتاب:** يعتبر ذو أهمية بالغة لحملة الأسهم العادية حيث يحافظ على مركزهم النسبي في التصويت وكذلك المحافظة على نصيبهم في الاحتياطات والأرباح غير الموزعة في حال بيع الأسهم الجديدة.
- 5. حق نقل ملكية السهم الجديد:** بحيث عندما يرغب حامل السهم العادي إنهاء مساهمته في الشركة فإنه يستطيع بموجب القانون نقل وتحويل ملكية أسهمه العادية إلى شخص آخر يحل محل محله كمساهم في الشركة.
- 6. حق الاشتراك في موجودات الشركة عند التصفية:** عند تصفية الشركة وبعد عملية التوزيع وتسديد قروض التي في ذمة الشركة فإن ما يتبقى من موجوداتها يتم توزيعها على حملة الأسهم العادية.

الفرع الثاني: الأسهم الممتازة

أولا: تعريف الأسهم الممتازة

توجد عدة تعريفات متنوعة منها: "هي مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل، وتعد من عناصر حقوق الملكية ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ لرد قيمتها، وتمتاز بجمعها بين صفات أموال الملكية والاقتراض، فعند التصفية تأتي الأسهم الممتازة بعد الديون في الأولوية وقبل المساهمين العاديين ومن ناحية الدخل تستحق نسبة ثابتة منه، كما تعتبر أيضا بأنها شكل من أشكال رأس المال المستثمر في الشركة يقدم لمالكيه ميزتين هما³:

- 1. عائد محدد (كنسبة من قيمة السهم الإسمية).**

¹ شقيري نوري موسى، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 63.

² حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 2001، ص 357.

³ محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 113.

2. ومركز ممتاز اتجاه حملة الأسهم العادية.

كما تعرف أيضا: "هي إحدى مصادر التمويل الطويلة الأجل وتعد من عناصر حقوق الملكية ولا تلتزم الجهة المصدرة بتاريخ محدد لرد قيمتها، وللسهم الممتاز قيمة اسمية وسوقية ودفترية. القيمة الإسمية هي قيمة السهم في وثيقة الإصدار، أما القيمة السوقية هي القيمة التي تحدد نتيجة التعامل في السوق المالي، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة الأسهم في السجلات مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة بدون احتساب أو إضافة الاحتياطات والأرباح المحتجزة لأنها لا تعد حقوقا لحملة هذا النوع من الأسهم و يكون مقدار الربح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم الممتاز، وله الأولوية في الحصول على قيمة هذه النسبة قبل حقوق حملة الأسهم العادية، كما يكون لحامله الأولوية في الحصول على نصيبه عند التصفية ويعتبر السهم الممتاز أداة مالية مهجنة لأنه يجمع بين صفات الأسهم العادية و السندات"¹.

ثانيا: حالات اصدار الأسهم الممتازة

تتمثل مختلف حالات إصدار الأسهم الممتازة فيما يلي²:

1. في حالة عدم إمكانية حصول الشركة على القروض من المؤسسات المالية نظرا لارتفاع مديونيتها، أو ارتفاع معدلات الفائدة في السوق المالية؛
2. الاستفادة من المتاجرة بالملكية، أي في حالة كون كلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة أقل من كلفة إصدار الأسهم العادية؛
3. في حالة ارتفاع مديونية الشركة أو زيادة الأعباء المالية المترتبة عليها، يفضل التمويل بواسطة الأسهم الممتازة على التمويل بواسطة السندات أو القروض لكونها تترتب عليها التزامات على الشركة؛
4. معظم إصدارات الأسهم الممتازة تنص في شروط إصدارها على عدم مشاركة حاملها في إدارة الشركة.

المطلب الثالث: تقييم التمويل بالأموال الخاصة

الفرع الأول: تقييم التمويل الذاتي

أولاً: المزايا

للتمول الذاتي عدة مميزات نذكر منها:

- ✓ التمويل الذاتي يعطي المؤسسة حرية الحركة وشبه الاستقلال الكلي عن المالكين والغير وقد يؤثر على الربحية وذلك عن طريق تخفيض الفوائد الواجبة الدفع على الديون الخارجية؛

¹ دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة والنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2007، ص207.

² دريد كامل آل شيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، المرجع السابق، ص208.

- ✓ تدعيم الأرباح المحتجزة المقدرّة الافتراضية للوحدة عن طريق زيادة حقوق الملكية¹؛
- ✓ استقلالية المؤسسة اتجاه المؤسسات المصرفية؛
- ✓ إمكانية تجديد الاستثمارات؛
- ✓ في حالة التضخم، إذا تم إدراج تكلفة التمويل في الأسعار، تصبح التكلفة منعدمة²؛
- ✓ أهم مورد في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يصعب عليها الحصول على الأموال من مصادر أخرى؛
- ✓ استخدام الأرباح في تمويل المؤسسات يمنحها الاستقلالية النسبية وحرية الحركة؛
- ✓ مخصصات الاهتلاك تمثل جزء كبير من التمويل الذاتي، فهي أموال معفية من الضرائب؛
- ✓ يعطي المؤسسة حرية أكبر في اختيار الاستثمارات دون قيد أو شرط أو ضمانات (الرهون)؛
- ✓ لا يصاحبه زيادة في أسهم المؤسسة، وبالتالي تتفادى زيادة الأصوات في مجلس الإدارة؛
- ✓ السرعة في اتخاذ قرار الاستثمار، فهي لا تحتاج إلى مفاوضات ولا عقود ولا شروط أخرى؛
- ✓ تنظيم التدفقات النقدية الداخلية بشكل يمكن المنشأة من مواجهة التزامها اتجاه الغير³.

ثانياً: العيوب

ومن بين الآثار السلبية والعيوب المترتبة عن هذا النوع من التمويل:

- ✓ يؤدي الاعتماد على التمويل الذاتي إلى إبطاء التوسع مما يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة⁴؛
- ✓ عدم رضا المساهمين بسبب تدني أقساط الأرباح الموزعة عليهم؛
- ✓ يؤدي التمويل الذاتي المرتفع إلى ضعف مردودية الاستثمارات الأقل استعمالاً؛
- ✓ يتسبب في رفع الأسعار، مما يقلل من المكانة التنافسية للمؤسسة؛
- ✓ قد يصاحب إعادة استثمار الأموال من التمويل الداخلي فكرة أنها بدون تكلفة مما يجعلها تستعمل بشكل غير عقلاني مقارنة بباقي الموارد؛

¹ منير شاكر محمد، وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص289.

² خميسي شيخة، التسيير والمالية التسيير المالي للمؤسسة، دار هوم للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر 2008، ص96.

³ مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، الجزائر، ص178.

⁴ منير شاكر محمد، وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص291.

- ✓ إن تدعيم سياسة التمويل الذاتي عن طريق تعظيم أقساط الاهتلاك في السنوات الأولى إلى زيادة تكلفة السلع المنتجة والتي من شأنها أن تؤدي إلى ارتفاع الأسعار والذي يكون على حساب المستهلك وكذا انخفاض تنافسية المنشأة في السوق؛
- ✓ يكون التمويل الذاتي عائقا لتطوير المنشأة عندما تعتمد عليه بصورة كبيرة، لأنه عادة ما لا يكفي لتغطية كل الاحتياجات المالية، فيتوجب عليها إما اللجوء إلى القروض الخارجية وإما الاستثمار بقدر الأموال المتاحة لها وبالتالي تفويت الفرصة؛
- ✓ لا يعتبر التمويل الذاتي حافزا للعمال لزيادة إنتاجيتهم حيث أنهم قد يحرمون من موارد مالية كانت قد توجه للتوزيع مما يضعف من القدرة الشرائية لهم، خاصة عند ارتفاع مستوى الأسعار، مما ينعكس سلبا على الأداء ومنه على المنشأة حيث تنخفض إنتاجيتها؛
- ✓ يرى البعض أن الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي ليس لها أي تكلفة، لهذا تلجأ بعض المنشآت إلى توظيفها في استثمارات ذات ربحية ضعيفة، مما ينتج عنه في النهاية استخدام الموارد المالية للمنشأة.

الفرع الثاني: تقييم التمويل عن طريق أموال خاصة خارجية المصدر

أولا: الأسهم العادية

1) مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية

من مزاياها نذكر ما يلي¹:

- ✓ تزيد في حقوق الملكية (رأس المال الخاص) الذي يؤدي إلى زيادة القدرة على الاقتراض؛
- ✓ لا يجوز لحملة الأسهم العادية استرجاع أسهمهم إلا عند التصفية، لذلك فحملة الأسهم العادية يتحملون أكثر المخاطر وبالتالي يطلبون معدل عائد مرتفع، لأنهم آخر من يأخذ حصتهم (بعد الدائنين وحملة الأسهم الممتازة). ومن جهة أخرى بالنسبة للشركة فالفوائد تطرح من الوعاء الضريبي بينما توزيعات الأسهم لا تعفى من الضريبة؛
- ✓ يعطي للمؤسسة مصادرا متنوعة من التمويل مما يمكنها من مواجهة التغير في الظروف الاقتصادية؛
- ✓ ليس للسهم العادي أجلا محددًا للتسديد، ولا يحتم المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد؛
- ✓ المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت وتم اتخاذ قرار بتوزيعها كلها أو جزء منها؛
- ✓ رفع حجم الأموال من الأسهم العادية يديني نسبة حجم الأموال من القروض ضمن الأموال الدائمة، هذا يكون بمثابة ثقة و ضمان في مقدرة المؤسسة على زيادة الموارد من الاقتراض فتشجع الدائنين على مدها بالمزيد من القروض.

¹ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 190.

(2) عيوب التمويل بالأسهم العادية

من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نذكر¹:

- ✓ ارتفاع التكلفة من أموال الأسهم العادية، فإقبال الأفراد على الأسهم العادية يكون بعد توقعهم الحصول على معدلات أعلى من معدلات السندات، فوائد السندات ومعدلات أرباح الأسهم الممتازة، وارتفاع التكلفة يعود إلى عنصر المخاطرة وارتفاع تكلفة الإصدار وباقي المصاريف المرتبطة بالاكنتاب؛
- ✓ على عكس السندات والقروض، الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية تخضع للضريبة من قبل التوزيع مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة؛
- ✓ اتساع حجم الأموال من الأسهم العادية وتزايد المساهمين ومن يحق لهم المشاركة في مجلس الإدارة، وهذا ما يحد من حرية استقلال القرار الإداري خاصة في أمور قد تكون الإدارة هي أدرى من غيرها بها؛
- ✓ إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول لمساهمين جدد، مما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى.

ثانياً: الأسهم الممتازة

(1) مزايا الأسهم الممتازة: ومن مزاياها أن²:

- ✓ المؤسسة غير ملزمة بالتوزيعات وفي حالة التوزيعات فهي محددة بنسبة معينة؛
- ✓ للمؤسسة الحق في استدعاء أصحاب هذه الأسهم لغرض شراءها (في حالة انخفاض أسعار الفائدة عن نسبة توزيعات الأرباح المحددة)؛
- ✓ لا يحق لهم التصويت في الجمعية العمومية للمؤسسة؛
- ✓ لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس الشركة؛
- ✓ عوائدها مقتصرة على نسبة معينة لذا لا تشارك في أي زيادة في الأرباح، كما أنها لا تؤدي إلى تآكل يذكر في ربحية الأسهم العادية³؛
- ✓ تزيد هامش الأمان للمقرضين وتوسع قاعدة الاقتراض وتحسن الصورة الائتمانية للشركة المصدرة؛
- ✓ يكون لها الأولوية على حملة الأسهم العادية عند التصفية.

(2) عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة

من العيوب التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بالاستعانة بإصدار الأسهم الممتازة⁴:

¹ معراج هواري، حاج سعيد عمر، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سبق ذكره، ص 54.

³ محمد مفلح عقل، مرجع سبق ذكره، ص 113.

⁴ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 185.

✓ تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض؛

✓ يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجري فيها توزيع وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أي توزيعات.

وقد تم التطرق في هذا المبحث إلى التمويل بالأموال الخاصة وقد تم استعراض مختلف مكوناته من تمويل ذاتي وأموال خاصة داخلية المصدر أو خارجية المصدر مع شرح مفصل لها، كما قدمنا تقييم لهذا النوع من التمويل.

المبحث الثالث: التمويل بالاستدانة

إن حصول الشركة على الأموال اللازمة لها من مصادر خارجية وليس نتيجة إيرادات الشركة أو أموال أصحابها يعتبر استدانة، وهذه الأموال في الغالب تكون عن طريق الاقتراض أو عن طريق إدخال مساهمين في الشركة أو بيع حصص من الشركة لهم، وتلجأ المؤسسة إليه عندما لا تغطي مصادر التمويل الداخلية كافة الاحتياجات المالية للمؤسسة.

المطلب الأول: تعريف التمويل بالاستدانة

التمويل بالاستدانة أو التمويل الخارجي يعني تمويل الاستثمارات الجديدة في منشأة الأعمال بالاعتماد على الأموال التي يتم الحصول عليها من المصادر الخارجية، وتحصل المنشأة على تلك الأموال بشروط وإجراءات يحددها سوق المال وعائد الفرصة البديلة وبالتالي تحتاج عمليات التمويل الخارجية إلى وقت أطول من التمويل الداخلي وذلك من أجل دراسة الوضع المالي والشروط والتكلفة والعائد المتوقع من جراء ذلك¹.

وعادة يتوقف حجم التمويل الخارجي على عاملين أساسيين هما:

➤ الاحتياجات المالية للوحدة.

➤ حجم التمويل الداخلي المتاح.

وهذا لأن التمويل الخارجي هو مكمل للتمويل الذاتي من أجل تغطية الاحتياجات المالية (الاستثمارية والجارية)

للمؤسسة الاقتصادية.

المطلب الثاني: مصادر ومكونات التمويل بالاستدانة

الفرع الأول: مصادر التمويل طويلة الأجل

وتتمثل في السندات والقروض المصرفية طويلة الأجل.

¹ منير شاكر محمد وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 292.

أولاً: السندات

هي بمثابة عقد أو اتفاق بين الشركة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول (المنشأة) والتي تتعهد بدورها برد المبالغ والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة¹. كما يعرف السند على أنه: "وثيقة ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تعطى للمكتتبين مقابل المبالغ التي أقرضوها للشركة قرض طويل الأجل"².

ثانياً: أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات إلى أنواع كثيرة واستناداً على اعتبارات عديدة³:

1. حسب نوع وطريقة الضمان:

- سندات مرهونة بأصول معينة (أراضي، مباني.....).
- سندات غير مضمونة بأصول معينة (الضمانات الفعلية لهذه السندات إجمالي أصول الشركة المصدرة ومركزها المالي).

2. حسب القيمة التي تصدر بها السندات:

- سندات تباع بالقيمة الإسمية.
- سندات تباع بقيمة جارية أعلى من قيمتها الإسمية.
- سندات تباع بقيمة فعلية أقل من قيمتها الإسمية.

3. حسب جهة الإصدار:

- السندات الخاصة الصادر عن الشركة الخاصة.
- السندات الحكومية الصادرة عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.

4. حسب طريقة السداد:

- سندات تسدد بتاريخ استحقاقها (غير قابلة للاستدعاء).
- سندات يمكن تسديدها قبل تاريخ استحقاقها (قابلة للاستدعاء).

5. حسب إمكانية التداول:

- سندات سوقية (قابلة للتداول).
- سندات غير سوقية (غير قابلة للتداول).

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقس، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص21.

² مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، ص120.

³ مروان عطون، الأسواق المالية والنقدية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص69.

6. حسب آجال الاستحقاق:

- سندات طويلة الأجل.
- سندات قصيرة الأجل.
- سندات متوسطة الأجل.
- سندات مؤبدة.

7. حسب أسلوب تحديد أسعار الفائدة:

- سندات ذات أسعار فائدة ثابتة.
- سندات ذات أسعار فائدة متغيرة.

ثالثا: خصائص السندات

وتتفرد السندات بعدة خصائص مميزة أهمها¹:

- ✓ تعتبر أداة دين وحق للدائنين على الشركة.
- ✓ السندات أداة دين استثمارية ثابتة الدخل.
- ✓ السندات لها مدة إطفاء محددة في شروط إصدارها وتسد من طرف الجهة المصدرة لها حتما في نهاية المدة.
- ✓ السندات أوراق مالية قابلة للتداول.

الفرع الثاني: القروض طويلة الأجل

وهي عقود رسمية مكتوبة تزيد مدتها عن السبع سنوات، ويتم استعمالها لتمويل تلك الزيادات في الأصول الثابتة، يتم تسديدها حسب اقساط أو خلال نهاية مدة القرض حسب الاتفاق بين المؤسسة طالبة القرض والبنك أو المؤسسة المالية، وتحمل المؤسسة في ذلك أعباء مالية تتمثل في تسديد فوائد القرض².

غالبا ما تستثمر الأموال المتحصل عليها من القروض لشراء المعدات والموجودات الثابتة التي تمتاز بطول بعمرها الإنتاجي وتتصف هذه القروض بكونها مؤمنة، وتكون الفائدة المدفوعة على هذا النوع من القروض في أغلب الأحيان ثابتة³.

وتتوجه المؤسسة إلى اختيار هذا النوع من التمويل بسبب الصعوبات التي تواجهها في إصدار أسهم جديدة أو عدم إمكانيتها من الحصول على مصدر تمويل مناسب⁴.

¹ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2004، ص111.

² بقاش وليد، بن دادة عمر، مرجع سبق ذكره، ص61.

³ موفق عدنان عبد الجبار الحميري، مرجع سبق ذكره، ص54.

⁴ دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص111

الفرع الثاني: مصادر التمويل المتوسط الأجل

تتمثل أهم مصادر التمويل الخارجية والتي تكتسي طابع الأجل المتوسط في العناصر التالية:

أولاً: الاستئجار

هو اتفاق بين طرفين أحدهما مؤجر والآخر مستأجر، حيث بمقتضاه يسمح المؤجر للمستأجر بالاستفادة من الخدمات التي يؤديها أصل معين خلال فترة زمنية معينة مقابل القيام بسداد مبلغ معين من المال (القيمة الإيجارية) وذلك على مدى فترات زمنية معينة.

1. أنواع الاستئجار:

هناك نوعين من الاستئجار وتستطيع المؤسسة المستأجرة اختيار النمط لتمويل احتياجاتها التشغيلية وظروفها المالية وهي:

أ- **الاستئجار التشغيلي:** وهو عبارة عن عقد خدمة، أو عقد شراء مختلف الأصول بغية تأجيرها لمؤسسات أخرى تستأجرها لتنفيذ أعمال محددة، وبعد انتهاء العقد تسترجع هذه المؤسسات أصولها لتعاود استئجارها مرة أخرى. ويتميز الاستئجار التشغيلي بالخصائص التالية¹:

- التزام مالك الأصل بصيانة وخدمة الأصل للمؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة في الدفعات الثابتة التي يقوم المؤجر بتسديدها.
- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترات زمنية قصيرة نسبياً تكون أقل من الحياة الإنتاجية للأصل المستأجر.
- تشمل عقد عقود الاستئجار عادة ما يفيد بإمكانية إيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها.

ب- الاستئجار المالي:

هو ذلك التأجير الذي يتم بموجبه إطفاء كامل قيمة الأصل للمؤجر خلال فترة العقد، ويسمى هذا التأجير بالتأجير الرأسمالي لأن إجمالي دفعات الإيجار المتفق عليها تغطي كامل تكلفة الأصل مع عائد مناسب على رأس المال المستثمر².

ويتميز هذا النوع من التأجير بأنه³:

- لا يحمل الجهة المؤجرة خدمات الصيانة والتأمين ودفع الضرائب.
- ينتهي عقد التمويل التأجيري بتملك المستأجر للأصل للمؤجر.
- يعتبر العقد غير قابل للإلغاء إلا بموافقة الطرفين.

¹ نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003، ص 265.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والطباعة والتوزيع، الطبعة الثانية، عمان، 2009، ص 411.

³ دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، المرجع السابق، ص 411.

ج- البيع ثم الاستئجار

في هذا النوع من التمويل بالاستئجار تقوم المؤسسة والمالكة لأصل معين ببيعها إلى منشأة مالية، وفي نفس الوقت توقع عقدا مع نفس المنشأة المالية باستئجار نفس الأصل لمدة محددة وشروط خاصة يتفق عليها، ويتلقى البائع للأصل (المستأجر) فورا قيمة الأصل من المشتري (المؤجر) ويستمر في نفس الوقت في استخدام الأصل مقابل الالتزام بسداد دفعات متساوية لمدة العقد تكفي لتغطية قيمة الأصل والعائد المناسب لاستثمار المؤجر¹. والملاحظ أن البيع ثم الاستئجار يتشابه في مع الاستئجار المالي في كل شيء عدا أن الأصل في الحالة الثانية جديد وإن اختلف مصدر الشراء².

ثانيا: القروض المصرفية المتوسطة الأجل

هي عبارة عن قروض تمنح عادة من البنوك التجارية أو بنوك متخصصة في الاستثمار، تزيد فترتها عن السنة وتصل إلى الخمس سنوات، غالبا ما يتم تسديد هذا النوع من القروض على شكل أقساط يتم تحديد مواعيد استحقاقها وقيمها التي قد تكون متساوية في شروط عقد الإقراض، ويكون سعر الفائدة للقروض متوسطة الأجل أعلى من سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل³.

المطلب الثالث: تقييم التمويل بالاستدانة

للتقييم الخارجي مزايا وعيوب متعددة ومختلفة:

الفرع الأول: تقييم التمويل عن طريق السندات

أولا: مزايا التمويل عن طريق السندات

من بين مزايا التمويل بالسندات⁴:

- ✓ سهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات؛
- ✓ قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة؛
- ✓ في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة، فذلك يعطي مرونة أكبر لعمل المسيرين؛
- ✓ تمثل تكلفة السندات عبئا، فتخصم مثل باقي الأعباء مثل قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي؛

¹ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص145.

² سمير محمد عبد العزيز، المرجع السابق، ص146.

³ عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية "المدخل الكمي"، دار زهران للنشر، عمان، 1997، ص280.

⁴ معراج هوارى، حاج سعيد عمر، مرجع سبق ذكره، ص39.

✓ السندات تكون محددة المدة والقيمة والفائدة، فالمؤسسة يسهل عليها توقع الاحتياطي لاهتلاكها، وعليه فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة التأثير على هيكل التمويل.

ثانيا: عيوب التمويل عن طريق السندات:

تتمثل مختلف عيوب التمويل عن طريق السندات في¹:

- ✓ تكلفة التمويل من السندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما تزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية؛
- ✓ إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية، فإن دفع المؤسسة لمستحققاتها اتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم؛
- ✓ التشريعات المالية في الكثير من البلدان تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة (حق الملكية) وإجمالي الديون وبالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات حماية لأموال المساهمين.

الفرع الثاني: التمويل عن طريق القروض بنوعيتها (المتوسطة والطويلة)

أولا: مزايا التمويل عن طريق القروض

تتعدد مزايا التمويل عن طريق القروض ومن بينها²:

- ✓ تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الإصدار العام إلى الجمهور؛
- ✓ عملية الحصول على القروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه إجراءات عملية الإصدار العام إلى الجمهور؛
- ✓ سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقرضة خاصة إذا كان القرض طرفا وحيدا؛
- ✓ الاستعانة بالقروض المتوسطة والطويلة الأجل يغني عن اللجوء إلى القروض القصيرة الأجل وبالتالي تقادي مخاطر احتمال عدم التجديد أو مواعيد الاستحقاق القصيرة.

ثانيا: عيوب التمويل عن طريق القروض

من بين أهم هذه العيوب³:

¹ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 189.

² مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 190.

³ مبارك لسوس، مرجع سبق ذكره، ص 191.

- ✓ إن سداد القروض متوسطة وطويلة الأجل بأقساط سنوية طيلة المدة المحددة لاهتلاك هذه القروض يعرض المؤسسة إلى الاستنزاف النقدي المستمر، وهنا تتجلى أفضلية اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسهم (لما تتميز به من عدم محدودية لتاريخ التسديد)؛
 - ✓ في العادة تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصاً مقيدة للمؤسسة المقترضة لحماية حقوق الدائنين، بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذا القيد؛
 - ✓ كون هذه القروض طويلة أو متوسطة الأجل، فالمقرض يطلب رهونا (ضمانات) قد لا تكون في متناول المؤسسة، ويلجأ إلى استقصاءات مفصلة ودقيقة عن وضعية المؤسسة، وقد تكون تكاليف هذه الاستقصاءات عالية، ولذا فالمقرض يضع حداً للقرض المقدم لغرض تغطية هذه التكلفة.
- وقد تم التطرق من خلال هذا المبحث تم التعريف بالتمويل بالاستدانة وعرض لمختلف المصادر التي يتم من خلالها الحصول عليه، كما قدمنا تقييم شامل لكل نوع على حدى.

المبحث الرابع: معايير اختيار مصادر التمويل

بعد تقدير الاحتياجات التمويلية للمؤسسة على المدينين القصير (دورة الاستغلال) والطويل (دورة الاستثمار) وحصر جميع مصادر التمويل المتاحة تقوم المؤسسة بعملية المفاضلة بينها بناء على عدة معايير وقيود لا يمكن تجاهلها من أجل سياسة تمويلية خالية من العيوب والمخاطر.

المطلب الأول: المردودية

أولاً: تعريف المردودية

"تعرف بالعلاقة بين النتيجة المحصلة والإمكانات المتاحة للمؤسسة، إن الهدف من وراء إنشاء أي مؤسسة هو تحقيق أرباح صافية عن طريق الأموال المستثمرة عند تأسيس هذه المؤسسة، الأمر الذي سمح بتطويرها ورفاهية الأطراف المستثمرة بها، المردودية عامل أساسي لتسيير أي مؤسسة وتقاس عن طريق مجموعة من المؤشرات الاقتصادية وهي مؤشر المردودية الاقتصادية والمردودية المالية والتجارية"¹.

والمردودية تظهر بوجهين مختلفين وترتبط مع النشاط التجاري للمؤسسة، فهي وسيلة لمساهمة أكيدة في الموارد كالأسهم مثلاً، وهي دلالة على فاعلية الإنتاج وتخصيص الموارد².

¹ بوطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية - دراسة حالة المؤسسة الوطنية للبتروكيمياء E.N.I.P، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007، ص62.

² بوطغان حنان، المرجع السابق، ص62.

ثانيا: خصائص المردودية

تتميز المردودية بعدة خصائص من أبرزها¹:

- يمثل تحليلها محاولة رشيدة في مقابلة النتائج بالموارد المستخدمة مما يسمح بإصدار حكم على مستوى دخولها أي كفاءتها حتى يمكن تعظيم مكافأة كافة الأطراف المشاركة.
- لا تستشعر المؤسسة الحاجة الملحة إليها في كل لحظة من حياتها.
- تمثل ظاهريا هدفا متعارض مع اليسر والسيولة المالية خاصة في الأجل القصير، بينما في الواقع هما هدفان متكاملان لأن تأمين الحد الأدنى من السيولة لا يتأتى إلا بمردودية مناسبة.
- يرتبط مفهومها بالمؤسسة فلا يمكن اسناد تحقيقها لشخص بعينه إلا أنه يمكن أن تكون نسبية وجزئية وتقسيمية.

ثالثا: المردودية المالية

تعد المردودية المالية مؤشرا من المؤشرات التي تستطيع من خلالها المؤسسة معرفة مدى فعاليتها المالية، وتعرف "بأنها النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، ونتيجة هذه النسبة تمثل ما تقدمه الوحدة الواحدة المستثمرة من أموال المساهمين من ربح صافي، وتمثل هذه النسبة أهم النسب المالية لأن الهدف من التسيير المالي هو تعظيم حقوق المساهمين، وكلما كانت نتيجة هذه النسبة مرتفعة زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة المتداولة في بورصة الأسهم والسندات"².

وتحسب المردودية المالية بالعلاقة التالية³:

$$Rf = \frac{Rnet}{CP} \dots \dots (01)$$

حيث:

Rf: المردودية المالية.

Rnet: النتيجة الصافية.

CP: الأموال الخاصة.

ويمكن تحليل المردودية المالية وذلك بإعادة كتابة العلاقة الرياضية السابقة (01) وإدخال مجموع الأصول الاقتصادية واستخراج المركبات التالية⁴:

$$\frac{Rnet}{CP} = \frac{Rnet}{AE} \times \frac{AE}{CP}$$

حيث: **AE** مجموع الأصول.

¹ بوطغان حنان، المرجع السابق، ص75.

² زكرياء لشهب، دور عتبة المردودية في تحليل خطر الاستغلال المالي، مكتبة الوفاء القانونية، الطبعة الأولى، مصر، 2014، ص102.

³ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الجزائر، ص20.

⁴ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، المرجع السابق، ص21.

وتمثل النسبة الأولى $\frac{Rnet}{AE}$ إحدى العلاقات المحددة لنسبة المردودية الاقتصادية، أما النسبة الثانية $\frac{AE}{CP}$ فهي تشير بشكل غير مباشر لدرجة الاستدانة في المؤسسة¹.

أما التركيبة الثانية للمردودية فهي عند إدخال رقم الأعمال للمعادلة فتصبح²:

$$\frac{Rnet}{CP} = \frac{Rnet}{CA} \times \frac{CA}{CP}$$

حيث: CA يمثل رقم الأعمال.

وتمثل النسبة الأولى $\frac{Rnet}{CA}$ الوحدات النقدية التي يمكن للمؤسسة أن تحققه من كل وحدة نقدية واحدة من رقم الأعمال، ويطلق عليها معدل هامش النتيجة. أما النسبة الثانية $\frac{CA}{CP}$ تمثل معدل دوران مجموع الأصول، أي عدد مرات تجدد الأصول في كل دورة.

كما يمكن أن نحلل المردودية المالية إلى مجموعة من المركبات على الشكل التالي:

$$Rcp = \frac{Rnet}{CP} = \frac{Rnet}{CA} \times \frac{CA}{AE} \times \frac{AE}{CP}$$

- المركبة $\frac{Rnet}{CA}$ هي الهامش الصافي وتعكس السياسة التجارية.
- المركبة $\frac{CA}{AE}$ هي معدل دوران الأموال المستثمرة (الأصل الاقتصادي) وتمثل رقم الأعمال على مجموع الأصول.
- المركبة $\frac{AE}{CP}$ هي معدل الاستدانة وتعكس الهيكل المالي للمؤسسة ومنه سياسة تمويلها.

وبما أن النسبتين الأوليتين تمثلان المردودية الاقتصادية فنسجد العلاقة الآتية بين المردوديتين:

$$\text{المردودية المالية} = \text{المردودية الاقتصادية} \times \text{نسبة الاستدانة}$$

وعند تحليل نسبة الاستدانة ستعطينا العلاقة التالية:

$$\frac{AE}{CP} = \frac{CP + D}{CP} = \frac{CP}{CP} + \frac{D}{CP} \implies 1 + \frac{D}{CP} \dots \dots \dots (02)$$

وبالرجوع إلى العلاقة السابقة (02) الخاصة بالمردودية المالية والتي تبين أن المردودية المالية تتعلق بكل من المردودية الاقتصادية ونسبة الاستدانة، فعند تحقيق مردودية اقتصادية عالية هذا لا يكفي لتحقيق مردودية مالية عالية، بل يجب الانتباه لمستوى الاستدانة والأثر الذي ستتركه.

ومن خلال ما تم التطرق إليه وتوضيحه في العلاقات الرياضية أعلاه، أي علاقة المردودية الاقتصادية والمردودية المالية فإنها تستطيع أن تُمكننا من تحديد أثر الرافعة المالية.

¹ زكرياء لشهب، مرجع سبق ذكره، ص 103.

² زكرياء لشهب، مرجع سبق ذكره، ص 103.

(د) أثر الرفع المالي

يقيس أثر الرفع المالي تأثير الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، فهو يوضح الشروط التي تستطيع المؤسسة من خلالها تحسين مردودية الأموال الخاصة (المردودية المالية) بواسطة رفع مستوى الاستدانة داخل الهيكل المالي¹.

ويمكن تحديد صيغة أثر الرافعة المالية الرياضية بالاستناد إلى المعطيات التالية وذلك باعتبار جميع النتائج صافية أي بعد اقتطاع الضريبة².

Re: المردودية الاقتصادية. Rf: المردودية المالية.

Rexp: نتيجة الاستغلال. Rnet: النتيجة الصافية.

D: الاستدانة الصافية. CP: الأموال الخاصة

IBS: الضريبة على أرباح المؤسسات. I: تكلفة الاستدانة.

نقوم أولاً بتحديد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال:

$$Rnet = (Rexp - i.D)(1 - IBS) \dots \dots \dots (* - 1)$$

بقسمة طرفي العلاقة (* - 1) على الأموال الخاصة CP نجد:

$$RF = \frac{Rnet}{CP} = \frac{(Rexp - i.D)(1 - IBS)}{CP} \dots \dots \dots (* - 2)$$

$$RF = \frac{Rnet}{CP} = \frac{(Re.AE - i.D)(1 - IBS)}{CP}$$

$$RF = \frac{Rnet}{CP} = \frac{(Re.(CP + D) - i.D)}{CP} (1 - IBS)$$

$$RF = \left(\frac{Rnet}{CP} = \frac{Re.CP}{CP} + \frac{Re.D}{CP} - \frac{i.D}{CP} \right) (1 - IBS)$$

ومن خلال العلاقة التالية يمكننا استخراج أثر الرافعة المالية:

$$RF = \left(Re + (RE - i) \frac{D}{CP} \right) (1 - IBS) \dots \dots \dots (* - 3)$$

إن العلاقة (* - 3) تمثل المردودية المالية مكونة من المردودية الاقتصادية الصافية وأثر الرافعة المالية وتأثرها بالمركبات التالية:

Re: المردودية الاقتصادية.

(RE - i): الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الديون.

¹ زغود تير، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات بالقطاعات الخاص والعام في الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010، ص45.

² عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-حالة عينة من المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات خلال الفترة الممتدة بين 2010 2015، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحيى، جيجل، 2018، ص82.

$\frac{D}{CP}$: الرافعة المالية أو ذراع الرافعة ويقاس تركيبة الهيكل المالي.
 $(RE - i) \frac{D}{CP}$: أثر الرافعة المالية.

يمكن تفسير أثر الرافعة المالية من خلال معدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصل الاقتصادي وتكلفة الاستدانة، ويتضح هذا الأثر من خلال أثر الاستدانة على المردودية المالية (مردودية الأموال الخاصة)، إما أن يكون إيجابيا أو سلبيا وذلك وفق الحالات التالية¹:

الحالة الأولى: الأثر الإيجابي للرافعة المالية: $(RE-i) > 0$

عندما تكون المردودية الاقتصادية RE أكبر من معدل الفائدة i فان المردودية المالية Rf تزداد كلما زادت نسبة الاستدانة $\frac{D}{CP}$ ، وبالتالي يكون أثر الرافعة المالية إيجابيا.

الحالة الثانية: الأثر السلبي للرافعة المالية $(RE-i) < 0$

عندما تكون المردودية الاقتصادية RE أصغر من معدل الفائدة i فان المردودية المالية Rf تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة $\frac{D}{CP}$ ، وبالتالي يكون أثر الرافعة المالية سلبيا.

الحالة الثالثة: الأثر الحيادي للرافعة المالية: $(RE-i) = 0$

عندما تكون المردودية الاقتصادية RE مساوية لمعدل الفائدة i فان حجم الديون في هيكل رأس المال لا يكون له أي تأثير على المردودية المالية للمؤسسة، وبالتالي فإن أثر الرافعة المالية يختفي، و في هذه الحالة فإن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية بعد الضريبة و هذا مهما كان مستوى الاستدانة.

المطلب الثاني تكلفة الأموال

الفرع الأول: مفهوم تكلفة الأموال

تعرف تكلفة التمويل على أنها المبلغ الذي يجب دفعه للحصول على أموال لازمة لاستخدام المنظمة، وفيما إذا كانت هذه المبالغ عند استخدامها ستحقق معدل عائد أقل أو أكبر من المعدل المدفوع للحصول عليها².
 وتعرف أيضا بأنها "الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية التي تم تمويلها من أموال حقوق الملكية أو من أموال الافتراض أو من كليهما معا بحيث تؤدي عوائد هذه الاستثمارات إلى المحافظة على السعر السوقي للسهم أو تؤدي إلى زيادة سعره في سوق الأوراق المالية"³.

¹ زكرياء لشهب، مرجع سبق ذكره، ص 29.

² بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار-دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين-، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، غزة، 2005، ص 60.

³ مدحت إبراهيم الطراونة، قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17، الجزائر، 2002، ص 9.

❖ أهمية تحديد تكلفة رأس المال

تتجسد أهمية تكلفة الأموال في عدة نقاط أهمها¹:

- تلعب تكلفة الأموال دورا رئيسيا في قرارات السياسة التمويلية.
- تعتبر متغيرا أساسيا في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، لأنها تمثل معدل الخصم المستعمل في إيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة، لذلك فإن تخفيضها يتطلب قياسها بطريقة موضوعية.
- هي المعيار الذي يمكن الاعتماد عليه في معرفة مدى تأثير القرارات الاستثمارية على مردودية المؤسسة، ومن ثم اختيار البدائل الاستثمارية التي تحقق أعلى مردودية لها، أي البدائل التي تتحقق بأقل تكلفة تمويل ممكنة.

الفرع الثاني: تكلفة التمويل عن طريق أموال الملكية

أولا: تكلفة الأسهم العادية

تمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون للحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر، ومن تم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم².

وقد لا تتصف تقديرات تكلفة الأسهم العادية بالدقة لأنها تعتمد على التنبؤ وأن الإصدارات الجديدة عادة يتم بيعها بسعر أقل من سعر السوق الجاري للسهم بعد تخفيض تكاليف الإصدار للسهم مما يعني الحصول على قيمة صافية من التمويل أقل من قيمة بيع السهم في السوق حاليا، ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بطريقتين هما³:

• توزيع كافة الأرباح على المساهمين

$$\text{تكلفة رأس المال للأسهم العادية} = \frac{\text{عائد الأسهم}}{\text{قيمة السهم}}$$

• إذا تم توزيع جزء من الأرباح واحتجاز الجزء الآخر

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{عائد الأسهم}}{\text{قيمة السهم}} + \text{معدل النمو}$$

¹ نجار حياة، محاضرات موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر، نخصص إدارة مالية، مقياس إدارة مالية معمقة، جامعة جيجل 2020 2021.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ص442.

³ دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية للشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص179.

ثانيا: تكلفة الأسهم الممتازة

وتعرف تكلفة الأسهم الممتازة على أنها عبارة عن نسبة توزيعات أرباح السهم الممتاز إلى المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة لبيع السهم الممتاز، أي أنه عندما تتم توزيعات على حملة الأسهم الممتازة فإن هذه التوزيعات عبارة عن تكلفة بالنسبة للمؤسسة، وعليه يتم إيجاد تكلفة الأسهم الممتازة من خلال العلاقة التالية¹:

$$Kep = \frac{Dp}{Vp}$$

تعتبر هذه العلاقة عن التكلفة الإسمية للأسهم العادية وهذه التكلفة ليست فعلية لأن المؤسسة تتحمل تكاليف من أجل إصدار الأسهم الممتازة مما يؤدي إلى زيادة التكاليف على المؤسسة، ويظهر ذلك من خلال العلاقة التالية:

$$kep = \frac{Dp}{VP(1 - te)}$$

حيث أن:

te: معدل مصاريف الإصدار الصافي من الضريبة؛

Kep: تكلفة السهم الممتاز؛

Vp: القيمة السوقية للسهم الواحد.

DP: نصيب السهم الواحد من التوزيعات؛

من خلال العلاقة السابقة فإنه عند إصدار المؤسسة لأسهم ممتازة للجمهور فإن القيمة التي بيعت بيها الأسهم الممتازة (القيمة السوقية) لا تستفيد منها المؤسسة كاملة بل يتم خصم مصاريف الإصدار وهذه الأخيرة تعتبر أيضا مصاريف تتحملها المؤسسة، فهي تستفيد فقط من صافي قيمة السهم الممتاز، وإذا نقول أن تكلفة السهم الممتاز هي عبارة عن توزيعات السهم الممتاز الواحد مقسوما على صافي القيمة التي تحصل عليها المؤسسة من بيع سهم واحد ممتاز من إصدار جديد لهذه الأسهم².

ثالثا: تكلفة الأرباح المحتجزة

تتضمن الأرباح المحتجزة كل من الاحتياطيات والأرباح المدورة، وهي أرباح تحققت للشركة ولكن إدارتها قررت احتجازها بدلا من توزيعها بهدف استثمارها. ونظرا لأن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصروفات، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه المساهمون على الاستثمار في فرص بديلة متاحة لهم. ويمكن استخدام نموذج (CAPM) لتحديد تكلفة الأرباح المحتجزة كالاتي³:

¹ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص39.

² عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص39.

³ مدحت إبراهيم الطراونة، مرجع سبق ذكره، ص09.

$$K_s = R_f + B (R_m - R_f)$$

حيث أن:

(Ks) تمثل تكلفة الأرباح المحتجزة؛
(B) معامل بيتا؛
(Rf) تمثل عائد الاستثمار الخالي من الخطر؛
(Rm) فتمثل عائد السوق.

ولا يعتبر نموذج (CAPM) النموذج الوحيد الذي يمكن استخدامه في احتساب تكلفة الأرباح المحتجزة، بل يمكن استخدام نموذج Gordon.

الفرع الثالث: تكلفة التمويل عن طريق أموال الاستدانة

أولاً: تكلفة التمويل عن طريق السندات

يمكن إجمال تكلفة السندات في الآتي¹:

1- الفائدة السنوية على السندات وتكون بمعدل ثابت على قيمة السندات الإسمية.

2- مصاريف وعمولة إصدار السندات.

3- عمولة توزيع السندات

4- خصم إصدار السندات أي إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الإسمية.

ويمكن احتساب ذلك كله وتحويله إلى نسب مئوية كما يلي:

$$\text{تكلفة تحويل السند الواحد} = \frac{\text{إجمالي التكلفة السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار للسند}} \times 100$$

حيث:

1- إجمالي التكلفة للسند الواحد = الفائدة السنوية على السند + نصيب السند من عمولة الإصدار بعد

توزيعها على سنوات السند

$$2- \text{متوسط الاستثمار للسند} = \frac{\text{قيمة السند الإسمية} + \text{القيمة التي يصدر بها}}{2}$$

والقيمة التي يصدر بها هي المبلغ الذي تقبضه الشركة من مالك السند.

ثانياً: تكلفة الأموال المقرضة

إن تكلفة الدين هي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين (المقرضين) للقبول بإقراض المؤسسة، ويقاس هذا العائد بالطريقة نفسها التي يقاس بها معدل المردود الداخلي، أي أن تكلفة الدين تساوي إلى

¹ عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص91.

الفصل الأول.....إطار مفاهيمي لمصادر التمويل في المؤسسة الاقتصادية

معدل الخصم الذي يحقق المساواة بين حصيللة الأموال التي تم الحصول عليها بالاقتراض والقيمة الحالية للفائدة المدفوعة ولدفعات تسديد المبلغ الأصلي المقترض.

عند حساب تكلفة الاقتراض فإن المؤسسة تراعي الأضرار التي قد تلحق بحملة الأسهم من انخفاض في القيمة السوقية للسهم الواحد وهو عامل أساس للحكم على قبول أو رفض القروض أو إصدار السندات وعليه فإن التكلفة تتمثل في المعدل الواجب تحقيقه من توظيف القروض للمحافظة على إيرادات السهم العادي بدون تغيير، وتحسب تكلفة الاقتراض كما يلي¹:

أ- تسديد فائدة كل سنة وفي السنة الأخيرة تسديد أصل القرض: تحسب تكلفة القرض كما القرض كما يلي:

$$E = F_t \frac{1 - (1 + K_d)^{-n}}{K_d} + K_t (1 + K_d)^{-n}$$

حيث:

E : المتحصلات بعد طرح مختلف المصاريف (مصاريف الإصدار).

K_t: أصل القرض.

K_d: معدل الفائدة السنوية بعد التعديل الضريبي حيث:

$$K_d = (1 - \text{الضريبة}) \times \text{معدل الفائدة الاسمي}$$

ب- تسديد القرض على شكل دفعات: تحسب التكلفة في هذه الحالة كما يلي:

$$E = a \frac{1 - (1 + K_d)^{-n}}{K_d}$$

a: قيمة الدفعة السنوية الثابتة

كما يمكن حساب تكلفة الاقتراض بالطريقة التقديرية كما يلي:

$$E = \frac{F_t}{K_d} \quad K_d = \frac{F_t}{E}$$

ثالثا: تكلفة القرض الإيجاري

هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات الإيجار المستقبلية مخصومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المؤسسة للبنك إذا اقترضت مبلغا مماثلا لقيمة الأصل ولذات الفترة الزمنية.

¹ محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2016 2017، ص164.

وعند حساب تكلفة القرض الإيجاري يجب الأخذ بعين الاعتبار ما يلي¹:

- المدفوعات عند نهاية كل فترة والتي تمثل دفعات الإيجار التي تدفعها المؤسسة للمؤجر وهي من المصاريف التي تخصم من الوعاء الضريبي.
 - المصاريف المالية على القرض المقدم كذلك الاهتلاك السنوي للاستثمار المعني والقابل للخصم الضريبي.
- وبما أن تكلفة القرض الاستتجاري هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات تسديد القرض وتكلفة الصيانة مطروحا منها القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتجة عن طرح الفائدة على القرض والاهتلاك والصيانة كنفقات زائد القيمة الحالية المتبقية (الخردة) للتجهيزات، كلها مخصومة من معدل الفائدة على الاقتراض ويمكن التعبير عن ذلك بالعلاقة التالية:

$$I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L_t(1-T) + TA_t}{(1+K_{cb})^t} + \frac{R}{(1+K_{cb})^n}$$

حيث:

- I_0 : قيمة الأصل.
- TA_t : مقدار التخفيض من الضرائب للإهلاكات.
- L_t : الدفعة السنوية.
- K_{cb} : تكلفة القرض الإيجاري.
- T : معدل الضرائب.
- R : قيمة التجهيز كخردة في نهاية المدة في حالة شرائه.

رابعا: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

تتوقف تكلفة الأموال على تركيبية المزيج المكون لهيكل رأس المال وتكلفة كل عنصر فيه، وبما أن نسبة العناصر المكونة للمزيج التمويلي ليست متساوية وتكلفتها مختلفة، فلا بد من استخدام المتوسط المرجح للأوزان لاحتساب تكلفة الأموال وذلك وفق الصيغة التالية²:

$$CMP = t \frac{Vcp}{Vd + Vcp} + i \frac{VD}{VD + Vcp}$$

حيث:

- CMP : التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (تكلفة رأس المال).
- t : تكلفة الأموال الخاصة.
- Vcp : قيمة الأموال الخاصة.
- i : تكلفة الاستدانة (المعدل الفعلي للاقتراض).
- VD : قيمة الديون.

المطلب الثالث: معايير أخرى

توجد عدة معايير أخرى محددة لمصادر التمويل بالإضافة إلى المردودية بأنواعها وتكلفة مصادر التمويل ونذكر منها ما يلي:

¹ محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص 163

² محمد بوشوشة، المرجع السابق، ص 164.

أولاً: الضمانات

يعبر عن هذه المتغيرة أحياناً بهيكل الأصول وقد أشارت العديد من الدراسات التجريبية السابقة لتأثير هذه المتغيرة على نسبة الاستدانة بالهيكل المالي للمؤسسة، فمنها من خلص إلى وجود علاقة عكسية بين نسبة الضمانات ونسبة الاستدانة، أي أنه كلما زادت نسبة الأصول الثابتة (كمقياس لمستوى للضمانات) زاد اعتماد المؤسسة على الأموال الخاصة وقل اعتمادها على القروض، ذلك لأن تمويل المقرضين للأصول الثابتة يعرضهم لمخاطر أكبر بسبب الانخفاض الشديد الذي تتعرض له قيمة تلك الأصول في حالة التصفية. أظهرت نتائج الكثير من الدراسات أن المؤسسة التي تمتلك أكثر أصول ضامنة تميل إلى استخدام قدر كبير من القروض في هيكل رأس مالها، وبالتالي وجود علاقة طردية بين حجم الضمانات ونسبة الاستدانة. يتم الاعتماد على صافي الاستثمارات المادية والمخزونات إلى إجمالي الأصول لقياس معدل حجم الضمانات، وذلك لأن البنوك غالباً ما تشترط الاستثمارات المادية والمخزونات كضمانات، والتي يمكن أن تكون محل للرهن، ونادراً ما تقيم الضمانات بقيم الاستثمارات المنقولة¹.

$$\text{معدل حجم الضمانات} = \frac{\text{صافي الاستثمارات المادية} + \text{المخزونات}}{\text{مجموع الأصول}}$$

ثانياً: فرص النمو

تتفق نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة على وجود علاقة عكسية بين معدل نمو المؤسسة ومعدل الاقتراض، بينما تخالف نظرية التمويل السلمي هذه الفرضية. ففي إطار نظرية تكلفة الإفلاس، وأمام وجود إمكانية النمو، يتوقع عزوف المؤسسة على اللجوء إلى الاقتراض باعتبار أن قيمة الأصول تكون شبه معدومة في حالة التصفية. فيما يتعلق بنظرية الوكالة، فوجود إمكانية النمو يجعل مصالح جميع الأطراف متماثلة مما يجعل من التمويل بالأموال الخاصة النمط المفضل، بالمقابل وفي ظل غياب إمكانية النمو تصبح المديونية الاختيار المجدي وذلك لدورها في تهذيب سلوك المسيرين. بالمقابل وفي ظل نظرية التمويل السلمي فالمؤسسات التي تملك إمكانيات النمو العالية يكون لديها احتياجات تمويل كبيرة مما يدفعها للجوء إلى الاستدانة بالمقام الأول، خاصة مصادر التمويل الأقل تأثر بظاهرة عدم التناظر في المعلومات، مثل القروض القصيرة الأجل وفيما يتعلق بقياس نمو المؤسسة، فقد دأبت الكثير من الدراسات على قياس معدل الأصول².

¹ مصعب دعاس، محددات سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية في الفترة 2012-2015، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، جامعة الجزائر 03، ص 484.

² مصعب دعاس، المرجع السابق، ص 484.

نمو المؤسسة باستخدام معدل نمو المبيعات أو معدل نمو وحسب معدل نمو صافي المبيعات وفقا للعلاقة الآتية:

$$\text{معدل نمو المؤسسة} = \frac{\text{صافي مبيعات السنة (ن) - صافي مبيعات السنة (ن-1)}}{\text{صافي مبيعات السنة (ن-1)}}$$

ثالثا: المخاطر العملية

يمكن التعبير عن المخاطر العملية بتذبذب النتيجة قبل الفوائد والضرائب، وذلك لأسباب تتعلق بطبيعة أو ظروف النشاط، ولقد كشفت نتائج العديد من الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين التغير في النتيجة قبل الفوائد والضرائب ونسبة الاستدانة.

ويعتمد على عدة مؤشرات لتقدير حجم المخاطرة العملية، نذكر منها: التغير في المردودية الاقتصادية، التغير في النتيجة قبل الفوائد والضرائب، التغير في معدل العائد على الأسهم.

ولتقادي استعمال معلومات مستقبلية لتقدير حجم المخاطرة كمعدل العائد المتوقع، يتم الاعتماد على مؤشر مربع الفرق بين المردودية الاقتصادية ومتوسط المردودية الاقتصادية السنوي للعينة لتقدير حجم المخاطرة العملية، وذلك وفقا للصيغة الموالية¹:

$$\text{حجم المخاطرة العملية} = (\text{معدل المردودية الاقتصادية للمؤسسة} - \text{متوسط المردودية السنوي للعينة محل الدراسة})$$

رابعا: حجم المؤسسة

أظهرت العديد من الدراسات أن لحجم المؤسسة تأثير على نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، ويمكن أن يكون لها تأثير إيجابيا وذلك لعدة أسباب أولها أن احتمالات الإفلاس تتخفف في المؤسسات ذات الحجم الكبير، كما أن المؤسسات الكبيرة تستطيع الاقتراض بشروط أيسر، ولعل ذلك يرجع إلى أن المؤسسات كبيرة الحجم يكون لديها قدرة أكبر على خدمة الدين، مما يجعلها تميل للاعتماد على القروض بدرجة أكبر، إضافة إلى أنها تستطيع الاقتراض بمعدل فائدة أقل، مما يكون سببا في اعتمادها على الاقتراض بدرجة أكبر عن المؤسسات صغيرة الحجم. كذلك كشفت دراسة Titman & Wessels عن سبب آخر للعلاقة الطردية بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض، حيث عادة ما يتسم نشاط المؤسسة الكبيرة الحجم بقدر من التنوع مما يجعلها تتعرض لدرجة مخاطر أقل، وهو ما يخلق لديها الدافع لزيادة الأموال المقترضة، كما يمكن أن تكون العلاقة بين حجم المؤسسة ونسبة الاقتراض هي علاقة عكسية، بها وهذا ما تم إثباته في البيئة الألمانية في إطار دراسة قام بها kremp 1999 حيث لاحظ أهمية التمويل البنكي للمؤسسات صغيرة الحجم ويرجع ذلك إلى خصوصية قانون الإفلاس ونظام

¹ مصعب دعاس، المرجع السابق، ص 484.

البنك المركزي الألماني ولقد استخدمت عدة مؤشرات لقياس حجم المؤسسة منها اللوغاريتم الطبيعي لصافي المبيعات، وبحسب بالعلاقة الآتية¹:

$$\text{حجم المؤسسة} = \text{Log (صافي المبيعات)}$$

ختاماً لقد تناولنا في هذا المبحث مختلف معايير المحددة لاختيار مصادر التمويل، فتم التطرق الى أهم معيارين وهما المردودية المالية وتكلفة الأموال، بالإضافة إلى معايير كمية ونوعية أخرى كالضمانات وحجم المؤسسة.

¹ مصعب دعاس، المرجع السابق، ص 486

خلاصة الفصل:

تتنوع مصادر التمويل المتاحة للمؤسسات الاقتصادية ومنشآت الأعمال، فهناك التمويل القصير الأجل المتمثل في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، وهناك التمويل طويل الأجل الذي ينقسم إلى أموال الملكية والتي تتمثل في الأسهم بنوعها العادية والممتازة، بالإضافة إلى الأموال المقترضة والتي تتمثل في السندات والقروض الطويلة الأجل، كم نجد التمويل بالإيجار والقروض المتوسطة الأجل التي تدرج تحت التمويل المتوسط الأجل. ولكل مصدر من هذه المصادر مزاياه كما أن له عيوبه، سواء بالنسبة للمستثمر أو المؤسسة المعنية، لذا ينبغي الحرص عند المفاضلة بين مصادر التمويل البديلة واختيار البديل الذي يخدم هدف المؤسسة. كما أن كل مؤسسة تبحث عن هيكل تمويل مناسب لها بما يخدم مصالحها ويحافظ على توازنها المالي واستقرار سياستها. وهذا من خلال النقيض بمجموعة من المعايير التي على أساسها يتم اختيار مصدر التمويل الأمثل أو التشكيلة المناسبة من الأموال بشكل يتلاءم مع طبيعة المتطلبات المتوقعة للمؤسسة.



الفصل الثاني:
الإطار المفاهيمي للقرار الاستثماري
في المؤسسة الاقتصادية

تحظى عملية الاستثمار بأهمية كبيرة حيث تتوعد مجالات وقطاعات توظيف الأموال التي من شأنها زيادة مداخيل الفرد، وكذا باعتباره أداة فعالة لتحقيق الأهداف الاقتصادية.

ويعتبر قرارا الاستثمار من أهم قرارات الإدارة المالية وأعقدها بسبب طبيعتها، وتلجأ الإدارة المالية إلى هذه القرارات أملا في زيادة العائد على الاستثمار. ويقوم هذا القرار على مجموعة من المبادئ والمقومات التي يجب أخذها بعين الاعتبار لضمان سلامة القرارات الاستثمارية، لذلك سنحاول من خلال هذا الفصل تسليط الضوء على مدلول القرار الاستثماري وذلك من خلال المباحث الأربعة التالية:

- المبحث الأول: ماهية الاستثمار؛
- المبحث الثاني: ماهية القرارات الاستثمارية؛
- المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري؛
- المبحث الرابع: العلاقة بين مصادر التمويل والقرار الاستثماري.

المبحث الأول: ماهية الاستثمار

يلعب الاستثمار دوراً رئيسياً في تحريك الموارد المالية وعناصر الإنتاج واستخدامها بكفاءة، وتحقيق أقصى قدر من التناغم بين الموارد المحدودة والرغبة التي تمثل جوهر المشاكل الاقتصادية، واتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار

للاستثمار في علم الاقتصاد تعاريف متعددة ومختلفة وكل منها تركز على جانب معين، وذلك بسبب اختلاف توجهات الباحثين المتعلقة بمختلف المجالات الاقتصادية.

أولاً: تعريف الاستثمار

تعددت تعاريف الاستثمار ونذكر من أهمها:

التعريف الأول: " الاستثمار هو مصدر للتوسع في الطاقة الإنتاجية من ناحية وجزء مهم في الطلب الكلي من ناحية أخرى، لهذا عرف رجال الاقتصاد الاستثمار بأنه إضافة جديدة إلى الأصول الإنتاجية في المجتمع قصد زيادة الناتج في الفترات التالية"¹.

التعريف الثاني: " يعرف الاستثمار على أنه استثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق وراء هذه الأصول عائد في المستقبل، معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يساوي أو زيادة ثروة المستثمر"².

التعريف الثالث: " الاستثمار هو تلك العمليات التي يقوم بها أحد أطراف النشاط الاقتصادي، والتي تتمثل في خلق رأس مال أو زيادة حجم الموجود منه بهدف الحصول على مزيد من الإشباع في المستقبل."

ثانياً: أهمية الاستثمار

وتتمثل أهمية الاستثمار فيما يلي³:

✓ زيادة الإنتاج والإنتاجية مما يؤدي لزيادة الدخل القومي وارتفاع متوسط نصيب الفرد منه وبالتالي تحسين مستوى معيشة المواطنين؛

✓ توفير الخدمات للمواطنين وللمستثمرين؛

¹ سمية بوحفص وآخرون، أهمية الخصائص الذاتية لجودة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسات الاقتصادية، مجلة المالية وحوكمة الشركات، المجلد 5، العدد 02، 13 جانفي 2020، ص 45.

² محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، مصر، ص 3.

³ ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011، ص 13.

- ✓ المحافظة على قيمة الموجودات عندها يسعى المستثمر إلى التنوع في مجالات استثماره حتى لا تنخفض قيمة الموجودات (ثروته) مع مرور الزمن بحكم ارتفاع الأسعار وتقلبها؛
 - ✓ إنتاج السلع والخدمات التي تشبع حاجات المواطنين وتصدير الفائض منها للخارج مما يوفر العملات الأجنبية
 - الأزمة لشراء الآلات والمعدات وزيادة التكوين الرأسمالي؛
 - ✓ توفير التخصصات المختلفة من الفنيين والاداريين والعمالة الماهرة.
- ومن بين أهمية الاستثمار أيضا نجد¹:

- ✓ ترجع أهمية الاستثمار لحاجة كل فرد إلى امتلاك الخبرة الكافية التي تمكنه من تحقيق عوائد بالمقارنة بمستوى المخاطر الذي يكون على استعداد لتحمله وبالتالي فإن الإلمام بمبادئ الاستثمار وأسس إدارة المحافظ الاستثمارية يساعد على إدارة الثروة؛
- ✓ مساهمة الاستثمار في دعم البنية التحتية للمجتمع لأن الاستثمار في مشروع ما قد يتطلب أو يتصاحب بإقامة بناء أو شق طريق أو إقامة جسر أو حديقة، والأمثلة التي تدل على مساهمة المشروعات في إدخال التحسينات المتنوعة إلى بيئة المشروع كثيرة ومتعددة؛
- ✓ مساهمة الاستثمار في مكافحة البطالة من خلال استخدام العديد من الأيدي العاملة ومن ثم محاربة الفقر والجهل وبعض أشكال التخلف، ذلك لأن للعمل انعكاسات هامة على حياة الأفراد ومستقبلهم.

ثالثا: عناصر الاستثمار

- تتميز الاستثمارات بمجموعة من الخصائص تتمثل في²:
- رأس المال المستثمر: وهو النفقة المستخدمة في إنجاز المشروع وتتضمن:
 - سعر الشراء خارج الرسم أو تكلفة الصنع؛
 - المصاريف الملحقة بعملية الشراء؛
 - الرسم على القيمة المضافة غير المسترجعة؛
 - الارتفاع في الاحتياج في رأس المال العامل للاستغلال فأي استثمار جديد يؤدي إلى الارتفاع في المخزونات، حقوق العملاء، ديون الموردين.
 - مدة حياة المشروع: من أجل التقييم الجيد للأرباح المنتظرة من المشروع من الضروري تحديد مدة الاستثمار والتي تقدر عادة بمدة الاهتلاك.

¹ طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009، ص16.

² يوسف قريشي، الياس بن ساسي، التسيير المالي الإدارة المالية "دروس وتطبيقات"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2006، ص313.

- إيرادات المشروع الاستثماري: يعبر الإيراد الصافي عن تدفق نقدي مطروح منه التدفقات الناتجة عن عملية استثمارية معينة، وللتنبؤ بإيرادات المشروع الاستثماري نركز على الدراسات التسويقية التي تهتم بالتنبؤ وتقدير حجم المبيعات المتوقعة، وكذا التعرف على تفضيلات المستهلكين بالإضافة إلى التعرف على أفضل شبكة توزيع وأقلها تكلفة، وبالتالي نحصل على سلامة القرار الاستثماري والمتضمن رفض أو قبول المشروع.
- القيمة المتبقية: تعبر عن تلك القيمة التي تتوقعها المؤسسة بعد نهاية الاستعمال العادي للاستغلال، وفي حالة مدة الحياة الطويلة الأجل تكون صعبة التقدير، كما يمكن أن تكون القيمة المتبقية معدومة أو سالبة، كما تسمح لنا القيمة بتحديد العمر الاقتصادي الأفضل.

المطلب الثاني أنواع الاستثمار:

ويمكن تصنيف أنواع الاستثمار حسب عدة معايير منها الموقع الجغرافي، مدة الاستثمار وحسب طبيعتها وذلك كما يلي:

❖ أولاً: حسب الموقع الجغرافي

- (1) الاستثمارات المحلية أو الداخلية: وتعني توظيف الأموال في مختلف المجالات المتاحة للاستثمار في السوق المحلي بغض النظر عن الأداة الاستثمارية التي اختيرت للاستثمار، وعلى ذلك فإن الأموال التي تم توظيفها داخل موطنها الأصلي تعد من الاستثمارات المحلية¹.
- (2) الاستثمارات الخارجية: الاستثمار الخارجي هو استخدام الأموال الفائضة في الأدوات الاستثمارية والفرص المتاحة في الأسواق الأجنبية، أي الاستثمار خارج الحدود الإقليمية لدولة المستثمر المقيم مهما كانت طبيعة هذه استثمارات فردية أو جماعية أو بصورة مباشرة أو غير مباشرة².

❖ ثانياً: حسب مدة الاستثمار

- ويمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الاستثمارات هي³:
- (1) استثمارات قصيرة الأجل: هي الاستثمارات التي لا تزيد مدتها عن سنة، كأن يقوم أحد المستثمرين بإيداع أمواله لدى البنك لمدة لا تتجاوز السنة أو أن يقوم بشراء أدوات الخزينة أو سندات قصيرة الأجل صادرة عن مؤسسات مختلفة. تهدف هذه الاستثمارات إلى توفير السيولة النقدية إضافة إلى تحقيق بعض العوائد، وهي تتميز بتوافر سوق لتداولها وتتميز أيضاً بسهولة تحولها إلى النقدية.

¹ ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص26.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2019، ص42.

³ كنجو عبود كنجو، مروان شموط، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص18.

(2) **استثمارات متوسطة الأجل:** تكون مدة التوظيف في هذا النوع من الاستثمارات أطول من النوع السابق، حيث قد تصل إلى خمس سنوات، ومفادها أن يقوم شخص ما بإيداع مبلغ من المال في المصرف لمدة خمس سنوات، أو أن يقوم بشراء أوراق مالية لمدة لا تتزايد عن خمس سنوات أو استئجار أصل ما وتشغيله ضمن المدة المذكورة.

(3) **استثمار طويل الأجل:** تتجاوز مدة توظيف الأموال وفقا لهذا النوع من الاستثمارات خمس سنوات حيث تصل إلى 15 سنة أو أكثر ومن أمثلتها تأسيس المشروعات، وإيداع الأموال لدى البنوك، والاكنتاب في أوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم، ويكون الغرض الأساسي من هذه الاستثمارات تحقيق عائد مرتفع من خلال الاحتفاظ بالأصول المستثمرة لفترة طويلة نسبيا.

❖ ثالثا: حسب طبيعتها

تنقسم أنواع الاستثمار حسب طبيعتها إلى ما يلي¹:

- (1) **الاستثمار الحقيقي:** هو أي استثمار يهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع، أو بمعنى آخر هو كل استثمار يؤدي إلى زيادة في الدخل القومي الإجمالي، وبالتالي فإن استخدام الموارد الاقتصادية أو استغلالها بشكل يضيف سلعا أو خدمات جديدة يعتبر استثمارا بالمعنى الاقتصادي وهو ما يقصد به الاستثمار الحقيقي.
- (2) **الاستثمار المالي:** هو شراء وبيع أدوات مالية مثل الأسهم، السندات وشهادات الإيداع والتي تعرف بالأوراق المالية. وهذا الاستثمار يوصف بأنه استثمار غير حقيقي لأنه لا يخلق طاقة إنتاجية جديدة بل هو عبارة عن استهلاك جزء من طاقة قائمة أصلا، فإذا اشترى شخص أسهم شركة ما قائمة فهذا يعني تحويل ملكية الأسهم من شخص لآخر دون أن تكون هناك زيادة في الطاقة الإنتاجية.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في الاستثمار

لكي يكون الاستثمار فعالا لا بد من دراسة العوامل المحيطة به في البيئة الداخلية والخارجية لهذا الاستثمار وكذا تحليل هذه العوامل بهدف الحفاظ على قيمة الأموال المستثمرة وزيادتها ويمكن إيجاز هذه العوامل في²:

➤ **الاستقرار السياسي:** الاستقرار السياسي مهم جدًا للمستثمرين ويؤثر على قراراتهم بشأن مكان الاستثمار. يعتمد الاستقرار السياسي على درجة المخاطر السياسية التي تختلف من دولة إلى أخرى. يمكن قياس هذه المخاطر من خلال دراسة التغيرات السياسية في ذلك البلد، والطريقة التي تنتقل بها السلطة، وشكل الحكومة واستقرارها،

¹ شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 2012، ص26.

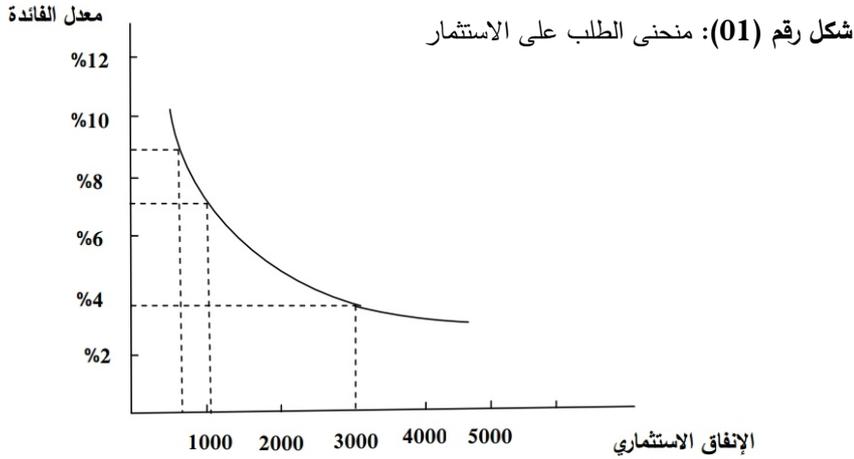
² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص20.

والاحتياجات والإضرابات والصراعات ومستوى العلاقات مع الدول والعالم الخارجي والأيدولوجية والعرقية والدولية. الصراعات والتوزيع غير العقلاني للقوة والدخل، وفي هذا العامل الإقليمي والحروب الأهلية والعلاقات ذات الصلة تعتبر عاملاً مهماً للدول لاختيار استثماراتها.

➤ **الاستقرار الاقتصادي:** ويمكن دراسته من خلال مؤشرات الاقتصاد الكلي المحققة في الناتج الإجمالي والتوازن الداخلي والتوازن الخارجي، أي استقرار السياسة المالية والنقدية للدولة، ودرجة قبول السياسات الاقتصادية التدخلية أو سياسات الانفتاح الاقتصادي واستراتيجياتها. الحكومات في هذا الصدد دور الحكومة والقطاع الخاص وطبيعة الاتفاقيات الدولية العلاقات الاقتصادية والاقتصادية مع الدول المختلفة وشروط التبادل التجاري وأساليب العمل مع أسعار الصرف وتحرير المعاملات بشكل عام وإنشاء ميزان المدفوعات والميزان التجاري، طرق التعامل مع أسعار الفائدة وأسعار الصرف وتحرير المعاملات بشكل عام وإنشاء ميزان المدفوعات والميزان التجاري ونسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي، ونسبة خدمة الدين إلى الصادرات، والبطالة والتضخم.

➤ **معدل سعر الفائدة:** يؤثر معدل سعر الفائدة على النشاط الاقتصادي بصورة عامة وعلى الاستثمار بصورة خاصة من حيث كلفة الاستثمارات أو عوائدها. ومعدل الفائدة هو سعر رأس المال أو تكلفة التمويل وهو ثمن تأجيل الاستهلاك. وتتأثر أسعار الفائدة بجملة عناصر أهمها مقدار العرض و الطلب للأموال التي ترتبط بالميل الحدي للاستهلاك ودرجة المخاطرة ومدة الاستثمار وكلفة التمويل ودرجة المنافسة و طبيعة السياسة النقدية المطبقة بهذا الشأن ، كما أن لتقلبات أسعار الفائدة الدولية أثر كبير على حركة الاستثمارات الداخلية أو الخارجية من الدولة، فارتفاع أسعار معدلات الفائدة العالمية يؤدي إلى انتقال الأموال المحلية إلى الخارج و يؤثر على حجم الاستثمارات المحلية و تؤثر أسعار الفائدة على أسعار العمالة على قيمة الأوراق المتداولة في أسواقها المالية. ويبين لنا الشكل رقم (1) العلاقة بين الاستثمار وأسعار الفائدة، ونلاحظ أنه كلما ارتفع سعر الفائدة انخفض الإنفاق الاستثماري في حالة ثبات العوامل الأخرى¹.

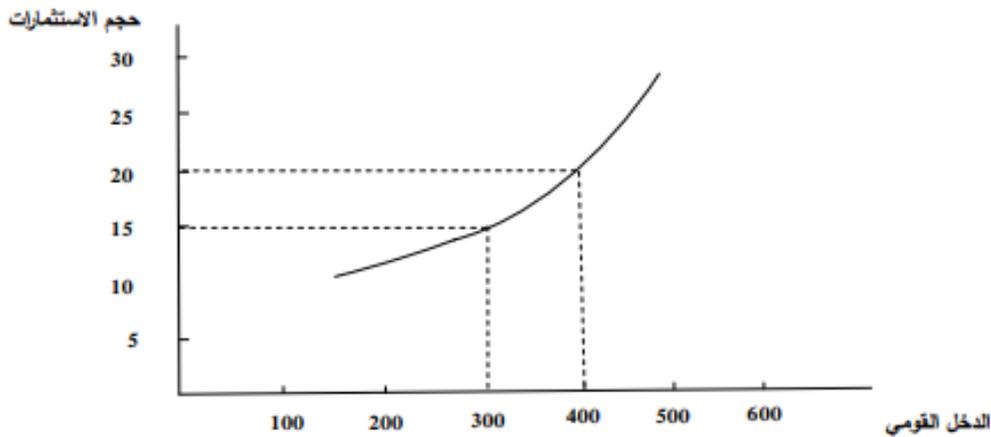
¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص22.



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، ص23.

➤ **معدل التغير في الدخل:** يتأثر الاستثمار بمعدل التغير في الدخل القومي أكثر مما يتأثر بالدخل القومي نفسه، وتفسير ذلك أن ارتفاع مستوى الدخل القومي يتضمن زيادة في رقم المبيعات بما يعنيه ذلك زيادة الطلب على السلع الاستهلاكية، وهو ما يدعو إلى زيادة إنتاج هذه السلع لمقابلة الزيادة في الطلب عليها، وهذه الزيادة في إنتاج هذه السلع الاستهلاكية تتطلب بدورها زيادة الطاقة الإنتاجية، أي زيادة الاستثمار والعكس صحيح. وبالتالي يمكننا القول أن الاستثمار في هذه الحالة هو دالة للتغير في الدخل يرتفع بارتفاعه ويتناقص بانخفاضه، و هنا أيضا تلعب التوقعات في مجال رقم المبيعات دورا هاما إن اتجهت تصاعديا زاد معه الاستثمار، و إن اتجهت عكسا انخفض معه الاستثمار.

شكل رقم (02): حجم الاستثمارات والدخل القومي



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، ص24.

➤ **معدل التضخم:** التضخم هو الارتفاع المستمر في مستوى الأسعار ولفترة طويلة من الزمن وبمعدل غير طبيعي. إن ارتفاع معدل التضخم يؤثر تأثيرا سلبيا على الاستثمار لأنه يخلق جو من عدم الاستقرار في قطاع

الأعمال ويؤدي إلى عدم معرفة المستثمر الحالة التي يكون عليها الاقتصاد في المستقبل أو الأموال المستثمرة ويرفع درجة المخاطرة لأنه يؤدي إلى الارتفاع العام في الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، مما يؤثر على تحديد القيمة الحقيقية للدخول والأرباح ويؤثر على القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر مما يؤدي إلى انخفاض الرغبة في الاستثمار في بلد يعاني من ارتفاع مستثمر في معدلات التضخم.

➤ **توفير البنى الارتكازية والانفتاح الاقتصادي:** إن توفر البنى التحتية الضرورية للأنشطة الاستثمارية وخاصة الإنتاجية منها يعد من أهم العناصر المؤثرة على الاستثمار، والمقصود بالبنى التحتية الطرق، المواصلات، الاتصالات، الانترنت، الموانئ، الكهرباء، الماء، نظام مالي ومصرفي متطور وشامل، سوق مالي كفاء، تطبيقات الحكومة الإلكترونية والتجارة الإلكترونية...إلخ. كما تلعب مظاهر العولمة والانفتاح الاقتصادي دورا هاما في زيادة معدلات الاستثمار وخاصة الأجنبية منها.

تم التطرق في هذا الفصل إلى ماهية الاستثمار من حيث الشمولية في التعريف و إبراز لأهميته وأهم عناصره وأنواعه والعوامل المؤثرة فيه.

المبحث الثاني: ماهية القرار الاستثماري

يعتبر القرار الاستثماري من أهم مراحل عملية الاستثمار لارتباطه بمستقبل المؤسسة، فهو يلعب دور هام في بقائها ونموها لذلك يجب على متخذ القرار أن يقوم بالاختيار السليم والصائب والمفاضلة بين البدائل الاستثمارية.

المطلب الأول: مفهوم القرار الاستثماري

تعتبر قرارات الاستثمار مهمة للغاية بالنسبة للشركات، حيث يمكن أن يكون لها تأثير عميق على نجاح أو فشل المؤسسة، وفيما يلي سنتطرق إلى مفهوم القرار الاستثماري وخصائصه.

أولاً: تعريف القرار الاستثماري

هناك عدة تعاريف للقرار الاستثماري منها:

"يشير مصطلح قرار الاستثمار بصفة عامة إلى عملية تخصيص مجموعة من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تتحقق على مدار عدة فترات زمنية مقبلة"¹.

¹ بن ابراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2012/2013، ص76.

" هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار، وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل لتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف وطبيعة المشروع الاستثماري¹."

" القرار الاستثماري هو القرار الذي ينصب على اهتمام متخذه على كيفية توظيف الأموال التي يتم الحصول عليها، بهدف الحصول على العوائد الملائمة لمستوى المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأموال عند توظيفها²."

ثانيا: أهمية القرار الاستثماري

للقرار الاستثماري أهمية معتبرة من وجهة نظر الإدارة المسؤولة على المشروع الاستثماري، وذلك للأسباب التالية³:

- الإنفاق الاستثماري يستمر لمدة طويلة؛
- يتعرض الإنفاق الاستثماري للمخاطر المختلفة الوقوع خلال المدة التي تسترجع فيها الأموال المستثمرة؛
- ضرورة اعتماد الإدارة على مصادر متعددة للتمويل (مصادر خارجية وأخرى داخلية)؛
- ضرورة توفير البيانات والمعلومات اللازمة لوضع المخطط الاستثماري تمهيدا لاتخاذ القرار المناسب؛
- ضرورة وضع خطة زمنية لتمويل الاستثمار؛
- ضرورة التفكير المسبق الارتباط بالإنفاق الاستثماري ولمدة كافية نظرا لضخامة قيمة المؤسسة.

ثالثا: خصائص القرار الاستثماري

من طبيعة القرارات الاستثمارية أنها ترتبط بفترات زمنية طويلة حيث أن القرار الاستثماري تحتاج فترة من الزمن لتجسيده في أرض الواقع، ولهذا فإن القرارات الاستثمارية تتسم بجملة من الخصائص تتمثل في:

الخصائص التي تربط بحالات الطبيعة وتتمثل في⁴:

✓ تتضمن عادة قرارات الاستثمار عنصري المخاطرة وعدم التأكد لارتباط تلك القرارات بالمستقبل وبالتالي فإن العائد المتوقع يكون غير مؤكد الحدوث.

¹ بن ابراهيم الغالي، المرجع السابق، ص76.

² فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومة المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد09، جوان 2018، ص635.

³ بن العارية حسين، تقييم المشاريع الاجتماعية، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2012/2013، ص13.

⁴ ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص16.

✓ تكمن مخاطر القرار الاستثماري في صعوبة الرجوع فيه دون تحقيق خسائر كبيرة، لذا يجب أن يخضع اتخاذ القرار الاستثماري لمزيد من الدراسات العلمية المتخصصة والتي تكفل نجاحه بصورة سليمة في المستقبل.

الخصائص التي ترتبط بالبعد الزمني وتتمثل في:¹

✓ ترتبط قرارات الاستثمار دائما بالأجل الطويل، وفي هذا قال أحد الكتاب "أنه بالرغم من أن الإنفاق الاستثماري قد يرتبط بفترة زمنية واحدة تسبق عملية الحصول على منافع هذا الاستثمار، إلا أن هذه العوائد والمنافع ترتبط بمجموعة من الفترات الزمنية."

✓ إن تخطيط قرارات الاستثمار هو تخطيط طويل الأجل، فقرار الاستثمار له أهمية بالغة على مستوى المؤسسة خصوصا مع استمرار التقدم التكنولوجي في وقتنا الحالي والذي أدى إلى تطور كبير في وسائل الإنتاج والتسويق الأمر الذي يزيد من صعوبة اتخاذ القرار الاستثماري.

الخصائص التي ترتبط بالهيكل التمويلي وتتمثل في:²

✓ معظم قرارات الاستثمار تحتاج إلى مبالغ ضخمة مما قد يؤثر على حياة المشروع فالعائد المتوقع منه عادة ما يمتد إلى فترات زمنية طويلة، ويتطلب هذا التنبؤ بالإيرادات والتكاليف المتوقعة؛
✓ يتضمن القرار الاستثماري تخصيص قدر من الموارد الاقتصادية المتاحة حاليا بهدف خلق طاقات إنتاجية جديدة، أو زيادة في الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها وذلك من أجل الحصول على عائد يمتد لفترة زمنية طويلة؛

✓ يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى وضع جزء من أموال المؤسسة في أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة، وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر للتمويل كالاقتراض، فالقرارات الاستثمارية تؤدي إلى تحمل المؤسسة في حالة التوسع أو الإحلال بتكاليف ثابتة يترتب عليها رفع حجم التعادل إلى مستوى أعلى من المستوى المعتاد لفترة زمنية طويلة.

المطلب الثاني: مراحل القرار الاستثماري وأنواعه

أولاً: مراحل القرار الاستثماري

تمر عملية اتخاذ القرار بأربعة مراحل وهي:³

¹ ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص16.

² ماجد أحمد عطا الله، مرجع سبق ذكره، ص17.

³ زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم -دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية (الأردن، السعودية، وفلسطين)، مذكرة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2014 2015، ص62.

1) **تحديد المشكلة الاستثمارية:** وتعتبر من أهم المراحل وذلك لتوقف المراحل الموائية عليها، ونقصد بها تحديد الموضوع المراد اتخاذ القرار بشأنه تحديدا دقيقا، غموض فيه، حتى لا تأتي المرحلة الأخرى هدرا للوقت والمال دون بلوغ الهدف.

2) **تحديد البدائل المتاحة:** ويقصد بهذه المرحلة البحث أو التحري عن الحلول المختلفة للمشاكل التي تم تشخيصها بدقة في المرحلة الأولى، حيث يجب وضع أكبر عدد ممكن من الحلول البديلة لتجنب الوقوع في الخطر واختيار البديل المناسب، ولهذا السبب يجب أن يتوفر في هذا البديل الإسهام في تحقيق بعض النتائج التي يسعى إليها متخذ القرار جزئيا أو كليا، وذلك في حدود الموارد المتاحة لمتخذ القرار.

3) **تحليل البدائل المتاحة:** للقيام بالتحليل الاستثماري للبدائل، وتتنوع مجالات تحليل الاستثمار ويمكن تقسيمها إلى مجموعات:

- تحليل العوامل الداخلية: وتعالج رغبات المستثمرين وميولاتهم؛
 - العوامل الخارجية: وتمثل المحددات التي تؤثر على مدى تحقيق المستثمرين لرغباتهم كالتضخم، الضرائب، الاستقرار السياسي، الاجتماعي، الأمني، والمخاطرة ذات العلاقة بالأصل أو الأصول المراد استثمارها، والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري؛
- كما أن التحليل قد يكون أساسيا وينصب على البدائل أو المشاريع الاستثمارية نفسها وعلى مجموع العوامل الخاصة بكل بديل والتي يقوم المستثمر بتحليلها ليختار من هذه البدائل البديل الذي يلائمه، كما قد يكون التحليل الفني وينصب على أسعار أدوات الاستثمار وحركاتها والعوامل المؤثرة فيها.... الخ.

4) **اتخاذ القرار الاستثماري:** المفاضلة بين البدائل المتاحة واختيار البديل الملائم وذلك بالاعتماد على نتائج التحليل السابق.

ثانيا: أنواع القرارات الاستثمارية

إن القرارات الاستثمارية متنوعة، وسنتطرق إليها على النحو التالي¹:

1. **قرار تحديد أولويات الاستثمار:** في هذه الحالة يتم اتخاذ القرار الاستثماري من خلال اختيار بديل من بين عدد معين من البدائل الاستثمارية المحتملة والممكنة لتحقيق نفس الأهداف، ويصبح المستثمر أمام عملية اختيار البديل الأفضل بناء الى ما يعود عليه من عائد أو منفعة خلال فترة زمنية معينة. وفي مثل هذه الحالات لا يبنى القرار الاستثماري فقط على الربحية الكلية للمشروع، ولكن يتوقف أيضا على المنفعة النسبية للمدخلات المحدودة

¹ بن العارية حسين، مرجع سبق ذكره، ص14.

بحيث يتم اختيار المشاريع التي تعظم مقدار العائد من المدخلات المحددة. وغالبا ما تستخدم بعض الأساليب الكمية المعقدة في تركيبها وتنفيذها عمليا للوصول إلى قرارات استثمارية ناجحة.

2. قرار قبول أو رفض الاستثمار: في هذا النوع من القرار يكون للمستثمر إما بديل واحد لاستثمار أمواله فيه أو الاحتفاظ بها دون القيام بأي استثمار، وهذا القرار يجعل خيارات الاختيار محدودة للغاية بالنسبة للمستثمر، وعليه فقط قبول قرار الاستثمار في البديل الذي تم الانتهاء من دراسة الجدوى التفصيلية له أو رفضه.

3. قرارات الاستثمار المانعة تبادليا: في هذا النوع من القرارات يوجد العديد من فرص الاستثمار، ولكن في حالة اختيار المستثمر إحدى هذه الفرص، فإنه لا يمكن اختيار نشاط آخر، حيث النشاط يمنع تبادليا النشاط الآخر، فإذا تم اختيار الاستثمار في مشروع صناعي، فإن ذلك يمنع الدخول في مشروع زراعي في نفس الوقت، وهنا نتحكم في هذه العملية بمفهوم تكلفة الفرصة البديلة. وفي مثل هذه الحالة يتم الاختيار وفقا لأفضلية مقدار العائد أو المنافع التي حققها كل مشروع، ويرفض الباقي بالضرورة.

4. القرارات الاستثمارية في ظروف التأكد والمخاطرة وعدم التأكد: في حالة التأكد تتخذ القرارات الاستثمارية بسهولة وبساطة وهذا راجع لتوفر معلومات كاملة وكافية عن المستقبل ونتائجه، وهذا الوضع لا يحدث إلا قليلا، لأن القرارات الاستثمارية دائما تكون مصحوبة بدرجة معينة من المخاطرة.

أما في حالة المخاطرة فالقرارات الاستثمارية تحتاج إلى دقة كبيرة، وإجراء دراسات الجدوى للمشاريع الاستثمارية، وتطبيق معايير على درجة علمية مرتفعة من التقدم لكي يتم اتخاذ القرار الأمثل. وفي حالة عدم التأكد التام فإنه يصعب على متخذ القرار أن يحدد بدقة حجم العائد الذي يتوقع تحقيقه غير أنه يستطيع أن يضع إطارا للتوزيع الاحتمالي لهذا العائد كما يستطيع تقدير الاحتمالات الممكنة، ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلّه.

المطلب الثالث: اتخاذ القرار الاستثماري

استكمالا لتعريف القرار الاستثماري سنحاول في هذا المطلب تسليط الضوء على مفهوم اتخاذ القرار الاستثماري وحتى يتسنى لنا التمييز بين مفهوم القرار الاستثماري كقرار في حد ذاته ومفهوم اتخاذ القرار الاستثماري كعملية ذات الصلة.

أولاً: تعريف اتخاذ القرار

يكتسي موضوع اتخاذ القرار أهمية بالغة في الإدارات والمؤسسات، لأن نجاحها يعتمد على نوع القرار المتخذ، وقد اختلفت التعريفات له دون وجود تعريف موحد، ومن بين التعريفات نجد¹: يعرفه هاريسون بأنه: "لحظة اختيار بديل معين بعد تقييم بدائل مختلفة، على أساس توقعات معينة لمتخذ القرار".

يعرفه شاويس بأنه: "عبارة عن اختيار يتم بين بديلين أو أكثر من البدائل المتاحة، أي اختيار البديل الأفضل للوصول إلى الأهداف".

ومنه فإن عملية اتخاذ القرار هي عملية اختيار بديل من البدائل المختلفة المتاحة بعد القيام بعملية صنع القرار، أي تنفيذ كافة مراحل من جمع المعلومات بخصائص مناسبة للمشكلة والبدائل والبيئة المحيطة به، ثم القيام بمحاولة استقراء نتائج كل بديل من البدائل بما يؤدي إلى اختيار البديل الأفضل.

ثانياً: أهمية اتخاذ القرار

تتبع أهمية عملية اتخاذ القرار من أهمية القرار في حد ذاته، حيث²:

➤ من الناحية العلمية:

- تعتبر القرارات وسيلة علمية حتمية ناجعة لتطبيق السياسات والاستراتيجيات للمنظمة في تحقيق أهدافها بصورة موضوعية وعلمية؛
- تلعب القرارات دوراً مهماً في تجسيد التكاليف، تفسير وتطبيق الأهداف والسياسات والاستراتيجيات العامة في المنظمة؛
- تؤدي القرارات عن طريق عملية اتخاذ القرار، دورها في تجميع المعلومات اللازمة للوظيفة الإدارية عن طريق استعمال وسائل علمية وتكنولوجية متعددة للحصول على المعلومات اللازمة للتنظيم الإداري.

➤ من الناحية العملية

تكشف القرارات الإدارية عن سلوك وموقف الرؤساء الإداريين، كما تكشف عن القوى والعوامل الداخلية الضاغطة على متخذي القرار الأمر الذي يسهل مهمة الرقابة على القرارات، والتحكم فيها والتعامل مع هذه المواقف والضغوط مستقبلاً بصورة جيدة.

¹ عيادي عبد القادر، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، مذكرة ماجستير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2008/2007، ص62.

² معراج هوري وآخرون، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013، ص57.

بالإضافة إلى أنه يكتسي أهمية بالغة كونه يرهن المؤسسة على المدى الطويل والمتوسط، وينعكس على صورتها من خلال تأثيرها بالمحيط الاقتصادي والمالي لها.

ومن أجل الوصول إلى قرار استثماري سليم، لا بد من الأخذ بعين الاعتبار العاملين التاليين:¹

العامل الأول: أن يعتمد اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية ومن أجل تحقيق ذلك لا بد من اتخاذ الخطوات التالية:

- تحديد الهدف الأساسي من للاستثمار؛
- تجميع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار؛
- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية لاتخاذ القرار؛
- تقييم العوائد المتوقعة للفرص الاستثمارية المقترحة؛
- اختيار البديل أو الفرصة الاستثمارية المناسبة للأهداف المحددة.

العامل الثاني: يجدر بمتخذ القرار أيضا مراعاة بعض المعايير والمبادئ ومن أهمها ما يلي:

(1) مبدأ الخبرة والتأهيل:

يقضي هذا المبدأ إلى أن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لدى فئات المستثمرين، ويقسم متخذي القرار إلى ثلاث فئات هي:

➤ **فئة المستثمرين السذج:** حيث يملك هؤلاء فوائض يرغبون في استثمارها لكن لا يملكون الدراية والخبرة لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة.

➤ **المستثمرون المحترفون:** الذين يتمتعون بالخبرة والدراية الكافية لاتخاذ القرار الاستثماري.

➤ **الأفراد الذين يحترفون تقديم الاستشارة والنصح للمستثمرين من الفئة الأول** لذلك يفترض في المستثمر

الساذج أن يستعين في اتخاذ قراراته الاستثمارية بمشورة ذوي الخبرة ومشورة فئة المستشارين والمحللين

المختصين لترشيد القرار الاستثماري

(2) مبدأ الملائمة:

ويشكل مبدأ الملائمة ركنا مهما من الأركان الأساسية التي يفترض على المستثمر مراعاتها وتعني هذه

الخاصية أن تكون المعلومات المالية المعروضة على صلة بالقرار الذي سيتم اتخاذه

(3) مبدأ تعدد الخيارات أو الفرص الاستثمارية:

يجب على متخذ القرار الاستثماري أن يراعي أن الفوائض النقدية المتوفرة لديه نادرة ومحدودة، في حين أن

الفرص الاستثمارية كثيرة، مما يفرض عليه اختيار البديل الأنسب بعد القيام بعملية المفاضلة بينها.

¹ كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2005 عمان، ص29.

4) مبدأ التنوع وتوزيع المخاطر الاستثمارية.

إذ تتلخص أهداف المستثمر في تحقيق عائد مستهدف على الاستثمار، مما يعني أن كل مستثمر يحدد العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته وذلك في صورة هدف، أو ما يعرف بالعائد على الاستثمار، أي أن المستثمر يحدد عادة العائد على الاستثمار الذي يطمح في تحقيقه من استثماراته، ولتحديد هذا العائد الهدف يجب أن يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة بمعدل خصم ما يعادل العائد المستهدف، وذلك لإيجاد القيمة الحالية لهذه التدفقات، فإذا كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجبا هذا يعني أن الاستثمار مجد والعكس بالعكس، وبناء على هذا لا يمكن للمستثمر أن يضمن تماما تحقق العائد المستهدف على استثماراته إلا بتحقق شرطين وهما:

➤ أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة مؤكدة تماما من حيث القيمة.

➤ أن تكون مؤكدة تماما من حيث التوقيت.

وأي خلل يحدث في الشرطين السابقين بسبب حالة عدم التأكد المحيطة بالمستقبل ينعكس ضمنا على العائد المستهدف.

ولقد تطرقنا في هذ المبحث إلى القرارات الاستثمارية حيث تم تعريفها وإبراز أهميتها وخصائصها، كما تم التعرّيج أيضا إلى أنواع هذه القرارات ومراحل صنعها، وتم التطرق أيضا إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية وهذا من أجل التفريق بينها وبين اتخاذ القرارات.

المبحث الثالث: أسس القرار الاستثماري والعوامل المؤثرة فيه

تعتبر قرارات الاستثمار من أهم القرارات الإدارية واعدتها بالنسبة للمؤسسات، مما يتطلب الحرص على اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، والذي يقوم على اختيار عدة أسس، تساعد على اتخاذ القرار الرشيد، كما أن هذه القرارات تتأثر بعدة عوامل مثل فلسفة الإدارة ومصادر التمويل.

المطلب الأول: الأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري

قبل اتخاذ أي قرار الاستثمار ينبغي الالتزام بمجموعة من الخطوات والأسس التي تقود إلى اتخاذ القرار الصائب، ومن بين هذه الأسس ما يلي¹:

1) تحديد نوعية الاستثمار موضوع الدراسة حيث أن هناك ثلاثة أنواع لمشاريع الاستثمار تتمثل في الآتي:

¹ سليم بن رحمون، أثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات المحاسبية "دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، مذكرة دكتوراه، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2019، ص50.

- استثمارات جديدة بهدف توليد طاقة إنتاجية جديدة لم تكن موجودة من قبل.
 - استثمارات توسعية وتتمثل في استثمارات إضافية مطلوب إضافتها لاستثمارات قائمة بالفعل بهدف إضافة طاقة إنتاجية جديدة.
 - استثمارات تتعلق بالإحلال والتجديد والتي تتمثل في عمليات إحلال أو استبدال بعض الأصول القديمة داخل دائرة عمرها الافتراضي بأصول أخرى جديدة كرد فعل لعوامل التقدم التكنولوجي.
- (2) **تحديد البدائل الممكنة (أو المتاحة):** لحسم الموقف سواء كان الاستثمار جديداً أو توسعياً أو مرتبطاً بعمليات تجديد وإحلال. وهنا يمكن أن تتعدد البدائل المتاحة أمام متخذ القرار أو في حالات أخرى قد تنحصر هذه الاختيارات في بديل واحد، ففي حالات التعدد الأولى يتم تحديد مزايا وعيوب كل بديل (عائد وتكلفة) تمهيداً للاختيار، أما في الحالة الثانية فيتمثل التحديد هنا في تحديد التكلفة والعائد المرتبطة بالبديل الوحيد المطروح تمهيداً لاتخاذ القرار المتعلق بالقبول أو الرفض.
- (3) **تحديد مزايا وعيوب كل بديل** حيث يتم ذلك بإتباع طرق تقييم موضوعية تعطى عند تطبيقها على كل بديل نتائج رقمية تعبر عن النتيجة النهائية للمقابلة بين التكلفة والعائد المرتبطة بالبديل المطروح والمرتبطة أساساً بعلاقة كل منها بتعظيم قيمة المؤسسة أو المشروع.
- (4) **اتخاذ القرار الاستثماري** والذي يتم من خلال نتائج المرحلة السابقة، وذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل نتائج رقمية، ومن المنطقي أنه في تلك الحالة التي يكون أمامنا فيها بديل واحد فيصبح القرار إيجابياً أو سلبياً حسب اتجاه النتائج المستخلصة من تقييم البديل بالطرق المستخدمة.

المطلب الثاني: العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري

تتعدد المتغيرات والعوامل التي تؤثر في القرار الاستثماري، ومن أهم العوامل التي تؤثر بدرجة كبيرة في اتخاذ القرار الاستثماري والتي يجب أن تنال العناية الاهتمام لما لها من آثار بالغة على قبول أو رفض المشروع الاستثماري المقترح، ومن بينها نذكر ما يلي¹:

أولاً: فلسفة الإدارة

إن سياسة الإدارة وفلسفتها قد تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري، فقد ترى الإدارة ضرورة الإسراع في إجراء توسعات بالمشروع نظراً لما يلاحظ في هذا المشروع من الإقبال الشديد على منتجاتنا قد تعجز عنه الطاقة الإنتاجية الحالية من تغطية هذا الطلب من العملاء، في حين ترى سياسة إدارة أخرى بمشروع مشابه عدم إجراء التوسعات

¹ شعاب شهيرة، جدة نزيهة، تأثير القرارات الاستثمارية باستخدام جودة المعلومات المالية "دراسة حالة مصنع الاسمنت بسور الغزلان البويرة"، مذكرة ماستر، تخص إدارة الأعمال، جامعة أكلي محمد اولحاج، البويرة، 2019، ص 19.

في الوقت الحالي وذلك توقعاً منها لإقامة مشروع استثماري مشابه يقوم بإنتاج نفس منتج المشروع أو قد يكون هذا الطلب المتزايد موسمي يستمر لفترة وجيزة مما لا يستدعي معه إجراء توسعات لزيادة الطاقة الإنتاجية للمشروع.

ثانياً: إمكانية السوق والتنبؤ بحجم المبيعات

تمثل دراسة السوق بداية دراسات الجدوى للمشروع الاستثماري، فتهتم الدراسة التسويقية بتحديد إمكانية السوق وتحديد حجم الطلب المتوقع على منتجات المشروع الاستثماري وبالتالي تقدير حجم المبيعات، وعادة يتوقف على دراسة السوق رفض أو قبول المشروع المقترح، فأول خطوة جديرة بالبحث والاهتمام في دراسات الجدوى هي القيام بإجراء تحليل دقيق لسوق السلعة المزمع إنتاجها، إذ يعتبر الطلب على السلعة حالياً أو مستقبلاً نقطة البدء وأساساً لتبرير قيام أي مشروع استثماري، ولنجاح المشروع يجب أن تكون دراسة السوق وتقديرات الطلب أكثر واقعية وأقرب إلى الدقة، وما لم تكن هذه التقديرات صحيحة، فإن تخطيط المشروع الاستثماري يصبح عديم الفائدة ويترتب على ذلك مصاعب كثيرة في عمليات البيع، وسينشأ عن ذلك وجود طاقات إنتاجية غير مستغلة واحتمال كبير لتعرض المشروع للخسائر، لذا يجب على الإدارة بحث إمكانية السوق لمدى تقبل منتجات المشروع المقترح وكذلك التنبؤ بحجم المبيعات والتي على ضوءها يتم تحديد الإيرادات المتوقعة للمشروع الاستثماري.

ثالثاً: نوع المنتج

توضح دراسة السوق نوع وكمية الطلب على المنتجات التي تحتاج إلى اتفاق استثماري لإنتاجها، وتمثل تحديد نوع المنتج أحد العوامل التي تؤثر على اتخاذ القرار الاستثماري، فقد يحتاج نوع المنتج إلى آلات متخصصة أو عمالة من نوع معين يصعب توفيرها في الوقت الحالي، كما قد يحتاج المنتج إلى مواد خام غير متوفرة في السوق المحلي، أو قد تكون متوفرة في أسواق خارجية ولكن توجد صعوبة في استيرادها، ففي هذه الحالة قد يكون لتحديد نوع المنتج أثر بالغ في قبول أو رفض المشروع الاستثماري.

رابعاً: مصادر التمويل

إن من أهم العوامل الأساسية التي قد تؤثر في القرارات الاستثمارية بقبول أو رفض المشروع الاستثماري تحديد مصادر الأموال اللازمة لتمويل المشروع الاستثماري المقترح، وتتعدد مصادر التمويل فمنها التمويل الذاتي بمعرفة المستثمر، والتمويل عن طريق القروض طويلة الأجل والقروض قصيرة الأجل من البنوك، أو من صناديق الاقتراض.

خامساً: رأس المال العامل

يشكل رأس المال العامل أهمية كبيرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية، ويجب ألا ينصب اهتمام الإدارة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية على التكاليف الاستثمارية والتكاليف التشغيلية وعلى الإيرادات المتوقعة الحصول عليها من المشروع الاستثماري، بل يجب أن تسعى الإدارة دائماً للمحافظة على توفر رأس المال العامل.

وعند البحث عن الفرق بين الأصول الجارية والخصوم الجارية، فإن رأس المال العامل يمثل الحركة الأساسية للأموال، وهو يمثل المبلغ الذي يتعين تدبيره مقدما لاستكمال الأموال اللازمة للاستثمار.

ويحسب رأس المال العامل عن طريق دراسة تقديرات كل عنصر من عناصر الأصول الجارية والخصوم الجارية خلال مدة حياة المشروع الاستثماري، ويتطلب رأس المال العامل الدقة في تقديره، حيث تقديره بأقل من قيمته المطلوبة يسبب اختناقات في عمليات التشغيل للمشروع، كما أن تقديره بأكثر من قيمته بسبب تجميد الأموال الفائضة مما يترتب عليه مشاكل تمويلية وأعباء إضافية.

سادسا: موازنة التدفقات النقدية

تتطلب عملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية تقدير التدفقات النقدية لكل بديل، لهذا يجب إعداد موازنة التدفق النقدي والتي توضح تدفق الأموال بالنسبة للاستثمارات المقترحة وفي هذا يرى "Riggs" أن تقدير التدفقات النقدية الداخلية المنتظر تحقيقها مستقبلا تكون أصعب بكثير من تقدير التدفقات النقدية الخارجة، وهذا يساعد الإدارة علي اختيار المشروعات الاستثمارية ذات التدفقات النقدية التي يتناسب توقيتها مع الظروف والأحداث النقدية للمشروع، فقد يؤدي إعداد التدفقات النقدية إلى تأجيل أو رفض مشروع استثماري، إذا ما كان تنفيذه يتطلب تدفقات نقدية تتعارض في توقيتها مع مدفوعات أخرى متوقعة لا يمكن تأجيلها .

سابعا: الفرص البديلة

من المفاهيم الأساسية التي تؤثر على القرار الاستثماري هو مفهوم تكلفة الفرصة البديلة وتعرف بأنها أقصى ما يجب الحصول عليها من مكاسب من السلع والخدمات والطاقات الإنتاجية إذا ما تم تخصيصها للاستخدامات البديلة، حيث أن مفهوم تكلفة الفرصة البديلة يقوم على النظرة الاقتصادية أن لكل مورد اقتصادي منفعة يستمد قيمتها من إشباعه لحاجات متعددة وأن استخدامه لتحقيق فرصة أو إشباع معين يعني التضحية بالفرص الأخرى البديلة، ويجب أن تؤخذ تكلفة الفرص البديلة في الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري، فالقاعدة الأساسية في تقييم المشروعات الاستثمارية هي استخدام صافي التدفقات النقدية، إلا أن الخروج على هذه القاعدة فإن التدفقات النقدية المحسوبة لا تشمل صافي التدفقات النقدية المنتظر دفعها فقط ولكن تشمل أيضا التدفقات النقدية التي حرم المستثمر منها نتيجة لتنفيذ المشروع الاستثماري المقترح محل التقييم، وهنا تأكيد على ضرورة أخذ تكلفة الفرصة البديلة في الحسبان عند تحديد تكاليف الاستثمار أو تكاليف التشغيل حتى يتم التقييم على أساس سليم.

ثامنا: المخاطرة وعدم التأكد

من أهم العوامل المؤثرة بدرجة كبيرة في القرارات الاستثمارية عنصري المخاطرة وعدم التأكد المرتبطين بالمستقبل، وهذا يجعل العائد المتوقع من المشروع الاستثماري غير محدد وربما يكون غير مؤكد الحدوث، وينشأ عدم التأكد لصعوبة واستحالة التنبؤ في بعض الأحيان لعدد من المتغيرات، وتكون النتيجة عدم التحديد الدقيق لحجم المنافع والتكاليف في المستقبل نتيجة للمتغيرات التكنولوجية التي قد تحدث للمشروع طيلة حياته الإنتاجية

ونتيجة أيضا للتضخم وفي ذلك يقول "Corbett" أن التضخم يؤدي إلى زيادة الأسعار ولا ترتفع لكل السلع بدرجة واحدة ولكن يكون هناك اتجاه عام إلى الارتفاع في حالة التضخم واتجاه عام إلى الانخفاض في حالة الانكماش، أما في حالة المخاطر فهي تلك الحالة التي يستطيع فيها متخذ القرار أن يتنبأ أو يقدر احتمال حدوث حالات الطبيعة، وفي هذا المجال يقول "Farrar" أن الفضل في التفرقة بين ظروف المخاطرة وظروف عدم التأكد هو توفر أو عدم توفر بيانات موضوعية عن التوزيع الاحتمالي للحديث، ففي حالة عدم التأكد فإن متخذ القرار يواجه بموقف يكون فيه من الممكن حدوث أكثر من حدث ويعرف المحلل في هذا الموقف احتمال حدوث كل حدث ويتم تقدير تلك الاحتمالات من واقع الخبرة السابقة أو نتيجة لبعض الدراسات والإحصائية.

مما سبق يتضح لنا أهمية العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري والتي قد تؤدي إلى قبول أو رفض المشروع الاستثماري، والتي لا يجب الإغفال عن دراستها عند اتخاذ قبول أو رفض المشروع الاستثماري، خصوصا وأن من طبيعة المشروع الاستثماري أنه يحتاج إلى إنفاق مالي كبير، لذا يجب العناية بكل ما قد يؤثر على القرار الاستثماري.

ختاما فقد تم التطرق في هذا المبحث إلى الأسس التي يتم يقوم عليها القرار الاستثماري الرشيد، وما يؤثر عليه من عوامل ومتغيرات.

المبحث الرابع: علاقة القرار الاستثماري بمصادر التمويل

يعتبر القرار الاستثماري وقرار التمويل من أهم القرارات المالية التي تضطلع الإدارة المالية في أي مؤسسة بإيجاد التوليفة المثلى بينها. فالقرار الاستثماري لا يمكن اتخاذه بمعزل عن قرار التمويل الذي يرتكز على تحديد مصادر التمويل واختيار أنسبها، كما أن اتخاذ قرار التمويل لا يتم إلا بالاسترشاد بما جاء في السياسة الاستثمارية. بقدر ما يكتسي القرار الاستثماري أهمية بالغة بالنسبة لنمو المؤسسات وتطورها، إلا أن محدودية مصادر التمويل وارتفاع تكلفتها نسبيا يشكل عائقا أمام تنفيذ القرار الاستثماري. وبالتالي، فإن اتخاذ قرار الاستثمار مبني على دراسة امكانيات تمويله. وتجدر الإشارة أنه عادة ما يتم المزج بين الأموال الخاصة والديون لعدة اعتبارات منها على سبيل المثال عدم كفاية المصادر الداخلية أو ارتفاع تكلفتها...إلخ.

استنادا لما تقدم، سنحاول إبراز العلاقة بين قرار الاستثمار وقرار التمويل من خلال دراسة أثر كل من التمويل الذاتي والاستدانة -ممثلة في الرافعة المالية- في تمويل الاستثمار.

المطلب الأول: علاقة التمويل الذاتي بقرار الاستثمار

مثلما ذكرنا سابقا، التمويل الذاتي هو قدرة المؤسسة على تمويل احتياجاتها، لا سيما ما تعلق منها باستثماراتها المختلفة، بمواردها الذاتية وذلك سواء للمحافظة على الطاقة الإنتاجية والإيرادية للمؤسسة، أو بهدف توسع المؤسسة وتطورها. وبالتالي، فإن أهمية التمويل الذاتي تتوقف بالدرجة الأولى على أهمية قدرة التمويل الذاتي.

الفرع الأول: قدرة التمويل الذاتي CAF

1. تعريف قدرة التمويل الذاتي CAF

"تتمثل قدرة التمويل الذاتي في الفرق بين مجموع الإيرادات المحتمل تحصيلها ومجموع التكاليف المحتمل تسديدها، وتعتبر عن فائض محتمل للخزينة وليس حقيقي. وتصبح قدرة التمويل الذاتي CAF فائض حقيقي للخزينة عندما يتم تحصيل كل الإيرادات وتسديد كل التكاليف¹."

تمثل قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة فائض الموارد الداخلية أو فائض الخزينة المحتمل الناتج خلال دورة معينة عن مجموع الأنشطة. وعليه، فإن:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{النتيجة الصافية} + \text{مخصصات الإهلاكات والمؤونات}$$

ويجب أن نعلم هنا أن CAF تمثل مكافآت غير مدفوعة خاصة بعنصرين هما:

- الأصول الثابتة: الإهلاكات.
- الأموال الخاصة: النتيجة الصافية.
- وتسمح قدرة التمويل الذاتي بـ:
- مكافأة الملاك؛
- تجديد وزيادة الاستثمارات؛
- زيادة رأس المال العامل؛
- تسديد الديون المالية؛
- قياس القدرة على النمو؛
- تغطية الخسائر المحتملة والأخطار؛

2. حساب قدرة التمويل الذاتي CAF:

يتم حساب قدرة التمويل الذاتي بطريقتين وهما كالآتي:

الطريقة الأولى: حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقاً من الفائض الخام للاستغلال، وتحسب كما يلي²:

$$\begin{aligned} & \text{الفائض أو العجز الخام للاستغلال} \\ & + \text{تحويل الأعباء (الخاصة بالاستغلال)} \\ & + \text{نواتج أخرى} \\ & - \text{أعباء أخرى} \\ & \pm \text{حصص نتيجة العمليات المشتركة} \end{aligned}$$

¹ جمال قدام، مرجع سبق ذكره، ص15.

² يوسف مامش، ناصر دادى عدون، مرجع سبق ذكره، ص43.

- + نواتج مالية (باستثناء المؤونات المسترجعة وتحويل الأعباء)
 - أعباء مالية (باستثناء مخصصات الاهتلاكات والمؤونات)
 - + نواتج استثنائية (باستثناء نواتج التنازل عن الاستثمارات، حصص إعانات الاستثمار المحولة لنتيجة الاستغلال، المؤونات الاستثنائية المسترجعة)
 - أعباء استثنائية (باستثناء القيمة المحاسبية للاستثمارات المتنازل عليها، مخصصات الاهتلاكات والمؤونات الاستثنائية)
 - مشاركة المستخدمين في نتائج التوسع
 - الضريبة على أرباح الشركات
- = قدرة التمويل الذاتي للدورة CAF**

الطريقة الثانية: حساب قدرة التمويل الذاتي انطلاقا من النتيجة المحاسبية الصافية، كالآتي¹:

النتيجة المحاسبية الصافية

+ مخصصات الاهتلاك

- استرجاع الأعباء المحسوبة (الاهتلاكات والمؤونات)

- إعانات الاستثمار المحولة للنتيجة

- فائض قيمة التنازل عن عناصر الأصول

= قدرة التمويل الذاتي للدورة CAF

الفرع الثاني: أثر التمويل الذاتي في قرار الاستثمار

يعد التمويل الذاتي محور عملية التمويل إذ يكتسي أهمية بالغة باعتباره نقطة انطلاق في أي مؤسسة، حيث يشكل التمويل الذاتي متغيرا استراتيجيا في نمو المؤسسة وتوسيعها، فمن خلال وجود حجم التمويل الذاتي بقدر كاف تستطيع المؤسسة رفع درجة الاستغلال المالي وحرية اتخاذ قراراتها الاستثمارية، فمن غير المعقول الحصول على تمويلات خارجية دون وجود قدرة تمويلية ذاتية أولية لها، لأنه الطريق الأنجع الذي يسمح لها بالبقاء والاستمرارية والتصرف بحرية في استخدام مواردها هذا من جهة، ومن جهة أخرى هو العامل الذي يحرر المؤسسة من الاعتماد على التمويلات الأخرى فهو يعتبر مؤشر يدل على مردودية المؤسسة وسلامة اختياراتها المالية ويجنبها أن تكون مثقلة بالديون، لذلك فالمؤسسة تعمل على استغلال كل الوسائل الضرورية لتحقيق تمويل الاستثمارات الجديدة عن طريق التمويل الذاتي.

¹ يوسف مامش، ناصر دادي عدون، مرجع سبق ذكره، ص45.

الفصل الثاني.....الإطار المفاهيمي للقرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية

كما يعتبر التمويل الذاتي مورد متاح للمؤسسة عكس الموارد الأخرى التي تستغرق وقت كبير للحصول عليها وبالتالي حرية التسيير وعدم وجود رقابة أو ضغوط خارجية كبيرة.¹

المطلب الثاني: علاقة الاستدانة بقرار الاستثمار

الفرع الأول: مفهوم الرفع المالي

يشير مفهوم الرفع المالي إلى التغيير الذي يحدث في عوائد الملاك جراء وجود مصاريف مالية ثابتة تولدت بفعل لجوء المؤسسة إلى الاستدانة لتمويل استثماراتها مع ثبات العوامل الأخرى، حيث ترتفع درجة الرفع المالي كلما ارتفعت المصاريف المالية الثابتة بفعل زيادة لجوء المؤسسة في تمويل استثماراتها على مصادر خارجية. لذلك فإن الرفع المالي ينشأ عن استخدام المؤسسة ضمن هيكلها التمويلي أموال الغير بتكاليف ثابتة، سواء كانت هذه الأموال قروضا أو أسهما ممتازة.

وبالتالي فإن التفاعل بين الرافعة المالية والقرار الاستثماري يتجسد لنا من خلال لجوء المؤسسة إلى مصادر تمويل خارجية وعلى رأسها الاستدانة، تتحمل على إثرها المؤسسة تكاليف ثابتة، حيث إذا كانت عوائد الاستثمار مجدية فإن هذا سيؤدي إلى رفع عوائد الملاك والتحكم في المخاطر الناجمة والعكس صحيح.

الفرع الثاني: نسب الرافعة المالية

تقيس نسب الرافعة المالية مدى مساهمة كل من الملاك والدائنين في تمويل المشروع، ومن وجهة نظر إدارة المشروع فإن ارتفاع نسبة القروض معناه فقدان سيطرتهم بالتدريج على المشروع واحتمال تعرضهم لمخاطر التصفية، وتتضمن هذه المجموعة من النسب مما يلي:²

1. نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة:

تقيس هذه النسبة مدى مساهمة الدائنين في أصول المؤسسة بالمقارنة مع مساهمة المالكين وتقاس بالمعادلة

التالية:

$$\text{نسبة الاقتراض إلى الأموال الخاصة} = \frac{\text{إجمالي القروض}}{\text{الأموال الخاصة}} \times 100$$

2. نسبة الاقتراض إلى رأس المال:

ترتكز هذه النسبة على الديون الطويلة الأجل إلى رأس المال الدائم للمشروع أو إجمال رأس المال المستثمر وتقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاقتراض إلى إجمالي رأس المال} = \frac{\text{القروض الطويلة الأجل}}{\text{المشروع الدائم المال رأس}} \times 100$$

¹ يوسف مامش، ناصر داددي عدون، مرجع سبق ذكره، ص55.

² سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص235.

3. نسبة الاقتراض إلى مجموع الأصول:

وتقاس بالعلاقة التالية:

$$\text{نسبة الاقتراض إلى مشروع إلى مجموع الأصول} = \frac{\text{القروضل مجموع}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100$$

4. نسبة الاستقلالية المالية:

تقيس هذه النسبة درجة استقلالية المؤسسة على دائئها وتحسب بالعلاقة التالية:¹

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الخصوم}} \times 100$$

5. درجة الرفع المالي

تشير هذه النسبة إلى نسبة التغير في الربح الصافي نتيجة التغير في نسبة معينة في الربح التشغيلي، ويمكن قياس درجة الرفع المالي بالمعادلة التالية:²

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{التغير النسبي في EPS (عائد السهم المحقق)}}{\text{التغير النسبي في صافي الربح التشغيلي قبل الضرائب}}$$

6. نسبة تغطية الفوائد

هذه النسبة تعتبر مؤشرا عبي قدرة المؤسسة على مواجهة فوائد القروض المستحقة، حيث يوضح عدد المرات التي تستطيع أن تغطي فيها الفوائد من أرباحها، ويلاحظ كلما زاد هذا المعدل كلما دل على ارتفاع قدرة المشروع على خدمة ديونه. وتقاس بالعلاقة التالية:³

$$\text{معدل تغطية الفائدة} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفائدة}}{\text{الفوائد}} \times 100$$

الفرع الثالث: أثر الرفع المالي في القرار الاستثماري

يقيس أثر الرفع المالي تأثير لاستدانة المؤسسة على مردودية أموالها الخاصة. فهو يوضح الشروط التي تستطيع المؤسسة من خلالها تحسين مردودية الأموال الخاصة بواسطة رفع مستوى الاستدانة داخل الهيكل المالي.⁴ ويمكن حساب أثر الرافعة المالية باعتماد الصيغة الرياضية التالية:⁵

$$EV = \left((RE - i) \frac{D}{CP} \right) (1 - IBS)$$

حيث:

¹ سعد صادق بحيري، إدارة توازن الأداء، دار النشر الثقافة، مصر، 2004، ص295.

² عبد الحلیم كراجو وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص252.

³ سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، واتخاذ القرارات، مرجع سبق ذكره، ص235.

⁴ زغود تبر، مرجع سبق ذكره، ص45.

⁵ عبيدي سعد نوح، مرجع سبق ذكره، ص82.

Re: المردودية الاقتصادية.	EV: أثر الرفع المالي
Rnet: النتيجة الصافية	CP: الأموال الخاصة
D: الاستدانة الصافية.	I: تكلفة الاستدانة.
IBS: الضريبة على أرباح المؤسسات.	

ويمكن تفسير أثر الرافعة المالية في القرار الاستثماري من خلال معدل مردودية الأموال الخاصة بدلالة معدل مردودية الأصل الاقتصادي وتكلفة الاستدانة، ويتضح هذا الأثر من خلال أثر الاستدانة على مردودية الأموال الخاصة، إما أن يكون إيجابيا أو سلبيا وذلك وفق الحالات التالية¹:

الحالة الأولى: الأثر الإيجابي للرافعة المالية: $(Re-i) > 0$

عندما تكون المردودية الاقتصادية Re أكبر من معدل الفائدة i فإن المردودية المالية Rf تزداد كلما زادت نسبة الاستدانة $\frac{D}{CP}$ ، وبالتالي يكون أثر الرافعة المالية إيجابيا، وهو ما يشجع على الاستثمار .

الحالة الثانية: الأثر السلبي للرافعة المالية $(Re-i) < 0$

عندما تكون المردودية الاقتصادية Re أصغر من معدل الفائدة i فإن المردودية المالية Rf تنخفض كلما زادت نسبة الاستدانة $\frac{D}{CP}$ ، وبالتالي يكون أثر الرافعة المالية سلبيا على قرار الاستثمار .

الحالة الثالثة: الأثر الحيادي للرافعة المالية: $(Re-i) = 0$

عندما تكون المردودية الاقتصادية Re مساوية لمعدل الفائدة i فإن حجم الديون في هيكل رأس المال لا يكون له أي تأثير على المردودية المالية للمؤسسة، وبالتالي فإن أثر الرافعة المالية يختفي، وفي هذه الحالة فإن المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية بعد الضريبة وهذا مهما كان مستوى الاستدانة، وهنا يكون للمؤسسة حرية الاختيار بين تنفيذ القرار الاستثماري من عدمه، وهذا يتوقف بدوره على فلسفة الإدارة وعلى رأسها المدير المالي. إن دراسة الرافعة المالية تسمح بقياس مدى فعالية استخدام الأموال المقترضة في الفرص الاستثمارية التي توفر ربحا بمعدل فائدة أعلى من الفائدة على الاقتراض. ولعل تفسير ذلك يعود إلى أن الاعتماد على الديون في هيكل رأس المال يحقق للمؤسسة وفرا ضريبيا فضلا عن زيادة المخاطر، مما يستدعي الأمر ضرورة البحث عن التوليفة المثلى بين قرار الاستثمار والاستدانة.

تم التطرق في هذا المبحث إلى الخلفية النظرية للعلاقة التأثيرية للقرار الاستثماري بمصادر التمويل، حيث تناولنا العلاقة بين التمويل الذاتي على القرار الاستثماري وتم التطرق من خلالها إلى قدرة التمويل الذاتي وأثر التمويل الذاتي في قرار الاستثمار من جهة، وإلى علاقة الاستدانة بقرار التمويل مركزين في ذلك على محاولة إبراز أثر الرفع المالي في القرار الاستثماري من جهة أخرى.

¹ زكرياء لشهب، مرجع سبق ذكره، ص 29.

خلاصة الفصل:

يعد القرار الاستثماري من أهم القرارات التي تتخذها الإدارة المالية في المؤسسة لما له من تأثير كبير على باقي القرارات المالية الأخرى، والذي يحدد إمكانية تبني المؤسسة لمشروع استثماري من عدمه وكذلك إعطاء إشارة للمستثمرين حول وضعية المؤسسة وتحقيق الأرباح وفي هذا الفصل تطرقنا إلى الاستثمار وأنواعه بالإضافة إلى القرارات الاستثمارية حيث قدمنا تعريف شامل لهذا الأخير مع إبراز أهم أنواعه ومراحله. في حين جاء المبحث الثالث بتعريف اتخاذ القرارات الاستثمارية ومقومات اتخاذها، إضافة إلى العوامل المؤثرة فيها، أما المبحث الرابع فأوضحنا فيه العلاقة التأثيرية بين مصادر التمويل والقرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية.

الفصل الثالث:

أثر اختيار مصادر التمويل في القرار
الاستثماري لشركة APPLE

تمهيد

لقد تم التطرق في الفصلين السابقين إلى أهم العناصر التي يجب مراعاتها من طرف الإدارة المالية عند اتخاذ القرار الاستثماري، وفي هذا الفصل سيتم التطرق إلى الدراسة القياسية من خلال إسقاط الجانب النظري على شركة APPLE في محاولة منا لتحديد أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في المؤسسة محل الدراسة. فوفقاً لمختلف الإسهامات التي أدلى بها العديد من الرواد في ميدان مالية المؤسسة، تبين وجود علاقة مختلف مصادر التمويل والقرار الاستثماري، ولدراسة ذلك تم تقسيم الفصل إلى المباحث التالية:

- ✓ المبحث الأول: تقديم لشركة APPLE
- ✓ المبحث الثاني: منهجية الدراسة
- ✓ المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

المبحث الأول: تقديم لشركة APPLE

نقوم في هذا المحور بتقييم الشركة من خلال إبراز نشأتها ومراحل تطورها بالإضافة لأهم الأهداف التي تسعى الشركة لتحقيقها مع التطرق لأهم الاستراتيجيات التي تتبعها شركة Apple في عملها.

المطلب الأول: تعريف وأهداف لشركة APPLE

أولاً: نشأة شركة APPLE

لقد مرت شركة Apple على العديد من مراحل التطور لأن أصبحت على ما هي عليه اليوم والتي هي:¹

(1) التأسيس:

كان أول مكتب للشركة في مراب والدي "ستيف جوبز" بالتبني، وقد تأسست على يد "جوبز" و"ستيف وزنياك" إضافة إلى "رونالد واين" الذي جلبه "جوبز" ليمنحها فكرة عن كيفية العمل في السوق مقابل 10% من أسهم الشركة.

ترك "واين" الشركة بعد 12 يوماً، وباع حصته مقابل 800 دولار، والتي كان من الممكن أن تساوي 72 مليار دولار الآن، بعد 40 عامًا من تأسيس الشركة.

(2) apple

هو أول منتج للشركة، صنعه "وزنياك" يدويًا، تكون من اللوحة الأم "motherboard" ومعالج وذاكرة بسيطة، وكان على العملاء تركيب لوحة مفاتيح وشاشة له، وكان ثمنه 666.66 دولار.

(3) الاستثمار في Apple:

حاول "جوبز" إقناع المستثمرين بمستقبل سوق الكمبيوتر الشخصي، ونجح في جعل "مايك ماركولا" يستثمر في Apple بـ 250 ألف دولار، وصار الموظف رقم 3 في الشركة، وله حصة الثلث في الشركة.

(4) دمج Apple

في عام 1977م أنشئت Apple رسميًا بفضل توجيهات "ماركولا"، وتم تعيين "مايكل سكوت" كأول رئيس ومدير تنفيذي للشركة، لأن "جوبز" كان صغيرًا على تولي هذا المنصب.

(5) Apple2

شهد عام 1977م أيضًا إطلاق الكمبيوتر الشخصي Apple 2، والذي حقق نجاحًا كبيرًا، وتميز هذا الجهاز باحتوائه على تطبيق جداول البيانات الرائد "VisiCalc"، والذي أسهم في بيعه إلى رجال الأعمال والشركات، وبحلول عام 1978م صار للشركة مكتبها وموظفوها وخط إنتاج لجهاز Apple2.

¹ نهاد سالمى، نقلًا عن موقع شركة أبل <https://www.mawdoo3.com/> تم الاطلاع بتاريخ 2021/05/15 على الساعة 20:15.

(6) جهاز ماكنتوش:

قاد "جوبز" المشروع الثاني لإصدار كمبيوتر Apple ماكنتوش، والذي وصف بكونه أكثر أجهزة الكمبيوتر سهولة حتى الآن.

حاز الجهاز على شعبية بين مصممي الجرافيك الذين أحبوا الشرائح البصرية به، وذلك رغم ثمنه المرتفع للغاية، وتزامن إطلاق أول ماكنتوش عام 1983م مع تعيين الشركة لمدير تنفيذي جديد هو "جون سكولي"، وكان أصغر مدير تنفيذي لشركة بيبيسي.

كما تزامن ذلك مع توتر العلاقات بين "جوبز" و"بيل جيتس"، حيث كانت مايكروسوفت تعمل في الأساس على برنامج لكمبيوتر ماكنتوش، إلا أن هذه الخطط فشلت عام 1983م حين أعلنت مايكروسوفت عن أنها تعمل على واجهة مستخدم رسومية تسمى "ويندوز".

وفي عام 1984م أطلقت الشركة أول إعلان تلفزيوني لجعل اسم الكمبيوتر مألوفاً لدى الجمهور، وبلغت تكلفته آنذاك 1.5 مليون دولار.

(7) أزمة في الأفق:

حقق ماكنتوش مبيعات قوية، إلا أنها لم تكن كافية لمواجهة هيمنة "آي بي إم"، مما أدى إلى تصاعد التوتر بين "جوبز" رئيس مجموعة ماكنتوش، الذي أراد القيام بالأشياء بطريقته الخاصة، وبين "سكولي" الذي أراد رقابة أكثر صرامة على المنتجات المستقبلية.

وصلت الأمور إلى منتهاها عام 1985م حين أراد "جوبز" الإطاحة بـ"سكولي"، إلا أن مجلس الإدارة وقف بجانب "سكولي" وأطاح بـ"جوبز" من مهامه الإدارية، فاستقال "جوبز" وأسس شركة الكمبيوتر "NeXT" ترك "وزنياك" الشركة في نفس الوقت عام 1985م، قائلاً إنها تذهب في الاتجاه الخاطئ، وباع معظم أسهمه.

(8) تولي مايكل سبيندلر القيادة:

بعد فشل سكولي في إدارة الشركة تم استبداله بمايكل سبيندلر ولكن استمر في نفس أخطاء المدير السابق سكولي فلقد وصلت الشركة لحالة افلاس.

(9) عودة جوبز:

وفي يوم 4 يوليو من نفس العام أقنع "جوبز" مجلس الإدارة بتعيينه رئيساً تنفيذياً مؤقتاً وشهدت فترة "جوبز" انتعاشة للشركة، حيث استثمرت شركة مايكروسوفت بها 150 مليون دولار عام 1997م، إلا أن أكبر إنجاز للشركة يتمثل في إطلاق iPhone عام 2007م.

ثانياً: تعريف شركة Apple:

تعتبر شركة Apple واحدة من الشركات التقنية والحاسوب المشهورة عالمياً وتقع في الولايات المتحدة الأمريكية بكاليفورنيا، وتصنف من الشركات متعددة الجنسيات وتعتمد طبيعة عملها على التخصص في صناعة وإنتاج وتطوير وتحسين وبيع البرامج الحوسبة وأجهزة الهواتف الذكية وأجهزة الحواسيب، تأسست سنة 1976م على يد ستيف جوبز وزميله في الدراسة ستيف وزنياك¹.

ثالثاً: العلامات التجارية لشركة APPLE

تتمثل أهم المنتجات التي تقدمها شركة Apple فيما يلي:²

* الهواتف الذكية iPhone.

* الأجهزة اللوحية iPad.

* أجهزة تشغيل الموسيقى iPod.

* أجهزة الحواسيب (i mac) Macintosh.

* برامج تشغيل الحاسوب Mac OS X.

* برامج تشغيل الهواتف iOS.

* أجهزة التلفاز Apple TV.

* النظام المصرفي Apple Pay.

كل هذه المنتجات يتم إنتاجها من قبل شركة Apple حيث تم إنتاجها عبر فروع ومصانع Apple المنتشرة عبرة مختلف بلدان العالم (الصين، أمريكا، إندونيسيا) ولقد أتاحت لها أن تصل لتكون الشركة الأعلى في العالم بقيمة سوقية تتجاوز الترليون دولار.

المطلب الثاني: استراتيجية شركة APPLE:

شركة Apple بشكل عام تقدم منتجات، يمكن لأي منافس أن يقدمها وبسعر أقل ولكن شركة Apple تتبع استراتيجية تمكنها من بيع منتجاتها وبسعر مرتفع أيضاً، وتتبع شركة APPLE استراتيجية أساسيتين وهي استراتيجية الرفاهية بالإضافة إلى قانون الـ 24 المضاد³.

¹ من الموقع الإلكتروني، <https://wikiwic.com/%D8%B4%D8%B1%D9%83%D8%A9-%D8%A3%D8%A8>، تم الاطلاع بتاريخ

25,05,2022 على الساعة 19:10.

² نهاد سالمى، مرجع سبق ذكره.

³ نهاد سالمى، مرجع سبق ذكره.

أ) استراتيجية الرفاهية " the luxury strategy "

بحيث تركز على الطبقة المرفهة التي تقدر على شراء منتج يدل على ثراء صاحبه وإتباعه أحدث الصيحات وأغلاها فيتميز على الجميع بذوقه العالي والفريد وذلك يجعل شعار (logo) أعلى من سعر المنتج نفسه، فهنا Apple تلعب على الجانب النفسي للمستهلكين فهي تباع للمستهلك منتج يعطيه الحق في التباهي بمظهره.

ب) قانون الـ 24 التسويق المضاد:

أو القانون الـ 24 التسويق العكسي تتكون هذه الاستراتيجية من 24 قانون عبقرى، قد يكون معظمها ضد المنطق التسويقي ولكن في الحقيقة هم السر وراء نسب المبيعات عالية وارتفاع القيم السوقية وهي استراتيجية مخصصة للمستهلكين من الطبقة الراقية من المجتمع.

تتميز منتجاتها بثلاثة عناصر:

1. غير معروضة بشكل كافي بل بشكل محدود جدا.
2. صعوبة شراؤه مقارنة بالمنافسين.
3. السعر المرتفع المكلف على باقي الطبقات والمناسب لأعلى طبقة وأكثرهم شراء.

وقد نجحت شركة Apple في تطبيق الاستراتيجيات السابقة وذلك ما يعكسه ارتفاع قيمتها السوقية ومبيعاتها.

المطلب الثالث: تداول الأوراق المالية لشركة APPLE

تدرج شركة APPLE ضمن العديد من المؤشرات المالية العالمية، ومن أهم هذه المؤشرات مؤشر S&P 500 ومؤشر نازداك (NASDAQ)، وفيما يلي عرض للقيمة المالية لشركة APPLE الأمريكية ولقيمة سهمها في مؤشر نازداك.

تبادل	NASDAQ-GS	القيمة السوقية	2.520.502.489.200
قطاع	تكنولوجيا	نسبة السعر إلى العائد	23.6
صناعة	تصنيع الكمبيوتر	سنة P / E 1 إعادة	24.75
سنة الهدف 1	دولارًا 195.00	(EPS) عائد السهم	6.16 دولار
مرتفع / منخفض اليوم	دولارًا أمريكيًا / 144.46 147.95	توزيعات أرباح سنوية	0.92 دولار
حجم المشاركة	88.570.288	تاريخ التوزيعات السابقة	6 مايو 2022
متوسط الحجم	97729360	تاريخ توزيع الأرباح	12 مايو 2022
إغلاق السابق	دولارًا أمريكيًا 151.21	العائد الحالي	0.62%
أعلى سعر / أدنى مستوى خلال 52 أسبوعًا	دولارًا أمريكيًا / 123.13 182.94	بيتا	1.2

الفصل الثالث.....أثر اختيار مصادر التمويل في القرار الاستثماري لشركة APPLE

Valuation

Market Capitalization	2.353T
Enterprise Value (MRQ)	2.934T
Enterprise Value/EBITDA (TTM)	18.5135
Total Shares Outstanding (MRQ)	16.185B
Number of Employees	154K
Number of Shareholders	23.502K
Price to Earnings Ratio (TTM)	24.5786
Price to Revenue Ratio (TTM)	6.4245
Price to Book (FY)	39.3706
Price to Sales (FY)	6.9711

Balance Sheet

Quick Ratio (MRQ)	0.8840
Current Ratio (MRQ)	0.9268
Debt to Equity Ratio (MRQ)	1.7802
Net Debt (MRQ)	68.47B
Total Debt (MRQ)	119.981B
Total Assets (MRQ)	350.662B

Operating Metrics

Return on Assets (TTM)	0.2964
Return on Equity (TTM)	1.4927
Return on Invested Capital (TTM)	0.5849
Revenue per Employee (TTM)	2.375M

Price History

Average Volume (10 day)	97.227M
1-Year Beta	1.3262
52 Week High	182.9400
52 Week Low	124.8321

Dividends

Dividends Paid (FY)	-14.467B
Dividend Yield Forward	0.6328
Dividends per Share (FY)	0.8500

Margins

Net Margin (TTM)	0.2640
Gross Margin (TTM)	0.4336
Operating Margin (TTM)	0.3096
Pretax Margin (TTM)	0.3082

Income Statement

Basic EPS (FY)	5.6690
Basic EPS (TTM)	6.2031
EPS Diluted (FY)	5.6140
Net Income (FY)	94.68B
EBITDA (TTM)	130.795B
Gross Profit (MRQ)	42.559B
Gross Profit (FY)	152.836B
Last Year Revenue (FY)	365.817B
Total Revenue (FY)	365.817B
Free Cash Flow (TTM)	105.793B

الشكل رقم (03): تطور قيمة سهم APPLE في مؤشر نازداك من سنة 1993 إلى سنة 2010



الفصل الثالث.....أثر اختيار مصادر التمويل في القرار الاستثماري لشركة APPLE

الشكل رقم (04): تطور قيمة سهم APPLE في مؤشر نازداك من سنة 2010 إلى سنة 2022



الشكل رقم (05): تطور قيمة سهم APPLE في مؤشر نازداك من سنة 1993 إلى سنة 2022



المبحث الثاني: منهجية الدراسة

سنقوم في هذا المبحث بالتطرق لمنهجية الدراسة والتي سيتم من خلالها عرض عينة ومتغيرات الدراسة مع توضيح الأسلوب الإحصائي المعتمد.

المطلب الأول: عينة ومتغيرات الدراسة

من خلال هذا المطلب قمنا باختيار عينة الدراسة ووصفها وكذلك تحديد وعرض متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.

1) مجتمع وعينة الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في الشركات المدرجة في سوق الولايات المتحدة الأمريكية للأوراق المالية، ولتحقيق هدف الدراسة تم اختيار عينة مكونة من شركة واحدة وهي شركة APPLE، حيث قمنا باختيار فترة مكونة من 28 سنة ممتدة من سنة 1994 إلى سنة 2021.

2) متغيرات الدراسة

تتمحور هذه الدراسة حول توضيح العلاقة بين متغيرين أساسيين وهما مصادر التمويل كمتغير مستقل والقرار الاستثماري كمتغير ثابت لشركة APPLE محل الدراسة.

➤ **المتغير التابع:** ويتمثل المتغير التابع في القرار الاستثماري، من خلال قيمة وحجم التغير في الأصول الثابتة لدى الشركة محل الدراسة خلال سنوات الدراسة من سنة 1994 إلى سنة 2021، ويتم حسابها وفق العلاقة التالية:

$$\text{التغير في الأصول الثابتة للسنة (ن)} = \text{مجموع الأصول الثابتة للسنة (ن)} - \text{مجموع الأصول الثابتة للسنة (ن-1)}$$

➤ **المتغير المستقل:** يتمثل المتغير المستقل في مصادر التمويل الخاصة بشركة APPLE، والتي تنقسم بدورها إلى نوعين وهي مصادر تمويل مملوكة داخلية والمتمثلة في التمويل الذاتي، بالإضافة إلى مصادر التمويل الخارجية والمتمثلة في الاستدانة.

بحيث:

- **التمويل الذاتي:** يرمز لها بالرمز (AF)، ويتم حسابها عن طريق طرح توزيعات الأرباح (DIV)، من قدرة التمويل الذاتي (CAF)، ويعبر عنها بالمعادلة:

$$AF = CAF - DIV$$

- **الديون:** يرمز له بالرمز (DE)، وتتمثل في الديون الغير الجارية الخاصة بشركة APPLE.

الفصل الثالث.....أثر اختيار مصادر التمويل في القرار الاستثماري لشركة APPLE

➤ المتغيرات الضابطة: وتتمثل في التدفقات المالية ورأس المال العامل (FR)، وقد قمنا بالاستعانة بها من

أجل الضبط الدقيق للنموذج، ويعبر عنهما كالتالي:

- التدفقات المالية: ويرمز لها بالرمز (CF) ويتم حسابها انطلاقاً من القوائم المالية وفق العلاقة التالية:

$$CF = CF_n - CF_{n-1}$$

- رأس المال العامل: ويرمز له بالرمز (FR) ويتم حسابه من الميزانية السنوية للمؤسسة وفق العلاقة التالية:

$$\text{رأس المال العامل (FR)} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الخصوم المتداولة}$$

(3) تحديد متغيرات الدراسة

سنقوم من خلال دراستنا بعملية جمع بيانات شركة APPLE من خلال الموقع الإلكتروني الرسمي الخاص

بشركة APPLE، وهذا من أجل حساب المتغيرات الخاصة بالمؤسسة محل الدراسة.

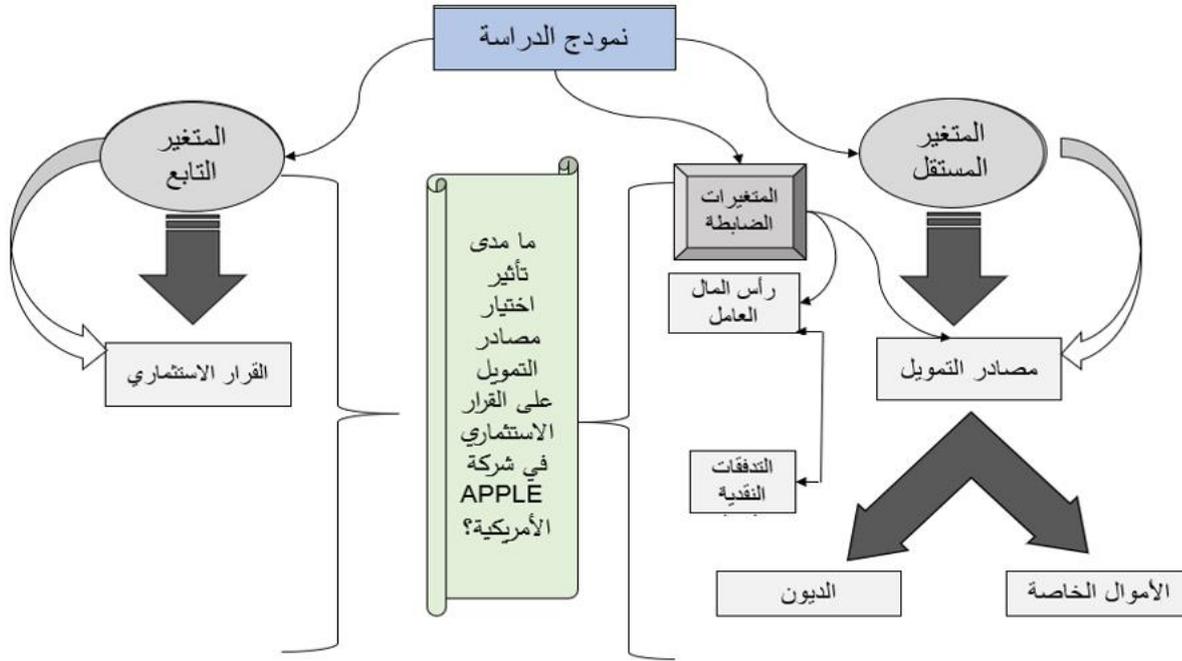
الجدول رقم (01): عرض متغيرات الدراسة

annes	DV	AF	DE	CF	FR
1994	138	2510	304.472	521	2532
1995	748	2776	303	-427	2999
1996	-709	3147	949	796	2512
1997	-1091	1318	951	-322	1606
1998	56	1733	954	251	2178
1999	872	3114	300	-155	2736
2000	1642	3885	300	-135	3494
2001	-781	4037	317	1119	3625
2002	277	4187	316	-58	3730
2003	517	4312	304	1144	3530
2004	1235	5126	0	-427	4375
2005	3501	7171	0	522	6813
2006	5689	9381	0	2901	8038
2007	8142	13350	0	2960	12676
2008	14225	18742	0	2523	20590
2009	14279	28559	0	-6612	20049
2010	27682	44302	0	5998	20956
2011	41188	70304	0	-1446	17018
2012	59693	107477	0	931	19111
2013	30936	107484	16960	3513	29628
2014	24839	94931	28987	-415	5083
2015	58640	101219	53463	7276	8768
2016	31341	111310	75427	-636	27863
2017	53633	116448	97207	-195	27831
2018	-9594	95267	93735	2624	14473
2019	-27209	78706	91807	24311	57101
2020	-14628	53013	98667	-10435	133181
2021	27114	46614	109106	-3860	9355

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على التقارير المالية الخاصة بشركة APPLE.

(4) نموذج الدراسة

من خلال متغيرات الدراسة يمكننا وضع نموذج الدراسة الآتي:
الشكل رقم (06): نموذج الدراسة المتبع



المصدر: من إعداد الطالبين

المطلب الثاني: الأسلوب الإحصائي للدراسة

سنقوم في هذا المطلب بتوضيح الأسلوب الإحصائي الذي سيتم اعتماده في الدراسة، وذلك من خلال عرض كل من النموذج الإحصائي والاختبارات المعتمدة في تحليل النتائج.

أولاً: النموذج الإحصائي المعتمد

تعتمد الدراسة على استخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لإثبات مدى صحة فرضيات الدراسة، وقياس وتحليل الأثر الذي يطرأ على المتغير التابع المتمثل في القرار الاستثماري تبعاً للقيم التي تأخذها المتغيرات المستقلة والمتمثلة في مصادر التمويل.

1. نموذج الانحدار الخطي المتعدد

يستند نموذج الانحدار الخطي المتعدد على افتراض وجود علاقة خطية بين متغير تابع Y_i وعدد من المتغيرات المستقلة، X_1, X_2, \dots, X_k وحد عشوائي، U_i ويعبر عن هذه العلاقة، بالنسبة لـ n من المشاهدات و k من المتغيرات المستقلة، بالشكل الآتي¹:

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص135.

$$Y_i = B_0 + B_1X_{i1} + B_2X_{i2} + \dots + B_kX_{ik} + U_i$$

حيث أن:

Y_i: المتغير التابع؛

X_i: المتغيرات المستقلة؛

B₀: ثابت المعادلة يقيس أثر العوامل الأخرى المؤثرة في Y_i والمستبعدة من علاقة الانحدار؛

B_k: معاملات جزئية للانحدار وهي تقيس مقدار التغير في قيمة المتغير التابع Y_i كنتيجة للتغير في المتغيرات بوحدة واحدة؛

U_i: المتغير العشوائي وهو يتضمن المتغيرات الأخرى وخطأ التقدير.

ويتم استخدام طريقة OLS (طريقة المربعات الصغرى) في تقدير نموذج الانحدار الخطي المتعدد إذا توافرت

الافتراضات التالية:

القيمة المتوقعة لمتجه حد الخطأ تساوي صفر أي أن: $E(U_i) = 0$.

تباين العناصر العشوائية ثابت، والتباين المشترك بينها يساوي صفر أي أن:

$$\text{COV}(U) = E(UU') = \sigma^2 I_n$$

ثانياً) الاختبارات الإحصائية المستعملة

من أهم الاختبارات الإحصائية التي سنقوم باستعمالها في هذه الدراسة نذكر:

(1) اختبار إحصائية F-Statistic

يستهدف هذا الاختبار معرفة مدى معنوية العلاقة الخطية بين المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k

على المتغير التابع Y، ويعتمد على نوعية الفروض:

الفرضية العدم H_0 : وتنص على إنعدام العلاقة بين كل متغير من المتغيرات المستقلة (X_1, X_2, \dots, X_k)

وبين المتغير التابع Y، أي: $H_0: \hat{B}_1 = \hat{B}_2 = \dots = \hat{B}_k = 0$

الفرضية البديلة H_1 : وتنص على وجود علاقة معنوية بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع، أي:

$$H_1 = \hat{B}_1 \neq \hat{B}_2 \neq \dots \neq \hat{B}_k \neq 0$$

وبعد احتساب قيمة F تقارن مع قيمتها الجدولية بدرجة حرية (k) و (n-k-1) للبسط والمقام ولمستوى

معنوية معين، فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية نرفض H_0 أي أن العلاقة المدروسة معنوية،

وهناك على الأقل متغير مستقل واحد من المتغيرات، X_k ذو تأثير في Y، أما إذا كانت القيمة المحسوبة أصغر

من الجدولية فإن ذلك يعني قبول H_0 أي أن العلاقة الخطية المدروسة غير معنوية أي أنه ليس ثمة تأثير من أي متغير من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع¹.

(2) معامل التحديد R^2 (Détermination Coefficient)

معامل التحديد (R^2) هو تربيه لمعامل الارتباط (r)، وهو معامل ذو دلالة إحصائية وقياسية مهمة جداً، حيث يدل على النسبة التي يفسرها المتغير المستقل من المتغير التابع. وتكون قيمته أصغر من قيمة معامل الارتباط عدا في حالة ($r=1$)، بسبب أن جذر كل كسر هو أكبر من الرقم الأصلي، وان تربيع الكسر هو أصغر من الكسر الأصلي. ويستخدم معامل الانحدار والتحديد في اختبار جودة توفيق النماذج القياسية والاستدلال الإحصائي، كما أن له علاقة وثيقة مع الانحدار ومعامل الانحدار (b)².

ويعرف معامل التحديد (R^2) بأنه النسبة بين مجموع مربعات الانحدار ومجموع المربعات الانحدار الكلي وبالتالي تزداد قيمة معامل التحديد إذ يستخدم هذا المعامل في تقييم مدى معنوية العلاقة بين المتغير التابع (Y) والمتغيرات المستقلة (X_k) ($k=1,2,\dots,k$)، ومنه يجب على الباحث أن يأخذ في الاعتبار الانخفاض الناتج عن درجات الحرية ($n-k$) بسبب إضافة أي متغير مفسر إلى معادلة الانحدار والذي من شأنه أن يجعل (R^2) متحيزاً للأعلى وتكون قيمة (R^2) محصورة بين 0 و 1 أي $0 < R^2 < 1$ حيث أن:

$R^2 = 1$: عندما تقع جميع نقاط الانتشار على خط الانحدار المقدر أي $Y_i = \hat{Y}_i$ وهنا تكون العلاقة تامة.
 $R^2 = 0$: (أو تقترب منه) عندما يكون خط الانحدار العينة خطأ أفقياً أي: $\hat{Y}_i = \bar{Y}_i$ ومعنى ذلك لا توجد علاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل.

كل من هاتين الحالتين نادرة الحدوث، ففي الأحوال العادية يفسر خط الانحدار جزءاً من التغيرات في Y وبالتالي يكون هناك جزءاً آخر غير مفسر بواسطة الخط ومن ثم نجد في أغلب الحالات $0 < R^2 < 1$.

(3) اختبار معنوية المعالم

يستخدم اختبار (t) لتقديم معنوية تأثير المتغيرات المستقلة X_1, X_2, \dots, X_k في المتغير التابع Y في النموذج المتعدد، وتعتمد على نوعين من الفروض:

$$B_1 = B_2 = B_3 = \dots = B_k = 0 \text{ فرضية العدم}$$

$$B_1 \neq B_2 \neq B_3 \neq \dots \neq B_k \neq 0 \text{ الفرضية البديلة}$$

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص 137.

² وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة الأولى، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006، ص 77.

وبعد احتساب قيمة t تقارن مع القيمة الجدولية لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم ومن ثم تقييم معنوية معالم النموذج¹.

كإذا كانت قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية، يتم رفض فرضية العدم، وإذا كانت قيمة t المحسوبة أقل أو تساوي فلا يمكن رفض فرضية العدم إذا كانت الإشارة موجبة. ومن ناحية أخرى يمكن الوصول إلى قرار بشأن قبول أو رفض فرضية العدم عن طريق قيمة الاحتمال (P) والتي يرمز لها البرنامج ب (sig) ، فإذا كانت أقل من (α) منطقة الرفض، فلا يمكن رفض فرضية العدم².

4) الارتباط الذاتي للأخطاء

يشير الارتباط الذاتي بوجه عام إلى ارتباط بين القيم المشاهدة لنفس المتغير وفي نماذج الانحدار عادة ما تشير مشكلة الارتباط الذاتي إلى وجود ارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي، وفي هذه الحالة تكون قيمة معامل الارتباط بين القيم المتتالية للحد العشوائي أو معامل التغيرات (غير مساوية للصفر)، وجود مشكلة ارتباط ذاتي يخل بأحد الافتراضات التي تقوم عليها طريقة المربعات الصغرى العادية، وهي تعني أن خطأ ما حدث في فترة ما، ثم أخذ يؤثر في الأخطاء الخاصة بالفتريات التالية بطريقة تؤدي لتكرار نفس الخطأ أكثر من مرة، أي أنه قد يوجد هناك خطأ واحد ولكنه يتكرر في كل الفترات التالية بما يؤدي لظهور قيم الحد العشوائي عند مستوى يختلف عن القيم الحقيقية³.

إن الكشف عن المشكلة لغرض معالجتها والتخلص منها يستخدم ما يعرف باختبار Durban-Watson والذي يرمز له بالرمز $(D:W)$ يعتمد هذا الاختبار على قيمتين إحداهما قيمة محسوبة وتعتمد بشكل رئيسي على قيم البواقي العشوائية والقيمة الأخرى هي قيمة جدولية تحت مستوى معنوية 1% و 5% وبتقييمتين حرتين إحداهما القيمة الحرجة الصغرى والأخرى القيمة الحرجة العليا وذلك ضمن جدول مخصص لهذا الغرض⁴. ويفترض الاختبار وجود فرضيتين أساسيتين هما⁵:

- ❖ **فرضية العدم:** $H_0:(P=0)$ حيث H_0 أن قيم (U) غير مرتبطة ببعضها ذاتيا ارتباطا من الدرجة الأولى.
- ❖ **الفرضية البديلة:** $H_1:(P\neq 0)$ حيث H_0 أن قيم (U) مرتبطة ببعضها ذاتيا ارتباطا من الدرجة الأولى.

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، مرجع سبق ذكره، ص.161

² إيهاب عبد السلام محمود، تحليل البرنامج الإحصائي SPSS، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2013، ص.175.

³ عبد القادر محمد عب القادر عطية، الاقتصاد القياسي: بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998، ص.386.

⁴ العذاري عدنان وداد، الاقتصاد القياسي. دار جرير للنشر والتوزيع. الأردن، 2010، ص.102.

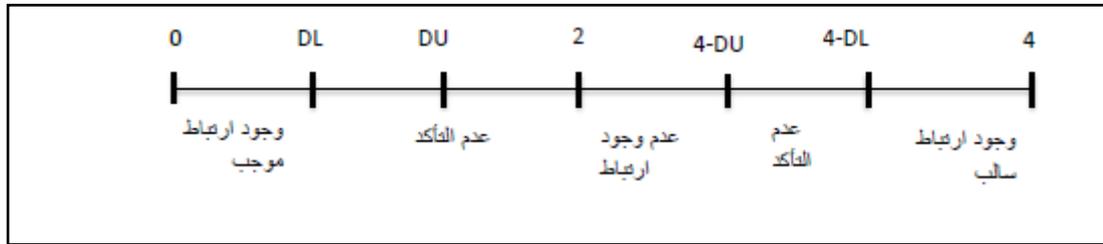
⁵ بخيت حسني علي، فتح الله سحر، الاقتصاد القياسي. الطبعة العربية. دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع. الأردن، 2007، ص.198.

الفصل الثالث.....أثر اختيار مصادر التمويل في القرار الاستثماري لشركة APPLE

ويتم الاختبار على أساس مقارنة قيم (D-W) بقيم dL و du المجدولة لاتخاذ القرار الإحصائي المطلوب وعلى الشكل الآتي يتم التفصيل في طريقة المقارنة:

- عندما يكون $0 < D \cdot w < dl$ نرفض (H_0) أي هناك مشكلة ارتباط ذاتي موجب.
- عندما يكون $dl < D \cdot W < du$ أو $4 - dl < D \cdot w < 4 - du$ يكون الاختيار غير محسوم وتترك الحرية للباحث بقبول أو رفض فرضية العدم، إذ قد يكون السبب في وجود المشكلة خطأ في صيغة النموذج وليس بسبب ارتباط الأخطاء.
- عندما $du < D \cdot w < 4 - dl$ نقبل (H_0) أي انعدام وجود مشكلة الارتباط الذاتي.
- عندما $4 - dl < D \cdot W < 4 - du$ نرفض (H_0) ونقبل (H_1) بمعنى أن هناك مشكلة ارتباط ذاتي سالب.

الشكل رقم (07): مناطق اتخاذ القرار حسب (DURBIN WATSON)



المصدر: جلاي جيلاطو، الإحصاء التطبيقي، الطبعة الأولى، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، 2007، ص103.

تقوم هذه الطريقة على تصحيح الأخطاء المعيارية بدون تغيير مقدرات معاملات الانحدار، وذلك لأن وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء لا يسبب تحيز في تقدير المعاملات، ولكن يؤثر على الأخطاء المعيارية وهذا هو سبب قوة هذه الطريقة.

مقدرات الأخطاء المعيارية باستخدام هذه الطريقة متحيزة، ولكن عادة تعطى نتائج أكثر دقة من الأخطاء المعيارية غير المصححة في حالة وجود ارتباط ذاتي بين الأخطاء، لهذا السبب يمكن استخدام الأخطاء المعيارية المقدر باستخدام هذه الطريقة لإجراء اختبار الفرضيات باستخدام اختبار (T)، الأخطاء المعيارية باستخدام هذه الطريقة أكبر من الأخطاء المعيارية المقدر باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية، وبالتالي نحصل على قيمة أقل لاختبار T^1 .

المبحث الثالث: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة

¹ سمير خالد صافي، مقدمة في تحليل نماذج الانحدار باستخدام برنامج EVIEWS، دون دار نشر، فلسطين، ص105.

الفصل الثالث.....أثر اختيار مصادر التمويل في القرار الاستثماري لشركة APPLE

بعد عرض الإطار العام للدراسة وتقديم مجتمع وعينة الدراسة وكذلك الأدوات الإحصائية المستعملة في المباحث السابقة، خصصنا هذا الجزء لعرض وتحليل ومناقشة النتائج المتحصل عليها كمخرجات من نموذج الانحدار الخطي المتعدد.

1 عرض نتائج الدراسة

سنحاول في هذا الجزء عرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد المستخرجة من البرنامج الإحصائي (Eviews10) وتحليلها باستخدام الأساليب الإحصائية السالفة الذكر.

1 عرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد

سنحاول في هذا الإطار عرض وتحليل كل من مصفوفة الارتباط ونتائج الانحدار الخطي المتعدد لمتغيرات الدراسة وذلك لاختبار معنوية النموذج.

أ) تحليل مصفوفة الارتباط

يوضح الجدول رقم (02) نتائج الارتباط بين المتغيرين المستقلين المتمثلين في الديون (DE) والتمويل الذاتي (AF)، على المتغير التابع المتمثل في القرار الاستثماري من خلال قيمة وحجم التغير في الأصول الثابتة لدى الشركة (Δ).

الجدول رقم (02): مصفوفة الارتباط بين المتغيرات السابقة

	DV	AF	DE	CF	FR
DV	1.000000	0.623195	0.070785	-0.122379	-0.145450
AF	0.623195	1.000000	0.626815	0.196728	0.349329
DE	0.070785	0.626815	1.000000	0.104115	0.557928
CF	-0.122379	0.196728	0.104115	1.000000	-0.073566
FR	-0.145450	0.349329	0.557928	-0.073566	1.000000

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج (EViews 10)

نلاحظ من خلال الجدول رقم (02) أن الارتباط الثنائي بين المتغيرين المستقلين التمويل الذاتي (AF)، والديون (DE)، والمتغير التابع المتمثل القرار الاستثماري من خلال قيمة وحجم التغير في الأصول الثابتة لدى الشركة (Δ).

- قدر معامل الارتباط بين التمويل الذاتي (AF) والتغير في الأصول الثابتة لدى الشركة (Δ) ب(31،62%)، وهذا يدل على وجود علاقة موجبة وهي قوية نوعا ما.
- قدر معامل الارتباط بين الديون (DE) والتغير في الأصول الثابتة لدى الشركة (Δ) ب(7،07%)، وهذا يدل على وجود علاقة موجبة إلا أنها ضعيفة.

الفصل الثالث.....أثر اختيار مصادر التمويل في القرار الاستثماري لشركة APPLE

- من جهة أخرى نلاحظ من خلال الجدول رقم... نلاحظ أن الارتباط بين المتغيرين المستقلين الديون (DE)، والتمويل الذاتي (AF) قدر ب (62,68%) أي وجود علاقة بينهما وهي قوية.

ب) تحليل نماذج الانحدار الخطي المتعدد

سنقوم في هذا الجزء بعرض نتائج الانحدار الخطي المتعدد من أجل تحديد معالم النموذج وتحديد القدرة التفسيرية له بدءاً من اختبار جودة النموذج ثم اختبار المعنوية الكلية والاختبار الذاتي للأخطاء وأخيراً اختبار معنوية المعالم المقدره.

بالاعتماد على النموذج الاحصائي (EViews 10) تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): نتائج الانحدار الخطي المتعدد

Dependent Variable: DV

Method: Least Squares

Date: 06/07/22 Time: 20:59

Sample: 1994 2021

Included observations: 28

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2390.546	3530.056	0.677198	0.5050
AF	0.512425	0.075157	6.818034	0.0000
DE	-0.195305	0.091997	-2.122960	0.0447
CF	-1.195265	0.457428	-2.613010	0.0155
FR	-0.274344	0.117586	-2.333130	0.0287

R-squared	0.696453	Mean dependent var	12584.82
Adjusted R-squared	0.643662	S.D. dependent var	21747.48
S.E. of regression	12981.95	Akaike info criterion	21.94094
Sum squared resid	3.88E+09	Schwarz criterion	22.17883
Log likelihood	-302.1732	Hannan-Quinn criter.	22.01367
F-statistic	13.19270	Durbin-Watson stat	2.360100
Prob(F-statistic)	0.000010		

المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على برنامج (EViews 10)

من خلال الجدول (03) أعلاه أنه يمكن كتابة معادلة الانحدار الخطي المتعدد كما يلي:

$$DV = 2390.546 + 0.512425*AF - 0.195305*DE - 1.195265*CF - 0.274344*FR$$

1) اختبار جودة النموذج:

يظهر الجدول (03) أعلاه أن قيمة معامل التحديد R-Squared تساوي (0.1927) وهذا يعني أن

نسبة 19.27% من التغير في الأصول الثابتة لشركة APPLE ترجع إلى المتغيرين (DE) و (AF)

والمتغيرين (CF) و (FR)، أما النسبة المتبقية 30.36% فترجع إلى عوامل أخرى لم يتم إدراجها في النموذج.

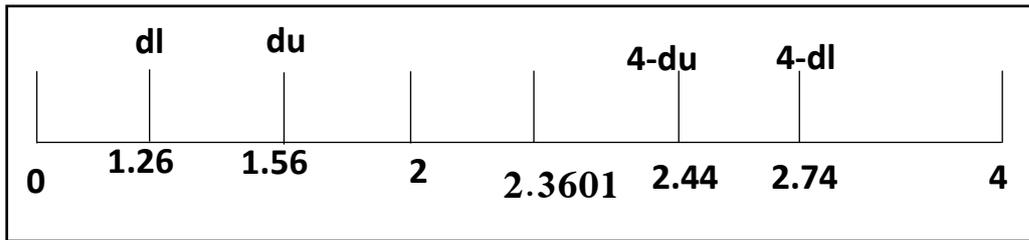
(2) اختبار المعنوية الكلية:

نلاحظ من خلال الجدول (03) أعلاه أن إحصائية (Fisher) المحسوبة تساوي 15,70886 أكبر من القيمة الجدولية (F(3; 28; 0.05) و التي تساوي 8.6229 عند مستوى معنوية 5%، كما أن مستوى الدلالة (F-statistic) PROB التي تقدر ب0,000010 أقل تماما من 0,05 مما يعني قبول الفرضية H1، أي أن النموذج يتمتع بمعنوية كلية و المعالم تختلف كليا عن الصفر .

(3) الاختبار الذاتي للأخطاء

يتضح من خلال الجدول رقم (03) أن القيمة الإحصائية (DURBIN-WATSON) مساوية ل2.3601 وبعد مقارنتها مع (dl) و (du) و اللتان تساويان 1.26 و 1.56 على التوالي، إضافة إلى القيمتين (4-du) و (4-dl) واللتان تساويان 2.44 و 2.74 على التوالي والموضحة في جدول (d-w)، تم التوصل إلى أن القيمة الإحصائية المحسوبة تقع داخل مجال استقلالية الأخطاء و منه عدم وجود ارتباط ذاتي للأخطاء ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (04) الموالي:

الشكل رقم (08): التمثيل البياني لاختبار Durbin-watson لنموذج الانحدار المتعدد



المصدر: من إعداد الطالبين بالاعتماد على بيانات جدول (DW) ومخرجات برنامج Eviews10.

(4) اختبار معنوية المعالم

يلاحظ من خلال الجدول رقم (03):

- أن مستوى دلالة Prob المحسوبة للمتغير المستقل التمويل الذاتي (AF) أقل من (0.05) حيث قدر ب (0.0000)، وهذا يدل على معنوية القيمة المحسوبة.
- كما نلاحظ أيضا أن مستوى دلالة Prob الديون (DE) أقل من (0.05) حيث قدر ب (0.044)، وهذا يدل على معنوية القيمة المحسوبة.
- كما نلاحظ أيضا أن مستوى دلالة Prob التدفقات النقدية (CF) أقل من (0.05) حيث قدر ب (0.015)، وهذا يدل على معنوية القيمة المحسوبة.
- كما نلاحظ أيضا أن مستوى دلالة Prob رأس المال العامل (FR) أقل من (0.05) حيث قدر ب (0.028)، وهذا يدل على معنوية القيمة المحسوبة.

المطلب الثاني: مناقشة نتائج الدراسة

بعد تحليل بيانات الدراسة يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها لكل شركة من العينة المدروسة على النحو التالي:

- يرتبط التمويل الذاتي ارتباطاً موجباً مع التغير في الأصول الثابتة لشركة APPLE بما قيمته 62.31%، حيث أن زيادة التمويل الذاتي بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع التغير في الأصول الثابتة ب (0.51) وحدة والسبب في ذلك يعود إلى أن مكونات التمويل الذاتي من أموال خاصة، أرباح محتجزة، مؤونات واحتياطات، تعد المصدر الأساسي للتمويل في شركة APPLE مناصفة مع الديون، حيث لدى شركة APPLE رقم أعمال مرتفع قدر بأكثر من 3 تريليون دولار في نهاية سنة 2021. حيث تستند احتياطات الشركة على أفضل التقديرات لأسعار مبيعات المنتجات وأنماط طلب العملاء على منتجاتها كاعتمادها على دورة حياة المنتج القصيرة، التحسين المستمر في خصائص سعر وأداء المنتج، وبالتالي فإن التقديرات المستخدمة من قبل الشركة لتحديد احتياطاتها نسبة للمخزونات ستكون مختلفة جوهرياً عن المبالغ الفعلية أو النتائج المحددة. ويمكن أن تؤدي هذه الاختلافات إلى أن تكون تكاليف احتياطي المخزون أعلى مما كان متوقع، ما قد يكون له تأثيراً مادياً سلبياً على نتائج الشركة ووضعيتها المالية، كما تعتمد على سياسة حجز الأرباح وتوزيع نسب صغيرة من مداخيلها على المساهمين فيها، وتحويل الأرباح المحتجزة إلى مختلف استثماراتها الجارية أو التي تنوي القيام بها.

- ومن جهة أخرى يمكن تفسير ارتفاع الديون في شركة APPLE لكونها شركة عملاقة وتلجأ إلى الاستدانة من أجل الاستفادة من مزايا ضريبية لأن المصاريف المالية المرتبطة بفوائد القروض تعتبر من الأعباء التي تخصم من النتيجة قبل فرض الضريبة، وهذا ما يجعل معدل العائد الفعلي للقروض أقل بكثير من معدل الفائدة الاسمي الظاهر في عقد الاقتراض، كما أنها تقوم بتسديد ديونها في آجالها المحددة واعتماد ديون جديدة، وهذا ما أظهرته القوائم المالية للشركة.

- في حين يمكن تفسير التذبذب في التدفقات النقدية لشركة APPLE بسبب سياساتها التوسعية المتبعة حيث تملك الشركة عدد كبير من الاستثمارات والفروع وبالتالي يصبح لزاماً عليها تمويلها وهذا ما يفسر كون أغلب تدفقاتها النقدية تدفقات خارجة. كما أن رأس المال العامل والذي يدل على مدى قدرة المؤسسة على تغطية أصولها الثابتة من دون الاعتماد على الديون الطويلة الأجل.

وتتفق هذه النتائج مع ما جاءت به الأدبيات النظرية والمالية حيث يوجد هناك تأثير على القرار الاستثماري للمؤسسة من قبل التمويل الذاتي، التدفقات النقدية ورأس المال العامل. حيث أن شركة APPLE تعتمد في تمويلها

الفصل الثالث.....أثر اختيار مصادر التمويل في القرار الاستثماري لشركة APPLE

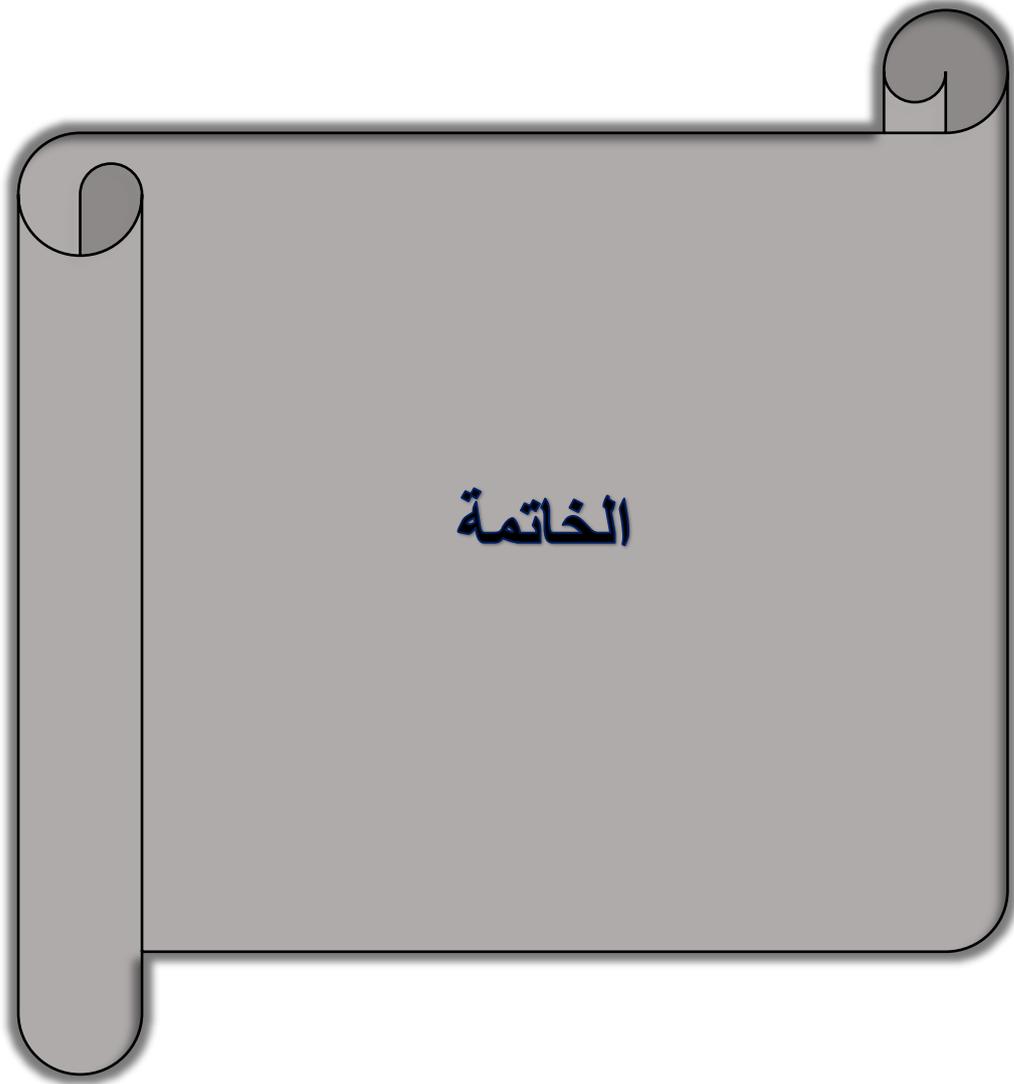
على سياسة التمويل الذاتي كأول مصدر تمويل لنشاط هذه المؤسسات حيث يشكل هذا التمويل أهمية كبيرة لها في تمويل أنشطتها الاستثمارية، بالإضافة إلى اعتمادها على التمويل الخارجي في تمويل استثماراتها، حيث أن أول مصدر تعتمد عليه هو القروض البنكية ثم بواسطة طرح السندات ويأتي التمويل الخارجي الخاص عن طريق الرفع من رأس المال، وقد اتفقت هذه النتائج مع دراسة كل من رحموني عبد الرؤوف (2018)، ومحمد بوشوشة (2016).

خلاصة القول انه لمعرفة أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في شركة APPLE، تم تطبيق الخطوات المنهجية سابقة الذكر بالاعتماد على نموذج الانحدار المتعدد لمعرفة أثر كل من التمويل الذاتي والديون على القرار الاستثماري للمؤسسة محل الدراسة. وقد توصلنا إلى نتائج مفادها وجود أثر موجب ذو دلالة إحصائية لكل من التمويل الذاتي والديون على القرار الاستثماري والممثل بالتغير في الأصول الثابتة للمؤسسة محل الدراسة.

خلاصة الفصل

تعتبر شركة APPLE من أكبر الشركات العالمية الناشطة في مجال التكنولوجيا على المستوى العالمي، وقد اخترناها كدراسة قياسية في محاولة لتبيان أثر اختيار مصادر التمويل على قراراتها الاستثمارية خلال سنوات الدراسة من سنة 1994 حتى سنة 2021، من خلال تحليل القوائم المالية للمؤسسة، إذ حاولنا الربط بين الجانب النظري والتطبيقي عن طريق دراسة التطور الأصول الثابتة المادية وكذا تطور هيكل رأس المال وحساب التمويل الذاتي والديون والتوصل إلى أن هذه الأخيرة لها تأثير كبير على اتخاذ القرار الاستثماري ووجود علاقة بينها وبين القرار الاستثماري وعلى ضوء ذلك توصلنا إلى النتائج التالية:

- ✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمصادر التمويل على القرار الاحصائي في شركة APPLE عند مستوى معنوية $(a= 0.05)$.
- ✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتمويل الذاتي على القرار الاستثماري في شركة APPLE عند مستوى معنوية $(a= 0.05)$.
- ✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية للاستدانة على القرار الاستثماري في شركة APPLE عند مستوى معنوية $(a= 0.05)$.



الخاتمة

على ضوء ما ورد ذكره في الجانب النظري من هذه الدراسة نقول بأن القرار الاستثماري يعد من أهم القرارات التي تتخذها المؤسسة الاقتصادية وذلك بالنظر لدوره الهام في تحديد مستقبل المؤسسة، إلا أن القرار الاستثماري مقيد بمحدودية حجم الموارد المالية المتاحة مما يضطر بالمؤسسة إلى البحث عن المزيج التمويلي المناسب لتمويل استثماراتها.

وقد ركزنا في هذه الدراسة على إبراز مختلف مصادر التمويل للمؤسسة الاقتصادية و التطرق بالتفصيل لكل مصدر ومختلف المعايير التي تأخذ في الحسبان عند اتخاذ أي قرار استثماري، وتم الوصول إلى أن المؤسسة تعتمد في تمويل أنشطتها على المزج بين الأموال الخاصة والديون ، كما يمكن أن تتعرض المؤسسة لمخاطر التمويل، ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع و كمحاولة للإجابة على الإشكالية الرئيسية قسمنا البحث إلى أربع فصول، تناولنا في الفصل الأول مدلول القرارات الاستثمارية، أما الفصل الثاني فتطرقنا فيه إلى مختلف مصادر التمويل و قمنا بتقييمها، في حين تناول الفصل الثالث المعايير المستخدمة لاختيار مصادر التمويل، وأخيرا الفصل الرابع والذي كان عبارة عن دراسة قياسية لأثر اختيار مصادر التمويل في شركة APPLE على القرار الاستثماري خلال الفترة (1994-2021).

اختبار الفرضيات:

من خلال تقديرنا للنماذج توصلنا إلى ما يلي:

✓ **الفرضية الأولى:** يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمصادر التمويل على القرار الاستثماري في شركة APPLE، واستنادا للنتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي أظهر أن قيمة التمويل الذاتي أقل من مستوى المعنوية 5% وقدرت ب (0.0000). كما أن قيمة المعامل تساوي (0.512425)، وهذا يدل على أن التمويل الذاتي له أثر معنوي إيجابي على القرار الاستثماري لشركة APPLE ومنه نثبت صحة الفرضية.

✓ **الفرضية الثانية:** يوجد أثر ذو دلالة إحصائية للديون على القرار الاستثماري في شركة APPLE، واستنادا للنتائج نموذج الانحدار الخطي المتعدد الذي أظهر أن قيمة الديون أقل من مستوى المعنوية 5% وقدرت ب (0.0447). كما أن قيمة المعامل تساوي (0.195305)، وهذا يدل على أن التمويل الذاتي له أثر معنوي إيجابي على القرار الاستثماري لشركة APPLE ومنه نثبت صحة الفرضية.

نتائج الدراسة النظرية:

✓ أمام المؤسسة مصدرين أساسيين للتمويل، إما التمويل عن طريق أموال الملكية أو التمويل عن طريق أموال الاستدانة، حيث أن كل صنف منهما ينقسم بدوره إلى أنواع فرعية. من بين أهم أشكال أموال الملكية نجد التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية وممتازة أو التمويل بالأرباح المحتجزة، ونظرا لعدم كفاية أموال الملكية.

✓ الهيكل المالي هو تشكيلة المصادر التي تتحصل المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها، حيث يضم جميع أشكال وأنواع مصادر التمويل من حقوق الملكية والقروض الطويلة والقصيرة الأجل، وعليه يعد هيكل رأس المال جزء منه حيث يتضمن حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل فقط.

✓ للاستثمار دور كبير في تعبئة الموارد المالية وعناصر الإنتاج ومحاولة استغلالها بطريقة فعالة من أجل تحقيق أقصى قدر ممكن من الموارد المحدودة والرغبات التي تمثل جوهر المشكلة الاقتصادية وكذلك من أجل اتخاذ قرار استثماري سليم.

✓ من الضروري على المسير المالي عند تحديد سياسة التمويل التي يتبعها للحصول على الأموال وقبل اتخاذ قرار التمويل التفكير في جملة المتغيرات التي تحكم وتحدد عملية التمويل، إذ تسعى المؤسسة على امتلاك وسائل التمويل المناسبة واللازمة لتحقيق نشاطها وتغطية احتياجاتها من الأموال، وبذلك تلجأ إلى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي، الذي بدوره يساهم في نجاح المشاريع الاستثمارية عن طريق اتخاذ القرارات الاستثمارية.

نتائج الدراسة التطبيقية:

- ✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية لمصادر التمويل على القرار الاستثماري في شركة APPLE عند مستوى معنوية ($a = 0.05$).
- ✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتمويل الذاتي على القرار الاستثماري في شركة APPLE عند مستوى معنوية ($a = 0.05$).
- ✓ وجود أثر ذو دلالة إحصائية للاستدانة على القرار الاستثماري في شركة APPLE عند مستوى معنوية ($a = 0.05$).

الاقتراحات:

- على ضوء النتائج المتوصل إليها يمكننا أن نقدم بعض الاقتراحات نوجزها فيما يلي:
- ✓ ينبغي على شركة APPLE أن تستغل كل الفرص المتاحة لها من تعظيم مواردها المالية الذاتية.
- ✓ ينبغي على شركة APPLE أن تحتفظ قدر الإمكان على مواردها الداخلية التي هي بمثابة المحرك الرئيسي للنمو.
- ✓ ينبغي على إدارة شركة APPLE عند اتخاذها قرارات التمويل أن تعمل على التنوع في المصادر المتاحة في السوق المالي، مع ضرورة الاختبار الدقيق لها، وأن تعمل على تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة.

✓ يتوجب على المسيرين الماليين لشركة APPLE الأخذ بعين الاعتبار التكلفة التمويلية عند اختيار مصادر التمويل بهدف تكوين مزيج تمويلي مناسب.

آفاق الدراسة:

تناول هذا البحث إشكالية اختيار مصادر التمويل ودورها في اتخاذ القرارات الاستثمارية خلال الفترة (1994-2021)، وقد حاولنا الإجابة على الإشكالية المطروحة باستعمال طرق التحليل، والاعتماد على متغيرات كمية كالتمويل الذاتي والديون، وتبيان من خلال هذه الدراسة أهمية هذه الأخيرة في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسة الاقتصادية، ونظرا لأهمية الموضوع فإنه يتبقى بعض المواضيع الأخرى والتي هي على صلة بموضوع البحث والجدير بالإثراء والمناقشة مستقبلا وهي كالتالي:

- ✓ دور مصادر التمويل الذاتي في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة؛
- ✓ دور التمويل الذاتي في استمرارية المشاريع الاقتصادي؛
- ✓ أثر اختيار مصادر التمويل على المردودية المالية لمؤسسة اقتصادية؛
- ✓ أثر المعلومات المالية على القرارات الاستثمارية لمؤسسة اقتصادية.

قائمة المراجع

- (1) أحمد بوراس، تمويل المنشآت الاقتصادية، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
- (2) إيهاب عبد السلام محمود، تحليل البرنامج الإحصائي SPSS، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2013.
- (3) بخيت حسني علي، فتح الله سحر، الإقتصاد القياسي. الطبعة العربية. دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع. الأردن، 2007.
- (4) حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الإقتصاد القياسي، الطباعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- (5) حمزة محمود الزبيدي، أساسيات الإدارة المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، 2001.
- (6) خالد الراوي وآخرون، نظرية التمويل الدولي، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
- (7) خميسي شيحة، التسيير والمالية التسيير المالي للمؤسسة، دار هوم للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر 2008.
- (8) دريد كامل آل شبيب، إدارة مالية للشركات المتقدمة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- (9) دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2019.
- (10) دريد كامل آل شبيب، مبادئ الإدارة المالية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، 2004.
- (11) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والطباعة والتوزيع، الطبعة الثانية، 2009.
- (12) دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة والنشر، الطبعة الأولى، عمان، 2007.
- (13) زكرياء لشهب، دور عتبة المردودية في تحليل خطر الاستغلال المالي، مكتبة الوفاء القانونية، الطبعة الأولى، 2014.
- (14) سعد صادق بحيري، إدارة توازن الأداء، دار النشر الثقافة، مصر، 2004.
- (15) سمير خالد صافي، مقدمة في تحليل نماذج الإنحدار باستخدام برنامج EVIEWS، مكتبة آفاق، فلسطين، 2015.
- (16) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار: التمويل، التحليل المالي، مدخل في اتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، 2006.
- (17) سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، واتخاذ القرارات، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2006.

- 18) شقيري نوري موسى، وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 2012.
- 19) طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2009.
- 20) الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الخامسة، الجزائر، 2005.
- 21) عبد الحليم كراجو وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار صفاء للنشر الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
- 22) عبد الحميد عبد المطلب، دراسة الجدوى الاقتصادية واتخاذ القرارات الاستثمارية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- 23) عبد الغفار حنفي، الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، 2007.
- 24) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقس، أساسيات الاستثمار والتمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية.
- 25) عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقس، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، 2005.
- 26) عبد القادر محمد عب القادر عطية، الاقتصاد القياسي: بين النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1998.
- 27) عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر، طبعة الأولى، 2007.
- 28) عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية "المدخل الكمي"، دار زهران للنشر، عمان، 1997، ص 280.
- 29) العذاري عدنان ووداد، الاقتصاد القياسي. دار جرير للنشر والتوزيع. الأردن، 2010.
- 30) عليان الشريف وآخرون، الإدارة والتحليل المالي، دار البركة للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
- 31) كاظم جاسم العيساوي، دراسات الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات، دار المناهج للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، 2005 عمان.
- 32) كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الطبعة الأولى، 1997، عمان.
- 33) كنجو عبود كنجو، مروان شموط، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- 34) ماجد أحمد عطا الله، إدارة الاستثمار، دار أسامة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2011.
- 35) مبارك لسوس، التسيير المالي، ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية.
- 36) محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأسهم والسندات، المكتب الجامعي الحديث، مصر، ص 3.
- 37) محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2008.

- (38) مروان عطون، الأسواق المالية والنقدية، البورصات وممتلكاتها في عالم النقد والمال، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- (39) معراج هواري وآخرون، القرار الاستثماري في ظل عدم التأكد والأزمة المالية، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013.
- (40) معراج هواري، حاج سعيد عمر، التمويل التأجيري المفاهيم والأسس، دار كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2013.
- (41) منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر الطبعة الثانية، عمان، 2005.
- (42) منير شاكر محمد وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرارات، دار وائل للنشر، الطبعة الثانية، عمان، 2005.
- (43) منير شاكر محمد، وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، الطبعة الثالثة، 2008.
- (44) منير شاكر محمد، وآخرون، التحليل المالي مدخل صناعة القرار، الطبعة الثالثة، 2008.
- (45) موفق عدنان عبد الجبار الحميري، أساسيات التمويل والاستثمار في صناعة السياحة، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2010.
- (46) ناصر دادي عدون، تقنيات مراقبة التسيير " التحليل المالي"، الجزء الأول، مطبعة الإخوة مذني، 1999.
- (47) نهال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2003.
- (48) وليد إسماعيل السيفو وآخرون، أساسيات الاقتصاد القياسي التحليلي، الطبعة الأولى، الأهلية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.
- (49) يوسف قريشي، الياس بن ساسي، التسيير المالي الإدارة المالية "دروس وتطبيقات"، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، 2006.
- (50) يوسف مامش، ناصر دادي عدون، أثر التشريع الجبائي على مردودية المؤسسة وهيكلها المالي، دار المحمدية، الجزائر.

ثانياً: المذكرات

- (51) بسام محمد الأغا، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار-دراسة تطبيقية على شركات المساهمة العامة العاملة بفلسطين-، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة الأعمال، غزة، 2005.
- (52) بن ابراهيم الغالي، اتخاذ القرارات الاستثمارية في البنوك الإسلامية: من أجل معامل خصم في ظل الضوابط الشرعية -دراسة حالة بنك البركة الجزائري-، رسالة دكتوراه في علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2013.

- (53) بن العارية حسين، تقييم المشاريع الاجتماعية -دراسة حالة جامعة أدرار-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، 2013.
- (54) بن عزة هشام، دور القرض الإيجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، مذكرة ماجستير، تخصص مالية دولية، جامعة وهران، 2012.
- (55) بن لخضر عيسى، سياسة تمويل الاستثمارات في الجزائر وتحديات التنمية في ظل التطورات العالمية الراهنة (1988-2015)، رسالة دكتوراه، تخصص اقتصاد مالي، جامعة الجيلالي اليايس سيدي بلعباس، 2019.
- (56) بوطغان حنان، تحليل المردودية المحاسبية للمؤسسة الاقتصادية -دراسة حالة المؤسسة الوطنية للبتروكيمياء E.N.I.P، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد وتسيير المؤسسات، جامعة 20 أوت 1955، سكيكدة، 2007.
- (57) جمال قدام، تمويل المؤسسات الاقتصادية: دراسة تحليلية لأثر التمويل المباشر على قيمة المؤسسة، مذكرة ماجستير، تخصص علوم التسيير، جامعة جيجل، 2007.
- (58) حنيفي أمينة، إشكالية تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بين النظرية والتطبيق، رسالة دكتوراه، تخصص علوم اقتصادية، جامعة عبد الحميد بن باديس مستغانم، 2019.
- (59) زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة ميدانية لعينة من المؤسسات بالقطاعين الخاص والعام في الجزائر، مذكرة ماجستير، تخصص مالية المؤسسة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.
- (60) زيد حياة، دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم -دراسة تطبيقية في عينة من أسواق المال العربية، الأردن، السعودية، وفلسطين-، مذكرة ماجستير، تخصص الأسواق المالية والبورصات، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015.
- (61) سليم بن رحمون، أثر الإفصاح المحاسبي على جودة القرارات المحاسبية "دراسة حالة مجموعة من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية"، مذكرة دكتوراه، تخصص محاسبة، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2019.
- (62) شعاب شهيرة، جدة نزيهة، تأثير القرارات الاستثمارية باستخدام جودة المعلومات المالية "دراسة حالة مصنع الاسمنت بسور الغزلان البويرة"، مذكرة ماستر، تخص إدارة الأعمال، جامعة أكلي محمد اولحاج، البويرة، 2019.
- (63) عبيدي سعد نوح، محددات الهياكل التمويلية في المؤسسات الاقتصادية الجزائرية-حالة عينة من المؤسسات العاملة في قطاع المحروقات خلال الفترة الممتدة بين 2010 2015، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، جامعة محمد الصديق بن يحي، جيجل، 2018.

- (64) عيادي عبد القادر، دور وأهمية نظام المعلومات المحاسبي في اتخاذ قرارات التمويل -دراسة حالة مؤسسة الاسمنت ومشتقاته بالشلف، مذكرة ماجستير، تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، 2008.
- (65) محمد بوشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية - دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية-، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2017.
- (66) معروف هشام، المفاضلة بين مصادر التمويل "دراسة سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية في الجزائر"، مذكرة ماستر، تخصص مالية وتأمينات وتسيير المخاطر، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013.

ثالثا: المجلات

- (67) بقاش وليد، بن دادة عمر، حاجة المؤسسات الاقتصادية إلى التمويل في ظل التمايز بين مصادر التمويل التقليدية والإسلامية، مجلة الدراسات الاقتصادية المعاصرة، المجلد الرابع، العدد الأول، 2019.
- (68) زهواني رضا وآخرون، دور الإدارة المالية في صنع القرارات المالية، مجلة العلوم الادارية والمالية، جامعة حمه لخضر الوادي، الجزائر، المجلد 01، العدد 01، تم النشر في ديسمبر 2017.
- (69) سمية بوحفص وآخرون، أهمية الخصائص الذاتية لجودة المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات الاستثمارية في المؤسسات الاقتصادية، مجلة المالية وحوكمة الشركات، المجلد 5، العدد 2، نشرت بتاريخ 13 جانفي 2020.
- (70) فارس هباش، ريمة مناع، أثر المعلومة المالية في اتخاذ القرارات الاستثمارية، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد 09، تم النشر في جوان 2018.
- (71) محمد لمين علون، لطفي شعباني، دور الهيكل المالي في اتخاذ القرارات المالية بالمؤسسة الاقتصادية دراسة حالة: مؤسسة دباغة الجلود-جيل-، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، المجلد 13، العدد 01، تم النشر في 28 جويلية 2020.
- (72) مدحت إبراهيم الطراونة، قياس تكلفة الأموال في منشآت الأعمال، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 17، الجزائر، 2002.
- (73) مصعب دعاس، محددات سياسة تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية دراسة عينة من المؤسسات الصناعية الجزائرية في الفترة 2012-2015، مجلة العلوم الاجتماعية والإنسانية، العدد 15، جامعة الجزائر 03.

خامسا: المواقع الالكترونية

(74) نهاد سالمى، نقلا عن موقع شركة أبل [/https://www.mawdoo3.com](https://www.mawdoo3.com) تم الاطلاع بتاريخ 2021/05/15 على الساعة 20:15.

(75) من الموقع الالكتروني،

<https://wikiwic.com/%D8%B4%D8%B1%D9%83%D8%A9%D8%A3%D8%A8>

، تم الاطلاع بتاريخ 25،05،2022.

قائمة الملاحق

ملحق رقم (01): جدول التوزيع (Student)

t Table

cum. prob	<i>t</i> .50	<i>t</i> .75	<i>t</i> .80	<i>t</i> .85	<i>t</i> .90	<i>t</i> .95	<i>t</i> .975	<i>t</i> .99	<i>t</i> .995	<i>t</i> .999	<i>t</i> .9995
one-tail	0.50	0.25	0.20	0.15	0.10	0.05	0.025	0.01	0.005	0.001	0.0005
two-tails	1.00	0.50	0.40	0.30	0.20	0.10	0.05	0.02	0.01	0.002	0.001
df											
1	0.000	1.000	1.376	1.963	3.078	6.314	12.71	31.82	63.66	318.31	636.62
2	0.000	0.816	1.061	1.386	1.886	2.920	4.303	6.965	9.925	22.327	31.599
3	0.000	0.765	0.978	1.250	1.638	2.353	3.182	4.541	5.841	10.215	12.924
4	0.000	0.741	0.941	1.190	1.533	2.132	2.776	3.747	4.604	7.173	8.610
5	0.000	0.727	0.920	1.156	1.476	2.015	2.571	3.365	4.032	5.893	6.869
6	0.000	0.718	0.906	1.134	1.440	1.943	2.447	3.143	3.707	5.208	5.959
7	0.000	0.711	0.896	1.119	1.415	1.895	2.365	2.998	3.499	4.785	5.408
8	0.000	0.706	0.889	1.108	1.397	1.860	2.306	2.896	3.355	4.501	5.041
9	0.000	0.703	0.883	1.100	1.383	1.833	2.262	2.821	3.250	4.297	4.781
10	0.000	0.700	0.879	1.093	1.372	1.812	2.228	2.764	3.169	4.144	4.587
11	0.000	0.697	0.876	1.088	1.363	1.796	2.201	2.718	3.106	4.025	4.437
12	0.000	0.695	0.873	1.083	1.356	1.782	2.179	2.681	3.055	3.930	4.318
13	0.000	0.694	0.870	1.079	1.350	1.771	2.160	2.650	3.012	3.852	4.221
14	0.000	0.692	0.868	1.076	1.345	1.761	2.145	2.624	2.977	3.787	4.140
15	0.000	0.691	0.866	1.074	1.341	1.753	2.131	2.602	2.947	3.733	4.073
16	0.000	0.690	0.865	1.071	1.337	1.746	2.120	2.583	2.921	3.686	4.015
17	0.000	0.689	0.863	1.069	1.333	1.740	2.110	2.567	2.898	3.646	3.965
18	0.000	0.688	0.862	1.067	1.330	1.734	2.101	2.552	2.878	3.610	3.922
19	0.000	0.688	0.861	1.066	1.328	1.729	2.093	2.539	2.861	3.579	3.883
20	0.000	0.687	0.860	1.064	1.325	1.725	2.086	2.528	2.845	3.552	3.850
21	0.000	0.686	0.859	1.063	1.323	1.721	2.080	2.518	2.831	3.527	3.819
22	0.000	0.686	0.858	1.061	1.321	1.717	2.074	2.508	2.819	3.505	3.792
23	0.000	0.685	0.858	1.060	1.319	1.714	2.069	2.500	2.807	3.485	3.768
24	0.000	0.685	0.857	1.059	1.318	1.711	2.064	2.492	2.797	3.467	3.745
25	0.000	0.684	0.856	1.058	1.316	1.708	2.060	2.485	2.787	3.450	3.725
26	0.000	0.684	0.856	1.058	1.315	1.706	2.056	2.479	2.779	3.435	3.707
27	0.000	0.684	0.855	1.057	1.314	1.703	2.052	2.473	2.771	3.421	3.690
28	0.000	0.683	0.855	1.056	1.313	1.701	2.048	2.467	2.763	3.408	3.674
29	0.000	0.683	0.854	1.055	1.311	1.699	2.045	2.462	2.756	3.396	3.659
30	0.000	0.683	0.854	1.055	1.310	1.697	2.042	2.457	2.750	3.385	3.646
40	0.000	0.681	0.851	1.050	1.303	1.684	2.021	2.423	2.704	3.307	3.551
60	0.000	0.679	0.848	1.045	1.296	1.671	2.000	2.390	2.660	3.232	3.460
80	0.000	0.678	0.846	1.043	1.292	1.664	1.990	2.374	2.639	3.195	3.416
100	0.000	0.677	0.845	1.042	1.290	1.660	1.984	2.364	2.626	3.174	3.390
1000	0.000	0.675	0.842	1.037	1.282	1.646	1.962	2.330	2.581	3.098	3.300
Z	0.000	0.674	0.842	1.036	1.282	1.645	1.960	2.326	2.576	3.090	3.291
	0%	50%	60%	70%	80%	90%	95%	98%	99%	99.8%	99.9%
	Confidence Level										

ملحق رقم (02): جدول التوزيع (Fisher)

Table de la loi de Fisher-Snedecor, $\alpha = 5\%$

num	den 1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1	161.4476	18.5128	10.1280	7.7086	6.6079	5.9874	5.5914	5.3177	5.1174	4.9646
2	199.5000	19.0000	9.5521	6.9443	5.7861	5.1433	4.7374	4.4590	4.2565	4.1028
3	215.7073	19.1643	9.2766	6.5914	5.4095	4.7571	4.3468	4.0662	3.8625	3.7083
4	224.5832	19.2468	9.1172	6.3882	5.1922	4.5337	4.1203	3.8379	3.6331	3.4780
5	230.1619	19.2964	9.0135	6.2561	5.0503	4.3874	3.9715	3.6875	3.4817	3.3258
6	233.9860	19.3295	8.9406	6.1631	4.9503	4.2839	3.8660	3.5806	3.3738	3.2172
7	236.7684	19.3532	8.8867	6.0942	4.8759	4.2067	3.7870	3.5005	3.2927	3.1355
8	238.8827	19.3710	8.8452	6.0410	4.8183	4.1468	3.7257	3.4381	3.2296	3.0717
9	240.5433	19.3848	8.8123	5.9988	4.7725	4.0990	3.6767	3.3881	3.1789	3.0204
10	241.8817	19.3959	8.7855	5.9644	4.7351	4.0600	3.6365	3.3472	3.1373	2.9782
11	242.9835	19.4050	8.7633	5.9358	4.7040	4.0274	3.6030	3.3130	3.1025	2.9430
12	243.9060	19.4125	8.7446	5.9117	4.6777	3.9999	3.5747	3.2839	3.0729	2.9130
13	244.6898	19.4189	8.7287	5.8911	4.6552	3.9764	3.5503	3.2590	3.0475	2.8872
14	245.3640	19.4244	8.7149	5.8733	4.6358	3.9559	3.5292	3.2374	3.0255	2.8647
15	245.9499	19.4291	8.7029	5.8578	4.6188	3.9381	3.5107	3.2184	3.0061	2.8450
16	246.4639	19.4333	8.6923	5.8441	4.6038	3.9223	3.4944	3.2016	2.9890	2.8276
17	246.9184	19.4370	8.6829	5.8320	4.5904	3.9083	3.4799	3.1867	2.9737	2.8120
18	247.3232	19.4402	8.6745	5.8211	4.5785	3.8957	3.4669	3.1733	2.9600	2.7980
19	247.6861	19.4431	8.6670	5.8114	4.5678	3.8844	3.4551	3.1613	2.9477	2.7854
20	248.0131	19.4458	8.6602	5.8025	4.5581	3.8742	3.4445	3.1503	2.9365	2.7740
21	248.3094	19.4481	8.6540	5.7945	4.5493	3.8649	3.4349	3.1404	2.9263	2.7636
22	248.5791	19.4503	8.6484	5.7872	4.5413	3.8564	3.4260	3.1313	2.9169	2.7541
23	248.8256	19.4523	8.6432	5.7805	4.5339	3.8486	3.4179	3.1229	2.9084	2.7453
24	249.0518	19.4541	8.6385	5.7744	4.5272	3.8415	3.4105	3.1152	2.9005	2.7372
25	249.2601	19.4558	8.6341	5.7687	4.5209	3.8348	3.4036	3.1081	2.8932	2.7298
26	249.4525	19.4573	8.6301	5.7635	4.5151	3.8287	3.3972	3.1015	2.8864	2.7229
27	249.6309	19.4587	8.6263	5.7586	4.5097	3.8230	3.3913	3.0954	2.8801	2.7164
28	249.7966	19.4600	8.6229	5.7541	4.5047	3.8177	3.3858	3.0897	2.8743	2.7104
29	249.9510	19.4613	8.6196	5.7498	4.5001	3.8128	3.3806	3.0844	2.8688	2.7048
30	250.0951	19.4624	8.6166	5.7459	4.4957	3.8082	3.3758	3.0794	2.8637	2.6996
num	den 11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
1	4.8443	4.7472	4.6672	4.6001	4.5431	4.4940	4.4513	4.4139	4.3807	4.3512
2	3.9823	3.8853	3.8056	3.7389	3.6823	3.6337	3.5915	3.5546	3.5219	3.4928
3	3.5874	3.4903	3.4105	3.3439	3.2874	3.2389	3.1968	3.1599	3.1274	3.0984
4	3.3567	3.2592	3.1791	3.1122	3.0556	3.0069	2.9647	2.9277	2.8951	2.8661
5	3.2039	3.1059	3.0254	2.9582	2.9013	2.8524	2.8100	2.7729	2.7401	2.7109
6	3.0946	2.9961	2.9153	2.8477	2.7905	2.7413	2.6987	2.6613	2.6283	2.5990
7	3.0123	2.9134	2.8321	2.7642	2.7066	2.6572	2.6143	2.5767	2.5435	2.5140
8	2.9480	2.8486	2.7669	2.6987	2.6408	2.5911	2.5480	2.5102	2.4768	2.4471
9	2.8962	2.7964	2.7144	2.6458	2.5876	2.5377	2.4943	2.4563	2.4227	2.3928
10	2.8536	2.7534	2.6710	2.6022	2.5437	2.4935	2.4499	2.4117	2.3779	2.3479
11	2.8179	2.7173	2.6347	2.5655	2.5068	2.4564	2.4126	2.3742	2.3402	2.3100
12	2.7876	2.6866	2.6037	2.5342	2.4753	2.4247	2.3807	2.3421	2.3080	2.2776
13	2.7614	2.6602	2.5769	2.5073	2.4481	2.3973	2.3531	2.3143	2.2800	2.2495
14	2.7386	2.6371	2.5536	2.4837	2.4244	2.3733	2.3290	2.2900	2.2556	2.2250
15	2.7186	2.6169	2.5331	2.4630	2.4034	2.3522	2.3077	2.2686	2.2341	2.2033
16	2.7009	2.5989	2.5149	2.4446	2.3849	2.3335	2.2888	2.2496	2.2149	2.1840
17	2.6851	2.5828	2.4987	2.4282	2.3683	2.3167	2.2719	2.2325	2.1977	2.1667
18	2.6709	2.5684	2.4841	2.4134	2.3533	2.3016	2.2567	2.2172	2.1823	2.1511
19	2.6581	2.5554	2.4709	2.4000	2.3398	2.2880	2.2429	2.2033	2.1683	2.1370
20	2.6464	2.5436	2.4589	2.3879	2.3275	2.2756	2.2304	2.1906	2.1555	2.1242
21	2.6358	2.5328	2.4479	2.3768	2.3163	2.2642	2.2189	2.1791	2.1438	2.1124
22	2.6261	2.5229	2.4379	2.3667	2.3060	2.2538	2.2084	2.1685	2.1331	2.1016
23	2.6172	2.5139	2.4287	2.3573	2.2966	2.2443	2.1987	2.1587	2.1233	2.0917
24	2.6090	2.5055	2.4202	2.3487	2.2878	2.2354	2.1898	2.1497	2.1141	2.0825
25	2.6014	2.4977	2.4123	2.3407	2.2797	2.2272	2.1815	2.1413	2.1057	2.0739
26	2.5943	2.4905	2.4050	2.3333	2.2722	2.2196	2.1738	2.1335	2.0978	2.0660
27	2.5877	2.4838	2.3982	2.3264	2.2652	2.2125	2.1666	2.1262	2.0905	2.0586
28	2.5816	2.4776	2.3918	2.3199	2.2587	2.2059	2.1599	2.1195	2.0836	2.0517
29	2.5759	2.4718	2.3859	2.3139	2.2525	2.1997	2.1536	2.1131	2.0772	2.0452
30	2.5705	2.4663	2.3803	2.3082	2.2468	2.1938	2.1477	2.1071	2.0712	2.0391

ملحق رقم (03): جدول التوزيع (DURBIN WATSON)

TABLE DE DURBIN-WATSON
Risque $\alpha = 5 \%$

n	k = 1		k = 2		k = 3		k = 4		k = 5	
	d ₁	d ₂								
15	1,08	1,36	0,95	1,54	0,82	1,75	0,69	1,97	0,56	2,21
16	1,10	1,37	0,98	1,54	0,86	1,73	0,74	1,93	0,62	2,15
17	1,13	1,38	1,02	1,54	0,90	1,71	0,78	1,90	0,67	2,10
18	1,16	1,39	1,05	1,53	0,93	1,69	0,82	1,87	0,71	2,06
19	1,18	1,40	1,08	1,53	0,97	1,68	0,86	1,85	0,75	2,02
20	1,20	1,41	1,10	1,54	1,00	1,68	0,90	1,83	0,79	1,99
21	1,22	1,42	1,13	1,54	1,03	1,67	0,93	1,81	0,83	1,96
22	1,24	1,43	1,15	1,54	1,05	1,66	0,96	1,80	0,86	1,94
23	1,26	1,44	1,17	1,54	1,08	1,66	0,99	1,79	0,90	1,92
24	1,27	1,45	1,19	1,55	1,10	1,66	1,01	1,78	0,93	1,90
25	1,29	1,45	1,21	1,55	1,12	1,66	1,04	1,77	0,95	1,89
26	1,30	1,46	1,22	1,55	1,14	1,65	1,06	1,76	0,98	1,88
27	1,32	1,47	1,24	1,56	1,16	1,65	1,08	1,76	1,01	1,86
28	1,33	1,48	1,26	1,56	1,18	1,65	1,10	1,75	1,03	1,85
29	1,34	1,48	1,27	1,56	1,20	1,65	1,12	1,74	1,05	1,84
30	1,35	1,49	1,28	1,57	1,21	1,65	1,14	1,74	1,07	1,83
31	1,36	1,50	1,30	1,57	1,23	1,65	1,16	1,74	1,09	1,83
32	1,37	1,50	1,31	1,57	1,24	1,65	1,18	1,73	1,11	1,82
33	1,38	1,51	1,32	1,58	1,26	1,65	1,19	1,73	1,13	1,81
34	1,39	1,51	1,33	1,58	1,27	1,65	1,21	1,73	1,15	1,81
35	1,40	1,52	1,34	1,58	1,28	1,65	1,22	1,73	1,16	1,80
36	1,41	1,52	1,35	1,59	1,29	1,65	1,24	1,73	1,18	1,80
37	1,42	1,53	1,36	1,59	1,31	1,66	1,25	1,72	1,19	1,80
38	1,43	1,54	1,37	1,59	1,32	1,66	1,26	1,72	1,21	1,79
39	1,43	1,54	1,38	1,60	1,33	1,66	1,27	1,72	1,22	1,79
40	1,44	1,54	1,39	1,60	1,34	1,66	1,29	1,72	1,23	1,79
45	1,48	1,57	1,43	1,62	1,38	1,67	1,34	1,72	1,29	1,78
50	1,50	1,59	1,46	1,63	1,42	1,67	1,38	1,72	1,34	1,77
55	1,53	1,60	1,49	1,64	1,45	1,68	1,41	1,72	1,38	1,77
60	1,55	1,62	1,51	1,65	1,48	1,69	1,44	1,73	1,41	1,77
65	1,57	1,63	1,54	1,66	1,50	1,70	1,47	1,73	1,44	1,77
70	1,58	1,64	1,55	1,67	1,52	1,70	1,49	1,74	1,46	1,77
75	1,60	1,65	1,57	1,68	1,54	1,71	1,51	1,74	1,47	1,77
80	1,61	1,66	1,59	1,69	1,56	1,72	1,53	1,74	1,51	1,77
85	1,62	1,67	1,60	1,70	1,57	1,72	1,55	1,75	1,52	1,77
90	1,63	1,68	1,61	1,70	1,59	1,73	1,57	1,75	1,54	1,78
95	1,64	1,69	1,62	1,71	1,60	1,73	1,58	1,75	1,56	1,78
100	1,65	1,69	1,63	1,72	1,61	1,74	1,59	1,76	1,57	1,78

k est le nombre de variables exogènes (constante exclue).
n est la taille de l'échantillon.

ملحق رقم (04): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1994

(Dollars in thousands)

September 30, 1994, and September 24, 1993	1994	1993
Assets:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 1,203,488	\$ 676,413
Short-term investments	54,368	215,890
Accounts receivable, net of allowance for doubtful accounts of \$90,992 (\$83,776 in 1993)	1,581,347	1,381,946
Inventories	1,088,434	1,506,638
Deferred tax assets	293,048	268,085
Other current assets	255,767	289,383
Total current assets	4,476,452	4,338,355
Property, plant, and equipment:		
Land and buildings	484,592	404,688
Machinery and equipment	572,728	578,272
Office furniture and equipment	158,160	167,905
Leasehold improvements	236,708	261,792
	1,452,188	1,412,657
Accumulated depreciation and amortization	(785,088)	(753,111)
Net property, plant, and equipment	667,100	659,546
Other assets	159,194	173,511
	\$ 5,302,746	\$ 5,171,412
Liabilities and Shareholders' Equity:		
Current liabilities:		
Short-term borrowings	\$ 292,200	\$ 823,182
Accounts payable	881,717	742,622
Accrued compensation and employee benefits	136,895	144,779
Accrued marketing and distribution	178,294	174,547
Accrued restructuring costs	58,238	307,932
Other current liabilities	396,961	315,023
Total current liabilities	1,944,305	2,508,085
Long-term debt	304,472	7,117
Deferred tax liabilities	670,668	629,832
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 320,000,000 shares authorized; 119,542,527 shares issued and outstanding in 1994 (116,147,035 shares in 1993)	297,929	203,613
Retained earnings	2,096,206	1,842,600
Accumulated translation adjustment	(10,834)	(19,835)
Total shareholders' equity	2,383,301	2,026,378
	\$ 5,302,746	\$ 5,171,412

Consolidated Statements of Cash Flows

(In thousands)

Three fiscal years ended September 30, 1994	1994	1993	1992
Cash and cash equivalents, beginning of the period	\$ 676,413	\$ 498,557	\$ 604,147
Operations:			
Net income	310,178	86,589	530,373
Adjustments to reconcile net income to cash generated by (used for) operations:			
Depreciation and amortization	167,958	166,113	217,182
Net book value of property, plant, and equipment retirements	11,130	13,145	14,687
Changes in assets and liabilities:			
Accounts receivable	(199,401)	(294,761)	(180,026)
Inventories	418,204	(926,541)	91,558
Deferred tax assets	(24,963)	(68,946)	23,841
Other current assets	33,616	(96,314)	(87,376)
Accounts payable	139,095	315,686	69,852
Income taxes payable	50,045	(54,724)	100,361
Accrued restructuring costs	(249,694)	202,894	(57,327)
Other current liabilities	39,991	(13,383)	96,915
Deferred tax liabilities	40,836	19,029	100,933
Cash generated by (used for) operations	736,995	(651,213)	920,973
Investments:			
Purchase of short-term investments	(312,073)	(1,431,998)	(2,121,341)
Proceeds from sale of short-term investments	473,595	2,153,051	1,472,970
Purchase of property, plant, and equipment	(159,587)	(213,118)	(194,853)
Other	(3,737)	(15,169)	(69,410)
Cash generated by (used for) investment activities	(1,802)	492,766	(912,634)
Financing:			
Increase (decrease) in short-term borrowings	(530,982)	638,721	35,895
Increase (decrease) in long-term borrowings	297,355	(10,624)	(391)
Increases in common stock, net of related tax benefits and changes in notes receivable from shareholders	82,081	85,289	120,388
Repurchase of common stock	--	(273,454)	(212,625)
Cash dividends	(56,572)	(55,593)	(57,196)
Other	--	(48,036)	--
Cash generated by (used for) financing activities	(208,118)	336,303	(113,929)
Total cash generated (used)	527,075	177,856	(105,590)
Cash and cash equivalents, end of the period	\$ 1,203,488	\$ 676,413	\$ 498,557
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for:			
Interest	\$ 34,387	\$ 11,748	\$ 8,778
Income taxes, net	\$ 45,692	\$ 226,080	\$ 97,667
Schedule of non-cash transactions:			
Tax benefit from stock options	\$ 12,235	\$ 16,553	\$ 36,836

ملحق رقم (05): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1995

(Dollars in millions)

September 29, 1995, and September 30, 1994	1995	1994
Assets:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 756	\$ 1,203
Short-term investments	196	55
Accounts receivable, net of allowance for doubtful accounts of \$87 (\$91 in 1994)	1,931	1,581
Inventories:		
Purchased parts	841	469
Work in process	291	207
Finished goods	643	412
	1,775	1,088
Deferred tax assets	251	293
Other current assets	315	256
Total current assets	5,224	4,476
Property, plant, and equipment:		
Land and buildings	504	484
Machinery and equipment	638	573
Office furniture and equipment	145	158
Leasehold improvements	205	237
	1,492	1,452
Accumulated depreciation and amortization	(781)	(785)
Net property, plant, and equipment	711	667
Other assets	296	160
	\$ 6,231	\$ 5,303
Liabilities and Shareholders' Equity:		
Current liabilities:		
Short-term borrowings	\$ 461	\$ 292
Accounts payable	1,165	882
Accrued compensation and employee benefits	131	137
Accrued marketing and distribution	206	178
Other current liabilities	362	455
Total current liabilities	2,325	1,944
Long-term debt	303	305
Deferred tax liabilities	702	671
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 320,000,000 shares authorized; 122,921,601 shares issued and outstanding in 1995 (119,542,527 shares in 1994)	398	298
Retained earnings	2,464	2,096
Other	39	(11)
Total shareholders' equity	2,901	2,383
	\$ 6,231	\$ 5,303

Consolidated Statements of Cash Flows

(Dollars in millions)

Three fiscal years ended September 29, 1995	1995	1994	1993
Cash and cash equivalents, beginning of the period	\$ 1,203	\$ 676	\$ 498
Operations:			
Net income	424	310	87
Adjustments to reconcile net income to cash generated by (used for) operations:			
Depreciation and amortization	127	168	166
Net book value of property, plant, and equipment retirements	6	11	13
Changes in assets and liabilities:			
Accounts receivable	(350)	(199)	(295)
Inventories	(687)	418	(927)
Deferred tax assets	42	(25)	(69)
Other current assets	(59)	34	(96)
Accounts payable	283	139	316
Accrued restructuring costs	(47)	(250)	203
Other current liabilities	(10)	90	(68)
Deferred tax liabilities	31	41	19
Cash generated by (used for) operations	(240)	737	(651)
Investments:			
Purchase of short-term investments	(1,672)	(312)	(1,432)
Proceeds from sale of short-term investments	1,531	474	2,153
Purchase of property, plant, and equipment	(159)	(160)	(213)
Other	(102)	(4)	(15)
Cash generated by (used for) investment activities	(402)	(2)	493
Financing:			
Increase (decrease) in short-term borrowings	169	(531)	639
Increase (decrease) in long-term borrowings	(2)	297	(11)
Increases in common stock, net of related tax benefits	86	82	85
Repurchase of common stock	--	--	(273)
Cash dividends	(58)	(56)	(56)
Other	--	--	(48)
Cash generated by (used for) financing activities	195	(208)	336
Total cash generated (used)	(447)	527	178
Cash and cash equivalents, end of the period	\$ 756	\$ 1,203	\$ 676
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for:			
Interest	\$ 49	\$ 34	\$ 12
Income taxes, net	\$ 188	\$ 46	\$ 226
Schedule of non-cash transactions:			
Tax benefit from stock options	\$ 15	\$ 12	\$ 17

ملحق رقم (06): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1996

September 27, 1996, and September 29, 1995	1996	1995
Assets:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$1,552	\$ 756
Short-term investments	193	196
Accounts receivable, net of allowance for doubtful accounts of \$91 (\$87 in 1995)	1,496	1,931
Inventories:		
Purchased parts	213	841
Work in process	43	291
Finished goods	406	643
	662	1,775
Deferred tax assets	342	251
Other current assets	270	315
Total current assets	4,515	5,224
Property, plant, and equipment:		
Land and buildings	480	504
Machinery and equipment	544	638
Office furniture and equipment	136	145
Leasehold improvements	188	205
	1,348	1,492
Accumulated depreciation and amortization		
	(750)	(781)
Net property, plant, and equipment	598	711
Other assets	251	296
	\$5,364	\$ 6,231
Liabilities and Shareholders' Equity:		
Current liabilities:		
Notes payable to banks	\$ 186	\$ 461
Accounts payable	791	1,165
Accrued compensation and employee benefits	120	131
Accrued marketing and distribution	257	206
Accrued warranty and related	181	85
Accrued restructuring costs	117	--
Other current liabilities	351	277
Total current liabilities	2,003	2,325
Long-term debt	949	303
Deferred tax liabilities	354	702
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value:		
320,000,000 shares authorized;		
124,496,972 shares issued and outstanding in 1996	439	398
(122,921,601 shares in 1995)		
Retained earnings	1,634	2,464
Other	(15)	39
Total shareholders' equity	2,058	2,901
	\$5,364	\$6,231

Consolidated Statements of Cash Flows
(Dollars in millions)

Three fiscal years ended September 27, 1996	1996	1995	1994
Cash and cash equivalents, beginning of the period	\$ 756	\$1,203	\$ 676
Operating:			
Net income (loss)	(816)	424	310
Adjustments to reconcile net income (loss) to cash generated by (used for) operations:			
Depreciation and amortization	156	127	168
Net book value of property, plant, and equipment retirements	70	6	11
Changes in assets and liabilities:			
Accounts receivable	435	(350)	(199)
Inventories	1,113	(687)	418
Deferred tax assets	(91)	42	(25)
Other current assets	45	(59)	34
Accounts payable	(374)	283	139
Accrued restructuring costs	117	(47)	(250)
Other current liabilities	212	(10)	90
Deferred tax liabilities	(348)	31	41
Cash generated by (used for) operating activities	519	(240)	737
Investing:			
Purchase of short-term investments	(437)	(1,672)	(312)
Proceeds from sale of short-term investments	440	1,531	474
Purchase of property, plant, and equipment	(67)	(159)	(160)
Other	(55)	(102)	(4)
Cash used for investing activities	(119)	(402)	(2)
Financing:			
Increase (decrease) in notes payable to banks	(275)	169	(531)
Increase (decrease) in long-term borrowings	646	(2)	297
Increases in common stock, net of related tax benefits	39	86	82
Cash dividends	(14)	(58)	(56)
Cash generated by (used for) financing activities	396	195	(208)
Total cash generated (used)	796	(447)	527
Cash and cash equivalents, end of the period	\$1,552	\$ 756	\$1,203
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for:			
Interest	\$ 49	\$ 49	\$ 34
Income taxes, net	\$ 33	\$ 188	\$ 46
Noncash transaction: tax benefit from stock options	\$ 2	\$ 15	\$ 12

ملحق رقم (07): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1997

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(DOLLARS IN MILLIONS)

ASSETS:

SEPTEMBER 26, 1997 AND SEPTEMBER 27, 1996	1997	1996
Current assets:		
Cash and cash equivalents.....	\$ 1,230	\$ 1,552
Short-term investments.....	229	193
Accounts receivable, net of allowance for doubtful accounts of \$99 (\$91 in 1996).....	1,035	1,496
Inventories:		
Purchased parts.....	141	213
Work in process.....	15	43
Finished goods.....	281	406
Deferred tax assets.....	437	662
Other current assets.....	259	342
	234	270
Total current assets.....	3,424	4,515
Property, plant, and equipment:		
Land and buildings.....	453	480
Machinery and equipment.....	460	544
Office furniture and equipment.....	110	136
Leasehold improvements.....	172	188
	1,195	1,348
Accumulated depreciation and amortization.....	(709)	(750)
Net property, plant, and equipment.....	486	598
Other assets.....	323	251
	\$ 4,233	\$ 5,364

LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:

Current liabilities:		
Notes payable to banks.....	\$ 25	\$ 186
Accounts payable.....	685	791
Accrued compensation and employee benefits.....	99	120
Accrued marketing and distribution.....	278	257
Accrued warranty and related.....	128	181
Accrued restructuring costs.....	180	117
Other current liabilities.....	423	351
Total current liabilities.....	1,818	2,003
Long-term debt.....	951	949
Deferred tax liabilities.....	264	354
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Series A non-voting convertible preferred stock, no par value; 150,000 shares authorized, issued and outstanding.....	150	--
Common stock, no par value; 320,000,000 shares authorized; 127,949,220 shares issued and outstanding in 1997 (124,496,972 shares in 1996).....	498	439
Retained earnings.....	589	1,634
Other.....	(37)	(15)
Total shareholders' equity.....	1,200	2,058
	\$ 4,233	\$ 5,364

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(DOLLARS IN MILLIONS)

THREE FISCAL YEARS ENDED SEPTEMBER 26, 1997	1997	1996	1995
Cash and cash equivalents, beginning of the period.....	\$ 1,552	\$ 756	\$ 1,203
Operating:			
Net income (loss).....	(1,045)	(816)	424
Adjustments to reconcile net income (loss) to cash generated by (used for) operating activities:			
Depreciation and amortization.....	118	156	127
Net book value of property, plant, and equipment retirements.....	70	70	6
In-process research and development.....	375	--	--
Changes in operating assets and liabilities, net of effects of the acquisition of NeXT:			
Accounts receivable.....	469	435	(350)
Inventories.....	225	1,113	(687)
Deferred tax assets.....	83	(91)	42
Other current assets.....	36	45	(59)
Accounts payable.....	(107)	(374)	283
Accrued restructuring costs.....	63	117	(47)
Other current liabilities.....	(9)	212	(10)
Deferred tax liabilities.....	(90)	(348)	31
Cash generated by (used for) operating activities.....	188	519	(240)
Investing:			
Purchase of short-term investments.....	(999)	(437)	(1,672)
Proceeds from sales and maturities of short-term investments.....	963	440	1,531
Purchase of property, plant, and equipment.....	(53)	(67)	(159)
Cash used to acquire NeXT.....	(384)	--	--
Other.....	(60)	(55)	(102)
Cash used for investing activities.....	(533)	(119)	(402)
Financing:			
Increase (decrease) in notes payable to banks.....	(161)	(275)	169
Increase (decrease) in long-term borrowings.....	--	646	(2)
Proceeds from issuance of preferred stock.....	150	--	--
Increases in common stock, net of acquisition of NeXT.....	34	39	86
Cash dividends.....	--	(14)	(58)
Cash generated by financing activities.....	23	396	195
Total cash generated (used).....	(322)	796	(447)
Cash and cash equivalents, end of the period.....	\$ 1,230	\$ 1,552	\$ 756
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest.....	\$ 61	\$ 49	\$ 49
Cash paid (received) for income taxes, net.....	\$ (11)	\$ 33	\$ 188
Noncash transactions:			
Tax benefit from stock options.....	\$ --	\$ 2	\$ 15
Issuance of common stock for acquisition of NeXT.....	\$ 25	\$ --	\$ --

ملحق رقم (08): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1998

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(IN MILLIONS, EXCEPT SHARE AMOUNTS)

	SEPTEMBER 25, 1999	SEPTEMBER 25, 1998
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents.....	\$1,326	\$1,481
Short-term investments.....	1,900	819
Accounts receivable, less allowances of \$68 and \$81, respectively.....	681	955
Inventories.....	20	78
Deferred tax assets.....	143	182
Other current assets.....	215	183
Total current assets.....	4,285	3,698
Property, plant, and equipment, net.....	318	348
Other assets.....	558	243
Total assets.....	\$5,161	\$4,289
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable.....	\$ 812	\$ 719
Accrued expenses.....	737	801
Total current liabilities.....	1,549	1,520
Long-term debt.....	300	954
Deferred tax liabilities.....	208	173
Total liabilities.....	2,057	2,647
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Series A nonvoting convertible preferred stock, no par value; 150,000 shares authorized, issued and outstanding.....	150	150
Common stock, no par value; 320,000,000 shares authorized; 160,799,061 and 135,192,769 shares issued and outstanding, respectively.....	1,349	633
Retained earnings.....	1,499	898
Accumulated other comprehensive income (loss).....	106	(39)
Total shareholders' equity.....	3,104	1,642
Total liabilities and shareholders' equity.....	\$5,161	\$4,289

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(IN MILLIONS)

THREE FISCAL YEARS ENDED SEPTEMBER 25, 1998	1998	1997	1996
Cash and cash equivalents, beginning of the year.....	\$ 1,230	\$ 1,552	\$ 756
Operating:			
Net income (loss).....	309	(1,045)	(816)
Adjustments to reconcile net income (loss) to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization.....	111	118	116
Provision for deferred income taxes.....	1	(50)	(437)
Loss on sale of property, plant, and equipment.....	--	37	16
Gains arising from equity investment.....	(40)	--	--
In-process research and development.....	7	375	--
Changes in operating assets and liabilities, net of effects of the acquisition of NeXT:			
Accounts receivable.....	72	469	435
Inventories.....	359	225	1,113
Other current assets.....	31	36	45
Other assets.....	83	(4)	(24)
Accounts payable.....	34	(107)	(373)
Accrued restructuring costs.....	(107)	109	124
Other current liabilities.....	(85)	(9)	209
Cash generated by operating activities.....	775	154	408
Investing:			
Purchase of short-term investments.....	(2,313)	(999)	(437)
Proceeds from sales and maturities of short-term investments.....	1,723	963	440
Proceeds from sale of property, plant, and equipment.....	89	47	47
Purchase of property, plant, and equipment.....	(46)	(53)	(67)
Cash used for acquisition of technology.....	(10)	(384)	--
Proceeds from sale of equity investment.....	24	--	--
Other.....	(10)	(73)	9
Cash used for investing activities.....	(543)	(499)	(8)
Financing:			
Decrease in notes payable to banks.....	(25)	(161)	(275)
Increase in long-term borrowings.....	3	--	646
Proceeds from issuance of preferred stock.....	--	150	--
Increase in common stock, net of acquisitions.....	41	34	39
Cash dividends.....	--	--	(14)
Cash generated by financing activities.....	19	23	396
Total cash generated (used).....	251	(322)	796
Cash and cash equivalents, end of the year.....	\$ 1,481	\$ 1,230	\$ 1,552
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest.....	\$ 59	\$ 61	\$ 49
Cash paid (received) for income taxes, net.....	(15)	(11)	33
Noncash transactions:			
Tax benefit from stock options.....	\$ 14	--	\$ 2
Issuance of common stock for acquisition of PCC assets.....	\$ 80	--	--
Increase in value of equity investment.....	\$ 16	--	--
Issuance of common stock for acquisition of NeXT.....	--	\$ 25	--

ملحق رقم (09): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 1999

	SEPTEMBER 25, 1999	SEPTEMBER 25, 1998
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents.....	\$1,326	\$1,481
Short-term investments.....	1,900	819
Accounts receivable, less allowances of \$68 and \$81, respectively.....	681	955
Inventories.....	20	78
Deferred tax assets.....	143	182
Other current assets.....	215	183
Total current assets.....	4,285	3,698
Property, plant, and equipment, net.....	318	348
Other assets.....	558	243
Total assets.....	\$5,161	\$4,289
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable.....	\$ 812	\$ 719
Accrued expenses.....	737	801
Total current liabilities.....	1,549	1,520
Long-term debt.....	300	954
Deferred tax liabilities.....	208	173
Total liabilities.....	2,057	2,647
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Series A nonvoting convertible preferred stock, no par value; 150,000 shares authorized, issued and outstanding.....	150	150
Common stock, no par value; 320,000,000 shares authorized; 160,799,061 and 135,192,769 shares issued and outstanding, respectively.....	1,349	633
Retained earnings.....	1,499	898
Accumulated other comprehensive income (loss).....	106	(39)
Total shareholders' equity.....	3,104	1,642
Total liabilities and shareholders' equity.....	\$5,161	\$4,289

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(IN MILLIONS)

THREE FISCAL YEARS ENDED SEPTEMBER 25, 1999	1999	1998	1997
Cash and cash equivalents, beginning of the year.....	\$1,481	\$1,230	\$1,552
Operating:			
Net income (loss).....	601	309	(1,045)
Adjustments to reconcile net income (loss) to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization.....	85	111	118
Provision for deferred income taxes.....	(35)	1	(50)
Loss on sale of property, plant, and equipment.....	--	--	37
Gains from sales of investment.....	(230)	(40)	--
In-process research and development.....	--	7	375
Changes in operating assets and liabilities, net of effects of the acquisition of NeXT:			
Accounts receivable.....	274	72	469
Inventories.....	58	359	225
Other current assets.....	(32)	31	36
Other assets.....	(5)	83	(4)
Accounts payable.....	93	34	(107)
Accrued restructuring costs.....	2	(107)	109
Other current liabilities.....	(15)	(85)	(9)
Cash generated by operating activities.....	798	775	154
Investing:			
Purchase of short-term investments.....	(4,236)	(2,313)	(999)
Proceeds from sales and maturities of short-term investments.....	3,155	1,723	963
Purchases of long-term investments.....	(112)	--	--
Proceeds from property, plant, and equipment retirements.....	23	89	47
Purchase of property, plant, and equipment.....	(47)	(46)	(53)
Cash used for acquisition of technology.....	--	(10)	(384)
Proceeds from sales of investment.....	245	24	--
Other.....	8	(10)	(73)
Cash used for investing activities.....	(964)	(543)	(499)
Financing:			
Decrease in notes payable to banks.....	--	(22)	(161)
Proceeds from issuance of preferred stock.....	--	--	150
Proceeds from issuance of common stock.....	86	41	34
Cash used for repurchase of common stock.....	(75)	--	--
Cash generated by financing activities.....	11	19	23
Total cash generated by (used for).....	(155)	251	(322)
Cash and cash equivalents, end of the year.....	\$1,326	\$1,481	\$1,230
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest.....	\$ 58	\$ 59	\$ 61
Cash paid (received) for income taxes, net.....	\$ 33	\$ (15)	\$ (11)
Noncash transactions:			
Issuance of common stock for redemption of long-term debt.....	\$ 654	--	--
Issuance of common stock for acquisition of PCC assets.....	--	\$ 80	--
Issuance of common stock for acquisition of NeXT.....	--	--	\$ 25

ملحق رقم (10): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2000

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(IN MILLIONS, EXCEPT SHARE AMOUNTS)

	SEPTEMBER 30, 2000	SEPTEMBER 25, 1999
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$1,191	\$1,326
Short-term investments	2,836	1,900
Accounts receivable, less allowances of \$64 and \$68, respectively	953	681
Inventories	33	20
Deferred tax assets	162	143
Other current assets	252	215
Total current assets	5,427	4,285
Property, plant, and equipment, net	313	318
Non-current debt and equity investments	786	339
Other assets	277	219
Total assets	\$6,803	\$5,161
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$1,157	\$ 812
Accrued expenses	776	737
Total current liabilities	1,933	1,549
Long-term debt	300	300
Deferred tax liabilities	463	208
Total liabilities	2,696	2,057
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Series A nonvoting convertible preferred stock, no par value; 150,000 shares authorized, 75,750 and 150,000 issued and outstanding, respectively	76	150
Common stock, no par value; 900,000,000 shares authorized; 335,676,889 and 321,598,122 shares issued and outstanding, respectively	1,502	1,349
Retained earnings	2,285	1,499
Accumulated other comprehensive income	244	106
Total shareholders' equity	4,107	3,104
Total liabilities and shareholders' equity	\$6,803	\$5,161

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(IN MILLIONS)

THREE FISCAL YEARS ENDED SEPTEMBER 30, 2000	2000	1999	1998
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$1,326	\$1,481	\$1,230
Operating:			
Net income	786	601	309
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	84	85	111
Provision for deferred income taxes	163	(35)	1
Loss on sale of property, plant, and equipment	3	--	--
Gains from sales of equity investment	(367)	(230)	(40)
In-process research and development	--	--	7
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable	(272)	274	72
Inventories	(13)	58	359
Other current assets	(37)	(32)	31
Other assets	(15)	(3)	83
Accounts payable	345	93	34
Accrued restructuring costs	(27)	2	(107)
Other current liabilities	176	(15)	(85)
Cash generated by operating activities	826	798	775
Investing:			
Purchase of short-term investments	(4,267)	(4,236)	(2,313)
Proceeds from maturities of short-term investments	3,331	3,155	1,723
Purchases of long-term investments	(232)	(112)	--
Proceeds from sale of property, plant and equipment	11	23	89
Purchase of property, plant, and equipment	(107)	(47)	(46)
Proceeds from sales of equity investment	372	245	24
Other	(38)	8	(20)
Cash used for investing activities	(930)	(964)	(543)
Financing:			
Decrease in notes payable to banks	--	--	(22)
Proceeds from issuance of common stock	85	86	41
Cash used for repurchase of common stock	(116)	(75)	--
Cash generated by (used for) financing activities	(31)	11	19
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	(135)	(155)	251
Cash and cash equivalents, end of the year	\$1,191	\$1,326	\$1,481
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest	\$ 10	\$ 58	\$ 59
Cash paid (received) for income taxes, net	\$ 47	\$ 33	\$ (15)
Noncash transactions:			
Issuance of common stock for redemption of long-term debt	--	\$ 654	--
Issuance of common stock for acquisition of PCC assets	--	--	\$ 80
Issuance of common stock for conversion of Series A Preferred Stock	\$ 74	--	--

ملحق رقم (11): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2001

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except share amounts)

	September 29, 2001	September 30, 2000
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 2,310	\$ 1,191
Short-term investments	2,026	2,836
Accounts receivable, less allowances of \$51 and \$64, respectively	466	953
Inventories	11	33
Deferred tax assets	169	162
Other current assets	161	252
Total current assets	5,143	5,427
Property, plant, and equipment, net	564	419
Non-current debt and equity investments	128	786
Other assets	186	171
Total assets	\$ 6,021	\$ 6,803
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 801	\$ 1,157
Accrued expenses	717	776
Total current liabilities	1,518	1,933
Long-term debt	317	300
Deferred tax liabilities	266	463
Total liabilities	2,101	2,696
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Series A nonvoting convertible preferred stock, no par value; 150,000 shares authorized, none and 75,750 issued and outstanding, respectively	—	76
Common stock, no par value; 900,000,000 shares authorized; 350,921,661 and 335,676,889 shares issued and outstanding, respectively	1,693	1,502
Acquisition-related deferred stock compensation	(11)	0
Retained earnings	2,260	2,285
Accumulated other comprehensive income (loss)	(22)	244
Total shareholders' equity	3,920	4,107
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 6,021	\$ 6,803

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

Three fiscal years ended September 29, 2001	2001	2000	1999
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 1,191	\$ 1,326	\$ 1,481
Operating:			
Net income (loss)	(25)	786	601
Cumulative effect of accounting change, net of taxes	(12)	—	—
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	102	84	85
Provision for deferred income taxes	(36)	163	(35)
Loss on disposition of property, plant, and equipment	9	10	—
Gains on non-current investments, net	(88)	(367)	(230)
Unrealized loss on convertible securities	13	—	—
Purchased in-process research and development	11	—	—
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable	487	(272)	274
Inventories	22	(13)	58
Other current assets	106	(37)	(32)
Other assets	12	20	21
Accounts payable	(356)	318	95
Other current liabilities	(60)	176	(15)
Cash generated by operating activities	185	868	822
Investing:			
Purchase of short-term investments	(4,268)	(4,267)	(4,236)
Proceeds from maturities of short-term investments	4,811	3,075	3,108
Proceeds from sales of short-term investments	278	256	47
Purchases of long-term investments	(1)	(232)	(112)
Proceeds from sale of property, plant and equipment	—	11	23
Purchase of property, plant, and equipment	(232)	(142)	(71)
Proceeds from sales of equity investments	340	372	245
Other	(36)	(45)	8
Cash generated by (used for) investing activities	892	(972)	(988)
Financing:			
Proceeds from issuance of common stock	42	85	86
Cash used for repurchase of common stock	—	(116)	(75)
Cash generated by (used for) financing activities	42	(31)	11
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	1,119	(135)	(155)
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 2,310	\$ 1,191	\$ 1,326
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest	\$ 20	\$ 20	\$ 58
Cash paid for income taxes, net	\$ 42	\$ 47	\$ 33
Noncash transactions:			
Issuance of common stock for redemption of long-term debt	—	—	\$ 654
Issuance of common stock for conversion of Series A Preferred Stock	\$ 76	\$ 74	—
Issuance of common stock in connection with acquisition	\$ 66	—	—

ملحق رقم (12): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2002

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except share amounts)

	September 28, 2002	September 29, 2001
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 2,252	\$ 2,310
Short-term investments	2,085	2,026
Accounts receivable, less allowances of \$51 and \$51, respectively	565	466
Inventories	45	11
Deferred tax assets	166	169
Other current assets	275	161
Total current assets	5,388	5,143
Property, plant, and equipment, net	621	564
Non-current debt and equity investments	39	128
Acquired intangible assets	119	76
Other assets	131	110
Total assets	\$ 6,298	\$ 6,021
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 911	\$ 801
Accrued expenses	747	717
Total current liabilities	1,658	1,518
Long-term debt	316	317
Deferred tax liabilities	229	266
Total liabilities	2,203	2,101
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value: 900,000,000 shares authorized; 358,958,989 and 350,921,661 shares issued and outstanding, respectively	1,826	1,693
Acquisition-related deferred stock compensation	(7)	(11)
Retained earnings	2,325	2,260
Accumulated other comprehensive income (loss)	(49)	(22)
Total shareholders' equity	4,095	3,920
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 6,298	\$ 6,021

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

Three fiscal years ended September 28, 2002

	2002	2001	2000
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 2,310	\$ 1,191	\$ 1,326
Operating:			
Net income (loss)	65	(25)	786
Cumulative effect of accounting change, net of taxes	—	(12)	—
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	118	102	84
Provision for deferred income taxes	(34)	(36)	163
Loss on disposition of property, plant, and equipment	7	9	10
(Gains) losses on investments, net	35	(88)	(367)
Unrealized loss on convertible securities	—	13	—
Purchased in-process research and development	1	11	—
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable	(99)	487	(272)
Inventories	(34)	22	(13)
Other current assets	(114)	106	(37)
Other assets	(11)	12	20
Accounts payable	110	(356)	318
Other current liabilities	45	(60)	176
Cash generated by operating activities	89	185	868
Investing:			
Purchase of short-term investments	(4,144)	(4,268)	(4,267)
Proceeds from maturities of short-term investments	2,846	4,811	3,075
Proceeds from sales of short-term investments	1,254	278	256
Purchases of long-term investments	—	(1)	(232)
Purchase of property, plant, and equipment	(174)	(232)	(142)
Proceeds from sales of equity investments	25	340	372
Cash used for business acquisitions	(52)	—	—
Other	(7)	(36)	(34)
Cash generated by (used for) investing activities	(252)	892	(972)
Financing:			
Proceeds from issuance of common stock	105	42	85
Cash used for repurchase of common stock	—	—	(116)
Cash generated by (used for) financing activities	105	42	(31)
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	(58)	1,119	(135)
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 2,252	\$ 2,310	\$ 1,191
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest	\$ 20	\$ 20	\$ 20
Cash paid for income taxes, net	\$ 11	\$ 42	\$ 47
Noncash transactions:			
Issuance of common stock for conversion of Series A preferred stock	\$ —	\$ 76	\$ 74
Issuance of common stock in connection with acquisition	\$ —	\$ 66	\$ —

ملحق رقم (13): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2003

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except share amounts)

September 27, 2003 September 28, 2002

ASSETS:

Current assets:		
Cash and cash equivalents.....	\$3,396	\$2,252
Short-term investments.....	1,170	2,085
Accounts receivable, less allowances of \$49 and \$51, respectively.....	766	565
Inventories.....	56	45
Deferred tax assets.....	190	166
Other current assets.....	309	275
Total current assets.....	5,887	5,388
Property, plant, and equipment, net.....	669	621
Goodwill.....	85	85
Acquired intangible assets.....	24	34
Other assets.....	150	170
Total assets.....	\$6,815	\$6,298

LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:

Current liabilities:		
Accounts payable.....	\$1,154	\$911
Accrued expenses.....	899	747
Current debt.....	304	-
Total current liabilities.....	2,357	1,658
Long-term debt.....	-	316
Deferred tax liabilities and other non-current liabilities.....	235	229
Total liabilities.....	2,592	2,203

Commitments and contingencies

Shareholders' equity:

Common stock, no par value; 900,000,000 shares authorized; 366,726,584 and 358,958,989 shares issued and outstanding, respectively.....	1,926	1,826
Deferred stock compensation.....	(62)	(7)
Retained earnings.....	2,394	2,325
Accumulated other comprehensive income (loss).....	(35)	(49)
Total shareholders' equity.....	4,223	4,095
Total liabilities and shareholders' equity.....	\$6,815	\$6,298

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

Three fiscal years ended September 27, 2003

2003 2002 2001

Cash and cash equivalents, beginning of the year.....	\$2,252	\$2,310	\$1,191
Operating Activities:			
Net income (loss).....	69	65	(25)
Cumulative effects of accounting changes, net of taxes.....	(1)	-	(12)
Adjustments to reconcile net income (loss) to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion.....	113	114	100
Stock based compensation expense.....	16	5	2
Non-cash restructuring.....	12	8	-
Benefit from deferred income taxes.....	(11)	(34)	(36)
Loss on disposition of property, plant, and equipment.....	2	7	9
Gains on sales of short-term investments, net.....	(21)	(7)	-
(Gains) losses on sales of non-current investments, net.....	(10)	42	(88)
Gain on forward purchase agreement.....	(6)	-	-
Unrealized loss on convertible securities.....	-	-	13
Purchased in-process research and development.....	-	1	11
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable.....	(201)	(99)	487
Inventories.....	(11)	(34)	22
Other current assets.....	(34)	(114)	106
Other assets.....	(30)	(11)	12
Accounts payable.....	243	110	(356)
Other liabilities.....	159	36	(60)
Cash generated by operating activities.....	289	89	185
Investing Activities:			
Purchases of short-term investments.....	(2,648)	(4,144)	(4,268)
Proceeds from maturities of short-term investments.....	2,446	2,846	4,811
Proceeds from sales of short-term investments.....	1,116	1,254	278
Proceeds from sales of non-current investments.....	45	25	340
Purchases of property, plant, and equipment.....	(164)	(174)	(232)
Cash used for business acquisitions.....	-	(52)	(19)
Other.....	33	(7)	(18)
Cash generated by (used for) investing activities.....	828	(252)	892
Financing Activities:			
Proceeds from issuance of common stock.....	53	105	42
Cash used for repurchase of common stock.....	(26)	-	-
Cash generated by financing activities.....	27	105	42
Increase (decrease) in cash and cash equivalents.....	1,144	(58)	1,119
Cash and cash equivalents, end of the year.....	\$3,396	\$2,252	\$2,310
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest.....	\$20	\$20	\$20
Cash paid for income taxes, net.....	\$45	\$11	\$42
Noncash transactions:			
Issuance of common stock for conversion of Series A preferred stock.....	\$ -	\$ -	\$ 76
Issuance of common stock in connection with acquisition.....	\$ -	\$ -	\$ 66

ملحق رقم (14): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2004

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(In millions, except share amounts)

	September 25, 2004	September 27, 2003
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$2,969	\$3,396
Short-term investments	2,495	1,170
Accounts receivable, less allowances of \$47 and \$49, respectively	774	766
Inventories	101	56
Deferred tax assets	231	190
Other current assets	485	309
Total current assets	7,055	5,887
Property, plant, and equipment, net	707	669
Goodwill	80	85
Acquired intangible assets	17	24
Other assets	191	150
Total assets	<u>\$8,050</u>	<u>\$6,815</u>
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$1,451	\$1,154
Accrued expenses	1,229	899
Current debt	—	304
Total current liabilities	2,680	2,357
Deferred tax liabilities and other non-current liabilities	294	235
Total liabilities	2,974	2,592
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 900,000,000 shares authorized; 391,443,617 and 366,726,584 shares issued and outstanding, respectively	2,514	1,926
Deferred stock compensation	(93)	(62)
Retained earnings	2,670	2,394
Accumulated other comprehensive income (loss)	(15)	(35)
Total shareholders' equity	5,076	4,223
Total liabilities and shareholders' equity	<u>\$8,050</u>	<u>\$6,815</u>

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

	2004	2003	2002
Three fiscal years ended September 25, 2004			
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 3,396	\$ 2,252	\$ 2,310
Operating Activities:			
Net income	276	69	65
Cumulative effects of accounting changes, net of taxes	—	(1)	—
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	150	113	114
Stock-based compensation expense	33	16	5
Non-cash restructuring	5	12	8
Provision for (benefit from) deferred income taxes	20	(11)	(34)
Loss on disposition of property, plant, and equipment	7	2	7
Gains on sales of short-term investments, net	(1)	(21)	(7)
(Gains) losses on non-current investments, net	(4)	(10)	42
Gain on forward purchase agreement	—	(6)	—
Purchased in-process research and development	—	—	1
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable	(8)	(201)	(99)
Inventories	(45)	(11)	(34)
Other current assets	(176)	(34)	(114)
Other assets	(39)	(30)	(11)
Accounts payable	297	243	110
Other liabilities	419	159	36
Cash generated by operating activities	934	289	89
Investing Activities:			
Purchases of short-term investments	(3,270)	(2,648)	(4,144)
Proceeds from maturities of short-term investments	1,141	2,446	2,846
Proceeds from sales of short-term investments	801	1,116	1,254
Proceeds from sales of non-current investments	5	45	25
Purchases of property, plant, and equipment	(176)	(164)	(174)
Cash used for business acquisitions	—	—	(52)
Other	11	33	(7)
Cash generated by (used for) investing activities	(1,488)	828	(252)
Financing Activities:			
Payment of long-term debt	(300)	—	—
Proceeds from issuance of common stock	427	53	105
Cash used for repurchase of common stock	—	(26)	—
Cash generated by financing activities	127	27	105
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	(427)	1,144	(58)
Cash and cash equivalents, end of the year	<u>\$ 2,969</u>	<u>\$ 3,396</u>	<u>\$ 2,252</u>
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest	\$ 10	\$ 20	\$ 20
Cash paid (received) for income taxes, net	\$ (7)	\$ 45	\$ 11

ملحق رقم (15): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2005

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except share amounts)

	September 24, 2005	September 25, 2004
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 3,491	\$2,969
Short-term investments	4,770	2,495
Accounts receivable, less allowances of \$46 and \$47, respectively ..	895	774
Inventories	165	101
Deferred tax assets	331	231
Other current assets	648	485
Total current assets	<u>10,300</u>	<u>7,055</u>
Property, plant, and equipment, net	817	707
Goodwill	69	80
Acquired intangible assets, net	27	17
Other assets	338	191
Total assets	<u>\$11,551</u>	<u>\$8,050</u>
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 1,779	\$1,451
Accrued expenses	1,705	1,200
Total current liabilities	<u>3,484</u>	<u>2,651</u>
Non-current liabilities	601	323
Total liabilities	<u>4,085</u>	<u>2,974</u>
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000,000 shares authorized; 835,019,364 and 782,887,234 shares issued and outstanding, respectively	3,521	2,514
Deferred stock compensation	(60)	(93)
Retained earnings	4,005	2,670
Accumulated other comprehensive income (loss)	—	(15)
Total shareholders' equity	<u>7,466</u>	<u>5,076</u>
Total liabilities and shareholders' equity	<u>\$11,551</u>	<u>\$8,050</u>

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

Three fiscal years ended September 24, 2005	2005	2004	2003
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 2,969	\$ 3,396	\$ 2,252
Operating Activities:			
Net income	1,335	276	69
Cumulative effects of accounting changes, net of taxes	—	—	(1)
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	179	150	113
Stock-based compensation expense	42	33	16
Non-cash restructuring	—	5	12
Provision for (benefit from) deferred income taxes	52	20	(11)
Tax benefit from stock options	453	99	7
Loss on disposition of property, plant, and equipment	9	7	2
Gains on sales of short-term investments, net	—	(1)	(21)
Gains on non-current investments, net	—	(4)	(10)
Gain on forward purchase agreement	—	—	(6)
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable	(121)	(8)	(201)
Inventories	(64)	(45)	(11)
Other current assets	(150)	(176)	(34)
Other assets	(61)	(39)	(30)
Accounts payable	328	297	243
Other liabilities	533	320	152
Cash generated by operating activities	<u>2,535</u>	<u>934</u>	<u>289</u>
Investing Activities:			
Purchases of short-term investments	(11,470)	(3,270)	(2,648)
Proceeds from maturities of short-term investments	8,609	1,141	2,446
Proceeds from sales of short-term investments	586	801	1,116
Proceeds from sales of non-current investments	—	5	45
Purchases of property, plant, and equipment	(260)	(176)	(164)
Other	(21)	11	33
Cash (used for) generated by investing activities	<u>(2,556)</u>	<u>(1,488)</u>	<u>828</u>
Financing Activities:			
Payment of long-term debt	—	(300)	—
Proceeds from issuance of common stock	543	427	53
Cash used for repurchase of common stock	—	—	(26)
Cash generated by financing activities	<u>543</u>	<u>127</u>	<u>27</u>
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	<u>522</u>	<u>(427)</u>	<u>1,144</u>
Cash and cash equivalents, end of the year	<u>\$ 3,491</u>	<u>\$ 2,969</u>	<u>\$ 3,396</u>
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest	\$ —	\$ 10	\$ 20
Cash paid (received) for income taxes, net	\$ 17	\$ (7)	\$ 45

ملحق رقم (16): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2006

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(In millions, except share amounts)

	September 30, 2006	September 24, 2005 As Restated(1)
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 6,392	\$ 3,491
Short-term investments	3,718	4,770
Accounts receivable, less allowances of \$52 and \$46, respectively ..	1,252	895
Inventories	270	165
Deferred tax assets	607	331
Other current assets	2,270	648
Total current assets	14,509	10,300
Property, plant, and equipment, net	1,281	817
Goodwill	38	69
Acquired intangible assets, net	139	27
Other assets	1,238	303
Total assets	<u>\$17,205</u>	<u>\$11,516</u>
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 3,390	\$ 1,779
Accrued expenses	3,081	1,708
Total current liabilities	6,471	3,487
Non-current liabilities	750	601
Total liabilities	7,221	4,088
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000,000 shares authorized; 855,262,568 and 835,019,364 shares issued and outstanding, respectively	4,355	3,564
Deferred stock compensation	—	(61)
Retained earnings	5,607	3,925
Accumulated other comprehensive income	22	—
Total shareholders' equity	9,984	7,428
Total liabilities and shareholders' equity	<u>\$17,205</u>	<u>\$11,516</u>

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

	2006	2005 As Restated (1)	2004 As Restated (1)
Three fiscal years ended September 30, 2006			
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 3,491	\$ 2,969	\$ 3,396
Operating Activities:			
Net income	1,989	1,328	266
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	225	179	150
Stock-based compensation expense	163	49	46
Provision for deferred income taxes	53	50	19
Excess tax benefits from stock options	—	428	83
Gain on sale of PowerSchool net assets	(4)	—	—
Loss on disposition of property, plant, and equipment	15	9	7
Gains on sales of investments, net	—	—	(5)
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable	(357)	(121)	(8)
Inventories	(105)	(64)	(45)
Other current assets	(1,626)	(150)	(176)
Other assets	(1,040)	(35)	(25)
Accounts payable	1,611	328	297
Other liabilities	1,296	534	325
Cash generated by operating activities	2,220	2,535	934
Investing Activities:			
Purchases of short-term investments	(7,255)	(11,470)	(3,270)
Proceeds from maturities of short-term investments	7,226	8,609	1,141
Proceeds from sales of investments	1,086	586	806
Purchases of long-term investments	(25)	—	—
Proceeds from sale of PowerSchool net assets	40	—	—
Purchases of property, plant, and equipment	(657)	(260)	(176)
Other	(58)	(21)	11
Cash generated by (used for) investing activities	357	(2,556)	(1,488)
Financing Activities:			
Payment of long-term debt	—	—	(300)
Proceeds from issuance of common stock	318	543	427
Excess tax benefits from stock-based compensation	361	—	—
Repurchases of common stock	(355)	—	—
Cash generated by financing activities	324	543	127
Increase (decrease) in cash and cash equivalents	2,901	522	(427)
Cash and cash equivalents, end of the year	<u>\$ 6,392</u>	<u>\$ 3,491</u>	<u>\$ 2,969</u>
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid during the year for interest	\$ —	\$ —	\$ 10
Cash paid (received) for income taxes, net	\$ 194	\$ 17	\$ (7)

ملحق رقم (17): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2007

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(In millions, except share amounts)

	September 29, 2007	September 30, 2006
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 9,352	\$ 6,392
Short-term investments	6,034	3,718
Accounts receivable, less allowances of \$47 and \$52, respectively	1,637	1,252
Inventories	346	270
Deferred tax assets	782	607
Other current assets	3,805	2,270
Total current assets	21,956	14,509
Property, plant, and equipment, net	1,832	1,281
Goodwill	38	38
Acquired intangible assets, net	299	139
Other assets	1,222	1,238
Total assets	\$25,347	\$17,205
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 4,970	\$ 3,390
Accrued expenses	4,329	3,053
Total current liabilities	9,299	6,443
Non-current liabilities	1,516	778
Total liabilities	10,815	7,221
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000,000 shares authorized; 872,328,972 and 855,262,568 shares issued and outstanding, respectively	5,368	4,355
Retained earnings	9,101	5,607
Accumulated other comprehensive income	63	22
Total shareholders' equity	14,532	9,984
Total liabilities and shareholders' equity	\$25,347	\$17,205

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

Three fiscal years ended September 29, 2007	2007	2006	2005
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 6,392	\$ 3,491	\$ 2,969
Operating Activities:			
Net income	3,496	1,989	1,328
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	317	225	179
Stock-based compensation expense	242	163	49
Provision for deferred income taxes	78	53	50
Excess tax benefits from stock options	—	—	428
Gain on sale of PowerSchool net assets	—	(4)	—
Loss on disposition of property, plant, and equipment	12	15	9
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(385)	(357)	(121)
Inventories	(76)	(105)	(64)
Other current assets	(1,540)	(1,626)	(150)
Other assets	81	(1,040)	(35)
Accounts payable	1,494	1,611	328
Other liabilities	1,751	1,296	534
Cash generated by operating activities	5,470	2,220	2,535
Investing Activities:			
Purchases of short-term investments	(11,719)	(7,255)	(11,470)
Proceeds from maturities of short-term investments	6,483	7,226	8,609
Proceeds from sales of investments	2,941	1,086	586
Purchases of long-term investments	(17)	(25)	—
Proceeds from sale of PowerSchool net assets	—	40	—
Payment for acquisition of property, plant, and equipment	(735)	(657)	(260)
Payment for acquisition of intangible assets	(251)	—	—
Other	49	(58)	(21)
Cash (used for) generated by investing activities	(3,249)	357	(2,556)
Financing Activities:			
Proceeds from issuance of common stock	365	318	543
Excess tax benefits from stock-based compensation	377	361	—
Repurchases of common stock	(3)	(355)	—
Cash generated by financing activities	739	324	543
Increase in cash and cash equivalents	2,960	2,901	522
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 9,352	\$ 6,392	\$ 3,491
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 863	\$ 194	\$ 17

ملحق رقم (18): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2008

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except share amounts)

	September 27, 2008	September 29, 2007
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 11,875	\$ 9,352
Short-term investments	12,615	6,034
Accounts receivable, less allowances of \$47 in each period	2,422	1,637
Inventories	509	346
Deferred tax assets	1,447	782
Other current assets	5,822	3,805
Total current assets	34,690	21,956
Property, plant, and equipment, net	2,455	1,832
Goodwill	207	38
Acquired intangible assets, net	285	299
Other assets	1,935	1,222
Total assets	\$ 39,572	\$ 25,347
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 5,520	\$ 4,970
Accrued expenses	8,572	4,310
Total current liabilities	14,092	9,280
Non-current liabilities	4,450	1,535
Total liabilities	18,542	10,815
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000,000 shares authorized; 888,325,973 and 872,328,972 shares issued and outstanding, respectively	7,177	5,368
Retained earnings	13,845	9,101
Accumulated other comprehensive income	8	63
Total shareholders' equity	21,030	14,532
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 39,572	\$ 25,347

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

Three fiscal years ended September 27, 2008	2008	2007	2006
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 9,352	\$ 6,392	\$ 3,491
Operating Activities:			
Net income	4,834	3,496	1,989
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	473	317	225
Stock-based compensation expense	516	242	163
Provision for deferred income taxes	(368)	78	53
Loss on disposition of property, plant, and equipment	22	12	15
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(785)	(385)	(357)
Inventories	(163)	(76)	(105)
Other current assets	(1,958)	(1,540)	(1,626)
Other assets	(492)	81	(1,040)
Accounts payable	596	1,494	1,611
Deferred revenue	5,642	1,139	319
Other liabilities	1,279	612	973
Cash generated by operating activities	9,596	5,470	2,220
Investing Activities:			
Purchases of short-term investments	(22,965)	(11,719)	(7,255)
Proceeds from maturities of short-term investments	11,804	6,483	7,226
Proceeds from sales of short-term investments	4,439	2,941	1,086
Purchases of long-term investments	(38)	(17)	(25)
Payments made in connection with business acquisitions, net of cash acquired	(220)	—	—
Payment for acquisition of property, plant, and equipment	(1,091)	(735)	(657)
Payment for acquisition of intangible assets	(108)	(251)	(28)
Other	(10)	49	10
Cash (used in)/generated by investing activities	(8,189)	(3,249)	357
Financing Activities:			
Proceeds from issuance of common stock	483	365	318
Excess tax benefits from stock-based compensation	757	377	361
Cash used to net share settle equity awards	(124)	(3)	(355)
Cash generated by financing activities	1,116	739	324
Increase in cash and cash equivalents	2,523	2,960	2,901
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 11,875	\$ 9,352	\$ 6,392
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 1,267	\$ 863	\$ 194

ملحق رقم (19): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2009

	September 26, 2009	September 27, 2008
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 5,263	\$ 11,875
Short-term marketable securities	18,201	10,236
Accounts receivable, less allowances of \$52 and \$47, respectively	3,361	2,422
Inventories	455	509
Deferred tax assets	2,101	1,447
Other current assets	6,884	5,822
Total current assets	36,265	32,311
Long-term marketable securities	10,528	2,379
Property, plant and equipment, net	2,954	2,455
Goodwill	206	207
Acquired intangible assets, net	247	285
Other assets	3,651	1,935
Total assets	\$ 53,851	\$ 39,572
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 5,601	\$ 5,520
Accrued expenses	3,376	3,719
Deferred revenue	10,305	4,853
Total current liabilities	19,282	14,092
Deferred revenue - non-current	4,485	3,029
Other non-current liabilities	2,252	1,421
Total liabilities	26,019	18,542
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000,000 shares authorized; 899,805,500 and 888,325,973 shares issued and outstanding, respectively	8,210	7,177
Retained earnings	19,538	13,845
Accumulated other comprehensive income	84	8
Total shareholders' equity	27,832	21,030
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 53,851	\$ 39,572

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

Three years ended September 26, 2009	2009	2008	2007
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 11,875	\$ 9,352	\$ 6,392
Operating Activities:			
Net income	5,704	4,834	3,496
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	703	473	317
Stock-based compensation expense	710	516	242
Deferred income tax (benefit)/expense	(519)	(368)	78
Loss on disposition of property, plant and equipment	26	22	12
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(939)	(785)	(385)
Inventories	54	(163)	(76)
Other current assets	(1,050)	(1,958)	(1,540)
Other assets	(1,346)	(492)	81
Accounts payable	92	596	1,494
Deferred revenue	6,908	5,642	1,139
Other liabilities	(184)	1,279	612
Cash generated by operating activities	10,159	9,596	5,470
Investing Activities:			
Purchases of marketable securities	(46,724)	(22,965)	(11,719)
Proceeds from maturities of marketable securities	19,790	11,804	6,483
Proceeds from sales of marketable securities	10,888	4,439	2,941
Purchases of other long-term investments	(101)	(38)	(17)
Payments made in connection with business acquisitions, net of cash acquired	—	(220)	—
Payment for acquisition of property, plant and equipment	(1,144)	(1,091)	(735)
Payment for acquisition of intangible assets	(69)	(108)	(251)
Other	(74)	(10)	49
Cash used in investing activities	(17,434)	(8,189)	(3,249)
Financing Activities:			
Proceeds from issuance of common stock	475	483	365
Excess tax benefits from stock-based compensation	270	757	377
Cash used to net share settle equity awards	(82)	(124)	(3)
Cash generated by financing activities	663	1,116	739
(Decrease)/increase in cash and cash equivalents	(6,612)	2,523	2,960
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 5,263	\$ 11,875	\$ 9,352
Supplemental cash flow disclosures:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 2,997	\$ 1,267	\$ 863

ملحق رقم (20): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2010

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(In millions, except share amounts)

	September 25, 2010	September 26, 2009
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 11,261	\$ 5,263
Short-term marketable securities	14,359	18,201
Accounts receivable, less allowances of \$55 and \$52, respectively	5,510	3,361
Inventories	1,051	455
Deferred tax assets	1,636	1,135
Vendor non-trade receivables	4,414	1,696
Other current assets	3,447	1,444
Total current assets	41,678	31,555
Long-term marketable securities	25,391	10,528
Property, plant and equipment, net	4,768	2,954
Goodwill	741	206
Acquired intangible assets, net	342	247
Other assets	2,263	2,011
Total assets	\$ 75,183	\$ 47,501
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 12,015	\$ 5,601
Accrued expenses	5,723	3,852
Deferred revenue	2,984	2,053
Total current liabilities	20,722	11,506
Deferred revenue – non-current	1,139	853
Other non-current liabilities	5,531	3,502
Total liabilities	27,392	15,861
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000,000 shares authorized; 915,970,050 and 899,805,500 shares issued and outstanding, respectively	10,668	8,210
Retained earnings	37,169	23,353
Accumulated other comprehensive (loss)/income	(46)	77
Total shareholders' equity	47,791	31,640
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 75,183	\$ 47,501

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

Three years ended September 25, 2010	2010	2009	2008
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 5,263	\$ 11,875	\$ 9,352
Operating activities:			
Net income	14,013	8,235	6,119
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	1,027	734	496
Stock-based compensation expense	879	710	516
Deferred income tax expense	1,440	1,040	398
Loss on disposition of property, plant and equipment	24	26	22
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(2,142)	(939)	(785)
Inventories	(596)	54	(163)
Vendor non-trade receivables	(2,718)	586	110
Other current assets	(1,514)	163	(384)
Other assets	(120)	(902)	289
Accounts payable	6,307	92	596
Deferred revenue	1,217	521	718
Other liabilities	778	(161)	1,664
Cash generated by operating activities	18,595	10,159	9,596
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(57,793)	(46,724)	(22,965)
Proceeds from maturities of marketable securities	24,930	19,790	11,804
Proceeds from sales of marketable securities	21,788	10,888	4,439
Purchases of other long-term investments	(18)	(101)	(38)
Payments made in connection with business acquisitions, net of cash acquired	(638)	0	(220)
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(2,005)	(1,144)	(1,091)
Payments for acquisition of intangible assets	(116)	(69)	(108)
Other	(2)	(74)	(10)
Cash used in investing activities	(13,854)	(17,434)	(8,189)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	912	475	483
Excess tax benefits from stock-based compensation	751	270	757
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	(406)	(82)	(124)
Cash generated by financing activities	1,257	663	1,116
Increase/(decrease) in cash and cash equivalents	5,998	(6,612)	2,523
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 11,261	\$ 5,263	\$ 11,875
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 2,697	\$ 2,997	\$ 1,267

ملحق رقم (21): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2011

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except number of shares which are reflected in thousands)

	September 24, 2011	September 25, 2010
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 9,815	\$11,261
Short-term marketable securities	16,137	14,359
Accounts receivable, less allowances of \$53 and \$55, respectively	5,369	5,510
Inventories	776	1,051
Deferred tax assets	2,014	1,636
Vendor non-trade receivables	6,348	4,414
Other current assets	4,529	3,447
Total current assets	44,988	41,678
Long-term marketable securities	55,618	25,391
Property, plant and equipment, net	7,777	4,768
Goodwill	896	741
Acquired intangible assets, net	3,536	342
Other assets	3,556	2,263
Total assets	\$116,371	\$75,183
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 14,632	\$12,015
Accrued expenses	9,247	5,723
Deferred revenue	4,091	2,984
Total current liabilities	27,970	20,722
Deferred revenue – non-current	1,686	1,139
Other non-current liabilities	10,100	5,531
Total liabilities	39,756	27,392
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000 shares authorized; 929,277 and 915,970 shares issued and outstanding, respectively	13,331	10,668
Retained earnings	62,841	37,169
Accumulated other comprehensive income/(loss)	443	(46)
Total shareholders' equity	76,615	47,791
Total liabilities and shareholders' equity	\$116,371	\$75,183

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

Three years ended September 24, 2011	2011	2010	2009
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 11,261	\$ 5,263	\$ 11,875
Operating activities:			
Net income	25,922	14,013	8,235
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation, amortization and accretion	1,814	1,027	734
Share-based compensation expense	1,168	879	710
Deferred income tax expense	2,868	1,440	1,040
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	143	(2,142)	(939)
Inventories	275	(596)	54
Vendor non-trade receivables	(1,934)	(2,718)	586
Other current and non-current assets	(1,391)	(1,610)	(713)
Accounts payable	2,515	6,307	92
Deferred revenue	1,654	1,217	521
Other current and non-current liabilities	4,495	778	(161)
Cash generated by operating activities	37,529	18,595	10,159
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(102,317)	(57,793)	(46,724)
Proceeds from maturities of marketable securities	20,437	24,930	19,790
Proceeds from sales of marketable securities	49,416	21,788	10,888
Payments made in connection with business acquisitions, net of cash acquired	(244)	(638)	0
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(4,260)	(2,005)	(1,144)
Payments for acquisition of intangible assets	(3,192)	(116)	(69)
Other	(259)	(20)	(175)
Cash used in investing activities	(40,419)	(13,854)	(17,434)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	831	912	475
Excess tax benefits from equity awards	1,133	751	270
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	(520)	(406)	(82)
Cash generated by financing activities	1,444	1,257	663
(Decrease)/increase in cash and cash equivalents	(1,446)	5,998	(6,612)
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 9,815	\$ 11,261	\$ 5,263
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 3,338	\$ 2,697	\$ 2,997

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

ملحق رقم (22): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2012

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(In millions, except number of shares which are reflected in thousands)

	September 29, 2012	September 24, 2011
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 10,746	\$ 9,815
Short-term marketable securities	18,383	16,137
Accounts receivable, less allowances of \$98 and \$53, respectively	10,930	5,369
Inventories	791	776
Deferred tax assets	2,583	2,014
Vendor non-trade receivables	7,762	6,348
Other current assets	6,458	4,529
Total current assets	57,653	44,988
Long-term marketable securities	92,122	55,618
Property, plant and equipment, net	15,452	7,777
Goodwill	1,135	896
Acquired intangible assets, net	4,224	3,536
Other assets	5,478	3,556
Total assets	<u>\$176,064</u>	<u>\$116,371</u>
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 21,175	\$ 14,632
Accrued expenses	11,414	9,247
Deferred revenue	5,953	4,091
Total current liabilities	38,542	27,970
Deferred revenue - non-current	2,648	1,686
Other non-current liabilities	16,664	10,100
Total liabilities	57,854	39,756
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000 shares authorized; 939,208 and 929,277 shares issued and outstanding, respectively	16,422	13,331
Retained earnings	101,289	62,841
Accumulated other comprehensive income	499	443
Total shareholders' equity	118,210	76,615
Total liabilities and shareholders' equity	<u>\$176,064</u>	<u>\$116,371</u>

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

	Years ended		
	September 29, 2012	September 24, 2011	September 25, 2010
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 9,815	\$ 11,261	\$ 5,263
Operating activities:			
Net income	41,733	25,922	14,013
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	3,277	1,814	1,027
Share-based compensation expense	1,740	1,168	879
Deferred income tax expense	4,405	2,868	1,440
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(5,551)	143	(2,142)
Inventories	(15)	275	(596)
Vendor non-trade receivables	(1,414)	(1,934)	(2,718)
Other current and non-current assets	(3,162)	(1,391)	(1,610)
Accounts payable	4,467	2,515	6,307
Deferred revenue	2,824	1,654	1,217
Other current and non-current liabilities	2,552	4,495	778
Cash generated by operating activities	50,856	37,529	18,595
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(151,232)	(102,317)	(57,793)
Proceeds from maturities of marketable securities	13,035	20,437	24,930
Proceeds from sales of marketable securities	99,770	49,416	21,788
Payments made in connection with business acquisitions, net of cash acquired	(350)	(244)	(638)
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(8,295)	(4,260)	(2,005)
Payments for acquisition of intangible assets	(1,107)	(3,192)	(116)
Other	(48)	(259)	(20)
Cash used in investing activities	(48,227)	(40,419)	(13,854)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	665	831	912
Excess tax benefits from equity awards	1,351	1,133	751
Dividends and dividend equivalent rights paid	(2,488)	0	0
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	(1,226)	(520)	(406)
Cash (used in)/generated by financing activities	(1,698)	1,444	1,257
Increase/(decrease) in cash and cash equivalents	931	(1,446)	5,998
Cash and cash equivalents, end of the year	<u>\$ 10,746</u>	<u>\$ 9,815</u>	<u>\$ 11,261</u>
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 7,682	\$ 3,338	\$ 2,697

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

ملحق رقم (23): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2013

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(In millions, except number of shares which are reflected in thousands)

	September 28, 2013	September 29, 2012
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 14,259	\$ 10,746
Short-term marketable securities	26,287	18,383
Accounts receivable, less allowances of \$99 and \$98, respectively	13,102	10,930
Inventories	1,764	791
Deferred tax assets	3,453	2,583
Vendor non-trade receivables	7,539	7,762
Other current assets	6,882	6,458
Total current assets	73,286	57,653
Long-term marketable securities	106,215	92,122
Property, plant and equipment, net	16,597	15,452
Goodwill	1,577	1,135
Acquired intangible assets, net	4,179	4,224
Other assets	5,146	5,478
Total assets	\$ 207,000	\$ 176,064
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 22,367	\$ 21,175
Accrued expenses	13,856	11,414
Deferred revenue	7,435	5,953
Total current liabilities	43,658	38,542
Deferred revenue – non-current	2,625	2,648
Long-term debt	16,960	0
Other non-current liabilities	20,208	16,664
Total liabilities	83,451	57,854
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock, no par value; 1,800,000 shares authorized; 899,213 and 939,208 shares issued and outstanding, respectively	19,764	16,422
Retained earnings	104,256	101,289
Accumulated other comprehensive income/(loss)	(471)	499
Total shareholders' equity	123,549	118,210
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 207,000	\$ 176,064

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

	Years ended		
	September 28, 2013	September 29, 2012	September 24, 2011
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 10,746	\$ 9,815	\$ 11,261
Operating activities:			
Net income	37,037	41,733	25,922
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	6,757	3,277	1,814
Share-based compensation expense	2,253	1,740	1,168
Deferred income tax expense	1,141	4,405	2,868
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(2,172)	(5,551)	143
Inventories	(973)	(15)	275
Vendor non-trade receivables	223	(1,414)	(1,934)
Other current and non-current assets	1,080	(3,162)	(1,391)
Accounts payable	2,340	4,467	2,515
Deferred revenue	1,459	2,824	1,654
Other current and non-current liabilities	4,521	2,552	4,495
Cash generated by operating activities	53,666	50,856	37,529
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(148,489)	(151,232)	(102,317)
Proceeds from maturities of marketable securities	20,317	13,035	20,437
Proceeds from sales of marketable securities	104,130	99,770	49,416
Payments made in connection with business acquisitions, net	(496)	(350)	(244)
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(8,165)	(8,295)	(4,260)
Payments for acquisition of intangible assets	(911)	(1,107)	(3,192)
Other	(160)	(48)	(259)
Cash used in investing activities	(33,774)	(48,227)	(40,419)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	530	665	831
Excess tax benefits from equity awards	701	1,351	1,133
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	(1,082)	(1,226)	(520)
Dividends and dividend equivalent rights paid	(10,564)	(2,488)	0
Repurchase of common stock	(22,860)	0	0
Proceeds from issuance of long-term debt, net	16,896	0	0
Cash generated by/(used in) financing activities	(16,379)	(1,698)	1,444
Increase/(decrease) in cash and cash equivalents	3,513	931	(1,446)
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 14,259	\$ 10,746	\$ 9,815
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 9,128	\$ 7,682	\$ 3,338

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

ملحق رقم (24): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2014

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(In millions, except number of shares which are reflected in thousands and par value)

	September 27, 2014	September 28, 2013
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 13,844	\$ 14,259
Short-term marketable securities	11,233	26,287
Accounts receivable, less allowances of \$86 and \$99, respectively	17,460	13,102
Inventories	2,111	1,764
Deferred tax assets	4,318	3,453
Vendor non-trade receivables	9,759	7,539
Other current assets	9,806	6,882
Total current assets	68,531	73,286
Long-term marketable securities	130,162	106,215
Property, plant and equipment, net	20,624	16,597
Goodwill	4,616	1,577
Acquired intangible assets, net	4,142	4,179
Other assets	3,764	5,146
Total assets	<u>\$ 231,839</u>	<u>\$ 207,000</u>
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 30,196	\$ 22,367
Accrued expenses	18,453	13,856
Deferred revenue	8,491	7,435
Commercial paper	6,308	0
Total current liabilities	63,448	43,658
Deferred revenue – non-current	3,031	2,625
Long-term debt	28,987	16,960
Other non-current liabilities	24,826	20,208
Total liabilities	120,292	83,451
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock and additional paid-in capital, \$0.00001 par value; 12,600,000 shares authorized; 5,866,161 and 6,294,494 shares issued and outstanding, respectively	23,313	19,764
Retained earnings	87,152	104,256
Accumulated other comprehensive income/(loss)	1,082	(471)
Total shareholders' equity	111,547	123,549
Total liabilities and shareholders' equity	<u>\$ 231,839</u>	<u>\$ 207,000</u>

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

	September 27, 2014	September 28, 2013	September 29, 2012
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 14,259	\$ 10,746	\$ 9,815
Operating activities:			
Net income	39,510	37,037	41,733
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	7,946	6,757	3,277
Share-based compensation expense	2,863	2,253	1,740
Deferred income tax expense	2,347	1,141	4,405
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(4,232)	(2,172)	(5,551)
Inventories	(76)	(973)	(15)
Vendor non-trade receivables	(2,220)	223	(1,414)
Other current and non-current assets	167	1,080	(3,162)
Accounts payable	5,938	2,340	4,467
Deferred revenue	1,460	1,459	2,824
Other current and non-current liabilities	6,010	4,521	2,552
Cash generated by operating activities	59,713	53,666	50,856
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(217,128)	(148,489)	(151,232)
Proceeds from maturities of marketable securities	18,810	20,317	13,035
Proceeds from sales of marketable securities	189,301	104,130	99,770
Payments made in connection with business acquisitions, net	(3,765)	(496)	(350)
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(9,571)	(8,165)	(8,295)
Payments for acquisition of intangible assets	(242)	(911)	(1,107)
Other	16	(160)	(48)
Cash used in investing activities	(22,579)	(33,774)	(48,227)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	730	530	665
Excess tax benefits from equity awards	739	701	1,351
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	(1,158)	(1,082)	(1,226)
Dividends and dividend equivalents paid	(11,126)	(10,564)	(2,488)
Repurchase of common stock	(45,000)	(22,860)	0
Proceeds from issuance of long-term debt, net	11,960	16,896	0
Proceeds from issuance of commercial paper, net	6,306	0	0
Cash used in financing activities	(37,549)	(16,379)	(1,698)
Increase/(decrease) in cash and cash equivalents	(415)	3,513	931
Cash and cash equivalents, end of the year	<u>\$ 13,844</u>	<u>\$ 14,259</u>	<u>\$ 10,746</u>
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 10,026	\$ 9,128	\$ 7,682
Cash paid for interest	\$ 339	\$ 0	\$ 0

ملحق رقم (25): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2015

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS
(In millions, except number of shares which are reflected in thousands and par value)

	September 26, 2015	September 27, 2014
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 21,120	\$ 13,844
Short-term marketable securities	20,481	11,233
Accounts receivable, less allowances of \$82 and \$86, respectively	16,849	17,460
Inventories	2,349	2,111
Deferred tax assets	5,546	4,318
Vendor non-trade receivables	13,494	9,759
Other current assets	9,539	9,806
Total current assets	89,378	68,531
Long-term marketable securities	164,065	130,162
Property, plant and equipment, net	22,471	20,624
Goodwill	5,116	4,616
Acquired intangible assets, net	3,893	4,142
Other assets	5,556	3,764
Total assets	\$ 290,479	\$ 231,839
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 35,490	\$ 30,196
Accrued expenses	25,181	18,453
Deferred revenue	8,940	8,491
Commercial paper	8,499	6,308
Current portion of long-term debt	2,500	0
Total current liabilities	80,610	63,448
Deferred revenue, non-current	3,624	3,031
Long-term debt	53,463	28,987
Other non-current liabilities	33,427	24,826
Total liabilities	171,124	120,292
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock and additional paid-in capital, \$0.00001 par value: 12,600,000 shares authorized; 5,578,753 and 5,866,161 shares issued and outstanding, respectively	27,416	23,313
Retained earnings	92,284	87,152
Accumulated other comprehensive income	(345)	1,082
Total shareholders' equity	119,355	111,547
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 290,479	\$ 231,839

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

	Years ended		
	September 26, 2015	September 27, 2014	September 28, 2013
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 13,844	\$ 14,259	\$ 10,746
Operating activities:			
Net income	53,394	39,510	37,037
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	11,257	7,946	6,757
Share-based compensation expense	3,586	2,863	2,253
Deferred income tax expense	1,382	2,347	1,141
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	611	(4,232)	(2,172)
Inventories	(238)	(76)	(973)
Vendor non-trade receivables	(3,735)	(2,220)	223
Other current and non-current assets	(179)	167	1,080
Accounts payable	5,400	5,938	2,340
Deferred revenue	1,042	1,460	1,459
Other current and non-current liabilities	8,746	6,010	4,521
Cash generated by operating activities	81,266	59,713	53,666
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(166,402)	(217,128)	(148,489)
Proceeds from maturities of marketable securities	14,538	18,810	20,317
Proceeds from sales of marketable securities	107,447	189,301	104,130
Payments made in connection with business acquisitions, net	(343)	(3,765)	(496)
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(11,247)	(9,571)	(8,165)
Payments for acquisition of intangible assets	(241)	(242)	(911)
Other	(26)	16	(160)
Cash used in investing activities	(56,274)	(22,579)	(33,774)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	543	730	530
Excess tax benefits from equity awards	749	739	701
Taxes paid related to net share settlement of equity awards	(1,499)	(1,158)	(1,082)
Dividends and dividend equivalents paid	(11,581)	(11,126)	(10,564)
Repurchase of common stock	(35,253)	(45,000)	(22,860)
Proceeds from issuance of term debt, net	27,114	11,960	16,896
Change in commercial paper, net	2,191	6,306	0
Cash used in financing activities	(17,716)	(37,549)	(16,379)
Increase/(decrease) in cash and cash equivalents	7,276	(415)	3,513
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 21,120	\$ 13,844	\$ 14,259
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 13,252	\$ 10,026	\$ 9,128
Cash paid for interest	\$ 514	\$ 339	\$ 0

ملحق رقم (26): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2016

	September 24, 2016	September 26, 2015
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 20,484	\$ 21,120
Short-term marketable securities	46,671	20,481
Accounts receivable, less allowances of \$53 and \$63, respectively	15,754	16,849
Inventories	2,132	2,349
Vendor non-trade receivables	13,545	13,494
Other current assets	8,283	15,085
Total current assets	106,869	89,378
Long-term marketable securities	170,430	164,065
Property, plant and equipment, net	27,010	22,471
Goodwill	5,414	5,116
Acquired intangible assets, net	3,206	3,893
Other non-current assets	8,757	5,422
Total assets	\$ 321,686	\$ 290,345
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 37,294	\$ 35,490
Accrued expenses	22,027	25,181
Deferred revenue	8,080	8,940
Commercial paper	8,105	8,499
Current portion of long-term debt	3,500	2,500
Total current liabilities	79,006	80,610
Deferred revenue, non-current	2,930	3,624
Long-term debt	75,427	53,329
Other non-current liabilities	36,074	33,427
Total liabilities	193,437	170,990
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock and additional paid-in capital, \$0.00001 par value: 12,600,000 shares authorized; 5,336,166 and 5,578,753 shares issued and outstanding, respectively	31,251	27,416
Retained earnings	96,364	92,284
Accumulated other comprehensive income/(loss)	634	(345)
Total shareholders' equity	128,249	119,355
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 321,686	\$ 290,345

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS
(In millions)

	Years ended		
	September 24, 2016	September 26, 2015	September 27, 2014
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 21,120	\$ 13,844	\$ 14,259
Operating activities:			
Net income	45,687	53,394	39,510
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	10,505	11,257	7,946
Share-based compensation expense	4,210	3,586	2,863
Deferred income tax expense	4,938	1,382	2,347
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	1,095	611	(4,232)
Inventories	217	(238)	(76)
Vendor non-trade receivables	(51)	(3,735)	(2,220)
Other current and non-current assets	1,090	(179)	167
Accounts payable	1,791	5,400	5,938
Deferred revenue	(1,554)	1,042	1,460
Other current and non-current liabilities	(2,104)	8,746	6,010
Cash generated by operating activities	65,824	81,266	59,713
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(142,428)	(166,402)	(217,128)
Proceeds from maturities of marketable securities	21,258	14,538	18,810
Proceeds from sales of marketable securities	90,536	107,447	189,301
Payments made in connection with business acquisitions, net	(297)	(343)	(3,765)
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(12,734)	(11,247)	(9,571)
Payments for acquisition of intangible assets	(814)	(241)	(242)
Payments for strategic investments	(1,388)	—	(10)
Other	(110)	(26)	26
Cash used in investing activities	(45,977)	(56,274)	(22,579)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	495	543	730
Excess tax benefits from equity awards	407	749	739
Payments for taxes related to net share settlement of equity awards	(1,570)	(1,499)	(1,158)
Payments for dividends and dividend equivalents	(12,150)	(11,561)	(11,126)
Repurchases of common stock	(29,722)	(35,253)	(45,000)
Proceeds from issuance of term debt, net	24,954	27,114	11,960
Repayments of term debt	(2,500)	—	—
Change in commercial paper, net	(397)	2,191	6,306
Cash used in financing activities	(20,483)	(17,716)	(37,549)
Increase/(Decrease) in cash and cash equivalents	(636)	7,276	(415)
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 20,484	\$ 21,120	\$ 13,844
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 10,444	\$ 13,252	\$ 10,026
Cash paid for interest	\$ 1,316	\$ 514	\$ 339

ملحق رقم (27): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2017

Apple Inc.

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except number of shares which are reflected in thousands and par value)

	September 30, 2017	September 24, 2016
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 20,289	\$ 20,484
Short-term marketable securities	53,892	46,671
Accounts receivable, less allowances of \$58 and \$53, respectively	17,874	15,754
Inventories	4,855	2,132
Vendor non-trade receivables	17,799	13,545
Other current assets	13,936	8,283
Total current assets	128,645	106,869
Long-term marketable securities	194,714	170,430
Property, plant and equipment, net	33,783	27,010
Goodwill	5,717	5,414
Acquired intangible assets, net	2,298	3,206
Other non-current assets	10,162	8,757
Total assets	\$ 375,319	\$ 321,686
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 49,049	\$ 37,294
Accrued expenses	25,744	22,027
Deferred revenue	7,548	8,080
Commercial paper	11,977	8,105
Current portion of long-term debt	6,496	3,500
Total current liabilities	100,814	79,006
Deferred revenue, non-current	2,836	2,930
Long-term debt	97,207	75,427
Other non-current liabilities	40,415	36,074
Total liabilities	241,272	193,437
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock and additional paid-in capital, \$0.00001 par value: 12,600,000 shares authorized; 5,126,201 and 5,336,166 shares issued and outstanding, respectively	35,867	31,251
Retained earnings	98,330	96,364
Accumulated other comprehensive income/(loss)	(150)	634
Total shareholders' equity	134,047	128,249
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 375,319	\$ 321,686

Apple Inc.

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

	Years ended		
	September 30, 2017	September 24, 2016	September 26, 2015
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 20,484	\$ 21,120	\$ 13,844
Operating activities:			
Net income	48,351	45,687	53,394
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	10,157	10,505	11,257
Share-based compensation expense	4,840	4,210	3,586
Deferred income tax expense	5,966	4,938	1,382
Other	(166)	486	385
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(2,093)	527	417
Inventories	(2,723)	217	(238)
Vendor non-trade receivables	(4,254)	(51)	(3,735)
Other current and non-current assets	(5,318)	1,055	(283)
Accounts payable	9,618	1,837	5,001
Deferred revenue	(626)	(1,554)	1,042
Other current and non-current liabilities	(154)	(2,033)	9,058
Cash generated by operating activities	63,598	65,824	81,266
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(159,486)	(142,428)	(166,402)
Proceeds from maturities of marketable securities	31,775	21,258	14,538
Proceeds from sales of marketable securities	94,564	90,536	107,447
Payments made in connection with business acquisitions, net	(329)	(297)	(343)
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(12,451)	(12,734)	(11,247)
Payments for acquisition of intangible assets	(344)	(814)	(241)
Payments for strategic investments, net	(395)	(1,388)	—
Other	220	(110)	(26)
Cash used in investing activities	(46,446)	(45,977)	(56,274)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	555	495	543
Excess tax benefits from equity awards	627	407	749
Payments for taxes related to net share settlement of equity awards	(1,874)	(1,570)	(1,499)
Payments for dividends and dividend equivalents	(12,769)	(12,150)	(11,561)
Repurchases of common stock	(32,900)	(29,722)	(35,253)
Proceeds from issuance of term debt, net	28,662	24,954	27,114
Repayments of term debt	(3,500)	(2,500)	—
Change in commercial paper, net	3,852	(397)	2,191
Cash used in financing activities	(17,347)	(20,483)	(17,716)
Increase/(Decrease) in cash and cash equivalents	(195)	(636)	7,276
Cash and cash equivalents, end of the year	\$ 20,289	\$ 20,484	\$ 21,120
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 11,591	\$ 10,444	\$ 13,252
Cash paid for interest	\$ 2,092	\$ 1,316	\$ 514

ملحق رقم (28): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2018

Apple Inc.

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except number of shares which are reflected in thousands and par value)

	September 29, 2018	September 30, 2017
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 25,913	\$ 20,289
Marketable securities	40,388	53,892
Accounts receivable, net	23,186	17,874
Inventories	3,956	4,855
Vendor non-trade receivables	25,809	17,799
Other current assets	12,087	13,936
Total current assets	<u>131,339</u>	<u>128,645</u>
Non-current assets:		
Marketable securities	170,799	194,714
Property, plant and equipment, net	41,304	33,783
Other non-current assets	22,283	18,177
Total non-current assets	<u>234,386</u>	<u>246,674</u>
Total assets	<u>\$ 365,725</u>	<u>\$ 375,319</u>
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 55,888	\$ 44,242
Other current liabilities	32,687	30,551
Deferred revenue	7,543	7,548
Commercial paper	11,964	11,977
Term debt	8,784	6,496
Total current liabilities	<u>116,866</u>	<u>100,814</u>
Non-current liabilities:		
Deferred revenue	2,797	2,836
Term debt	93,735	97,207
Other non-current liabilities	45,180	40,415
Total non-current liabilities	<u>141,712</u>	<u>140,458</u>
Total liabilities	<u>258,578</u>	<u>241,272</u>
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock and additional paid-in capital, \$0.00001 par value: 12,600,000 shares authorized; 4,754,986 and 5,126,201 shares issued and outstanding, respectively	40,201	35,867
Retained earnings	70,400	98,330
Accumulated other comprehensive income/(loss)	(3,454)	(150)
Total shareholders' equity	<u>107,147</u>	<u>134,047</u>
Total liabilities and shareholders' equity	<u>\$ 365,725</u>	<u>\$ 375,319</u>

Apple Inc.

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

	Years ended		
	September 29, 2018	September 30, 2017	September 24, 2016
Cash and cash equivalents, beginning of the year	\$ 20,289	\$ 20,484	\$ 21,120
Operating activities:			
Net income	59,531	48,351	45,687
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	10,903	10,157	10,505
Share-based compensation expense	5,340	4,840	4,210
Deferred income tax expense/(benefit)	(32,590)	5,966	4,938
Other	(444)	(166)	486
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(5,322)	(2,093)	527
Inventories	828	(2,723)	217
Vendor non-trade receivables	(8,010)	(4,254)	(51)
Other current and non-current assets	(423)	(5,318)	1,055
Accounts payable	9,175	8,966	2,117
Deferred revenue	(44)	(626)	(1,554)
Other current and non-current liabilities	38,490	1,125	(1,906)
Cash generated by operating activities	<u>77,434</u>	<u>64,225</u>	<u>66,231</u>
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(71,356)	(159,486)	(142,428)
Proceeds from maturities of marketable securities	55,881	31,775	21,258
Proceeds from sales of marketable securities	47,838	94,564	90,536
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(13,313)	(12,451)	(12,734)
Payments made in connection with business acquisitions, net	(721)	(329)	(297)
Purchases of non-marketable securities	(1,871)	(521)	(1,388)
Proceeds from non-marketable securities	353	126	—
Other	(745)	(124)	(924)
Cash generated by/(used in) investing activities	<u>16,066</u>	<u>(46,446)</u>	<u>(45,977)</u>
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	669	555	495
Payments for taxes related to net share settlement of equity awards	(2,527)	(1,874)	(1,570)
Payments for dividends and dividend equivalents	(13,712)	(12,769)	(12,150)
Repurchases of common stock	(72,738)	(32,900)	(29,722)
Proceeds from issuance of term debt, net	6,969	28,662	24,954
Repayments of term debt	(6,500)	(3,500)	(2,500)
Change in commercial paper, net	(37)	3,852	(397)
Cash used in financing activities	<u>(87,876)</u>	<u>(17,974)</u>	<u>(20,890)</u>
Increase/(Decrease) in cash and cash equivalents	5,624	(195)	(636)
Cash and cash equivalents, end of the year	<u>\$ 25,913</u>	<u>\$ 20,289</u>	<u>\$ 20,484</u>
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 10,417	\$ 11,591	\$ 10,444
Cash paid for interest	\$ 3,022	\$ 2,092	\$ 1,316

ملحق رقم (29): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2019

Apple Inc.

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except number of shares which are reflected in thousands and par value)

	September 29, 2018	September 30, 2017
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 25,913	\$ 20,289
Marketable securities	40,388	53,892
Accounts receivable, net	23,186	17,874
Inventories	3,956	4,855
Vendor non-trade receivables	25,809	17,799
Other current assets	12,087	13,936
Total current assets	131,339	128,645
Non-current assets:		
Marketable securities	170,799	194,714
Property, plant and equipment, net	41,304	33,783
Other non-current assets	22,283	18,177
Total non-current assets	234,386	246,674
Total assets	\$ 365,725	\$ 375,319
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 55,888	\$ 44,242
Other current liabilities	32,687	30,551
Deferred revenue	7,543	7,548
Commercial paper	11,964	11,977
Term debt	8,784	6,496
Total current liabilities	116,866	100,814
Non-current liabilities:		
Deferred revenue	2,797	2,836
Term debt	93,735	97,207
Other non-current liabilities	45,180	40,415
Total non-current liabilities	141,712	140,458
Total liabilities	258,578	241,272
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock and additional paid-in capital, \$0.00001 par value: 12,600,000 shares authorized; 4,754,986 and 5,126,201 shares issued and outstanding, respectively	40,201	35,867
Retained earnings	70,400	98,330
Accumulated other comprehensive income/(loss)	(3,454)	(150)
Total shareholders' equity	107,147	134,047
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 365,725	\$ 375,319

Apple Inc.

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

	Years ended		
	September 28, 2019	September 29, 2018	September 30, 2017
Cash, cash equivalents and restricted cash, beginning balances	\$ 25,913	\$ 20,289	\$ 20,484
Operating activities:			
Net income	55,256	59,531	48,351
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	12,547	10,903	10,157
Share-based compensation expense	6,068	5,340	4,840
Deferred income tax expense/(benefit)	(340)	(32,590)	5,966
Other	(652)	(444)	(166)
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	245	(5,322)	(2,093)
Inventories	(289)	828	(2,723)
Vendor non-trade receivables	2,931	(8,010)	(4,254)
Other current and non-current assets	873	(423)	(5,318)
Accounts payable	(1,923)	9,175	8,966
Deferred revenue	(625)	(3)	(593)
Other current and non-current liabilities	(4,700)	38,449	1,092
Cash generated by operating activities	69,391	77,434	64,225
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(39,630)	(71,356)	(159,486)
Proceeds from maturities of marketable securities	40,102	55,881	31,775
Proceeds from sales of marketable securities	56,988	47,838	94,564
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(10,495)	(13,313)	(12,451)
Payments made in connection with business acquisitions, net	(624)	(721)	(329)
Purchases of non-marketable securities	(1,001)	(1,871)	(521)
Proceeds from non-marketable securities	1,634	353	126
Other	(1,078)	(745)	(124)
Cash generated by/(used in) investing activities	45,896	16,066	(46,446)
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	781	669	555
Payments for taxes related to net share settlement of equity awards	(2,817)	(2,527)	(1,874)
Payments for dividends and dividend equivalents	(14,119)	(13,712)	(12,769)
Repurchases of common stock	(66,897)	(72,738)	(32,900)
Proceeds from issuance of term debt, net	6,963	6,969	28,662
Repayments of term debt	(8,805)	(6,500)	(3,500)
Proceeds from/(Repayments of) commercial paper, net	(5,977)	(37)	3,852
Other	(105)	—	—
Cash used in financing activities	(90,976)	(87,876)	(17,974)
Increase/(Decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	24,311	5,624	(195)
Cash, cash equivalents and restricted cash, ending balances	\$ 50,224	\$ 25,913	\$ 20,289
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 15,263	\$ 10,417	\$ 11,591
Cash paid for interest	\$ 3,423	\$ 3,022	\$ 2,092

ملحق رقم (30): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2020

Apple Inc.

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except number of shares which are reflected in thousands and par value)

	September 26, 2020	September 28, 2019
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 38,016	\$ 48,844
Marketable securities	52,927	51,713
Accounts receivable, net	16,120	22,926
Inventories	4,061	4,106
Vendor non-trade receivables	21,325	22,878
Other current assets	11,264	12,352
Total current assets	143,713	162,819
Non-current assets:		
Marketable securities	100,887	105,341
Property, plant and equipment, net	36,766	37,378
Other non-current assets	42,522	32,978
Total non-current assets	180,175	175,697
Total assets	\$ 323,888	\$ 338,516
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 42,296	\$ 46,236
Other current liabilities	42,684	37,720
Deferred revenue	6,643	5,522
Commercial paper	4,996	5,980
Term debt	8,773	10,260
Total current liabilities	105,392	105,718
Non-current liabilities:		
Term debt	98,667	91,807
Other non-current liabilities	54,490	50,503
Total non-current liabilities	153,157	142,310
Total liabilities	258,549	248,028
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock and additional paid-in capital, \$0.00001 par value: 50,400,000 shares authorized; 16,976,763 and 17,772,945 shares issued and outstanding, respectively	50,779	45,174
Retained earnings	14,966	45,898
Accumulated other comprehensive income/(loss)	(406)	(584)
Total shareholders' equity	65,339	90,488
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 323,888	\$ 338,516

Apple Inc.

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

	Years ended		
	September 26, 2020	September 28, 2019	September 29, 2018
Cash, cash equivalents and restricted cash, beginning balances	\$ 50,224	\$ 25,913	\$ 20,289
Operating activities:			
Net income	57,411	55,256	59,531
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	11,056	12,547	10,903
Share-based compensation expense	6,829	6,068	5,340
Deferred income tax benefit	(215)	(340)	(32,590)
Other	(97)	(652)	(444)
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	6,917	245	(5,322)
Inventories	(127)	(289)	828
Vendor non-trade receivables	1,553	2,931	(8,010)
Other current and non-current assets	(9,588)	873	(423)
Accounts payable	(4,062)	(1,923)	9,175
Deferred revenue	2,081	(625)	(3)
Other current and non-current liabilities	8,916	(4,700)	38,449
Cash generated by operating activities	80,674	69,391	77,434
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(114,938)	(39,630)	(71,356)
Proceeds from maturities of marketable securities	69,918	40,102	55,881
Proceeds from sales of marketable securities	50,473	56,988	47,838
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(7,309)	(10,495)	(13,313)
Payments made in connection with business acquisitions, net	(1,524)	(624)	(721)
Purchases of non-marketable securities	(210)	(1,001)	(1,871)
Proceeds from non-marketable securities	92	1,634	353
Other	(791)	(1,078)	(745)
Cash generated by/(used in) investing activities	(4,289)	45,896	16,066
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	880	781	669
Payments for taxes related to net share settlement of equity awards	(3,634)	(2,817)	(2,527)
Payments for dividends and dividend equivalents	(14,081)	(14,119)	(13,712)
Repurchases of common stock	(72,358)	(66,897)	(72,738)
Proceeds from issuance of term debt, net	16,091	6,963	6,969
Repayments of term debt	(12,629)	(8,805)	(6,500)
Repayments of commercial paper, net	(963)	(5,977)	(37)
Other	(126)	(105)	—
Cash used in financing activities	(86,820)	(90,976)	(87,876)
Increase/(Decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	(10,435)	24,311	5,624
Cash, cash equivalents and restricted cash, ending balances	\$ 39,789	\$ 50,224	\$ 25,913
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 9,501	\$ 15,263	\$ 10,417
Cash paid for interest	\$ 3,002	\$ 3,423	\$ 3,022

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

ملحق رقم (31): القوائم المالية لشركة APPLE لسنة 2021

Apple Inc.

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS

(In millions, except number of shares which are reflected in thousands and par value)

	September 25, 2021	September 26, 2020
ASSETS:		
Current assets:		
Cash and cash equivalents	\$ 34,940	\$ 38,016
Marketable securities	27,699	52,927
Accounts receivable, net	26,278	16,120
Inventories	6,580	4,061
Vendor non-trade receivables	25,228	21,325
Other current assets	14,111	11,264
Total current assets	134,836	143,713
Non-current assets:		
Marketable securities	127,877	100,887
Property, plant and equipment, net	39,440	36,766
Other non-current assets	48,849	42,522
Total non-current assets	216,166	180,175
Total assets	\$ 351,002	\$ 323,888
LIABILITIES AND SHAREHOLDERS' EQUITY:		
Current liabilities:		
Accounts payable	\$ 54,763	\$ 42,296
Other current liabilities	47,493	42,684
Deferred revenue	7,612	6,643
Commercial paper	6,000	4,996
Term debt	9,613	8,773
Total current liabilities	125,481	105,392
Non-current liabilities:		
Term debt	109,106	98,667
Other non-current liabilities	53,325	54,490
Total non-current liabilities	162,431	153,157
Total liabilities	287,912	258,549
Commitments and contingencies		
Shareholders' equity:		
Common stock and additional paid-in capital, \$0.00001 par value: 50,400,000 shares authorized; 16,426,786 and 16,976,763 shares issued and outstanding, respectively	57,365	50,779
Retained earnings	5,562	14,966
Accumulated other comprehensive income/(loss)	163	(406)
Total shareholders' equity	63,090	65,339
Total liabilities and shareholders' equity	\$ 351,002	\$ 323,888

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

Apple Inc.

CONSOLIDATED STATEMENTS OF CASH FLOWS

(In millions)

	Years ended		
	September 25, 2021	September 26, 2020	September 28, 2019
Cash, cash equivalents and restricted cash, beginning balances	\$ 39,789	\$ 50,224	\$ 25,913
Operating activities:			
Net income	94,680	57,411	55,256
Adjustments to reconcile net income to cash generated by operating activities:			
Depreciation and amortization	11,284	11,056	12,547
Share-based compensation expense	7,906	6,829	6,068
Deferred income tax benefit	(4,774)	(215)	(340)
Other	(147)	(97)	(652)
Changes in operating assets and liabilities:			
Accounts receivable, net	(10,125)	6,917	245
Inventories	(2,642)	(127)	(289)
Vendor non-trade receivables	(3,903)	1,553	2,931
Other current and non-current assets	(8,042)	(9,588)	873
Accounts payable	12,326	(4,062)	(1,923)
Deferred revenue	1,676	2,081	(625)
Other current and non-current liabilities	5,799	8,916	(4,700)
Cash generated by operating activities	104,038	80,674	69,391
Investing activities:			
Purchases of marketable securities	(109,558)	(114,938)	(39,630)
Proceeds from maturities of marketable securities	59,023	69,918	40,102
Proceeds from sales of marketable securities	47,460	50,473	56,988
Payments for acquisition of property, plant and equipment	(11,085)	(7,309)	(10,495)
Payments made in connection with business acquisitions, net	(33)	(1,524)	(624)
Purchases of non-marketable securities	(131)	(210)	(1,001)
Proceeds from non-marketable securities	387	92	1,634
Other	(608)	(791)	(1,078)
Cash generated by/(used in) investing activities	(14,545)	(4,289)	45,896
Financing activities:			
Proceeds from issuance of common stock	1,105	880	781
Payments for taxes related to net share settlement of equity awards	(6,556)	(3,634)	(2,817)
Payments for dividends and dividend equivalents	(14,467)	(14,081)	(14,119)
Repurchases of common stock	(85,971)	(72,358)	(66,897)
Proceeds from issuance of term debt, net	20,393	16,091	6,963
Repayments of term debt	(8,750)	(12,629)	(8,805)
Proceeds from/(Repayments of) commercial paper, net	1,022	(963)	(5,977)
Other	(129)	(126)	(105)
Cash used in financing activities	(93,353)	(86,820)	(90,976)
Increase/(Decrease) in cash, cash equivalents and restricted cash	(3,860)	(10,435)	24,311
Cash, cash equivalents and restricted cash, ending balances	\$ 35,929	\$ 39,789	\$ 50,224
Supplemental cash flow disclosure:			
Cash paid for income taxes, net	\$ 25,385	\$ 9,501	\$ 15,263
Cash paid for interest	\$ 2,687	\$ 3,002	\$ 3,423

See accompanying Notes to Consolidated Financial Statements.

الملخص:

نهدف من خلال بحثنا إلى دراسة وتحليل أثر اختيار مصادر التمويل على القرار الاستثماري في المؤسسة الاقتصادية، حيث تمثلت عينة الدراسة في شركة APPLE الأمريكية خلال الفترة الممتدة من سنة 1994 إلى سنة 2021، ومن أجل الوصول إلى الهدف من الدراسة وتوضيح العلاقة بين المتغيرات، تم إعداد نموذج من أجل اختبار الفرضيات ويتمثل في نموذج الانحدار الخطي المتعدد، حيث تم حساب التمويل الذاتي والديون والتدفقات النقدية ورأس المال العامل للمؤسسة محل الدراسة خلال الفترة الزمنية من سنة 1994 إلى سنة 2021، مع استخدام (Eviews10) لتحليل البيانات، وقد توصلت الدراسة من خلال نموذج الانحدار الخطي المتعدد إلى وجود علاقة بين كل من التمويل الذاتي والديون والتدفقات النقدية ورأس المال العامل في المؤسسة محل الدراسة.

الكلمات المفتاحية: مصادر التمويل، القرار الاستثماري، الاستثمار، الديون، التمويل الذاتي.

Abstract:

Through our research, we aim to study and analyze the impact of the selection of sources of funding on investment decision in the economic institution, where the sample of the study was represented by apple in the United States from 1994 to 2021, In order to reach the goal of the study and clarify the relationship between the variables, A model was prepared in order to test the hypotheses, which is represented in the multiple linear regression model, where self-financing, debt, cash flows and working capital of the institution under study were calculated during the time period from 1994 to 2021, Using Eviews10 to analyze the data, the study, using a multiple linear regression model, found a relationship between self-financing, debt, cash flows and working capital in the institution under study.

Keywords: Sources of funding, Investment decision, investment, debt, self-financing.