وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعـــة حسيبـــة بن بوعلي الشلـــف

كليـــة العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قســـم العلوم المالية و المحاسبة

مطبوعة دروس خاصة بمقياس:

السياسات المالية للمؤسسة

من إعداد: الدكتورة هدى بدروني

أستاذة محاضرة قسم (أ)

السنة الجامعية: 2025/2024

محاضرات في السياسات المالية للمؤسسة

بسم الله الرحمن الرحيم

محاضرات مقياس: السياسات المالية للمؤسسة

البطاقة التعريفية للمقياس:

شعبة العلوم المالية و المحاسبة

تخصص: محاسبة و مالية و تخصص مالية المؤسسة

السنة الأولى ماستر

السداسي: الأول

وحدة التعليم : أساسية

المادة : السياسات المالية للمؤسسة

الرصيد: 04

المعامل: 02

نمط التعليم: حضوري

أهداف التعليم:

تهدف هذه المادة التعليمية إلى تمكين الطالب من الإحاطة بمختلف السياسات المالية للمؤسسة والنظريات ذات الصلة من أجل فهم العلاقة بين مختلف السياسات وتأثيرها على قيمة المؤسسة. حيث سيكون الطالب بعد اكتساب معارف هذه المادة قادرا على :

- التعرف على بعض معايير اتخاذ القرار بشأن المشاريع الاستثمارية في حالات مختلفة.
- التعمق في فهم المنطق المالي لسياسة التمويل ومحددات الهيكل المالي وفهم أبعاد سياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المؤسسة؛
- تحليل العلاقة بين السياسات المالية للمساعدة في اتخاذ القرارات المالية.

المعارف المسبقة المطلوبة:

حتى يتمكن الطالب من دراسة محتوى هذه المادة لا بد أن يكون متمكنا من مكتسبات مادة مالية المؤسسة، ومادة التسيير المالي.

طريقة التقييم:

تقيم مستمر + إمتحان نهائي ويقاس معدل المادة بالوزن الترجيحي للدروس (60%) والأعمال الموجهة (40%)

محتوى المادة:

- مدخل إلى السياسات والقرارات المالية وأثرها على قيمة المؤسسة.
- القيمة الزمنية للنقود: الرسملة والتحيين (الاستحداث)، القيمة الحالية الصافية والنظرة الموضوعية للقيمة.
- سياسة الاستثمار في المؤسسة: محددات القرار الاستثماري، تحديد التدفقات، طرق تقييم المشاريع الاستثمارية.
- اختيار الاستثمارات: معايير الاختيار في حالة عدم التأكد و عدم التأكد التام.
- سياسة التمويل في المؤسسة (نظريات الهيكل المالي): مدخل إلى الهيكل المالي وسياسة التمويل، محددات الهيكل المالي، تكلفة رأس المال.
- النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي: النظرية التقليدية، نظرية صافي ربح العمليات Durand، Modigliani & Miller 58 , 63.
- النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي: نظرية الوكالة، نظرية الترتيب السلمي (الالتقاط التدريجي، أفضلية مصادر التمويل/ Pecking order theory)، نظرية الإشارة.
- سياسة توزيع الأرباح: مفهوم سياسة توزيع الأرباح، الأطراف المعنية، الإجراءات المتبعة، العوامل المؤثرة.
- أنواع سياسات توزيع الأرباح: التمييز حسب شكل التوزيع (التوزيع النقدي، التوزيع في شكل أسهم، إعادة شراء الأسهم، تجزئة الأسهم)، التمييز حسب الانتظام / الاستقرار (المشاركة المباشرة، سياسة الحذر والانتظام، السياسات غير المستقرة).
- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح: نظرية61 **M&M**، نظرية العصفور في اليد (تفضيل التوزيعات)، نظرية التفضيل الضريبي، نظرية الإشارة، أثر الزبائن، نظرية الوكالة.

مقدمة

مقدمة:

تعتبر القرارات المالية إحدى أهم المواضيع في الإدارة المالية، كما أن القرار المالي هو الذي تعتمد عليه المؤسسة في مختلف نشاطاتها ذلك أنه أهم محدد لقيمة المؤسسة و من خلاله تحقق أهدافها المختلفة، كما تعتبر القرارات المالية من أهم ما تركز عليه السياسات المالية للمؤسسة.

تحتوي هذه المطبوعة على ملخص دروس لمقياس السياسات المالية للمؤسسة و هو مقياس من مقاييس الوحدة الأساسية موجهة لطلبة السنة أولى ماستر شعبة العلوم المالية و المحاسبية تخصص محاسبة و مالية و تخصص مالية المؤسسة ، كما أنه يمكن اعتمادها كذلك كمرجع في إعداد البحوث و المذكرات، حيث سنتطرق من خلال هذه المطبوعة إلى دراسة تفصيلية لمختلف القرارات المالية التي يتخذها المدير المالي في مختلف المؤسسات و أثرها على القيمة السوقية.

و لأجل ذلك سنتطرق في البداية إلى القرارات المالية بصفة عامة مدخل إلى السياسات والقرارات المالية وأثرها على قيمة المؤسسة، ثم نتطرق الى محور القيمة الزمنية للنقود: الرسملة والتحيين (الاستحداث)، القيمة الحالية الصافية والنظرة الموضوعية للقيمة، و في المحور الثالث سنقوم بعرض سياسة الاستثمار في المؤسسة من خلال محددات القرار الاستثماري، تحديد التدفقات، طرق تقييم المشاريع الاستثمارية، و في المحور الرابع اختيار الاستثمارات نتطرق من خلاله إلى معايير الاختيار و المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية في حالة عدم التأكد و عدم التأكد التام.

و في المحور الخامس نستعرض سياسة التمويل في المؤسسة (نظريات الهيكل المالي) من خلال تقديم مدخل إلى الهيكل المالي وسياسة التمويل، محددات الهيكل المالي، تكلفة رأس المال، ثم نستعرض النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي: النظرية التقليدية، نظرية صافي ربح العمليات Durand، Modigliani & Miller 58 , 63 في المحور السادس و في المحور السابع نتطرق إلى النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي: نظرية الوكالة، نظرية الترتيب السلمي (الالتقاط التدريجي، أفضلية مصادر التمويل/ Pecking order theory)، نظرية الإشارة.

أما المحور السابع نتطرق إلى سياسة توزيع الأرباح: مفهوم سياسة توزيع الأرباح، الأطراف المعنية، الإجراءات المتبعة، العوامل المؤثرة، ثم في المحور الثامن نستعرض أنواع سياسات توزيع الأرباح: التمييز حسب شكل التوزيع (التوزيع النقدي، التوزيع في شكل أسهم، إعادة شراء الأسهم، تجزئة الأسهم)، التمييز حسب الانتظام / الاستقرار (المشاركة المباشرة، سياسة الحذر والانتظام، السياسات غير المستقرة).

أما المحور التاسع نتطرق من خلاله إلى النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح: نظرية61 **M&M**، نظرية العصفور في اليد (تفضيل التوزيعات)، نظرية التفضيل الضريبي، نظرية الإشارة، أثر الزبائن، نظرية الوكالة.

المحور الأول:

مدخل إلى السياسات والقرارات المالية وأثرها على قيمة المؤسسة.

المحور الأول: مدخل إلى السياسات والقرارات المالية وأثرها على قيمة المؤسسة.

تمهيد:

حظيت الإدارة المالية الحديثة كأسلوب لاتخاذ القرارات باهتمام كبير في الفكر المالي المعاصر و ذلك باعتبارها نقطة الانطلاق لجميع الأنشطة داخل المنظمة، كونها تجسد المنهج الذي يحدد أساس القرارات المالية التي تضمن التوجه الاستراتيجي للإدارة و بالأخص الإدارة المالية في المؤسسة.

أولاً: ماهية القرارات المالية في المؤسسة

تعتبر القرارات المالية إحدى أهم مواضيع الإدارة المالية، حيث تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

1.مفهوم القرارات المالية:

تعرف القرارات المالية على أنها اختيار البديل الأمثل من بين العديد من المواقف المالية و الذي يترتب عليه زيادة القيمة السوقية للمؤسسة خلال فترة زمنية معينة، حيث يقوم المحلل المالي بتحليل القوائم المالية أو التقارير المالية و البحث عن المعلومات المحاسبية و المالية و تحليلها و تعديلها لتساعد في اتخاذ القرارات المالية.

2.أهداف القرارات المالية: تتمثل أهداف القرارات المالية فيما يلي:

- ✓ تعظيم الثروة، بمعنى تعظيم القيمة الحالية للاستثمار أو لتصرف معين و هذا الهدف لا يوجه اهتمامه إلى الأرباح في حد ذاتها بل يوجهه أيضاً ناحية توقيت هذه الأرباح و عنصر الخطر.
- ✓ عدم الخلط بين القيمة البيعية و القيمة الدفترية لصافي الثروة، فالقيمة الدفترية لصافي الثروة لها قدر ضئيل من الأهمية في الحصول على القروض القصيرة و الطويلة الأجل، و تؤثر بطريقةٍ غير مباشرة على القيمة الحالية لصافي الثروة كما تظهر بقائمة المركز المالي هي خاصة بالمؤسسة و لا تتأثر بالقيمة السوقية لحق الملكية، و بذلك يسعى المدير المالي إلى اتخاذ القرارات التي تهدف في النهاية إلى تعظيم ثروة الملاك.
- ✓ درجة المخاطرة التي يتعرض لها الملاك، حيث تتفاوت المخاطر وفقاً للشكل القانوني للمؤسسة، ففي المؤسسات الفردية و شركات التضامن تكون مخاطر الملاك أكبر من إفلاس المؤسسة، فلا تقتصر على ممتلكاتهم في المؤسسة و إنما تشمل أيضاً الممتلكات الشخصية، أما في الشركات المساهمة فتقتصر المخاطر في حالة الإفلاس على حصة الملاك في الشركة و أن الاستثمار في الاسهم الممتازة أفضل من الأسهم العادية حيث تكون الأولى أقل تعرضاً للمخاطر.

- ✓ يتعرض الملاك لانخفاض القيمة السوقية للأسهم إذا ما كانت القرارات التي اتخذها المدير المالي خاطئة، و يحدث العكس إذا كانت هذه القرارات صحيحة حيث ترتفع القيمة السوقية للأسهم مما يؤدي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية.
- ✓ من أجل تعظيم قيمة السهم يجب الوصول إلى مرحلة البحث عن العلاقة بين الهدف و الإدارة المالية في المؤسسة، و بصفةٍ عامة ليكون هدف الإدارة المالية أكثر فعالية.

3.مراحل القرارات المالية: تمر عملية اتخاذ القرار المالي بالمراحل التالية:

أ/تحديد المشكلة: بمعنى تحديد القرار التمويلي أو الاستثماري أو توزيع الأرباح المراد اتخاذه.

ب/تحديد مختلف البدائل الممكنة: فإن كان قرار استثمار يتم تحديد مختلف المشاريع التي توافق الطلب، و إن كان قرار تمويل فيتم فيه تحديد مختلف مصادر التمويل الممكنة، و أما إن كان قرار توزيع الأرباح فيتم فيه اتخاذ قرار توزيع الأرباح من عدمه.

ج/جمع البيانات و المعلومات: تتطلب عملية فهم المشكلة و اقتراح البدائل المناسبة لحلها جمع البيانات و المعلومات ذات الصلة بالمشكلة محل القرار، ذلك أن اتخاذ القرار الفعال يعتمد على قدرة المدير في الحصول على أكبر قدر ممكن من البيانات الدقيقة و المعلومات المحايدة و الملائمة زمنياً من مصادرها المختلفة، و من ثم تحديد أحسن الطرق للحصول عليها، ثم يقوم بتحليلها تحليلاً دقيقاً و يقارن الحقائق و الأرقام و يخرج من ذلك بمؤشرات و معلومات تساعده على الوصول إلى القرار المناسب، و قد صنف بعض علماء الإدارة أنواع البيانات و المعلومات التي يستخدمها المدير إلى البيانات و المعلومات الأولية و الثانوية، البيانات و المعلومات الكمية، البيانات و المعلومات النوعية.

د/ اختيار البديل المناسب لحل المشكلة: تتم عمليه المفاضلة بين البدائل المتاحة و اختيار البديل الأنسب وفقاً لمعايير و اعتبارات موضوعيه يستند إليها المدير في عمليه الاختيار.

ه/ تطبيق القرار: من خصائص القرار الإداري أنه ينفذ عن طريق جهود و أفراد آخرين، فالمدير يتخذ القرار و لكنه لا يقوم بتنفيذه بنفسه فهو يحدد المشكلة و الأهداف و يضع الأسس و القواعد و يحلل المعلومات و البيانات و يحدد البدائل و تقييمها و يختبرها و يوازن بينها و يختار أفضلها، ثم تبدأ مرحلة التنفيذ عن طريق جهود الآخرين.

و /متابعه التطبيق وتقييم القرار: تهتم الخطوة الأخيرة في عملية اتخاذ القرار بمتابعة عمليات التطبيق و تقييم النتائج أولاً بأول.

ثانياً: ماهية السياسة المالية للمؤسسة

1.تعريف السياسات المالية للمؤسسة:

تنقسم السياسة العامة للمؤسسة حسب المجالات الوظيفية إلى السياسات الإنتاجية، السياسة التسويقية، سياسات الموارد البشرية والسياسات المالية، حيث تعرف هذه الأخيرة بأنها السياسة التي تتحدد بناءا على توجهات السياسة العامة؛ المرتكزة على مخطط استراتيجي بعيد المدى، حيث تعتبر إحدى التقنيات الأساسية لتنفيذ الاستراتيجية، وبالتالي هي مجموعة القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية للمؤسسة والإمكانيات المالية المتوفرة لها.

2.أهداف السياسة المالية للمؤسسة:

تتلخص أهداف السياسة المالية للمؤسسة في الآتي :

- ✓ ضمان المستولى الأمثل من السيولة المالية ما يجعل المؤسسة قادرة على الوفاء بإلتزاماتها المختلفة وتفادي مخاطر التوقف عن الدفع؛
- ✓ تحقيق مردودية عالية عن طريق تدنية تكاليف الإستدانة والأموال الخاصة؛
- ✓ تمويل الإستثمارات ودورة الإستغلال.

ثالثاً: السياسات المالية واتخاذ القرارات المالية

إن جوهر عملية اتخاذ القرارات المالية هو اختيار أحد الحلول الممكنة لتمثيل موضوعٍ معينٍ أو تحقيق غرضٍ ما لمواجهة موقف معين يتعلق بالجانب المالي للمؤسسة، و تتمثل القرارات الرئيسية للسياسة المالية للمؤسسة في ثلاث قرارات: قرارات الاستثمار، قرارات التمويل و قرارات توزيع أرباح السهم بالمؤسسة:

1.قرارات الاستثمار:

يعد القرار الاستثماري من أهم و أصعب القرارات التي تتخذها الإدارة في المؤسسة، ذلك أن هذه القرارات تهدف إلى تحديد الهيكل الأمثل لحجم الاستثمار، كما تؤثر على بقاء و استمرار و نمو المؤسسة.

أ/ تعريف القرار الاستثماري:

يشير مصطلح قرار الاستثمار بصفه عامةٍ إلى قرار تخصيص مجموعةٍ من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تتحقق على مدار عدة فترات زمنية مقبلة.

و يستند القرار الاستثماري على مبدأ الرشادة الاقتصادية حيث من المفترض أن متخذ القرار الاستثماري يتحلى بالقدرة على حسن التدبير و التصرف في الموارد النادرة المتاحة، أي أن عملية البحث في كيفيه الاستخدام العقلاني الأمثل للدور الاقتصادي أحسن استخدام ممكن، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة.

ب/مبادئ القرار الاستثماري:

حتى يتمكن المستثمر من القيام بعملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة ينبغي عليه مراعاة مجموعة من البدائل تتمثل في ما يلي:

***مبدأ الاختيار**: يفترض في المستثمر الرشاد و منه فإنه دائماً يبحث عن فرصٍ استثماريةٍ متعددةٍ لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدلاً من توظيفها في أول فرصةٍ تتاح له.

***مبدأ المقارنة** :إذا كان المستثمر أمام مجموعةٍ من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني و عوائدها و مميزاتها و التي تكون متفاوتة من حيث العائد و المخاطرة، و حتى يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل المتاحة و اختيار البديل الذي يناسبه لا بد أن يقوم بعملية المقارنة بين تلك البدائل المتاحة بالاستعانة بأدوات التحليل و التقييم لتحديد و حصر البديل المناسب لرغباته و امكانياته الاستثمارية التي يتميز بها.

***مبدأ الملائمة**: كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتيه تتمثل في العمر، الدخل، الرغبات و هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار المتمثلة في معدل العائد على الاستثمار، درجة المخاطر التي يتصف بها، مستوى السيولة التي يتمتع بها كل مستثمر.

***مبدأ التوزيع :**تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة و العوائد التي تدرها و عليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنويع من هذه الأصول و ذلك من أجل الحد من المخاطر و زيادة العوائد.

2.قرارات التمويل:

تعد قرارات التمويل من أهم القرارات المالية التي تتخذها الإدارة المالية، وعادةً ما تلجأ هذه الأخيرة إلى استخدام استراتيجيات محددة توضح طبيعة و أنواع مصادر التمويل التي تحتاجها المؤسسة سواء على المدى القريب أو البعيد.

أ/تعريف قرار التمويل:

توجد العديد من التعاريف التي أعطيت لقرار التمويل منها:

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

قرار التمويل هو تلك القرارات المتعلقة بتحديد و صياغة هيكل التمويل لمؤسسة الأعمال و التي تصل من خلالها لاختيار هيكل التمويل الأمثل لتعظيم ثروة الملاك أو تعظيم القيمة السوقية للسهم.

إن اهتمام المدير المالي قبل اتخاذ القرار التمويلي و بعده هو التأكد من أن الأموال المطلوبة ممكن:

- توفيرها في الوقت المناسب.
- توفيرها خلال فترات زمنية مناسبة.
- توفيرها بأقل تكلفة ممكنة.
- استثمارها في المحلات الأكثر فائدةٍ.

ب/مصادر التمويل:

تسعى المؤسسة الى امتلاك وسائل التمويل التي تمكنها من تحقيق نشاطاتها و تغطية احتياجاتها من الأموال، و بذلك تلجأ الى الاعتماد على مواردها الداخلية في شكل تمويل ذاتي(الأرباح المحتجزة، الاهتلاكات، المؤونات...)، و في حالة عدم كفايته تلجأ الى تدبير الموارد الخارجية في شكل تمويل خارجي(قروض قصيرة أو متوسطة أو طويلة الأجل، الائتمان التجاري، الاستئجار المالي، الأسهم و السندات...).

ج/العوامل المؤثرة في قرار التمويل: يمكن إجمال أهم العوامل المؤثرة في قرار التمويل فيما يلي:

- ✓ تكلفة المصادر المختلفة للتمويل،
- ✓ عنصر الملائمة، أي أن يكون مصدر التمويل ملائماً للمجال الذي تستخدم فيه الأموال،
- ✓ وضع السيولة النقدية في المؤسسة لدى متخذ القرار و سياساته المتبعة في إدارة هذه السيولة، فإذا كان هذا الوضع حرجاً قد تضطر المؤسسة لتجاوز عامل التكلفة و البحث عن مصادر تمويل طويلة الأجل لتجنب عوامل الضغط على السيولة في المستقبل،
- ✓ القيود التي يفرضها المقرض على المؤسسة المقترضة و التي تتعلق عادةً بالضمانات المقدمة أو سياسة توزيع الأرباح أو قيود على مصادر تمويل أخرى،
- ✓ المزايا الضريبية، ذلك أن مصادر التمويل الخارجي تحقق وفورات ضريبية تخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال.

3.قرارات توزيع أرباح السهم:

يصاحب قرارات الاستثمار و قرارات التمويل نوع ثالث من القرارات هي قرارات توزيع الأرباح، و يعد من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي و يعطيه أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين و بين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية،

أ/ تعريف قرارات توزيع أرباح الاسهم:

قبل أن نعطي مفهوم لسياسة توزيع الأرباح لابد و أن نعرج عن مفهوم الأرباح، حيث يطلق بعض الاقتصاديين مصطلح دخل المؤسسة (revenu de l'entreprise) على مفهوم الربح(profit)، و يعرف على أنه الفرق بين مجمل إيرادات المؤسسة و بين إجمالي تكاليف الإنتاج و نفقات التوزيع التي تتكبدها المؤسسة في إنتاج منتجاتها من السلع و الخدمات و إيصالها إلى العملاء.

و تعرف قرارات توزيع الأرباح على أنها مجموعة قرارات تشمل كافة الأمور التي تحدد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي على المساهمين من حملة الأسهم العادية و زمن توزيع هذه الأرباح.

أما سياسة توزيع الأرباح فتعرف على أنها مجموعة الأدلة و الإرشادات التي تعتمد عليها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، و تمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون كعائد على استثماراتهم في أسهم الشركة، و تمثل هذه الأرباح دخلاً جارياً ينتظره و يتوقعه العديد من المساهمين، لذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة و تغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق المالية، و يتضح من ذلك أن قرار توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر واحدٌ من أهم قرارات الإدارة المالية في المؤسسة، كما أن الوجه الآخر لهذا القرار أي احتجاز الأرباح يرتبط بقرار التمويل و الاستثمار في المؤسسة.

رابعاً: السياسة المالية للمؤسسة وهدف تعظيم القيمة السوقية للمساهمين

لم يعد هدف تعظيم إجمالي الأرباح (الهدف التقليدي) كافيا للتعبير عن مصلحة المساهمين في شركة المساهمة، كونه هدف ينطوي على مجموعة من العيوب تتمثل في الغموض في طريقة إحتسابه، كما أن هدف تعظيم إجمالي الأرباح يتجاهل القيمة الزمنية للنقود، وعدم أخذه مخاطر الإستثمار (فالمساهم بإعتباره متجنب للمخاطرة يقبل بعائد أقل ولكن مؤكد)، وللإعتبارات السابقة ينبغي التركيز على ربحية السهم الواحد بدلا من الأرباح الإجمالية، لأن ربحية السهم الواحد أصبحت من بين المؤشرات المالية المهمة في الأسواق المالية للدلالة على نجاح الشركة من عدمها، بالرغم مما تقدم تم البحث أكثر في إيجاد مقاييس من شأنها تقديم بيان أوضح للمنفعة القصوى للمساهمين، فوقع إختيارهم على هدف تعظيم القيمة السوقية للمساهمين أو زيادة سعر السهم في البورصة (لأن أسعار الأسهم هي المقياس الذي من خلاله يستطيع المساهمون الحكم على كفاءة إدارة المؤسسة) وهذا لعدة إعتبارات نوجزها في ما يلي:

- ✓ هدف تعظيم إجمالي الأرباح لا يعكس بشكل مناسب الإستخدام الأمثل للموارد، إذ قد تزيد الموارد المالية وقد تزيد معها الأرباح ولكن بنسبة أقل من نسبة زيادة الموارد المالية، الأمر الذي يعني تدني العائد على الإستثمار وبالتالي القيمة السوقية للمساهمين؛
- ✓ إن هدف تعظيم إجمالي الأرباح يتجاهل المخاطر الناتجة عن الإستثمار، لأن هذه الفكرة تعني الإنحياز للمشروع الأكثر ربحا بغض النظر عن نسبة المخاطر المتضمنة فيه، في حين لا يقبل المساهمون بالمشاريع ذات المخاطر المرتفعة خاصة إذا لم ينتج معها أرباح مرتفعة تتوازى مع هذه المخاطر؛
- ✓ إن هدف تعظيم إجمالي الأرباح لا يأخذ عنصر الزمن بعين الإعتبار، فمثلا لو كان لدينا مشروعين مدتهما سنتين حقق المشروع الأول تدفق نقدي صافي في السنة الأولى فقط، بينما حقق المشروق الثاني نفس التدفق النقدي الصافي في السنة الثانية فقط، بالنظر إلى هدف تعظيم إجمالي الأرباح فهما متساويان، ولكن إذا أخذنا في الحسبان القيمة الزمنية للنقود (توقيت الحصول عليها) فإنهما غير

متساويان نظراً لوجود إمكانية إعادة إستثمار التدفقات النقدية الصافية للمشروع الأول والحصول على عوائد، كما أن المساهم وحتى المؤسسة يفضلان الحصول على مبلغ ما في الوقت الحاضر عن حيازته بعد مضي فترة معينة سنة مثلا، لأن قيمة ذلك المبلغ في الحاضر أحسن منه في المستقبل بعد السنة، (فكرة المنفعة)؛

- ✓ يوجد غموض في طريقة حساب الربح الصافي، حيث يتفاوت حجم الأرباح من مؤسسة لأخرى بسبب مرونة النظرية المحاسبية، فمثلا إستخدام الإهتلاك المتزايد يؤدي الى وجود ربح يختلف عن إستخدام الإهتلاك الثابت.

المحور الثاني:

القيمة الزمنية للنقود:

الرسملة والتحيين (الاستحداث)،

القيمة الحالية الصافية والنظرة

الموضوعية للقيمة.

المحور الثاني: القيمة الزمنية للنقود: الرسملة والتحيين (الاستحداث)، القيمة الحالية الصافية والنظرة الموضوعية للقيمة.

تمهيد:

تتضمن عملية تقييم القرارات المالية حساباً للتدفقات النقدية المستقبلية، إذ لا يمكن التحقق من جدوى القرارات المالية بدون العمل على قياس القيمة المالية الناتجة عن هذه القرارات، و يعتبر الزمن عاملاً مهماً في تحديد مستوى القيمة المتولدة باعتبار أن التدفقات النقدية المستقبلية لا تأتي في وقت واحد بل يتطلب ذلك مرور بعض الوقت، مما يدفعنا إلى التساؤل حول احتمالية اختلاف قيمة المبالغ المتولدة بسبب اختلاف تواريخ تحصيلها أو دفعها ، أيضاً مقارنة مردودية مؤسستين مختلفتين لا يمكن أن يكون دقيقاً إذا لم نأخذ بعين الاعتبار عامل الزمن الذي من خلاله تم توليد هذه المردودية.

تعتبر القيمة الزمنية للنقود من أهم المفاهيم بالنسبة لميداني مالية المؤسسة و مالية الأسواق المالية باعتباره مرتبطاً بمواضيع تقييم المؤسسات، اختيار التمويلات، طرق حساب تسديد القروض، حساب عوائد التوظيفات المالية، اختيار الاستثمارات و العديد من القرارات المالية الأخرى.

أولاً: القيمة الزمنية للنقود

1.تعريف القيمة الزمنية للنقود:

مصطلح القيمة الزمنية للنقود يعبر بأن قيمة النقود متغيرة حسب الزمن الذي نتحصل فيه على هذه النقود، ذلك أن ليس لمبلغ معين نفس القيمة إذا تحصلنا عليه في زمنين مختلفين مما يستدعي أن للزمن ثمناً و القاعدة الأساسية في ذلك أن قيمة النقود تنخفض بمرور الزمن، فمثلاً دينار اليوم أغلى قيمة من دينار السنة القادمة و هذا ينطبق على جميع العملات النقدية في العالم.

2.أسباب تغير القيمة الزمنية للنقود:

يعود التغير المذكور في قيمة النقود إلى أربعة أسباب رئيسية وهي:

* **التضخم** : يقلل التضخم من القدرة الشرائية للنقود المستقبلية مقارنه بالنقود الحالية.

* **فرصة التكلفة البديلة**: بدلاً من انتظار الحصول على دينار العام المقبل يمكن استثمار هذا الأخير والحصول على أكثر من دينار السنة المقبلة، وبالتالي بمجرد اقراضه فإن المستثمر قد أضاع الفرصة البديلة لاستثماره وبالتالي أضاع العائد المنتظرة منه.

* **المخاطرة**: تمثل المخاطرة احتمالية عدم استرجاع رأس المال وكلما كان موعد الحصول على النقود أبعد زمناً كانت المخاطرة أكبر مما يؤدي إلى انخفاض أكبر في القيمة الزمنية للنقود.

* **الأفضلية للسيولة**: حسب الاقتصاد الانجليزي الشهير جون مينارد كينز فإن لدى الأفراد أفضلية للاحتفاظ بالنقود وذلك من أجل المضاربة، التحوط والمعاملات، وبالتالي فقيمتها عند الاحتفاظ بها أعلى من قيمتها المستقبلية.

3. أهمية القيمة الزمنية للنقود:

تعتبر القيمة الزمنية للنقود قاعدة مهمة جداً في المالية، فاستعمالها ضروري خصوصاً في المسائل التالية:

* معرفة القيمة الحالية لمبلغ مستقبلي:

مثال: سيتحصل المستثمر أحمد على مبلغ 2 000 دينار بعد سنتين. إذا كان معدل التحيين يساوي 3%.

المطلوب: احسب القيمة الحالية للمبلغ المتحصل عليه.

الحل: نطبق العلاقة التالية: $C_0 = C_n(1+t)^{-n}$

ومنه نجد: $C_0 = 2000(1{,}03)^{-2} = 1885.19$

* امكانية المقارنة بين مجموعة من المبالغ المنتظرة:

مثال: لدى المستثمر أحمد، في حالة توظيفه لمبلغ 100 000دج اختيار ان:

1. الحصول على 150 000 دج بعد 4 سنوات.
2. الحصول على 165 000 دج بعد 5 سنوات.

المطلوب: إذا علمت معدل التحيين يساوي 5%، قم باختيار أفضل حل للمستثمر أحمد.

القاعدة: $C_0 = C_n(1+t)^{-n}$

$$C_0 = 150\,000(1{,}05)^{-4} = 123405{,}37$$
$$C_0 = 165\,000(1{,}05)^{-5} = 129281{,}82$$

يجب على المستثمر أحمد أن يختار الاستثمار الثاني.

*خصم الأوراق التجارية:

أ. **العمولات البنكية**: عندما يُسبِق البنك الأموال للمؤسسة الدائنة في عملية الخصم التجاري فيجب أن يأخذ عمولة مقابل ذلك تتكون هذه العمولة من الفوائد محسوبة كما يلي:

- معدل الفائدة الأساسي (taux de référence).
- معدل خصم التظهير (مقابل المخاطرة) (commission d'endos).
- مصاريف ثابتة لكل ورقة تجارية مخصومة (الهدف منه تقليل استعمال الأوراق التجارية).
- الرسم على القيمة المضافة على العمولة الثابتة.

يتم حساب تكلفة خصم الورقة التجارية وفق الصيغة التالية:

تكلفة خصم الورقة التجارية= التكلفة المتغيرة + التكلفة الثابتة

$$\text{CVEF} = \text{VN} \times i \times \frac{N}{360}$$

حيث أن:

CVEF: التكلفة المتغيرة للخصم التجاري؛

VN: القيمة الإسمية للورقة التجارية؛

i: معدل الفائدة الأساسي + خصم التظهير.

N: عدد الأيام الفاصلة بين تاريخ الخصم وتاريخ الاستحقاق (يوم التفاوض لا يحسب وهو اليوم الموافق لتقديم الورقة للخصم).

ب. حساب عدد الأيام: عند حساب عدد الأيام الفاصلة، يجب إضافة:

- عند الخصم: عدد الأيام الباقية على موعد الاستحقاق +أيام البنك وتساوي يومين في الغالب.
- عند السداد: موعد الاستحقاق +4 أيام.

ملاحظة: يجب إضافة أيام البنك وأيام القيمة.

مثال: مؤسسة قامت بخصم ورقة تجارية وفق الخصائص التالية:

- القيمة الإسمية للورقية: 10 000 دج.
- موعد تقديم الورقة للخصم: 19 مارس.

موعد استحقاق الورقة: 10 أفريل.

- المعدل الأساسي: 6.4%.

خصم التظهير: 0.6%.

يوم البنك= 2 يوم عند الخصم.

يوم قيمة: 1 يوم.

مصاريف ثابتة: 4 دج خارج الرسم عن كل ورقة تجارية.

معدل الرسم على القيمة المضافة 20 %.

الحل:

فوائد الخصم تتمثل في المعدل الأساسي+خصم التظهير=7%.

- حساب عدد الأيام الباقية على موعد الاستحقاق:

- 1 يوم القيمة: يبدأ الحساب من 20 مارس

مارس : 12 يوما؛

- أفريل: 10 يوما؛

أيام البنك=2 يوم.

المجموع: 24 يوما.

فائدة الخصم=$10\,000 * 0.07 * \frac{24}{360}$=46.67 دج.

يجب إضافة المصاريف الثابتة=4+0.8=4.8دج.

فائدة الخصم=46.67+4.8=51,47 دج.

إذن تكلفة الخصم تساوي 51.47 دج.

المؤسسة ستحصل على 10000-51.47=9948,53 دج.

*تحديد مردودية الاستثمارات الحقيقية: وتخص حساب مردودية الاستثمارات وفق معايير حالات التأكد و المخاطرة عدم التأكد التام.

*تحديد معدل المردودية الحالي:

و يتمثل في المعدل الذي يسمح بمساواة مبلغ التوظيف المالي و القيمة الحالية للتدفقات المتحصل عليها، يساعد هذا المعدل على معرفة ما إذا كان التوظيف المالي مناسب أو غير مناسب.

لنفترض الآن أنه لدينا كل المعلومات الخاصة بعملية التحيين ما عدا معدل التحيين. تبقى الصيغة المستعملة نفسها لكن يجب البحث عن المعدل المجهول.

مثال: تحصل أحمد على مبلغ 200000 دينار وسيسدد مقابل هذا المبلغ 220000 دينار خلال سنتين.

المطلوب: أحسب معدل المردودية الحالي.

القاعدة: $C_n = C_0(1+t)^{-n}$

$$200\,000 = 220\,000(1+t)^{-2}$$

ومنه معدل المردودية الحالي يساوي 4.9 %

*حساب الأقساط الثابتة للقرض:

نستعمل التحيين أيضاً لحساب مبلغ القسط الواجب تسديده في حالة التسديد بأقساط ثابتة حيث أن مبلغ القرض يمثل القيمة المحينة للأقساط الثابتة المدفوعة و معدل التحيين يساوي معدل الفائدة المستعمل لحساب القرض.

مثال: لدينا قرض بقيمة 100 000 دج، معدل الفائدة يساوي 4.5.% يسدد القرض بأقساط ثابتة (آخر المدة) لمدة 6 سنوات.

السؤال: احسب القسط الثابت الذي تسدده المؤسسة في كل عام

الحل: نطبق العلاقة التالية:

$$V_0 = a\,\frac{1-(1+t)^{-n}}{t}$$

$$100\,000 = a\,\frac{1-(1{,}045)^{-6}}{0.045}$$

$$a = 19\,387{,}84$$

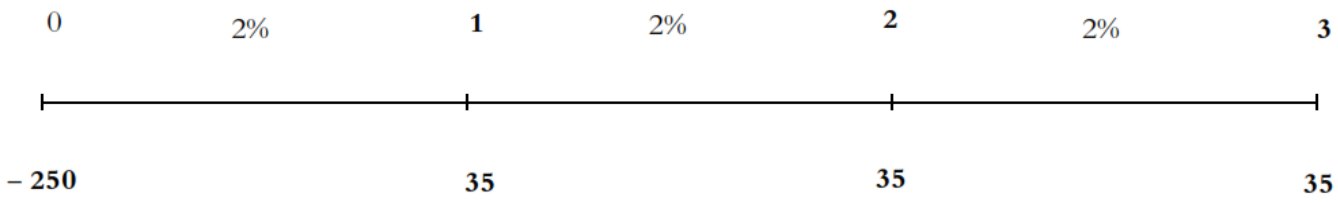
*حساب قيمة السهم:

من خلال مفهوم التحيين نستطيع حساب قيمة السهم في السوق المالي.

مثال: قام السيد سليم بشراء سهم في بورصة الجزائر واحتفظ به لمدة 3 سنوات حيث أن مبلغ شراء السهم يساوي 250 دينار ومبلغ الأرباح السنوية المتحصل عليها يساوي 35 دينار.

المطلوب: احسب القيمة الحالية للسهم إذا كان معدل المردودية المطلوب 2 % وسعر التنازل عن السهم يساوي 1015 دج.

الحل: نقوم أولا برسم الخط الزمني:



$$x = 35(1{,}02)^{-1} + 35(1{,}02)^{-2} + 1050(1{,}02)^{-3}$$

$$x = 34{,}31 + 33.64 + 989{,}44$$

$$x = 1057.39$$

إذن قيمة الحالية للسهم تساوي 1057.39 دج.

*تقييم المؤسسة (الطرق السوقية):

يتم تقييم المؤسسات من أجل عمليات الشراء (البيع) للمؤسسة، الدخول إلى البورصة، طرح أسهم، تقييم الأسهم في نهاية السنة، معرفة قيمة المؤسسة و تعظيمها في المستقبل من طرف الإدارة المالية.

تعتبر الطرق السوقية لتقييم المؤسسات من أشهر الطرق المستخدمة فمن خلال هذه الطرق تصبح قيمة المؤسسة تساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة وباعتبار أن التدفقات النقدية في المؤسسة تعود إلى:

– المساهمين باعتبارهم ملاك المؤسسة، فإن التدفقات الخاصة بهؤلاء يتم خصمها بتكلفة حقوق الملكية، مما يجعل من الممكن تقدير القيمة السوقية للأموال الخاصة وتسمى الطرق التي تقوم بحساب قيمة الأموال الخاصة بالطرق المباشرة.

– دائني المؤسسة الماليين باعتبارهم من أهم ممولي المؤسسة بالأموال، فإن التدفقات الخاصة بهؤلاء يتم خصمها بتكلفة الدين، مما يجعل من الممكن تقدير القيمة السوقية للديون المالية؛

– مجموع المساهمين والدائنين الماليين، فإن التدفقات المتراكمة لجميع مقدمي الأموال في المؤسسة يتم خصمها بتكلفة رأس المال، مما يجعل من الممكن تقدير القيمة الإجمالية للمؤسسة وتسمى الطرق التي تقوم بحساب القيمة الإجمالية للمؤسسة بالطرق غير المباشرة.

أ. **الطرق السوقية المباشرة:** والتي من خلالها نتحصل على قيمة الأموال الخاصة مباشرة بدون حساب القيمة الإجمالية للمؤسسة، و تنقسم إلى الطرق التالية:

– **تحيين الأرباح الموزعة الثابتة وغير محدودة (نموذج Irving Fischer):** تفترض هذه الطريقة بأن توزيعات الأرباح المستحقة ثابتة ومن ثم تصبح الصيغة الأساسية هي كالتالي:

$$V_0 = \frac{D_1}{r}$$

حيث أن:

$D_n = \cdots = D_2 = D_1$: الربح الموزع الثابت؛

r: تكلفة الأموال الخاصة.

مثال: لدينا مؤسسة وزعت ربحا سنويا ثابتا مقداره 9 دج ومعدل تكلفة الأموال الخاصة يقدر بـ15%.

المطلوب: ما هي قيمة المؤسسة إذا علمت بأن عدد أسهمها يساوي 8 000 000 سهم.

الحل: نقوم أولا بحساب قيمة السهم الواحد ثم نضربه في عدد الأسهم من أجل إيجاد قيمة المؤسسة.

– **قيمة السهم الواحد:**

$$V_0 = \frac{D_1}{r} = \frac{9}{0.15} = 60$$

ومنه قيمة السهم الواحد تساوي 60 دج.

– **قيمة المؤسسة:**

$$VGE = 66 * 8\,000\,000 = 480\,000\,000$$

إذن قيمة المؤسسة تساوي 480 مليون دج.

– **الأرباح الموزعة تنمو بمعدل ثابت g وهي غير محدودة (نموذج غوردون شابيرو):** تجاوز هذا النموذج فرضية ثبات الأرباح حيث يعتبر أن توزيعات الأرباح المستحقة تنمو بمعدل ثابت g غير منته. بتعديل الصيغة السابقة سنحصل على العلاقة التالية:

$$V_0 = \frac{D1}{r - g}$$

مثال: لدينا مؤسسة وزعت ربحا سنويا ثابتا مقداره 9 دج ومعدل تكلفة الأموال الخاصة يقدر بـ15% مع العلم بأن معدل نمو الربح الموزع المنتظر يساوي 3%.

المطلوب: ما هي قيمة المؤسسة إذا علمت بأن عدد أسهم المؤسسة يساوي 8 000 000 سهم.

الحل: نقوم أولا بحساب قيمة السهم الواحد ثم حساب قيمة المؤسسة.

– **قيمة السهم الواحد:**

$$V_0 = \frac{D1}{r - g} = \frac{9}{0.15 - 0.03} = 75$$

ومنه قيمة السهم الواحد تساوي 75 دج.

– **قيمة المؤسسة:**

$$VGE = 75 * 8000\,000 = 600\,000\,000$$

إذن قيمة المؤسسة تساوي 600 مليون دج.

– **تحيين نتائج المؤسسة:** قيمة المؤسسة تساوي القيمة الحالية للعائد على السهم مخصوما بتكلفة حقوق الملكية مضروبا في عدد الأسهم وتحسب قيمة السهم الواحد وفق الصيغة التالية:

$$V_0 = \frac{BPA}{Vcp}$$

مثال: لديك المعلومات التالية حول مؤسسة الحصان الذهبي، إذا علمت بأن:

– العائد على السهم: 6 دج،

– تكلفة الأموال الخاصة: 15 %.

المطلوب: ما هي قيمة المؤسسة إذا علمت بأن عدد أسهم المؤسسة يساوي 8 000 000 سهم.

– **قيمة السهم الواحد:**

$$V_0 = \frac{6}{0.15} = 40$$

ومنه قيمة السهم الواحد تساوي 40 دينار.

– **قيمة المؤسسة:**

$$VGE = 40 * 8\,000\,000 = 320\,000\,000$$

إذن قيمة المؤسسة تساوي 320 مليون دينار.

ب. الطرق غير المباشرة

– **طريقة التدفقات النقدية المتاحة المخصومة (تحيين التدفقات النقدية):** يتم حساب قيمة المؤسسة الإجمالية من خلال حساب مجموع التدفق النقدي المتاح مضافا إليه القيمة المتبقية للمؤسسة ويتم خصم مجموع القيمتين بتكلفة رأس المال بعد ذلك يمكن الحصول على قيمة حقوق الملكية من خلال طرح قيمة الديون المالية من القيمة الإجمالية للمؤسسة المتحصل عليها.

مثال: لديك المعلومات التالية حول مؤسسة الحصان الذهبي:

السنة	ن	ن+1	ن+2	ن+3	ن+4
التدفق النقدي المتاح	650	680	700	730	750

– تكلفة رأس المال: 10%.

– القيمة المتبقية للمؤسسة غير محينة تساوي 1200.

بتطبيق العلاقة التالية:

$$Vo = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FT_t}{(1+R)^t} + \frac{VT_t}{(1+R)^n}$$

المطلوب: احسب قيمة المؤسسة.

الحل:

أولا: نقوم بتحيين التدفقات النقدية المتاحة.

$$Vo = \frac{650}{(1.1)^1} + \frac{680}{(1.1)^2} + \frac{700}{(1.1)^3} + \frac{730}{(1.1)^4} + \frac{750}{(1.1)^5} = 2643.1$$

ثانيا: نقوم بتحيين القيمة المتبقية للمؤسسة.

$$VT_0 = \frac{VT_t}{(1+R)^n} = \frac{1200}{(1.1)^5} = 745.1$$

إذن قيمة المؤسسة تساوي 2643.1+745.1=3388,2.

ومن أجل أن نستطيع المقارنة بين المبالغ المختلفة وحساب قيمتها عبر الزمن لابد من استخدام مفهومين أساسيين وهما الرسملة والتحيين.

ثانياً: عملية الرسملة

1. مفهوم عملية الرسملة:

تمثل الرسملة عملية حساب القيمة النقدية المستقبلية لمبلغ نقدي حالي، فهي تعني عملية إضافة فوائد للقيمة الحالية لمبلغ معين حتى نحصل على قيمته المستقبلية، يتم الحصول على المبلغ المستقبلي انطلاقاً من توظيف مبلغ مالي حالي خلال مدة زمنية معينة بمعدل فائدة معين، قد تكون المدة الزمنية شهر، سداسي، سنة.....، بشرط أن يكون معدل الفائدة المستخدم مكافئاً للمدة المعينة.

يتم رسملة مبلغ واحد و هو ما يمثل حساب الفائدة البسيطة و المركبة (حسب الزمن الذي نختاره) لمبلغ حالي وفق معدل معين، أو القيمة المستقبلية لمبلغ واحد أو مبالغ متساوية (دفعات منتظمة) أو مبلغ مختلفة (دفعات غير منتظمة) و هذا ما سنتطرق له وفق التحليل الموالي:

2.الفائدة البسيطة و الفائدة المركبة

تعرف الفائدة على أنها العائد الناتج عن استثمار الأموال، أي هي المقابل المادي الناجم عن التخلي عن رأس المال للغير، و معدل الفائدة هو العائد على استثمار وحدة رأس المال في نهاية الفترة الزمنية و بالتالي قان مقدار الفائدة المستحقة يتوقف على ثلاثة عناصر هي: المبلغ المستثمر، مدة الاستثمار، معدل الفائدة.

و على هذا الأساس فإن قيمة الفائدة المستحقة تزيد بزيادة أحد العناصر الثلاثة المذكورة مع ثبات العنصرين الآخرين و العلاقة بينهما طردية.

أ/الفائدة البسيطة:

هي تلك الفائدة التي تحسب على مبلغ استثمار ثابت طيلة فترة الاستثمار، و عليه فإن قيمة الفائدة المستحقة عن كل فترة زمنية تبقى ثابتة خلال المدة.

الترميز:

I: تمثل مبلغ الفائدة البسيطة.

C: أصل المبلغ.

t: معدل الفائدة.

n: المدة بالسنوات

V: الجملة (القيمة المكتسبة)

قانون الفائدة البسيطة:

*حالة السنوات: $I = C \times t \times n$

*حالة الأشهر: $I = C \times t \times \frac{n}{12}$

*حالة الأيام : $I = C \times t \times \frac{n}{360}$

قانون الفائدة البسيطة الصحيحة (الحقيقية):

*حالة السنوات العادية: $I = C \times t \times \frac{n}{365}$

*حالة السنوات الكبيسة: $I = C \times t \times \frac{n}{366}$

قانون الفائدة البسيطة التجارية:

$$I = C \times t \times \frac{n}{360}$$

قانون الجملة بالفائدة البسيطة:

$$V = C\left(1 + t \times \frac{n}{360}\right)$$

ب/ الفائدة المركبة:

هي تلك الفائدة التي يتم احتسابها في نهاية السنة بعد إضافة المبلغ المستثمر إلى قيمة الفائدة المتحققة و هكذا على طول فترة الاستثمار، و يصبح اجمالي المبلغ المستثمر في نهاية الفترة عبارة عن المبلغ المستثمر في أول السنة مضافاً إليه مقدار الفوائد المتحققة على طول فترة الاستثمار، و تكون عناصر الفائدة المركبة عبارة عن:

-المبلغ المستثمر في أول المدة.

-مدة الفائدة المركبة: و هي عبارة عن عائد وحدة النقد في نهاية فترة الاستثمار.

و يمكن حسابها وفق المعادلة التالية:

$$I = C[(1 + t)^n - 1]$$

t: معدل الفائدة المركب

C: المبلغ المستثمر

n : فترة الاستثمار

قانون الجملة بفائدة مركبة:

$$V = C(1 + t)^n$$

3. القيمة المستقبلية:

تشير القيمة المستقبلية إلى قيمة التدفقات النقدية التي يمكن الحصول عليها من الاستثمار الحالي الذي ينمو بمعدل عائد (سعر فائدة) محدد.

أ/ القيمة المستقبلية(رسملة) لمبلغ واحد:

هي استثمار مبلغ من المال لعدد من السنوات بمعدل فائدة ثابت، و تحسب بالعلاقة التالية:

$$FV = C(1+t)^n$$

FV: القيمة المستقبلية

C: التدفق النقدي الحالي

t : معدل العائد

n: عدد السنوات

ب/ القيمة المستقبلية(رسملة) لدفعات سنوية متساوية:

تشير القيمة المستقبلية لدفعات سنوية متساوية إلى سلسلة من القيم المالية المتساوية المستحقة في نهاية كل سنة لعدد محدد من السنوات، و تحسب بالعلاقة التالية:

$$FV = C\left[\frac{(1+t)^n - 1}{t}\right]$$

ج/ القيمة المستقبلية(رسملة) لمبالغ مختلفة:

تشير القيمة المستقبلية لمبالغ مختلفة إلى استثمار سلسلة مختلفة من التدفقات النقدية في عدد من السنوات بمعدل فائدة محدد، و تحسب بالعلاقة التالية:

$$FV = \sum C(1+t)^n$$

د/ القيمة المستقبلية(رسملة) في حال دفع الفائدة أكثر من مرة في السنة:

يتم اعتماد العلاقة التالية:

$$FV = C\left(1+\frac{t}{m}\right)^{n\times m}$$

ثالثاً: مفهوم عملية التحيين

تهدف عملية التحيين إلى تحديد القيمة الحالية لقيمة مستقبلية معلومةٍ مسبقاً، و ذلك خلاف عملية الرسملة.

أ/ تحيين (القيمة الحالية) مبلغ نقدي واحد:

يحسب بالعلاقة التالية:

$$PV = C\frac{1}{(1+t)^n}$$

PV: القيمة الحالية

C: التدفق النقدي المستقبلي من الاستثمار.

ب/ تحيين (القيمة الحالية) لدفعات سنوية متساوية:

هي سلسلة متساوية من التدفقات النقدية التي يمكن الحصول عليها كل عام لعدد معين من السنوات، و تحسب بالعلاقة التالية:

$$PV = C\left[\frac{1-\left(\frac{1}{(1+t)^n}\right)}{t}\right]$$

ج/ تحيين (القيمة الحالية) مبالغ مختلفة:

في هذه الحالة تدر على المؤسسة سلسلة مختلفة من التدفقات النقدية المستقبلية عند معدل فائدة محدد، و تحسب بالعلاقة التالية:

$$PV = \sum C\frac{1}{(1+t)^n}$$

رابعاً: القيمة الحالية الصافية (VAN) La valeur actuelle nette:

يتم تقدير التدفقات النقدية المستقبلية المحتملة لاقتراح استثمار باستخدام تقنية الميزانية الرأسمالية المعروفة باسم صافي القيمة الحالية (VAN)باستخدام القيم الحالية ، حيث تمكّنك (VAN) من تقدير الأرباح المستقبلية المحتملة للمشروع.

تُعرف قيمة جميع التدفقات النقدية المستقبلية المحتملة الموجبة والسالبة المخصومة إلى الوقت الحاضر ،باسم صافي القيمة الحالية ، تستخدم المصطلحات القيمة الحالية (PV) وصافي القيمة الحالية (VAN) للإشارة إلى جوانب مختلفة من التدفق المستقبلي للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة على التوالي، و يمكن للمستثمر تحديد صافي القيمة الحالية للاستثمار من خلال مقارنتها بالعائد المستهدف في الاستثمار الأولي المحدد. بالإضافة إلى تحديد مقدار التعديل على الاستثمار الأولي المطلوب لتحقيق العائد المستهدف، فإن صافي القيمة الحالية يمثل أيضًا أي تغييرات محتملة أخرى .

لتقييم الربحية المتصورة لاستثمار أو مشروع محتمل يتم استخدام (VAN) بشكل متكرر في الممارسة يمكن أن تساعد هذه المعلومات المستثمرين وأصحاب الأعمال في اتخاذ قرارات بشأن الاستثمار أو العمل .

كما يمكن تعريف القيمة الحالية الصافية لأي مشروع استثماري بأنها الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة و التدفقات النقدية الخارجة.

و من خلال التعريف يتضح أنه لحساب صافي القيمة الحالية لابد من وجود معدل خصم يتم على أساسه خصم التدفقات النقدية المرتبطة بالاستثمار، و يجب أن يعكس هذا المعدل ما يلي:

- ✓ معدل تكلفة الحصول على الأموال المستثمرة.
- ✓ الحد الادنى لمعدل العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه.

يعبر صافي القيمة الحالية عن الفرق بين التدفقات النقدية المخصومة و مبلغ الإنفاق الاستثماري للمشروع خلال فترة زمنية معينة، و يمكن التعبير عنه بالعلاقة التالية:

$$VAN = \sum_{t=0}^{n} \left(\frac{\mathbf{cf}}{(\mathbf{1}+\boldsymbol{i})^{t}} \right) - \mathbf{I_0}$$

و في **حالة وجود القيمة المتبقية للاستثمار عند نهاية الفترة** يمكن حساب القيمة الحالية الصافية كما يلي:

$$VAN = \sum_{t=0}^{n} \left(\frac{CF}{(1+i)^t}\right) + \left(\frac{VR}{(1+i)^t}\right) - I_0$$

و يمكن أن نميز بين ثلاثة حالات لصافي القيمة الحالية:

- إذا **كانت VANموجبة أي أكبر من الصفر** فهذا يعني أن العائد المتوقع من المشروع أعلى من العائد المقبول من طرف المستثمر و الذي هو معدل الخصم، و بالتالي فإن المشروع الاستثماري يكون مقبولاً.
- إذا **كانت VAN سالبة أي أقل من الصفر** فهذا يعني أن العائد المتوقع من المشروع أقل من العائد المطلوب من طرف المستثمر، و بالتالي فإن المشروع الاستثماري يكون مرفوضاً.
- إذا **كانت VAN تساوي الصفر** فهذا يعني تساوي العائد المتوقع من المشروع مع العائد المطلوب من طرف المستثمر أي تساوي التدفقات النقدية الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة، و هنا يرجع قرار قبول أو رفض المشروع الاستثماري إلى طبيعة أصحاب المشروع.

أما في حالة المفاضلة بين عدد من المشاريع الاستثمارية باستخدام هذا المعيار فإن الأولوية تكون للبديل الذي يحقق أكبر صافي قيمة حالية للتدفقات النقدية.

مثال1: لدينا مشروعين A و B، قدرت التكاليف الاستثمارية لكلٍ منهما 100.000دج، كما يبلغ معدل الخصم 8%، و كانت التدفقات النقدية موضحة في الجدول التالي:

السنوات	السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة	السنة الرابعة	السنة الخامسة
المشروع A	4000	20.000	32.000	45.000	60.000
المشروع B	(3000)	18.000	35.000	47.000	65.000

المطلوب: باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية، أيُ المشروعين أفضل؟

الحل: لإيجاد صافي القيمة الحالية للمشروعين A و B يمكن الاعتماد على تطبيق القانون مباشرةً و تسمى بالطريقة الجبرية، كما يمكن كذلك الاستعانة بالجداول المالية المركبة في الحساب كما يلي:

السنوات	معدل الخصم 8%	المشروع A		المشروعB	
		صافي التدفقات النقدية	القيم الحالية	صافي التدفقات النقدية	القيم الحالية
1	0.9259	4000	3703.6	(3000)	(2777.7)
2	0.8573	20.000	17146	18.000	15431.4
3	0.7938	32.000	25401.6	35.000	27783
4	0.735	45.000	33075	47.000	34545
5	0.6806	60.000	40836	65.000	44239

وعليه:

VAN A=(3703.6+ 17146+25401.6+33075+40836)-100.000

VAN A= 20162.2 DA

VAN B=((2777.7)+15431.4+27783+34545+44239)-100.000

VAN B= 19220.7 DA

نستنتج أن المشروع الاستثماري A أفضل من المشروع الاستثماري B.

***مزايا و عيوب معيار صافي القيمة الحالية:** لمعيار صافي القيمة الحالية عدد من المزايا و العيوب منها:

المزايا: تتمثل في:

- يأخذ بالقيمة الزمنية للنقود و ذلك بمعدل خصم يعكس تكلفة الحصول على الأموال.
- يترجم الحد الأدنى لعائد الاستثمار المتوقع أو المطلوب.
- يحتسب التدفقات النقدية لكامل فترة حياة المشروع.

العيوب: تتمثل في:

- لا يعكس القوة التحصيلية للاستثمارات، بل يوضح ما إذا كان صافي القيمة الحالية موجبة أو سالبة.
- يصلح فقط للمقارنة بين البدائل التي تكون تكلفتها الاستثمارية الأولية متساوية و لها نفس المدة الاقتصادية و نفس معدل الخصم.
- صعوبة تحديد معدل الخصم المناسب عندما لا توجد مؤشرات دقيقة عنه، و هي أهم مشكلة تواجه معيار صافي القيمة الحالية، و التي يمكن تفاديها دون التأثير على أساس القيمة الزمنية للنقود و ذلك باستخدام معيار معدل المردودية الداخلي للمشروع.

المحور الثالث:

سياسة الاستثمار في المؤسسة:

محددات القرار الاستثماري،

تحديد التدفقات النقدية

المحور الثالث: سياسة الاستثمار في المؤسسة: محددات القرار الاستثماري، تحديد التدفقات النقدية

أولاً: محددات القرار الاستثماري

1. مفهوم القرار الاستثماري وخصائصه :

يشير مصطلح قرار الاستثمار بصفه عامةٍ إلى قرار تخصيص مجموعةٍ من الموارد في الوقت الحاضر على أمل تحقيق عوائد سوف تتحقق على مدار عدة فترات زمنية مقبلة.

و يستند القرار الاستثماري على مبدأ الرشادة الاقتصادية حيث من المفترض أن متخذ القرار الاستثماري يتحلى بالقدرة على حسن التدبير و التصرف في الموارد النادرة المتاحة، أي أن عملية البحث في كيفيه الاستخدام العقلاني الأمثل للدور الاقتصادي أحسن استخدام ممكن، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة.

قرارات الاستثمار هي قرارات تعني اختيار البديل الأمثل فيما يخص الاستثمارات التي تعمل على تعظيم ثروة حملة الأسهم من خلال العوائد، و ينطوي القرار الاستثماري على عده خصائص نذكر أهمها:

- ✓ يعتبر القرار الاستثماري قرار استراتيجي يحتاج إلى أداة تمد البصر إلى المستقبل.
- ✓ إن القرار الاستثماري يترتب عليه تكاليف ثابتة ليس من السهل تعديلها أو الرجوع فيها.
- ✓ يحيط بالقرارات الاستثمارية عدد من الظروف التي من الضروري التغلب عليها، مثل ظروف عدم التأكد و تغيير قيمه النقود و مشاكل عدم قابلية بعض المتغيرات للقياس الكمي و كلها تحتاج إلى أسس علمية للتعامل معها.
- ✓ يمتد القرار الاستثماري دائما إلى أنشطة مستقبلية و بالتالي يرتبط غالباً بدرجةٍ معينةٍ من المخاطرة.
- ✓ نتائج الاستثمارات تترجم في المدى البعيد و تستمر لفترةٍ طويلةٍ بحيث أن هذه الحقيقة تعني أن متخذ القرار يفقد الكثير من مرونته.

2. المبادئ التي يقوم عليها القرار الاستثماري:

حتى يتمكن المستثمر من القيام بعملية المفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة ينبغي عليه مراعاة مجموعة من البدائل تتمثل في ما يلي:

***مبدأ الاختيار**: يفترض في المستثمر الرشاد و منه فإنه دائماً يبحث عن فرصٍ استثماريةٍ متعددةٍ لما لديه من مدخرات ليقوم بالاختيار المناسب من بين الفرص المتاحة بدلاً من توظيفها في أول فرصةٍ تتاح له.

***مبدأ المقارنة** :إذا كان المستثمر أمام مجموعةٍ من البدائل المختلفة من حيث مداها الزمني و عوائدها و مميزاتها و التي تكون متفاوتة من حيث العائد و المخاطرة، و حتى يقوم المستثمر بالمفاضلة بين البدائل المتاحة و اختيار البديل الذي يناسبه لا بد أن يقوم بعملية المقارنة بين تلك البدائل المتاحة بالاستعانة بأدوات التحليل و التقييم لتحديد و حصر البديل المناسب لرغباته و امكانياته الاستثمارية التي يتميز بها.

***مبدأ الملائمة**: كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتيه تتمثل في العمر، الدخل، الرغبات و هذه العناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر يحدد درجة اهتمامه بالعناصر الأساسية لقرار الاستثمار المتمثلة في معدل العائد على الاستثمار، درجة المخاطر التي يتصف بها، مستوى السيولة التي يتمتع بها كل مستثمر.

***مبدأ التوزيع** :تختلف الأصول المالية من حيث درجة المخاطرة و العوائد التي تدرها و عليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنويع من هذه الأصول و ذلك من أجل الحد من المخاطر و زيادة العوائد.

ثانياً: تحديد التدفقات النقدية

1.مفهوم التدفقات النقدية:

يختلف تحديد مفهوم التدفقات النقدية من وجهة نظر المشروع عنها من وجهة نظر المساهمين فيه:

-فمن وجهة نظر المساهمين: التدفقات النقدية عبارة عن كل التدفقات النقدية سواء كان مصدرها القروض أو المساهمات و يتم اعدادها بهدف حساب العائد عليها.

-أما من وجهة نظر المشروع: فالتدفقات النقدية عبارة عن التدفقات النقدية الداخلة من المساهمين و الخارجة منهم فقط، و يتم استبعاد القروض المعاملة كتدفقات نقدية داخلة و الأقساط و الفوائد المترتبة كتدفقات نقدية خارجة حتى يمكن حساب العائد على أموال المساهمين.

2.مكونات التدفقات النقدية:

يمكن التمييز بين نوعين من التدفقات النقدية:

أ/ التدفقات النقدية الداخلة: هذه التدفقات تتضمن البنود التالية:

- ✓ الايرادات السنوية الجارية و التي تمثل قيمة المبيعات السنوية المتوقعة للمشروع المقترح خلال عمره الانتاجي.
- ✓ قيمة رأس المال العامل في نهاية العمر الانتاجي المتوقع، و الذي يتضمن قيمة المخزون المتبقي من المواد الخام و مستلزمات الانتاج و قطع الغيار.
- ✓ قيمة ما تبقى من الأصول في نهاية العمر الانتاجي المتوقع سواء كانت قابلة للاهتلاك أو غير قابلة للاهتلاك.

ب/ التدفقات النقدية الخارجة: تتضمن التدفقات النقدية الخارجة البنود التالية:

- ✓ التدفقات النقدية المتعلقة بالتكاليف الاستثمارية و التي تتضمن كل ما يتعلق بالتكاليف الاستثمارية الملموسة و الغير ملموسة، إضافة إلى راس المال العامل لأول دورة تشغيلية و هذه التكاليف الاستثمارية ليس بالضرورة أن تكون إنفاقاً نقدياً كحق المعرفة أو براءة الاختراع.
- ✓ الفوائد على القروض الاستثمارية و التي لا تدرج كتدفق نقدي خارج إذا كان الهدف هو قياس كفاءة الاستثمارات في المشروع المقترح.
- ✓ أقساط القروض.
- ✓ الضرائب المباشرة و التي تشمل الضرائب على الدخول و الثروات و التي تكون على صافي الربح المحاسبي.

3. المشاكل المتعلقة بحساب صافي التدفق النقدي:

من أهم المشاكل المتعلقة بحساب صافي التدفق النقدي نذكر:

أ/الاهتلاك:

يعرف الاهتلاك على أنه التناقص السنوي لقيمة كل أصل من الأصول الثابتة للمشروع و ذلك نتيجة دخولها في العملية الانتاجية أو استعمالها، لذا فلابد على المستثمر أن يقوم بتقدير الاهتلاك و ذلك عن طريق الاقساط السنوية.

فالمؤسسة عند شرائها للأصول الثابتة فإنها تعتبرها كتكلفة رأسمالية يتم توزيع عبئها على سنوات العمر الاقتصادي لكل أصل، و لحساب الاهتلاك لابد من معرفة:

- ✓ القيمة النقدية للأصل و عمره الانتاجي، إضافةً إلى قيمته المتبقية في نهاية المشروع أو العمر الإنتاجي لذلك الأصل.

و يسجل الاهتلاك في دفاتر المشروع على أساس تكلفة، تحمل على الإيراد في حساب الأرباح و الخسائر، و لا يمثل أي تدفق خارج باعتباره لا يمثل إلا قيد محاسبي في الدفاتر، و العلاقات التالية تمثل لنا الإهتلاك:

القيمة المتبقية من الأصل= قيمة الأصل – القيمة المستهلكة

$$\text{نسبة اهتلاك الأصل} = \frac{\text{القيمة المستهلكة}}{\text{قيمة الأصل}} \times 100$$

$$\text{معدل الاهتلاك السنوي} = \frac{\text{نسبة الاهتلاك}}{\text{العمر الافتراضي}}$$

$$\text{قسط الاهتلاك السنوي} = \frac{\text{القيمة المستهلكة}}{\text{العمر الافتراضي}}$$

بالنسبة للضريبة فلابد من طرح التدفق النقدي الخارج (المدفوعات أو المصاريف) من التدفق النقدي الداخل (المقبوضات أو الايرادات)، فالتدفق النقدي الخارج يشمل على تكاليف التشغيل و الضريبة على الأرباح التي تحصل عليها الشركات الصناعية و التجارية و التي تسمى الضريبة على أرباح الشركات.

و بالتالي نستنتج العلاقة التالية:

الربح المحاسبي = الإيرادات – تكاليف التشغيل – الإهتلاك

الضريبة = الربح المحاسبي × معدل الضريبة

و منه:

صافي التدفق النقدي السنوي = الإيرادات السنوية – تكاليف التشغيل – ضريبة الأرباح

و في حالة اقتراض المؤسسة للأموال بفوائد فان علاقة الإيراد تصبح:

صافي التدفق النقدي السنوي = الإيرادات السنوية – تكاليف التشغيل – فوائد القروض – ضريبة الأرباح

ب/ التضخم:

نقصد بالتضخم انخفاض القوة الشرائية للنقود أو ارتفاع الأسعار في السوق، و السوق يرتبط بعدة ظواهر اقتصادية كعدم توفر العملات الصعبة أو الأجنبية.

و ارتفاع سعر الاقتراض، عدم السيولة المالية للمشروعات، تدهور الأنظمة المصرفية للدولة و التدفقات النقدية المتأثرة بالتضخم نسميها التدفقات النقدية الاسمية.

و للحصول على التدفقات النقدية الحقيقية للمشروع نطبق العلاقة التالية:

التدفقات النقدية الحقيقية = التدفقات النقدية الاسمية / المستوى العام للأسعار

حيث: **المستوى العام للأسعار = 100 + نسبة التضخم**

ج/ القيمة الحالية:

إن قيمة النقود تختلف من سنة لأخرى، لذلك فإن المستثمر يقوم بحساب القيمة الحالية قبل الاستثمار و ذلك من أجل تقييم مداخيله المستقبلية المنتظرة من هذا الاستثمار، و هذا المعدل يحسب على أساس معدلات التوظيف الممكنة في السوق المالية لأنه يمثل تكلفة الفرصة الضائعة لرأس المال المستثمر في المشروع و هذه التكلفة توافق أدنى معدل للمردودية.

و لاختيار هذا المعدل عند المؤسسات التي تقوم بالتمويل الذاتي فإنه يؤخذ كمعدل خصم و يضاف إليه في بعض الأحيان معامل الخطر، أما بالنسبة للمؤسسات التي تقوم بالاقتراض فإن هذا المعدل يكون عبارة عن معدل الفائدة السائدة في السوق.

المحور الرابع:

اختيار الاستثمارات في حالة

عدم التأكد التام

و عدم التأكد(المخاطرة)

المحور الرابع: اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد التام و عدم التأكد(المخاطرة)

تمهيد:

يعتبر قرار الاستثمار من أهم القرارات المالية التي يتخذها المدير المالي، و هو القرار الذي يتم من خلاله تقييم الاستثمارات و اختيار المشروع الاستثماري المناسب من بين عدد من البدائل الاستثمارية المتاحة، و نظراً لارتباط القرارات الاستثمارية بحالة عدم التأكد المصاحبة للتدفقات النقدية الداخلة كعوائد متتابعة الحدوث و ما لها من تأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وجب على المؤسسة تقييم المشاريع بدقة و المفاضلة بينها في حالة تعددها.

أولاً: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية و المفاضلة بينها في حالة عدم التأكد التام

يقصد بحالة عدم التأكد الحالة التي يتعذر فيها التنبؤ بالأحداث و احتمالاتها بناء على معطيات كمية أو إحصائية فعلية، و يتم الاعتماد في ذلك على الحكم الشخصي و ميله إلى التفاؤل أو التشاؤم.

1. معيار لابلاس: و يطلق عليه كذلك المعيار الرشيد أو المعيار العقلاني، يعتمد هذا المعيار على مبدأ حساب الوسط الحسابي لكل بديل استثماري، و من ثم اختيار البديل الذي يمثل أكبر قيمة في حالة الأرباح و أقل قيمة في حالة التكاليف.

مثال: لتكن لدينا ثلاثة المشاريع الاستثمارية، و فيما يلي القيمة الحالية الصافية المتوقعة لكل بديل موضحة في الجدول:

البدائل الاستثمارية	VAN_1	VAN_2	VAN_3
I_1	60	0	(90)
I_2	120	(60)	0
I_3	(15)	90	30

المطلوب: ما هو أحسن مشروع استثماري وفقاً لمعيار لابلاس؟

الحل: حساب الوسط الحسابي لكل مشروع استثماري:

الوسط الحسابيI_1= $\frac{(90)+0+60}{3}$ =(10-)

الوسط الحسابيI_2= $\frac{0+(60)+120}{3}$ =20

الوسط الحسابيI_3= $\frac{30+90+(15)}{3}$ =35

و بالتالي أكبر قيمة للوسط الحسابي هي (35) و المقابلة للبديل الاستثماري I_3، و بالتالي هو أفضل مشروع حسب معيار لابلاس.

2.معيار المتفائل: و يسمى أيضاً معيار أكبر الأرباح في أفضل الظروف Maxi-Max، و حسب هذا المعيار فإنه يتم اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد متوقع دون الأخذ بعين الاعتبار المخاطر أو الخسائر المحتملة.

مثال: بالاعتماد على نفس معطيات المثال السابق، ما هو أفضل مشروع استثماري وفقاً للمعيار المتفائل؟

الحل: تحديد أقصى قيمة حالية صافية لكل بديل استثماري:

*البديل الاستثماري I_1 ⟵ 60

*البديل الاستثماري I_2 ⟵ 120

*البديل الاستثماري I_3 ⟵ 90

أقصى قيمة حالية صافية من بين القيم الحالية المتاحة هي 120، و المقابلة للبديل الاستثماري I_2 ، و بالتالي هو أفضل مشروع حسب معيار المتفائل.

3.معيار والد (Wald): و يعرف كذلك بالمعيار المتشائم أو معيار أكبر الأرباح في أسوء الظروف Max-Min، و يستعمل هذا المعيار نظراً لعدم المعرفة الكاملة بالظروف المستقبلية، حيث يضع القائم بدراسة المشروع توقعات على اعتبار أسوء الظروف هي التي ستتحقق، و تعتبر هذه النظرة تشاؤمية للمستقبل و يكون التصرف على أساسها، و بهذا يكون صاحب القرار متأكداً تماماً بأن ما سيحصل عليه لن يكون أقل من أسوء النتائج التي يترتب عليها اختياره.

مثال: بالاعتماد على نفس معطيات المثال السابق، ما هو أفضل مشروع استثماري وفقاً لمعيار والد؟

الحل: تحديد أدنى قيمة حالية صافية لكل بديل استثماري:

*البديل الاستثماري I_1 ⟵ (-90)

*البديل الاستثماري I_2 ⟵ (-60)

*البديل الاستثماري I_3 ⟵ (-15)

أقصى قيمة حالية صافية من بين القيم المتاحة هي (-15) و المقابلة للبديل الاستثماري I_3 ، و بالتالي هو أفضل مشروع استثماري وفقاً لمعيار والد.

4. معيار سافاج (Savage): و يعرف كذلك بمعيار الندم أو معيار الأسف أو معيار الأرباح الضائعة Min-Max، ففي بعض الأحيان و عند اختيار أحد المشاريع من بين المشاريع المتاحة للمؤسسة قد يتبين بعد تنفيذ المشروع أن العوائد المحققة في هذا البديل أقل من تلك التي كان من الممكن تحقيقها من بديلٍ آخرٍ، و هنا يتأسف متخذ القرار على العوائد الضائعة، و لتجنب ذلك يختار متخذ القرار استخدام معيار سافاج للتخفيف قدر الإمكان من العوائد الضائعة.

مثال: بالاعتماد على نفس معطيات المثال السابق، ما هو أفضل مشروع استثماري وفقاً لمعيار سافاج؟

الحل: و يتم ذلك من خلال تحديد مصفوفة الندم أو مصفوفة الفرصة الضائعة:

1.تحديد أكبر قيمة حالية صافية لكل عمود:

120 ، 90 ، 30

2.تحديد مصفوفة الفرصة الضائعة (الندم):

I_1	60 =(60-120)	90 =(0-90)	120 =((90-)-30)
I_2	0 =(120-120)	150 =((60-)-90)	30 =(0-30)
I_3	135 =((15-)-120)	0 =(90-90)	0 =(30-30)

3.تحديد أقصى قيمة للندم:

*البديل الاستثماري I_1 ⟵ 120

*البديل الاستثماري I_2 ⟵ 150

*البديل الاستثماري I_3 ⟵ 135

4.تحديد أقل قيمة للندم من بين القيم المتاحة هي (120) و المقابلة للبديل الاستثماري I_1، و بالتالي هو أفضل مشروع استثماري وفقاً لمعيار سافاج.

5.معيار هارويكز (Hurwics): و يعرف كذلك بمعيار الواقعية، حيث يعتبر هذا المعيار وسطاً بين معيار المتفائل و معيار والد المتشائم، و يستخدم لأجل تفادي نقائص المعيارين السابقين و هذا بإدخال ما يسمى بمعامل التفاؤل أو الموازنة بين التفاؤل و التشاؤم، و ذلك باستعمال معامل الواقعية α حيث: $0< \alpha <1$، فإذا كان α تقترب من الواحد فإن هذا يعني أن صاحب القرار متفائل، و في هذه الحالة يقترب هذا المعيار من معيار المتفائل و العكس بالعكس صحيح.

مثال: بالاعتماد على نفس معطيات المثال السابق و مع افتراض أن: $\alpha= 0.8$ ، ما هو أفضل مشروع استثماري وفقاً لمعيار هارويكز؟

الحل:

البدائل	أقصى قيمة	أدنى قيمة	$P=\alpha(Max)+(1-\alpha)(Min)$
I_1	60	(90-)	$P=0.8(60)+(1-0.8)(-90)= 30$
I_2	120	(60-)	$P=0.8(120)+(1-0.8)(-60)= 84$
I_3	90	(15-)	$P=0.8(90)+(1-0.8)(-15)= 69$

-تحديد أقصى قيمة ل:P و هي (84) و المقابلة للبديل الاستثماري I_2، و بالتالي هو أفضل مشروع استثماري وفقاً لمعيار الواقعية.

ثالثا: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية و المفاضلة بينها في حالة عدم التأكد (المخاطرة)

أ/ مفهوم المخاطرة:

1- تعريف المخاطرة: يمكن تعريف المخاطرة بأنها " الحالة التي تجعل المشروع أمام أكثر من مجموعة واحدة من التدفقات النقدية التي يمكن أن تترتب على قبوله ولا يعرف متخذ القرار عند اتخاذ القرار أي مجموعة منها سوف تتحقق".[1]

كما يمكن تعريفها من وجهة النظر الإحصائية بأنها " مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الصافي حول القيمة المتوقعة لصافي العائد، أو أنها تصف موقفا يتوافر فيه لمتخذي القرار الاستثماري، بيانات و معلومات كافية تسمح لهم بتقدير توزيع احتمالي موضوعي."

أو أنها " الانحراف المعياري النسبي لعوائد الاستثمار المتوقعة و تعني درجة التقلب في عوائد الاستثمارات المتوقعة، و تزداد درجة هذه المخاطرة كلما ازدادت درجة التقلب في العوائد المتوقعة."

2- أنواع المخاطر: هناك عدة أنواع من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المشروع الاستثماري، وتتنوع هذه المخاطر حسب مصدر الخطر، ويمكن إيجاز أهم هذه الأنواع في ما يلي:[2]

- **المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية:** مما لا شك فيه أن أي مستثمر يتوقع تدفقات نقدية لمشروعه، وهي التي تشجعه على الاستثمار إذا كانت موجبة، إلا أن توقعه هذا لا يكون دائما صائبا، وبالتالي فيتعرض إلى مخاطر عدم الحصول على التدفقات النقدية المتوقعة للمشروع سواء من حيث قيمتها أو توقيت حصولها.
- **مخاطر تمويلية:** وهي مخاطر مرتبطة بمصادر تمويل المشروع الاستثماري، وخاصة إذا كان رأس مال المشروع ليس من الأموال الشخصية (ديون)، فيكون صاحب المشروع ملزم على دفع الديون المستحقة عليه حتى ولو لم يتحصل على العائد المتوقع.
- **مخاطر السوق:** المتمثلة في تغيرات أسعار الفائدة في السوق، فيتعرض صاحب المشروع إلى خطر من نوعين، الأول يكون عند ارتفاع أسعار الفائدة في السوق فترتفع تكلفة التمويل، والثاني يتمثل في تكلفة الفرصة البديلة (عندما يكون سعر الفائدة في السوق اكبر من العائد المتوقع للمشروع) فعندها يكون توظيف الأموال في البنوك أفضل من الاستثمار في المشروع.

ب/ الأساليب الاحصائية للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية:

ب-1. أسلوب التوقع الرياضي (العائد المتوقع) :

1. التدفقات النقدية المتوقعة:

تعطى بالعلاقة التالية:

$$E(cf) = \sum_{i=1}^{n} cf_i * p_i$$

2. القيمة الحالية الصافية المتوقعة:

تعطى بالعلاقة التالية:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^{n} VAN_i * p_i$$

ملاحظة: إذا كانت كل المعطيات عبارة عن تدفقات نقدية (CF):

***في حال الدفعات مختلفة:**

تعطى بالعلاقة التالية:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^{n} E(cf)_i (1+t)^{-n} - I_0$$

***في حال الدفعات متساوية:**

تعطى بالعلاقة التالية:

$$E(VAN) = \sum_{i=1}^{n} E(cf)_i \frac{1-(1+t)^{-n}}{t} - I_0$$

ب-2. أسلوب الانحراف المعياري:

1.الانحراف المعياري للتدفقات النقدية:

يعطى بالعلاقة التالية:

$$\delta_{(cf)} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} [cf_i - E(cf)]^2 * p_i}$$

2.الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية:

يعطى بالعلاقة التالية:

$$\delta_{(VAN)} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} [VAN_i - E(VAN)]^2 * p_i}$$

ملاحظة: إذا كانت كل المعطيات عبارة عن تدفقات نقدية (CF):

***في حال الدفعات مختلفة:**

تعطى بالعلاقة التالية:

$$\delta_{(VAN)} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} \frac{[\delta(cf)_i]^2}{(1+t)^{2n}}}$$

***في حال الدفعات متساوية:**

تعطى بالعلاقة التالية:

$$\delta_{(VAN)} = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} \frac{\delta(cf)_i}{(1+t)^{n}}}$$

ب-3. معامل الاختلاف (CV):

يمكن حساب معامل الاختلاف باستخدام العلاقة الرياضية التالية:

$$\mathbf{CV} = \frac{\boldsymbol{\delta}}{\mathbf{E}}$$

يمثل معامل الاختلاف مقدار ما تتحمله كل وحدة نقدية واحدة من القيمة الحالية الصافية المتوقعة للمخاطرة، و بالتالي فإنه كلما انخفض معامل الاختلاف فإن المشروع يكون أحسن، لكن إذا كان معامل الاختلاف سالباً فإن المشروع مرفوض، و في حالة المفاضلة بين عدد من المشاريع الاستثمارية فإنه يتم اختيار المشروع ذو معامل الاختلاف الأقل.

مثال تطبيقي 01:

ترغب إحدى المؤسسات في اقتناء آلة لصناعة الأكواب البلاستيكية، فوجدت في السوق نوعين من الآلات A و B، حيث مدة حياة كل آلة 10 سنوات، و قدرت التدفقات النقدية لكل آلة كما هو مبين في الجدول أدناه:

البيانات		ظروف الطلب على الأكواب البلاستيكية في السوق		
		طلب مرتفع	طلب متوسط	طلب منخفض
الآلة A	CF	650000	327640	250000
	P	0.3	0.5	0.2
الآلة B	CF	600000	300000	200000
	P	0.3	0.4	0.3

المطلوب:

إذا علمت أن تكلفة اقتناء الآلة A هو 1500000 دج، و الآلة B هو 1200000دج، و معدل الاستحداث هو: t=10% ، فأيُ الآلتين تنصح المؤسسة باقتنائها وفق معيار القيمة المتوقعة و معايير التشتت؟

الحل:

1- حساب القيمة الحالية الصافية المتوقعة كل آلة:

- الآلة A: لدينا: $E(VAN) = -\mathrm{I}_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \mathrm{E(NCF)}_t(1+i)^{-t}$

نحسب $\mathrm{E(NCF)}$:

$$E(NCF)_A = \sum_{j=1}^{j=n} NCF_j \times P_j = 0.3(650000) + 0.5(327640) + 0.2250000 = 408820$$

ومنه:

$$(VAN)_A = -\mathrm{I}_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \mathrm{E(NCF)}_t(1+i)^{-t} = -1500000 + 408820\frac{1-(1.1)^{-10}}{0.1}$$
$$= -1500000 + 2512021.92 = \mathbf{1012011.92}$$

- الآلة B: لدينا: $E(VAN)_B = -\mathrm{I}_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \mathrm{E(NCF)}_t(1+i)^{-t}$

نحسب $\mathrm{E(NCF)}$:

$$E(NCF)_B = \sum_{j=1}^{j=n} NCF_j \times P_j = 0.3(600000) + 0.4(300000) + 0.3200000 = 360000$$

ومنه:

$$E(VAN)_B = -\mathrm{I}_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \mathrm{E(NCF)}_t(1+i)^{-t} = -1200000 + 360000\frac{1-(1.1)^{-10}}{0.1}$$
$$= -1200000 + 2212044.15 = \mathbf{1012044.15}$$

نلاحظ بان $\mathrm{E(VAN)_A}$ مساوية تقريبا لـ $\mathrm{E(VAN)_B}$ تقريبا (الفرق بين بينهما32.23 دج فقط)، وعليه نعتبرهما متساويتان، ولاختيار أي آلة أفضل نلجأ إلى قياس المخاطرة من خلال معيار الانحراف المعياري.

2- حساب الانحراف المعياري للتدفقات النقدية لكل آلية:

- الآلة A: لدينا:

$$\delta(NCF)_A = \sqrt{\sum_{j=1}^{j=n}\left[NCF_j - E(NCF)\right]^2 \times P_j}$$

$$= \sqrt{0.3(650000 - 408820)^2 + 0.5(327640 - 408820)^2 + 0.2(250000 - 408820)^2}$$

$$= \sqrt{25790192400} = \mathbf{160593.25}$$

- الآلة B: لدينا:

$$\delta(NCF)_B = \sqrt{\sum_{j=1}^{j=n}\left[NCF_j - E(NCF)\right]^2 \times P_j}$$

$$= \sqrt{0.3(600000 - 360000)^2 + 0.4(300000 - 360000)^2 + 0.3(200000 - 360000)^2}$$

$$= \sqrt{26400000000} = \mathbf{162480.76}$$

من خلال الانحراف المعياري فان المشروع A أفضل من المشروع B لان: $\delta(NCF)_A < \delta(NCF)_B$

مثال تطبيقي 02:

نفترض اقتراح استثماري تكلفته الأولية 8000 و.ن، و من المتوقع أن تكون التدفقات النقدية التي يقدمها هذا الاقتراح لمدة 3 سنوات حسب احتمالاتها كما يلي:

السنةالأولى		السنة الثانية		السنة الثالثة	
P	**CF**	**P**	**CF**	**P**	**CF**
0.10	6000	0.15	6000	0.15	6000
0.40	5000	0.50	5000	0.30	5000
0.30	4000	0.25	4000	0.35	4000
0.20	3000	0.10	3000	0.20	3000

المطلوب:

إذا علمت أن معدل الاستحداث 10%، مع العلم أن التدفقات مستقلة عن بعضها البعض،

- أحسب القيمة المتوقعة للتدفق النقدي لكل سنة و كذا انحرافها المعياري؟
- أحسب القيمة الحالية الصافية المتوقعة و كذا انحرافها المعياري؟

الحل:

1- حساب القيمة المتوقعة للتدفق النقدي لكل سنة وكذا انحرافها المعياري:

- القيمة المتوقعة للتدفق النقدي:

$$E(NCF)_1 = \sum_{j=1}^{j=n} NCF_j \times P_j = 0.1(6000) + 0.4(5000) + 0.3(4000) + 0.23000 = \mathbf{4400}$$

$$E(NCF)_2 = \sum_{j=1}^{j=n} NCF_j \times P_j = 0.15(6000) + 0.50(5000) + 0.25(4000) + 0.13000 = \mathbf{4700}$$

$$E(NCF)_3 = \sum_{j=1}^{j=n} NCF_j \times P_j = 0.15(6000) + 0.3(5000) + 0.35(4000) + 0.23000 = \mathbf{4400}$$

- الانحراف المعياري للتدفقات النقدية:

$$\delta(NCF)_1 = \sqrt{\sum_{j=1}^{j=n}[NCF_j - E(NCF)]^2 \times P_j} =$$

$$\sqrt{0.1(6000-4400)^2 + 0.4(5000-4400)^2 + 0.3(4000-4400)^2 + 0.2(3000-4400)^2} =$$

$$\sqrt{840000} = \mathbf{916.51}$$

$$\delta(NCF)_2 = \sqrt{\sum_{j=1}^{j=n}[NCF_j - E(NCF)]^2 \times P_j} =$$

$$\sqrt{0.15(6000-4700)^2 + 0.5(5000-4700)^2 + 0.25(4000-4700)^2 + 0.1(3000-4700)^2} =$$

$$\sqrt{710000} = \mathbf{842.61}$$

$$\delta(NCF)_3 = \sqrt{\sum_{j=1}^{j=n}[NCF_j - E(NCF)]^2 \times P_j} =$$

$$\sqrt{0.15(6000-4400)^2 + 0.3(5000-4400)^2 + 0.35(4000-4400)^2 + 0.2(3000-4400)^2} =$$

$$\sqrt{940000} = \mathbf{969.53}$$

2- حساب القيمة الحالية الصافية المتوقعة وانحرافها المعياري:

- القيمة الحالية الصافية:

$$E(VAN) = -\mathrm{I}_0 + \sum_{t=1}^{t=n} \mathrm{E(NCF)_t}(1+i)^{-t} = -8000 + [4400(1.1)^{-1} +$$

$$47001.1-2+44001.1-3) = -8000+10826.45 = \mathbf{2826.45}$$

- الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية:

لدينا التدفقات النقدية الصافية مستقلة استقلالا تما، ومنه لحساب الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية نستخدم الانحرافات المعيارية للسنوات الثلاثة كما يلي:

$$\delta(\mathrm{VAN}) = \sqrt{\sum_{t=1}^{t=n} \frac{(\delta(\mathrm{NCF})_i)^2}{(1+i)^{2t}}} = \sqrt{\frac{\delta(\mathrm{NCF})_1}{(1.1)^2} + \frac{\delta(\mathrm{NCF})_2}{(1.1)^4} + \frac{\delta(\mathrm{NCF})_3}{(1.1)^6}} =$$

$$\sqrt{\frac{(916.51)^2}{(1.1)^2} + \frac{(842.61)^2}{(1.1)^4} + \frac{(969.53)^2}{(1.1)^6}} = \sqrt{1709302.14} = \mathbf{1307.40}$$

ج/ .**استخدام شجرة القرار في تقييم المشاريع:**

يعتبر هذا النموذج أحد النماذج الحديثة المستخدمة في تحليل المخاطرة و عدم التأكد و في المفاضلة بين البدائل الاستثمارية، و يمكن تعريف شجرة القرار على انها مخطط تلخيصي لمشكلة قرار ما.

تضم مختلف البدائل و الحالات أو الظروف المستقبلية الممكنة، مرفقة بالقيم المتوقعة لكل ظرف كما ترفق عادةً باحتمالات حدوث كل ظرف، و الهدف منها هو مساعدة متخذ القرار على حصر جوانب المشكلة، و من ثم ترتيب البدائل وفقاً للأهمية المنبثقة من المعيار المعتمد.

وتستخدم شجرة القرار باتباع الخطوات التالية:

- ✓ تحديد مختلف البدائل الممكنة وهي نقاط القرار .
- ✓ تحديد مختلف الحالات والظروف المستقبلية الممكنة لكل بديل.
- ✓ وضع القيم المتوقعة بالنسبة لكل بديل وكل حالة وذلك بعد ضرب العوائد أو التكاليف في احتمالاتها.
- ✓ تحليل ومقارنه مختلف القيم المتوقعة بغرض اتخاذ القرار أي اختيار البديل الأفضل.

وينبغي أن تحقق شجرة القرار مجموعة من الخصائص حتى تتسم بالكفاءة المطلوبة، وفي هذا الصدد اقترح keeney & raiffa **خمس معايير للحكم على شجره القرار** وهي:

***الشمولية:** أي أن تكون الشجرة كاملة بحيث تتضمن كافة الاختيارات والحالات الممكنة العملية، ويبرز هذا المعيار إذا كان المستوى الأسفل للشجرة أهم بالنسبة لمتخذ القرار للمقارنة فيما بين الاختبارات الموجودة فيه، فإذا صعب على متخذ القرار إجراء مفاضلة تصبح الشجرة غير عملية.

* **القابلية للتجزئة:** يقضي هذا المعيار بأن الحكم على كفاءة تنفيذ اختيار ما يمكن أن يتم بصفة مستقلة عن تنفيذ الإختيارات الأخرى.

* **عدم التكرار**: ويعني عدم تكرار نفس الاختيارات أو الأحداث في نفس الشجرة، فالتكرار غير مفيد بل وأنه سيصعب من عملية اتخاذ القرار.

* **الحجم الأقل**: إذ أنه كلما كانت شجرة القرار كبيرة الحجم صعبت عملية التحليل، ولابد من الحرص على وضع شجرة أقل حجماً ولكنها شاملة،

وعلى واضع الشجرة الموازنة ما بين هذه المعايير بقدر الإمكان فقد يقتضي الوضع توسيع نطاق الاختيارات وحجم الشجرة ولكن لا ينبغي أن يؤدي ذلك إلى خلق صعوبات في التحليل و المفاضلة.

مثال تطبيقي 01:

إذا توفرت لك مصفوفة القرارات التالية التي تشير إلى التكاليف لمجموعة من البدائل (1،2،3،4)، وتحت حالات الطبيعة (A,B,C,D)، وفي ظل مجموعة من الاحتمالات على التوالي (20% , 15%,30%,35%)، والتي تظهر من خلال الجدول التالي:

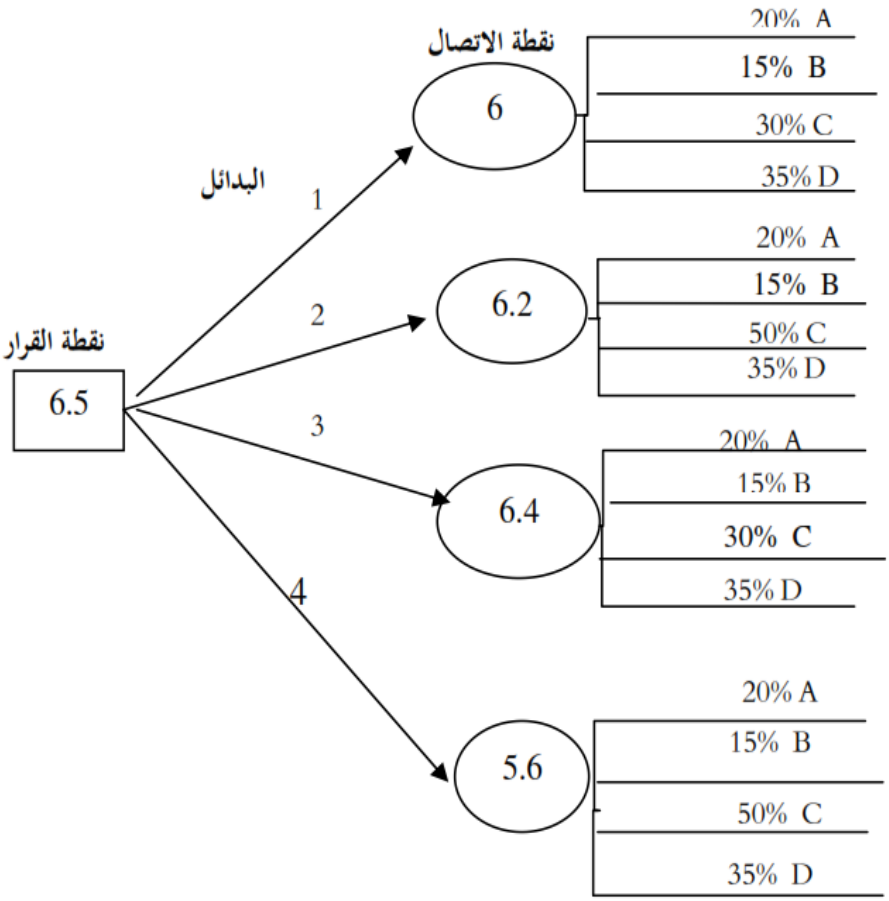
الاحتمالات	%20	%15	%30	%35
حالات الطبيعة / البدائل	A	B	C	D
1	5	7	8	4
2	9	4	7	5
3	10	8	6	4
4	7	9	6	3

المطلوب: حدد البديل الأفضل باستخدام أسلوب شجرة القرارات؟

الحل:

1- نقوم برسم شجرة القرارات استنادا إلى المعطيات السابقة كما يلي:

من خلال المعلومات السابقة يمكن رسم شجرة القرار كما يلي:



2- يتم حساب القيم المتوقعة لكل بديل:

- التكاليف المتوقعة للبديل (1)= (0.2×5)+(0.15×7)+(0.3×8)+(0.35×4) =5.85.
- التكاليف المتوقعة للبديل (2)= (0.2×9)+(0.15×4)+(0.3×7)+(0.35×5) =6.25.
- التكاليف المتوقعة للبديل (3)= (0.2×10)+(0.15×8)+(0.3×6)+(0.35×4) =6.4.
- التكاليف المتوقعة للبديل (4)= (0.2×7)+(0.15×9)+(0.3×6)+(0.35×3) =5.6.

3- يتم تمثيل النتائج المتحصل عليها حول التكاليف المتوقعة لكل بديل في نقاط الاتصال على الشجرة.

4- يتم المقارنة بين نقاط الاتصال على الشجرة، واختيار أفضلها والذي يكون اقلها قيمة (لأنه يمثل تكلفة)، وفي هذه الحالة توضع القيمة 5.6 في نقطة القرار، والذي يعني أن البديل D هو الأفضل لأنه حقق اقل تكلفة مقارنة بالبدائل الأخرى.

مثال تطبيقي02:

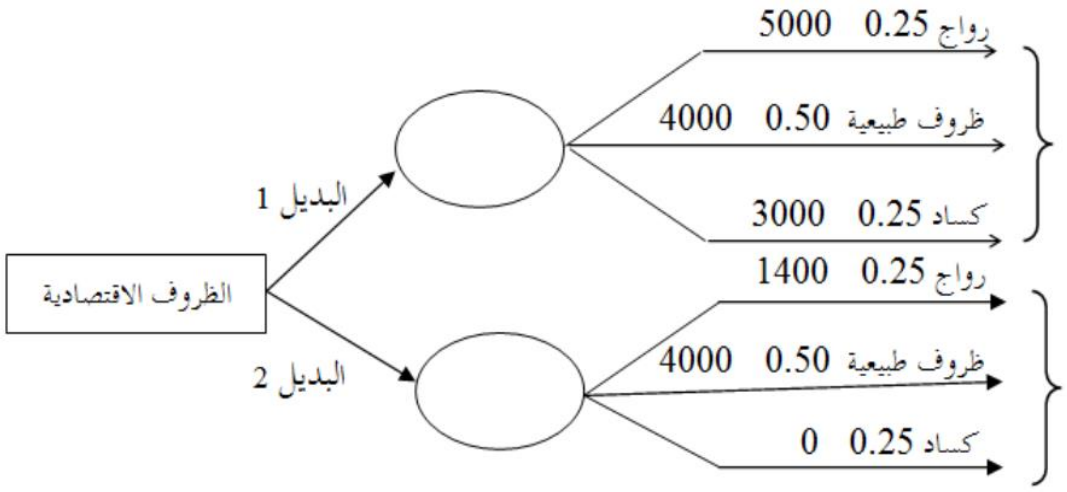
تواجه إحدى الشركات مشكلة المفاضلة بين بديلين استثماريين لإنتاج معلبات مربى الفواكه، حيث تبلغ التكلفة المبدئية لكل منها 8000 دينار جزائري، والعمر المتوقع لهما هو3 سنوات، وبناء على دراسات الطلب فإن التدفقات النقدية للبديلين في ظل الظروف الاقتصادية المختلفة واحتمالات تحقق هذه التدفقات كانت كالتالي:

الظروف الاقتصادية	احتمال تحقق التدفقات	التدفق النقدي للبديل الأول	التدفق النقدي للبديل الثاني
رواج	0.25	5000	1400
ظروف طبيعية	0.50	4000	4000
كساد	0.25	3000	0

المطلوب: ما هو أفضل مشروع استثماري وفقاً لمعيار شجرة القرار؟

الحل:

على ضوء المعلومات السابقة المقدمة في الجدول يمكن تمثيل شجرة القرار كالتالي:



المصدر:من إعداد الباحثة.

و بافتراض أن تكلفة الأموال هي 10% فإن المفاضلة تتم على أساس حساب VAN لكل بديل حيث القيمة الحالية لدينار يستلم بعد ثلاث سنوات و بمعدل خصم 10% يساوي 2.487 .

البديل 1:

VAN (رواج) = 5000 X 2.487 – 8000 = 4435.

VAN(ظروف طبيعية) = 4000X 2.487 – 8000 = 1948.

VAN(كساد) = 3000X 2.487 – 8000 = - 539.

القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية:

E(VAN)= 4435 x (0.25) + 1948 x (0.5)– 539 x (0.25)= 1948.

البديل 2:

VAN (رواج) = 1400 X 2.487 – 8000 = 26816.

VAN(ظروف طبيعية) = 4000X 2.487 – 8000 = 1948.

VAN(كساد) = 0 X 2.487 – 8000 = - 8000.

القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية:

E(VAN)= 26816 x (0.25) + 1948 x (0.5)– 8000 x (0.25)= 5678.

عند إجراء المفاضلة يتم اختيار البديل الذي تكون قيمته المتوقعة لصافي القيمة الحالية أكبر، و لهذا البديل الثاني هو الأفضل

التحليل:

مما سبق تتضح أهمية نموذج شجرة القرار لما توفره من معلومات وبيانات لمتخذ القرار، بالإضافة لكونها تسمح بإدخال تحليل احتمالي للقرارات المرحلية، وما يعاب على هذا الأسلوب هو صعوبة تطبيقه خاصةً إذا تم إدماج اختيارات أو متغيرات مرتبطة فيما بينها، كما أنه يستعمل معدل خصم واحد للبدائل فهو بذلك يفترض تساوي المخاطر بينها وهذا لا يكون صحيحا دائماً.

د/ استخدام تحليل الحساسية في تقييم المشاريع:

يعتبر تحليل الحساسية أبسط طرق تحليل مخاطر المشاريع الاستثمارية:

1. مفهوم تحليل الحساسية في تقييم المشاريع الاستثمارية:

يتلخص مفهوم تحليل الحساسية باستخدام قيمة عددية متوقعة لأحد عناصر أو أهداف المشروع و دراسة تأثيره على المشروع ككل، ويتم تغيير هذه القيمة بأخرى لدراسة التأثير، ويتم تكرار ذلك الأمر بعدة قيم تصاعدية أو تنازلية ومنها يعرف أثر تغيير قيمة هذا العنصر على المشروع ضمن مدى التغير، ويمكن تكرار تلك العملية على عناصر أخرى كل على حدى لدراسة تأثير كل منها.

وبالتالي فإن تحليل الحساسية رياضياً يعتبر دراسة من أجل تحديد كيف يمكن للتغيرات المحتملة أو الأخطاء المحتملة في قيم المعلومات والتقديرات أن تؤثر على مخرجات النموذج، و وفقاً لمعناه التطبيقي فإنه يقصد به بوجهٍ عامٍ بأنه دراسة لاختيار استجابة نتائج النموذج للانحرافات المحتملة في قيم المتغيرات ومن ثم يمكن أن يقدم معلومات ذات قيمة كبيرة عند تقييم الخطر النسبي لمسارات العمل البديلة.

وعلى هذا الأساس، يمكن تكييف تحليل الحساسية بوجه خاص من أجل تقييم المخاطر المرتبطة بقرارات الاستثمار، فهو أسلوب يستخدم في تقييم المخاطر عندما تكون قيمه المتغيرات عرضة للتغيير و الانحراف.

و عموماً يمكن القول أن أسلوب تحليل الحساسية يعتبر محاولة قياس أثر التغير في مدخلات ومخرجات التدفقات النقدية الصافية الداخل أو الخارجة، وكذا خلال فترات الانشاء والتشغيل على القيمة الحالية الصافية أو معدل العائد الداخلي على الاستثمار.

2. أهميه تحليل الحساسية في تقييم المشاريع الاستثمارية:

يهدف أسلوب تحليل الحساسية إلى قياس كيف يمكن أن تتأثر النتائج والمخرجات المرتبطة بنموذج القرار بالتغيرات في بيانات المدخلات العامة على تلك النتائج، ومن ثم فإن أسلوب تحليل الحساسية يساهم بصفة رئيسية في امداد متخذ القرار بمقياس لنتائج الأخطاء الممكنة عند التنبؤ.

يعتبر تحليل الحساسية عند متخذ القرار دراسة انتقادية تحليلية تهدف إلى قياس درجة المخاطر المحيطة بالمشروع الاستثماري المراد تحقيقه، لأنه يعتمد ويرتكز على قياس وتحديد آثار التغيرات التي ستحدث في متغيرات المدخلات ومتغيرات المخرجات على معايير القرار التي تحدد قيمة ذلك المشروع الاستثماري مثل القيمة الحالية الصافية أو معدل العائد الداخلي ومعرفه مدى حساسية تلك المعايير لتلك التغيرات أو الأخطاء.

3. مزايا استخدام تحليل الحساسية:

لاستخدام تحليل الحساسية عدة مزايا أهمها:

- ✓ التركيز على المتغيرات الفعالة في عملية اتخاذ القرار المناسب والملائم لعملية الاختيار.
- ✓ يسمح بتوفير قدر من المعلومات والبيانات المتعلقة بالمتغيرات الرئيسية ومدى مساهمة كل منها في درجة المخاطرة.
- ✓ المساهمة في تصنيف المتغيرات المستقبلية إلى متغيرات لها تأثير ايجابي وأخرى لها تأثير سلبي بالنسبة للتدفقات النقدية.

4. طرق استخدام تحليل الحساسية في تقييم المشروعات الاستثمارية:

يمكن استخدام عدة طرق لإجراء تحليل الحساسية بغرض المساعدة في تقييم المشاريع الاستثمارية، لكن توجد ثلاث طرق أساسية تتمثل في طريقة النسبة المئوية، دليل الحساسية وطريقة معامل الحساسية، وفيما يلي سيتم عرض هذه الطرق:

*** طريقه النسبة المئوية للتغير:**

تعتبر طريقه النسبة المئوية للتغير الطريقة التقليدية لتحليل الحساسية وتعد أكثر طرق تحليل الحساسية استخداماً لبساطتها، حيث تهدف إلى اختيار حساسية قيم المخرجات للتغير في قيم عناصر المدخلات، ويتم اختيار أثر نسبة معينة للتغير بالزيادة أو النقصان في قيم عناصر المدخلات على مخرجات النموذج.

كمثال على ذلك قد يتم تقدير التدفقات النقدية الصافية الداخلة أو الخارجة لمشروع استثماري ما على أساس التنبؤ بحجم المبيعات، سعر الوحدة، تكاليف التشغيل وعمر المشروع، ويظهر دور الأسلوب في التساؤل عن الأثر الذي يحدث إذا ما زاد تكاليف التشغيل بنسبه 10% عن ما هو مخطط لها أو عن الأثر الذي يحدث لو أن سعر البيع انخفض بنسبه 5% عن السعر المخطط له وبالتالي يمكن معرفة العوامل التي لها تأثير كبير على التدفقات النقدية الصافية مقارنة بالعوامل التي لها تأثير صغير نسبياً، وهذا ما يعطي متخذ القرار نظرة عن تأثير تغير كل عنصر على التدفقات النقدية الصافية والتحكم فيها.

مثال تطبيقي:

يفترض أن مستثمر يقوم بتقييم أحد المشروعات الاستثمارية التي يتوقع أن يقدر عائده نسبة 15%، و نفرض أن المستثمر يقوم بإتباع أسلوب الحساسية لدراسة التغيرات المحتملة على معدل العائد المتوقع وفق البيانات التالية:

التغيرات المحتملة في العناصر	معدل العائد الداخلي			
	المتوقع	المعدل وفقاً للتغير المحتمل	الاختلاف	دليل الحساسية
10% انخفاض في حجم المبيعات	15%	13%	02%	20%
10 % انخفاض في سعر البيع	15%	7.3%	7.7%	77%
10% زيادة تكاليف المواد الأولية	15%	9.1%	5.9%	59%
10%زيادة في تكاليف التشغيل	15%	14.5%	0.5%	05%
10%زيادة في التكاليف الثابتة	15%	10%	05%	50%

التعليق:

يتضح من الجدول أعلاه أن معدل العائد المتوقع أكثر حساسية للتغيرات المحتملة في سعر البيع و تكاليف المواد الأولية، و التكاليف الثابتة و بالتالي فإن الخطأ في التنبؤ بتلك العناصر بالذات يعتبر أكثر مخاطرة، الأمر الذي يستلزم ضرورة تحديد الظروف المؤثرة في تلك العناصر و العمل على تقديرها بدقةٍ حتى يمكن التأكد من صحة تقديرها قبل اتخاذ القرار الاستثماري النهائي.

*** طريقه دليل الحساسية (مؤشر الحساسية):**

يحتاج تقدير دليل الحساسية أن يتوفر وصف المدى الذي تكون عليه متغيرات المدخلات لكل بديل أو فرصةٍ استثماريةٍ، و يمكن تحديد المدى الملائم مثل القيم التفاؤلية الأكثر احتمالات و القيم التشاؤمية، و من هذا المنطلق يتم إعداد دليل الحساسية للوصول إلى معرفة درجة تأثير كل عنصر من عناصر المشروع على معيار التقييم المستخدم.

يتم إعداد دليل حساسية لكل عنصر من عناصر اقتصاديات تشغيل المشروع الاستثماري، بحث يعبر الدليل عن تغيرات معيار التقييم بالنسبة لتغيرات كل عنصر، و الذي يحتسب وفق الصيغة التالية:

$$\mathbf{IS} = \frac{\mathbf{\Delta M}}{\mathbf{\Delta F\%}}$$

و عليه:

$$\boldsymbol{IS} = \frac{(\boldsymbol{M_2} - \boldsymbol{M_1})}{(\frac{\boldsymbol{F_2} - \boldsymbol{F_1}}{\boldsymbol{F_1}} \times \mathbf{100})}$$

حيث:

IS: دليل الحساسية

$\Delta F\%$: التغير النسبي في العامل المؤثر.

ΔM: التغير في قيمة معيار التقييم.

M_1: تعبر عن قيمة المعيار قبل التغير.

M_2: تعبر عن قيمة المعياربعد التغيرفي المعامل.

كلما ارتفع دليل الحساسية ارتفعت درجة المخاطرة في المشروع، و على هذا الأساس يتم تكييف تحليل الحساسية بوجه خاص من أجل تقييم المخاطر المرتبطة بقرارات الاستثمار، و من ثم فهو أسلوب يستخدم في تقييم المخاطر عندما تكون قيمة المتغيرات عرضة للتغير و الانحراف.

مثال تطبيقي:

إذا كانت القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية لأحد المشروعات الاستثمارية تقدر ب 215000دج و على أساس أن سعر بيع الوحدة من منتجات المشروع المقترح تبلغ 25دج، و مع احتمال زيادة السعر إلى 35دج المطلوب:

أحسب أثر تغير السعر على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية، مع حساب دليل و مؤشر الحساسية لتغيرات السعر على القيمة الحالية الصافية؟

الحل:

في حالة زيادة السعر من 25 DA إلى 35 DA، فان ذلك سوف يؤدي إلى زيادة الايراد (صافي القيمة الحالية). وعليه من المفروض معرفة كمية الانتاج والمبيعات كما يلي:

كمية المبيعات = 25/215000= 8600 وحدة. ومنه يمكن حساب صافي القيم الحالية لما يرتفع السعر إلى 35 DA كما يلي: صافي القيمة الحالية= 8600×35= 301000 DA.

يمكن حساب دليل الحساسية كما يلي:

$$IS = \frac{\Delta M}{\Delta F\%} \Rightarrow \quad IS = \frac{(301000 - 215000)}{\left(\frac{35-25}{25} \times 100\right)} = 2150\ DA$$

هذا يعني انه لو زاد السعر من 25 DA إلى 35 DA وبنسبة مؤوية تساوي 40% ، فان ذلك يؤدي إلى زيادة صافي القيمة الحالية بمقدار 86000 DA. لان زيادة السعر بـ 1% أدى إلى زيادة صافي القيمة الحالية بمقدار 2150 DA، وهذا يعني بان صافي القيمة الحالية حساس بدرجة كبيرة لأي تغيرات تحدث في أسعار البيع.

***معامل الحساسية:**

تشير هذه الطريقة إلى رقم مطلق حيث يتم مقارنة معاملات حساسية عناصر مدخلات النموذج على أساس معياري لتحديد كيف تؤثر على المتغير التابع (معدل العائد الداخلي)، و يتم حساب هذه المعاملات التي يرمز لها بالرمز ϕ بالعلاقة الرياضية التالية:

$$\phi = \frac{\frac{|\Delta M|}{M}}{\frac{|\Delta L|}{L}}$$

حيث:

ϕ: معامل الحساسية.

M: المتغير التابع.

L: المتغير المستقل.

$\frac{|\Delta M|}{DM}$: التغير النسبي في المتغير المتعلق بالمدخلات.

$\frac{|\Delta L|}{L}$: التغير النسبي في المتغير المتعلق بالمخرجات.

حيث:

- فإذا كانت $\phi > 1$: فإن ذلك يعني أن المتغير التابع حساس للتغيرات في المتغير المستقل، أي حدوث تغير معين في المدخلات يترتب عليه نسبة تغير أكبر في المخرجات.
- إذا كانت $\phi = 1$: فإن حدوث نسبة معينة للتغير في المتغير المستقل يترتب عليه نسبة تغير مساوية في المتغير التابع.
- إذا كانت $0 < \phi < 1$: فإن ذلك يعني أن المتغير التابع غير حساس نسبياً للتغيرات في المتغير المستقل،

مثال تطبيقي:

في أحد المشاريع الاستثمارية قدرت القيمة الحالية الصافية ب 10000دج، حيث كان سعر بيع الوحدة المنتجة في المشروع 50دج، و على أثر انخفاض سعر الوحدة إلى 40دج ارتفعت القيمة الحالية الصافية إلى 10500دج.

المطلوب:

أحسب معامل الحساسية في هذه الحالة و كيف يمكن تفسيره؟

الحل:

لدينا:

$$\phi = \frac{\frac{|\Delta M|}{M}}{\frac{|\Delta L|}{L}} = \frac{\frac{|10500 - 10000|}{10000}}{\frac{|40 - 50|}{50}} = {}^{0.05}/_{0.2} = 0.25$$

نلاحظ بان معامل الحساسية $1 > \phi > 0$ ، وعليه يمكن القول بأن المتغير التابع (القيمة الحالية الصافية) غير حساسة نسبيا لتغيرات المتغير المستقل (سعر بيع الوحدة المنتجة).

المحور الخامس:

سياسة التمويل في المؤسسة

المحور الخامس: سياسة التمويل في المؤسسة

تمهيد:

نتج عن تعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة و الاختلاف في درجة و تفضيل كل مصدر إلى ظهور موضوع الهيكل المالي و محدداته، سياسة التمويل و تكلفة رأس المال كمواضيع مستقل ضمن موضوعات التمويل، حيث أصبحت المؤسسة تعطي أهمية بالغة لهذه المواضيع لما لها من تأثير على مختلف نشاطاتها.

أولاً: مدخل إلى الهيكل المالي و محدداته:

1. مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي:

أ/مفهوم الهيكل المالي: توجد العديد من التعاريف التي تعرضت لمفهوم الهيكل المالي نورد أهمها فيما يلي:

- يقصد بالهيكل المالي أو التمويلي للمؤسسة توليفة مصادر التمويل التي اختارتها الشركة لتغطية استثماراتها.
- يعرف على أنه مجموعة الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، و هو يشمل التمويل المقترض و التمويل الممتلك و هما يشكلان الجانب الأيسر من قائمة المركز المالي.
- يعرف على أنه مجموعة القنوات التمويلية إما في شكل أموال قادمة للمؤسسة من مصادر مختلفة، سواء من مالكي المؤسسة أو من الغير في شكل قروضٍ بكافة أنواعها، و أيضاً مجموعة استخدام قنوات الأموال من استثمارات و أصول ثابتة و مستلزمات سلعية و غيرها و بقاء جزء على شكل أصولٍ سائلةٍ.
- يمثل جميع أشكال و أنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض و أيضاً سواء مصادر قصيرة الأجل أو طويلة الأجل، و هنا لابد من التفريق بين المعنى المرتبط بالمصطلحين الشائعين في هذا المجال، الأول هو الهيكل المالي و الذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، و الثاني هو هيكل رأس المال و الذي يُعرفُ بالتمويل الدائم للمؤسسة و الذي يتكون عادةً من القروض طويلة الأجل و الأسهم الممتازة و حق الملكية و يستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، بمعنى أن الأول يمثل مختلف المنابع التمويلية بكل أشكالها و أنواعها و الثاني يتمثل في مختلف المنابع التمويلية طويلة الأجل فقط، و على هذا الأساس فإن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي للمؤسسة .

ب/مؤشرات اختبار الهيكل المالي: من بين مؤشرات اختبار الهيكل المالي نجد:

* **الاستقلالية المالية**: بحيث يقيس هذا المؤشر مدى تبعية المؤسسة للعالم الخارجي، و يتم الحصول عليها بنسبة الأموال الخاصة على مجمل الديون.

* **القدرة على السداد**: عندما تتقدم المؤسسة للبنك للاستدانة، يقوم البنك بحساب هذه النسبة بقسمة الديون على القدرة على التمويل الذاتي، و يشترط أن تكون هذه النسبة أقل من ثلاثة أضعاف، حيث تعبر هذه النسبة عن تراجع احتمالات الافلاس.

2.محددات الهيكل المالي: يتأثر قرار المؤسسة في اتخاذ الهيكل المالي المناسب بالعوامل التالية:

***استقرار المبيعات**: هناك علاقة طردية بين درجة استقرار المبيعات و نسبة الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، فكلما زادت درجة الاستقرار تمكنت المؤسسة من دفع التزاماتها الثابتة على القروض بأقل خطورة ممكنة و العكس صحيح.

***المنافسة**: كلما ارتفع عدد المنافسين انخفضت ربحية المؤسسة، و بالتالي يقل اعتمادها على الاستدانة و تلجأ للأموال الخاصة، لأن خدمة الديون تتوقف على ربحية المنشأة و على حجم مبيعاتها، أي أن هناك علاقة عكسية بين المنافسة و نسبة الاقتراض في المؤسسة.

***هيكل الأصول**: ذلك أن المؤسسة تحتوي على نسبة عالية من الأصول الثابتة (و التي تعتبر ضمانات تقدمها المؤسسة عند حصولها على أموال مقترضة) تكون أكثر قدرة على الاستفادة من درجات عالية من الاستدانة.

***معدل النمو**: تقوم المؤسسات التي تنمو بمعدلات عالية من اللجوء إلى التمويل الخارجي في تغطية مختلف احتياجاتها التوسعية على عكس الأخرى ذات النمو المنخفض.

***المرونة المالية**: تشير المرونة المالية إلى مدى قدرة المؤسسة على مواجهة مختلف التغيرات التي تحدث، و بالتالي تعديل خططها التمويلية بما يتلاءم و احتياجاتها المختلفة، إذ أن التمويل عن طريق الاستدانة يوفر مرونة أكثر من التمويل عن طريق الأموال الخاصة.

***التوقيت**: و هو ذو صلة مباشرة بالعوامل السابقة، بحيث يجب استخدام المصدر الملائم في الوقت المناسب من خلال متابعة مختلف التغيرات و مواكبتها في الوقت الضروري لذلك.

***حجم المؤسسة**: يؤثر حجم المؤسسة بشكل كبير على تركيبة الهيكل المالي، بحيث أن المؤسسات ذات الحجم الصغير تعتمد على المصادر الداخلية في تمويلها بينما المؤسسات ذات الحجم الكبير فتعتمد على الاستدانة.

***دورة حياة المؤسسة**: و تقسم إلى أربعة مراحل أساسية و هي: مرحلة الدخول، التوسع، النضج ثم التدهور،و يختلف الهيكل المالي للمؤسسة باختلاف المرحلة التي تكون فيها.

*اتجاهات رجال الإدارة: يتأثر اختيار مصادر التمويل في المؤسسة باتجاهات الإداريين من خلال وجهتين: الأولى السيطرة و التحكم من خلال اللجوء إلى الاستدانة، و الثانية الخطر من خلال اللجوء إلى الأموال الخاصة.

*اتجاهات المقرضين: يلعب المقرض دوراً هاماً في تحديد تركيبة الهيكل المالي للمؤسسة، لأن المقرض هو من يوافق أولاً على نسبة الاقتراض التي تطلبها المؤسسة.

3. مفاهيم أساسية حول الهيكل المالي الأمثل:

أ/مفهوم الهيكل المالي الأمثل: يقصد بأمثلية الهيكل المالي للمؤسسة مدى إمكانية اختيارها لنسبة تمويل معينة من الأموال الخاصة و الديون بالشكل الذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن و بالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

يتمثل الهدف من تحديد الهيكل المالي الأمثل في معرفة تركيبة الأموال المستثمرة التي تجعل التكلفة المتوسطة أو المرجحة للأموال عند حدها الأدنى و ذلك ضمن الظروف أو المعطيات المتوفرة، و عليه فالهيكل المالي الأمثل هو ذلك المزيج من القروض و حقوق الملكية الذي يترتب عليه إحداث التوازن بين العائد و المخاطرة بطريقةٍ تؤدي إلى تعظيم قيمة الأسهم في السوق، و يكون عند المعدل الموزون لكلفة رأس المال في أدنى مستوى له، و بالتالي فسياسة الهيكل المالي يجب أن تضمن الموازنة بين المخاطر و مزايا العائد.

ب/ محددات الهيكل المالي الأمثل:

يتحدد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بمجموعة من العوامل حيث لا يمكن تقديم نموذج تمويلي أمثل يتناول بصورةٍ كافيةٍ كل العوامل التي تؤثر على قرارات المسير المالي للمؤسسة، إذ أن هذه العوامل على درجةٍ عاليةٍ من التعقيد و التنوع و لا تتبع دائماً نظرية محددة، و هذا نظراً لأن أسواق المال أصبحت تتميز بظروف المخاطرة العالية، و فيما يلي نحاول استعراض أهم العوامل المحددة للهيكل المالي الأمثل كما يلي:

*المرونة: يجب على المؤسسة تحديد الهيكل المالي الأمثل الذي يعمل على تعظيم قيمتها و بأقل المخاطر الممكنة، حيق لا يتحقق ذلك إلا من خلال التوازن بين كل تلك العوامل المؤثرة في الهيكل المالي و بطريقةٍ مناسبةٍ، و بالتالي فإن التخطيط السليم للهيكل المالي الأمثل هو الذي يأخذ في الاعتبار مصالح كلاً من المساهمين في المؤسسة، العمال، الموظفين و الدائنين.

*الربحية: لابد أن يعود الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى استخدام ممكن للرقع المالي، مع الالتزام بأقل تكلفةٍ ممكنةٍ.

*التحفظ: و يقصد به المحافظة على المؤسسة من الانهيار أو الارتباك المالي، فيجب عليها خلق تدفقات نقدية من أجل الوفاء بالالتزامات من الاقتراض، فلا يجب أن يقتصر عملها على تدعيم قدرتها على الاقتراض فقط.

*القدرة على الوفاء: يحدد هذا العامل الحد الأقصى الذي يمكن أن تتحمله المؤسسة من القروض، و في نفس الوقت تجنب الملاك أو حملة الأسهم العادية بالمؤسسة أية مخاطر مالية إضافية.

*الرقابة: يجب على الهيكل المالي أن يتضمن أقل مخاطرةٍ ممكنةٍ لفقدان السيطرة و الرقابة على إدارة المؤسسة.

ثانياً: سياسة التمويل

1.مفهوم سياسة التمويل:

تعرف بأنها عملية تتعلق باختيار نوع الهيكل المالي الذي ترغب المؤسسة تحقيقه من خلال عملية المفاضلة بين العديد من المصادر التمويل المتاحة للمؤسسة من أجل تعظيم قيمتها، أي اختيار الهيكل المالي الذي يشكل أدنى تكلفة مالية ممكنة و أعظم مردودية، كما تُعرف أيضاً بأنها مجموعة القواعد و الأساليب و الإجراءات و التدابير التي تعمل على توفير الأموال اللازمة للمؤسسة في الوقت المناسب و بأقل تكلفةٍ ممكنةٍ، مع استخدام تلك الأموال أحسن استخدام عن طريق إيجاد هيكل مالي أمثل يحقق أقصى ربح ممكن للمؤسسة و يعظم قيمتها، و عليه فالسياسة المالية تظهر من خلال مجمل القرارات التمويلية المتخذة من طرف إدارة المؤسسة و التي تبني في شكل هيكل مالي أمثل يعظم قيمة المؤسسة.

2.أهداف سياسة التمويل:

تسعى سياسة التمويل إلى تحقيق مجموعة من الأهداف تصب في أهداف السياسة المالية في المؤسسة، يمكن الاشارة إليها فيما يلي:

- ✓ توفير الأموال الضرورية للمؤسسة في الوقت المناسب،
- ✓ تحديد كيفية الحصول على الأموال الضرورية من مصادرها المختلفة لقيام المؤسسة نشاطها في مراحل مختلفة،
- ✓ تحديد تكلفة الحصول على الأموال و المخاطر الناجمة عنها ة تكوين هيكل مالي أمثل،
- ✓ تحديد كيفية إدارة هذه الأموال لتعظيم قيمة المؤسسة.

3.محددات سياسة التمويل:

تتحكم العديد من العناصر في اختيار سياسة تمويلية معينة للمؤسسة حسب إمكانياتها و وضعها التنافسي و المالي و درجة التغيرات في محيطها، و من أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل نجد:

- ✓ **التكلفة:** يقصد بها تكلفة التمويل حيث كلما إرتفعت تكلفة المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي تأثرت قيمة المؤسسة سلبياً و العكس صحيح.
- ✓ **المخاطرة المالية:** تنتج المخاطرة المالية عند لجوء المؤسسة إلى الاستدانة ضمن هيكلها المالي، فكلما زاد لجوئها إرتفعت درجة مخاطرتها المالية (ارتفاع درجة الرفع المالي) و بالتالي زيادة التقلبات في العائد على حقوق المساهمين و احتمال عجز المؤسسة على الوفاء بديونها، لذا فإن السياسة التمويلية ينبغي أن تبحث عن هيكل مالي ينطوي على مخاطرة مالية مقبولة.
- ✓ **المردودية:** تعتبر المردودية محدد أساسي لسياسة التمويل لأنها تمثل أهم العوامل المحددة لقبول الاستثمار و بالتالي قبول مصدر تمويله، بحيث ينبغي أن تفوق مردودية الاستثمار تكلفة الأموال و تغطي المخاطرة المالية لأجل قبول الاستثمار و اقتراح سياسة تمويلية مناسبة لتمويل هذا الاستثمار.

4.أنواع سياسة التمويل:

تختلف سياسة التمويل التي تنتهجها كل مؤسسة عن الأخرى، و قد أشارت بعض الدراسات في الفكر المحاسبي إلى شيوع السياسات التالية:

أ/ سياسة التمويل المتحفظة(conservative financing policy):

يتم اتباعها إذا كانت إدارة المؤسسة من النوع المحافظ و تقوم بالاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل تخوفاً من احتمال انخفاض قدرة المؤسسة على تسديد الالتزامات، و تنعكس هذه السياسة بشكل ايجابي على مخاطر العسر المالي حيث تعمل علة خفضه تجنباً لانخفاض مستوى العائد.

ب/ سياسة التمويل المجازفة (Aggressive financing policy):

يتم اتباعها إذا كانت إدارة المؤسسة تتسم بالجرأة فيتم الاعتماد على مصادر التمويل قصيرة الأجل على اعتبار زيادة العائد على الاستثمار، و هو ما يترتب عليه زيادة في المخاطر.

ج/ سياسة التمويل المثلى أو المطابقة (Maturity matching financing policy):

و هي سياسة تلتزم بشكل فعلي بمبدأ التغطية بمعنى أنه يتطلب بشكل ضروري مناسبة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله، و عليه تقوم إدارة المؤسسة بتمويل الأصول الدائمة من مصادر التمويل طويلة الأجل و الأصول المؤقتة من مصادر التمويل قصيرة الأجل.

ثالثاً: حساب تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفة رأس المال عاملاً محورياً في اختيار المشاريع الاستثمارية، و لكل مصدر من مصادر التمويل المختلفة تكلفة خاصة به، و على المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي اعتمدت عليها بغية الوصول إلى تكلفة رأس المال، و نظراً لأن تمويل المؤسسات يتم من مصادر متعددة، يواجه المدير المالي صعوبات عديدة في قياس تكلفة رأس المال من كل مصدر تمويلي و في حساب التكلفة المتوسطة لمصادر التمويل المختلفة.

1.مفهوم تكلفة رأس المال:

تُعرف تكلفة رأس المال بأنها مقدار ما تدفعه المؤسسة من أجل الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، و يمكن النظر إلى تكلفة رأس المال على أنها الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون الذين يقومون باستثمار أموالهم في الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة.

أما رياضياً فتكلفة رأس المال تعبر عن المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، و بذلك فهي تعبر عن تكلفة مصادر التمويل، و هو المعدل الذي بواسطته يتم حساب صافي القيمة الحالية و عند استخدام معدل العائد الداخلي فإنه يتم مقارنة هذا المعدل مع تكلفة رأس المال حتى يصبح بالإمكان اتخاذ قرار الاستثمار أو عدم الاستثمار في المشروع.

و بما أن تكلفة رأس المال تمثل المتوسط الحسابي لتكاليف مصادر التمويل، فإنه يجب تحديد تكلفة كل عنصر من عناصر الهيكلة المالية للمؤسسة ثم حساب تكلفة رأس المال، كما تمثل تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل الأساس للكثير من القرارات التي تعتمدها الإدارة المالية في المؤسسة.

2. تكلفة مصادر التمويل:

لكل مصدر من مصادر التمويل المختلفة تكلفة خاصة به، و على المؤسسة تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي اعتمدت عليها من أجل الوصول إلى تكلفة رأس المال.

أ/حساب تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية:

تعرف تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية على أنها العائد الذي يطلبه حملة الأسهم لقاء امتلاكهم له، و تمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية رياضياً بمعدل الخصم الذي يستخدمه المستثمرون لحساب القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم الدورية المتوقع توزيعها في المستقبل من قبل المؤسسة.

يمكن صياغة نموذج قوردن لتقييم أرباح السهم كما يلي:

$$K_c = \frac{D_0}{P_0} + g$$

حيث أن:

K_c: تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

D_0: قيمة توزيع أرباح الأسهم في الفترة الأولى.

P_0: السعر الحالي للسهم.

g : معدل النمو المتوقع لربح السهم.

ولتقدير تكلفه التمويل بالأسهم العادية نقوم باستخدام نموذج قوردن مع تكييف النموذج ليتضمن تكلفة الاصدار للتمويل الجديد، بافتراض أن ربح السهم ينمو بمعدل ثابت g ، وعليه فان تكلفة التمويل بالأسهم العادية تصاغ كما يلي:

$$K_c = \frac{D_0}{P_0(1-F)} + g$$

حيث تمثل F تكلفة الإصدار للأسهم الجديدة.

ب/ حساب تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

تمثل تكلفه الأسهم الممتازة معدل العائد الذي يرغب حاملو هذه الأسهم التي أصدرتها المؤسسة في الحصول عليه، و تعتبر الأسهم الممتازة من الاستثمارات الأبدية التي ليس لها تاريخ استحقاق ويحصل حملتها على نسبه ثابته من الأرباح، كما تمثل تكلفة الأسهم الممتازة نسبة الأرباح الدورية المدفوعة لحملتها إلى صافي المبلغ الذي تحصل عليه المؤسسة من بيع هذه الأسهم، ويتم حساب تكلفة هذا المصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل بالعلاقة التالية:

$$K_p = \frac{D}{P_0 - C}$$

حيث أن:

K_p: تكلفة الأسهم الممتازة

D: قيمة أرباح السهم الممتازة الثابتة

P_0: القيمة السوقية للأسهم الممتازة.

C: تكاليف الإصدار.

ج/ حساب تكلفة التمويل عن طريق المديونية:

يعتبر كل من نوعية الدين ومعدلات فائدة سندات المؤسسة المقررين الرئيسيين لتكلفة الدين، وهما يتأثران بعوامل مختلفة كالحجم ، قطاع النشاط، الرافعة المالية، التدفق النقدي، الربحية وعدد من العوامل النوعية الأخرى،

تعطي القروض إعفاءات ضريبية مما يعني أن تكلفة القروض بعد الضريبة أقل من تكلفتها قبلها، حيث تتمثل تكلفة التمويل بالديون في المؤسسة في تكلفة الاقتراض بعد خصم الضرائب، وحيث أن فوائد القروض من الأعباء التي تتضمنها قائمة الدخل فإن المؤسسة تحقق من ورائها اقتصاداً ضريبياً أو وفوراتٍ ضريبيةٍ تتمثل في مقدار الفائدة مضروباً في معدل الضريبة،

ومنه يمكن صياغه تكلفة الديون رياضياً كما يلي:

$$K_d = r - (r \times \tau)$$

حيث أن:

r: معدل الفائدة على الدين

τ: معدل الضريبة على الأرباح

(r×τ): الاقتصاد الضريبي

د/ حساب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح المحتجزة أرباحاً قد تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلاً من توزيعها على المساهمين وذلك بهدف استخدامها في تمويل الاستثمارات، لذلك فإن المساهمين يعتبرون هذه الأرباح تكلفة وتتمثل هذه التكلفة في مقدار العائد الذي كان بإمكانهم الحصول عليها لو أن المؤسسة قامت بتوزيع هذه الأرباح عليهم، و منه فإن:

$$K_R = K_c$$

حيث:

K_c: يمثل تكلفة الأرباح المحتجزة.

K_R: يمثل تكلفة الأسهم العادية.

و بناءاً على ما تقدم، يمكن صياغة تكلفة رأس المال كما يلي:

$$\mathbf{K} = \frac{\boldsymbol{D}}{\boldsymbol{E+D}}\boldsymbol{K_d}(\mathbf{1}-\boldsymbol{\tau}) + \frac{\mathbf{E_P}}{\boldsymbol{E+D}}\boldsymbol{K_P} + \frac{\mathbf{E_C}}{\boldsymbol{E+D}}\boldsymbol{K_C} + \frac{\mathbf{E_R}}{\boldsymbol{E+D}}\boldsymbol{K_R}$$

حيث:

K: تمثل تكلفة رأس المال.

E_P: الأسهم الممتازة. E_c: الأسهم العادية. E_R: الأرباح المحتجزة.

E: الأموال الذاتية، حيث: $E= E_P+ E_C+ E_R$

D: مقدار الديون.

K_P: تكلفة الأسهم الممتازة.

K_d: تكلفة الديون.

τ: معدل الضريبة على الأرباح.

كما يمكن تبسيط هذه العلاقة كمايلي:

$$\mathbf{K} = \frac{\boldsymbol{D}}{\boldsymbol{E+D}}\boldsymbol{K_d}(\mathbf{1}-\boldsymbol{\tau}) + \frac{\boldsymbol{E}}{\boldsymbol{E+D}}\boldsymbol{K_e}$$

حيث:

K_e : يمثل تكلفة الأموال الذاتية.

و باعتبار أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا مجموع الديون مع الأموال الذاتية ، أي V=E+D فإن تكلفة رأس المال تصبح ما يلي:

$$\mathbf{K} = \frac{\boldsymbol{D}}{\boldsymbol{V}}\boldsymbol{K_d}(\mathbf{1}-\boldsymbol{\tau}) + \frac{\boldsymbol{E}}{\boldsymbol{V}}\boldsymbol{K_e}$$

3. أهمية تحديد تكلفة رأس المال:

تتمثل الأهمية من وراء تحديد تكلفة رأس المال فيما يلي:

- ✓ يؤثر الهيكل المالي على حجم و درجة المخاطرة المتعلقة بأرباح الشركة، و هو ما يترتب عليه تأثر قيمة الشركة.
- ✓ يساهم حساب تكلفة التمويل لكل عنصر من عناصر التمويل في اتخاذ القرارات المتعلقة بالإدارة المالية فيما يتعلق بمسألة اختيار أفضل مصادر التمويل من ناحية التكلفة.
- ✓ أن قرار الموازنة الرأسمالية له تأثير رئيسي على الشركة، و أن إعداد الموازنة بشكل مناسب يتحتم وجود تقديراً لتكلفة التمويل.
- ✓ يساهم حساب تكلفة التمويل في المقارنة بين المشروعات، إضافةً إلى الدور المتعلق بقرارات التسعير و الربط بين قيم الشركات في الأسواق المالية و هياكلها المالية.
- ✓ يساهم حساب تكلفة التمويل في تقييم المشروعات التي ستوظف فيها الأموال، فإذا اتضح انخفاض العائد المتوقع للمشروع عن تكلفته ستصبح تلك المشروعات بمثابة عبئاً على عاتق إدارة الشركة، و بناءاً على حساب تكلفة التمويل من البداية سيكون متاح لدى الشركة اختيار الرفض دون تحمل خسائر.
- ✓ أن تعظيم قيمة الشركة كهدف استراتيجي للإدارة المالية يتطلب أن تكون تكلفة جميع العناصر التي تمثل مدخلات للشركة بما في ذلك الأموال بحدودها الدنيا، و لغرض تحقيق تكلفة التمويل فإن المشروع يتطلب حسابها.
- ✓ تستخدم تكلفة رأس المال في مجالات التقييم الأخرى لتقييم الأسهم العادية أو الممتازة، و لحساب السعر العادل لها .
- ✓ تحتاج العديد من القرارات المالية حساباً يتسم بالدقة لتكلفة تمويلها، عل سبيل المثال الاستئجار و إعادة تحويل السندات و ردها.

4. قواعد عند حساب تكلفة رأس المال:

توجد أربعة قواعد يجب أخذها بعين الاعتبار عند حساب تكلفة رأس المال و هي:

- ✓ الحساب باستعمال القيم السوقية: ينبغي أن تستند الأوزان المستخدمة لحساب تكلفة رأس المال على القيم السوقية للديون و السندات و ليس القيم الدفترية لأن التكلفة المرجحة لرأس المال عي العائد المتوقع على الأوراق المالية للمؤسسة على أساس السعر الحالي، و هو العائد الجديد الذي سيؤخذ قبل شراء السندات أو الأسهم، و نظراً لذلك فإن القيمة الدفترية أو المحاسبية ليست مناسبة للترجيح، و يمكن للمستثمرين من شراء الأسهم بالقيمة السوقية لها و ليست بقيمتها الدفترية أو الاسمية، إضافةً إلى ذلك فإنه بإمكان المستثمرين في سندات أو قروض المؤسسة الحصول على عائد يعكس ظروف السوق الحالية من مخاطر الاستثمار و غيرها
- ✓ و مع ذلك، فإذا تعسر تحديد القيمة السوقية لإحدى مركبات هيكل رأس المال فإنه يجب استعمال القيمة الدفترية لتقدير تكلفة رأس المال.
- ✓ على المؤسسة أن تحدد تكلفة محددة لرأس المال تكون هدفاً للإدارة المالية للوصول إليها خلال فترة زمنية معينة، و بالتالي تحديد التشكيلة المثلى بين التمويل بالديون أو بالأموال الذاتية المرغوب فيها، فإذا احتاجت المؤسسة إلى أموال فإنها يجب أن تحدد مصدر التمويل المناسب، سواء إصدار أسهم جديدة أو طرح سندات في السوق المالية أو الحصول على قرض بنكي او استعمال الارباح المحتجزة، لكن بما يتناسب مع هدفها و مع تكلفة رأس المال المناسبة و أن لا تنحرف على هدفها في حال وجود خلل ما في التمويل، أي تبقى قرب النسب المستهدفة.
- ✓ يجب حساب تكلفة رأس المال بعد خصم الضرائب.

5. دراسة حالة لحساب تكلفة رأس المال:

لتوضيح طريقة حساب تكلفة رأس المال يعطى المثال الموالي:

مثال: لتكن المؤسسة (X) لها المعطيات التالية:

الجدول رقم 01: بعض البيانات المالية للمؤسسة X

البيان	الرمز	النسبة
كلفة الديون قبل الضريبة	K_d	%8
كلفة الاموال الذاتية	K_e	%11
معدل الضريبة	τ	%30
القيمة السوقية للديون (مليون وحدة نقدية)	D	5
القيمة الدفترية للديون(مليون وحدة نقدية)		5
القيمة السوقية للأموال الذاتية(مليون وحدة نقدية)	E	20
القيمة الدفترية للأموال الذاتية(مليون وحدة نقدية)		10

و لتحديد التكلفة المرجحة لرأس المال يجب:

أولاً: تحديد تكلفة الديون بعد الضريبة و تحسب كما يلي:

$$K_d(1-\tau)=8\%\times(1-30\%)=5.6\%$$

ثانياً: تحديد القيمة السوقية للمؤسسة باستعمال القيم السوقية للديون و الأموال الذاتية و تساوي 25 مليون وحدة نقدية كما يلي:

$$V=E+D$$

$$V=20+5=25\ um$$

ثالثاً: تحديد نسب كل من الديون و الأموال الذاتية في هيكل رأس مال المؤسسة X كما يلي:

نسبة الديون:

$$\frac{D}{V}=\frac{5}{25}=0.20$$

نسبة الأموال الذاتية:

$$\frac{E}{V}=\frac{20}{25}=0.80$$

رابعاً: حساب تكلفة رأس المال باستعمال الصيغة الرياضية لها كما يلي:

$$\mathrm{K} = \frac{D}{V} K_d (1 - \tau) + \frac{E}{V} K_e$$

K= [(8×(1-0.3))×0.2]+[11×0.80]
=[5.6×0.20]+[11×0.80]
=1.12+8.80
=9.92%

و منه فإن تكلفة رأس المال للمؤسسة X هي **9.92%**

6. نماذج قياس تكلفة رأس المال:

توجد عدة نماذج لقياس و تقدير تكلفة رأس المال، و فيما يلي سيتم عرض أهمها:

أ/ نموذج التوزيعات المخصومة:

تتمثل تكلفة السهم العادي حسب هذا المدخل في المعدل الذي يساوي بين القيمة السوقية للسهم و التدفقات المستحدثة.

ب/ نموذج توازن الأصول الرأسمالية:

يتمثل الاسهام الرئيس لنظرية المحفظة في السماح بتحديد معدل العائد المفروض من قبل المساهم، و حسب نموذج توازن الأصول الرأسمالية (CAPM) يسمح بتحديد المعدل المفروض الذي يمثل المجموع الجبري لمعدل العائد بدون مخاطرة كتعويض عن عنصر الزمن، و علاوة مخاطر السوق النظامية مرجحة بمعامل الحساسية β ، و يحسب بالعلاقة الرياضية التالية:

$$\mathbf{E}(\boldsymbol{R_i}) = \boldsymbol{r_f} + \boldsymbol{\beta}(\boldsymbol{R_m} - \boldsymbol{r_f})$$

حيث:

$E(R)$: معدل العائد المتوقع للورقة المالية (تكلفة السهم العادي).

r_f: معدل العائد الخالي من المخاطرة.

R_m: معدل العائد لمحفظة السوق.

β: معامل الخطر يبين حساسية معدل العائد للسهم بالنسبة لمعدل العائد السائد في السوق.

المحور السادس:

النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي

المحور السادس: النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي

تمهيد:

جاءت عدة نظريات بهدف تفسير الهيكلة المالية للمؤسسة و تحديد الهيكلة المالية المثلى، و فيما يلي سيتم عرض أهمها:

أولاً: نظرية صافي ربح العمليات (Net Income Theory NOI):

تستند نظرية صافي ربح العمليات على افتراض أن تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة كلاهما مستقل و ليس لهما علاقة بمدى تأثير الهيكلة المالية، حيث تفترض هذه النظرية ثبات تكلفة الأموال بغض النظر عن مكونات الهيكل المالي، و بالتالي فإن تشكيلة الهيكل المالي لن تؤثر على القيمة السوقية للمؤسسة مادام تكلفة الأموال ثابتة، بمعنى آخر أن كيفية تكوين الهيكل المالي و توزيعه بين الأموال الخاصة و الديون لا أهمية لها حيث أن قيمة المؤسسة تظل ثابتة في كل الأحوال، مما يعني أن التغيرات في الهيكلة المالية لا تأثير لها سواء على القيمة السوقية للمؤسسة و أيضاً لا تأثير لها على تكلفة رأس المال الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكلة مالية مثلى غير مقبولة.

ثانياً: النظرية التقليدية (Traditional Theory):

يؤكد أصحب النظرية التقليدية وجود هيكلة مالية مثلى عند مستوى معين من الديون، و التي تتحقق عند تشكيلة معينة من القروض و الأموال الذاتية، هذه التشكيلة تجعل تكلفة رأس المال عند حدها الأدنى و تعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة.

حسب النظرية التقليدية، تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة في أعلى حدٍ لها في ثلاثة مراحل:

* **المرحلة الأولى:** تتصف بظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية مع كل زيادة في مقدار الاقتراض، إلا أن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية ضمن هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن الاقتراض، يضاف إلى ذلك أن تكلفة الاقتراض في هذه المرحلة تبقى ثابتة، و بسبب ذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة تبدأ بالزيادة كلما زادت نسبة الرفع المالي في الهيكلة المالية بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة رأس المال و اتجاهها نحو الانخفاض.

* **المرحلة الثانية:** تتصف بأن المؤسسة تستعمل نسباً من الديون في هيكلتها المالية بحيث لا تؤثر تلك النسبة على قيمتها السوقية نظراً لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض و المتمثلة في انخفاض تكلفته سوف يقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي، و هنا تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.

* **المرحلة الثالثة:** تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى و هو ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر منخفض للتكلفة، و ذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة في معدل العائد المطلوب من قبلهم بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على الاعتماد على القروض، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال و بسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

ثالثاً: نظرية موديغلياني و ميلر سنة 1958:

تعتبر نظرية موديغياني و ميلر " M&M " سنة 1958 من أهم النظريات التي تتحدث عن الهيكلة المالية، فهي تتفق مع نظرية صافي ربح العمليات فيما يخص عدم وجود هيكلة مالية مثلى، فحسب هذه النظرية فإن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماماً عن الهيكلة المالية لها، كما أن تكلفة رأس المال مستقلة تماماً عن الهيكلة المالية للمؤسسة، كما تفترض وجود سوق المنافسة التامة و في عالمٍ بدون تكاليف الإفلاس و لا تكاليف التبادل و توفر المعلومات للجميع.

تؤكد نظرية موديغلياني و ميلر و في ظل ظروفٍ معينةٍ بأنه لا يهم بالنسبة للمساهمين ما إذا كانت المؤسسة تمول بالاقتراض أو ببيع الأسهم، لأن قرارات التمويل ليس لها أثر على ثروتهم، و الفكرة المحركة لهذه النظرية هي أنه كمشروع منتج فإنه لكل مشروع تكون لديه فرص خاصةٌ للربح و يواجه كذلك مخاطر، و إن كلاً من الربح و الخطر توجد بغض النظر عن كيفية التمويل، و جاءت نظرية موديغياني و ميلر ضمن اقتراحين:

الاقتراح الأول: يشير إلى أنه في ظل أسواق مالية كاملة فإن المؤسسات لها نفس القيمة السوقية بغض النظر عن نسبة الرافعة المالية لها و كذا مخاطر عدم السداد، حيث يؤكد موديغياني و ميلر في هذا الاقتراح أن القيمة السوقية لأية مؤسسة سواء كانت مقرضةٌ أو مقترضةٌ مستقلةُ تماماً عن هيكلتها المالية، و أن هذه القيمة تتحدد من خلال خصم صافي ربح العمليات الذي تحدثه المؤسسة بمعدل خصم يتمثل بمعدل العائد المطلوب على الاستثمار يناسب خصائص الخطر للشريحة التي تنتمي إليها المؤسسة، كما أن القيمة السوقية للمؤسسة ما هي إلا انعكاساً لقرارات الاستثمار فيها و بفعالية تلك القرارات و قوتها الإيرادية.

الاقتراح الثاني: يشير موديغياني و ميلر بأن الرافعة المالية للمؤسسة ليس لها أي أثر على التكلفة المرجحة لرأس المال أي تكلفة رأس المال، و أن تكلفة الأموال الذاتية هي دالة خطية لنسبة الديون على الأموال الذاتية، و رغم أن التغير في الهيكلة المالية للمؤسسة لن يغير من القيمة السوقية لها كما جاء في الاقتراح الأول إلا أن ذلك سيحدث تغيراً مهماً في قروض المؤسسة و حقوق ملكيتها.

رابعاً: نظرية موديغياني و ميلر سنة 1963:

قدم موديغلياني و ميلر سنة 1963 تحليلاً جديداً للهيكلة المالية و ذلك بإدخال كل من الضرائب و تكاليف الإفلاس، فاعتماد المؤسسة على الديون يسبب أثرين: أثر إيجابي يتمثل في الاقتصاد الضريبي و أثر سلبي يتمثل في تكلفة الإفلاس، حيث أكد موديغلياني و ميلر بأن للديون أثراً إيجابياً على قيمة المؤسسة مهما كانت نسبتها و مستواها في الهيكلة المالية لها و ذلك بسبب ما تحققه الديون من اقتصاد ضريبي و الذي ينشأ بسبب اعتماد المؤسسة على الاستدانة في التمويل، حيث إن زيادة التمويل بالديون في الهيكلة المالية للمؤسسة يترتب عليها انخفاضاً مستمراً في تكلفة رأس المال مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة، و ينشأ هذا التأثير نظراً لاعتبار فائدة الديون كمصاريف تتحملها المؤسسة قبل أن تخضع للضريبة، و لذلك فإن القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة تكون أعلى من القيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة بمقدار الاقتصاد الضريبي،

و في المقابل كلما زاد الاقتراض زادت تكلفة الإفلاس، و عليه يحصل ارتفاع في تكلفة رأس المال الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، حيث أكد موديغلياني و ميلر انطلاقاً من العلاقة العكسية بين تكلفة رأس المال و القيمة السوقية للمؤسسة بأن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس، و عليه فكلما زادت القروض كلما زادت تكلفة الإفلاس و يسبب ذلك استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للمؤسسة.

و عليه فإنه حسب نظرية موديغلياني و ميلر و بإدخال الاقتصاد الضريبي و تكلفة الإفلاس فإن القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة تساوي القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة مضافاً إليها الاقتصاد الضريبي ناقص القيمة الحالية المتوقعة لتكلفة الإفلاس .

المحور السابع:

النظريات الحديثة

المفسرة للهيكل المالي

المحور السابع: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي

تمهيد:

وجهت للنظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي عدد من الانتقادات نظراً لصعوبة تطبيقها تم تقديم نظريات أخرى تفسر الهيكلة المالية للمؤسسة أصطلح على تسميتها بالنظريات الحديثة:

أولاً: نظرية الوكالة:

اعترض كل من جونسون و ماكلاين (Jensen and Meckling) سنة 1976 نظرية موديغلياني و ميلر فيما يتعلق بأن قرارات المؤسسة الاستثمارية مستقلة عن هيكلتها المالية، فالمساهمون في المؤسسة المقترضة على سبيل المثال يمكنهم زيادة مخاطر الاستثمار لأصحاب السندات من خلال زيادة الديون و ذلك من خلال مشكلة إحلال أو استبدال الأصول، هذا السلوك من طرف المساهمين يؤدي إلى ظهور تكاليف الوكالة التي يجب على المؤسسة أن تسيطر عليها و تأخذها بعين الاعتبار في تحديد هيكلتها المالية.

يعد الملاك الطرف الرئيسي في المؤسسة و يعرفون بأصحاب المصلحة الرئيسية في استمرار و بقاء المؤسسة، الأمر الذي يدعوا إلى موائمة أهداف الإدارة التي يسعى إليها الملاك، و باعتبار الإدارة الجهاز الذي يتخذ و يبني القرارات المالية المهمة في حياة المؤسسة فمن البديهي أن تؤثر هذه القرارات حتماً بشكل أو بآخر في مصالح الملاك، و عليه يرى الملاك أن تكون القرارات المستهدفة تهدف إلى حماية أملاكهم نحو بر الأمان، حيث أن علاقة الوكالة هي عقد يقوم بموجبه شخص يدعى الموكل باللجوء إلى شخص آخر يدعى الوكيل من أجل القيام بهمة معينة نيابةً عنه و باسمه، فتقترح هذه النظرية تفسيراً لسلوك مختلف المتعاملين المعنيين بتمويل المؤسسة مثل المدراء، الملاك أو المساهمون، المقرضون و المدينون بشكلٍ عامٍ و محاولة ملاحظة تأثير سلوكهم على تحديد هيكل التمويل، و تنطلق هذه النظرية من فرضيتين:

- ✓ الأولى هي ليس بالضرورة أن تكون أهداف المدراء و الملاك متطابقة،
- ✓ و الثانية هي أن المتعاملين ليسوا متساوين في الحصول على المعلومة المتعلقة بالمؤسسة و محيطها.

فعلاقة الوكالة ينجم عنها نوعان من تضارب المصالح، فهي تؤدي إلى بروز تناقض في المصالح بين المسير و المساهمين من جهة و بين المساهمين و المدينين من جهةٍ أخرى، و منذ ظهور تكلفة الوكالة أصبح وجود هيكل مالي أمثل بتوازن الوفر الضريبي مع كل من تكلفة الوكالة و تكلفة الافلاس،

و يمكن صياغة القيمة السوقية لمؤسسة مقترضة V_L مقارنةً بالقيمة السوقية لمؤسسة غير مقترضة V_U بإدخال كل من الاقتصاد الضريبي τD_L و القيمة المتوقعة الحالية لتكلفة الافلاس EPVCB و تكلفة الوكالة A كما يلي:

$$V_L = V_U + \tau D_L - EPVCB - A$$

ثانياً: نظرية الالتقاط التدريجي:

تسمى كذلك نظرية الترتيب السلمي أو نظرية أولوية مصادر التمويل، حيث تعتبر هذه النظرية من أهم النظريات تأثيراً في علم مالية المؤسسة و هي كظرية قامت من أجل المفاضلة بين مصادر التمويل الداخلية أو الذاتية و مصادر التمويل الخارجية.

تقوم نظرية الالتقاط التدريجي بترتيب مصادر التمويل للمؤسسة، فحسب مايرز Myers سنة 1984 صاحب نظرية الترتيب السلمي (الالتقاط التدريجي) و الذي تأثر بالأدبيات المالية السابقة و بما في ذلك كتاب دونالدسون Donaldson سنة 1961، فقد أثبت بأن الاختيار العكسي في المؤسسة يؤدي إلى تفضيل الأرباح المحتجزة و التي هي أفضل من الديون، و الديون بدورها أفضل من الأسهم من ناحية التمويل، حيث يمكن ترتيب مصادر التمويل وفق هذه النظرية كما يلي:

- ✓ تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.
- ✓ و إن كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي فإنها تصدر الأوراق المالية المضمونة أولاً ذلك أنها تبدأ بالديون، ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل، و أخيراً القيام بإصدار أوراق الملكية الخارجية و المتمثلة في الأسهم العادية.
- ✓ لكل مؤسسة نسبة من الاستدانة في هيكلتها المالية تعكس احتياجاتها المتراكمة للتمويل الخارجي، أي أنه لا توجد نسبة استدانة معروفة بدقة و محددة كهدف يجب الوصول إليه.

المحور الثامن:

سياسات توزيع الأرباح

المحور الثامن: سياسات توزيع الأرباح

تمهيد:

يصاحب قرارات الاستثمار و قرارات التمويل نوع ثالث من القرارات هي قرارات توزيع الأرباح، و يعد من أبرز القرارات التي يتخذها المسير المالي و يعطيه أهمية خاصة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين و بين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها في مشاريع مجدية.

أولاً: مفهوم قرارات توزيع أرباح السهم

قبل أن نعطي مفهوم لسياسة توزيع الأرباح لابد و أن نعرج عن مفهوم الأرباح، حيث يطلق بعض الاقتصاديين مصطلح دخل المؤسسة (revenu de l'entreprise) على مفهوم الربح(profit)، و يعرف على أنه الفرق بين مجمل إيرادات المؤسسة و بين إجمالي تكاليف الإنتاج و نفقات التوزيع التي تتكبدها المؤسسة في إنتاج منتجاتها من السلع و الخدمات و إيصالها إلى العملاء.

و تعرف سياسة توزيع الأرباح على أنها مجموعة الأدلة و الإرشادات التي تعتمد عليها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، و تمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون كعائد على استثماراتهم في أسهم الشركة، و تمثل هذه الأرباح دخلاً جارياً ينتظره و يتوقعه العديد من المساهمين، لذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة و تغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق المالية، و يتضح من ذلك أن قرار توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر واحدٌ من أهم قرارات الإدارة المالية في المؤسسة، كما أن الوجه الآخر لهذا القرار أي احتجاز الأرباح يرتبط بقرار التمويل و الاستثمار في المؤسسة.

ثانياً: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

عندما ترغب المؤسسة في اتخاذ قرارها بتوزيع الأرباح فإنها تضع أمامها مجموعة من العوامل التي قد تؤثر بشكل أو بآخر في سياسة توزيع الأرباح:

***العوامل القانونية:** تخضع المؤسسات لقوانين و أنظمة البلد الذي تعمل فيه،

***عوامل تعاقدية:** قد تتضمن الاتفاقات و العقود المبرمة بين المؤسسة و الدائنين، أو بينها و بين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط و التي قد تحد من حرية تصرف المؤسسة، و بشكلٍ عام فإن هذه الشروط تمنع المؤسسة من دفع توزيعات أرباح نقدية إذا لم تحقق المؤسسة مستوى معين من الأرباح، و توضع هذه المحددات من أجل حماية الدائنين إذا ما تعرضت المؤسسة للعسر المالي.

***محددات داخلية:** إن قدرة المؤسسة على دفع توزيعات أرباح مقيدة بكمية الأموال المتوفرة لديها على شكل نقد و أوراق قابلة للتسويق، و مع أنه يمكن للمؤسسة الاقتراض من أجل دفع توزيعات أرباح للمساهمين فيها، إلا أن المقرضين يكونوا مترددين في إقراض المؤسسة لهذه الغاية باعتبار أن الأموال لن تنتج فوائد ملموسة أو تشغيلية تساعد المؤسسة على دفع ديونها.

***فرص النمو:** تتوقف حاجات المؤسسة للتمويل بتوقعاتها للنمو المستقبلي و أي أصول هي بحاجة إلى امتلاكها، و يجب على المؤسسة تقييم العائد و المخاطرة في مشاريعها الاستثمارية لتمدها بالقدرة على الحصول على التمويل الخارجي، بالإضافة إلى تحديد تكلفة و سرعة الحصول على التمويل، و بشكلٍ عام فإن المؤسسات الكبيرة تستطيع بسهولة دخول الأسواق و الاقتراض من المؤسسات المالية و الحصول على التمويل الجديد لمشاريعها الاستثمارية، و بالتالي فهي تعتمد على التمويل الخارجي و تقوم بدفع جزء كبير من أرباحها كتوزيعات أرباح، بينما المؤسسات الصغيرة التي تنمو بشكل كبير و مستمر قد يكون من الصعب عليها دخول الأسواق المالية أو الحصول على القروض من المؤسسات المالية بدعم مشاريعها الاستثمارية، و بالتالي فإن المؤسسات الصغيرة النامية تعتمد بشكلٍ كبير على التمويل الداخلي من خلال احتجاز الأرباح و عدم دفع توزيعات أرباح أو دفعها بنسبٍ قليلةٍ.

*__اعتبارات المساهمين__: على المؤسسة إتباع سياسات توزيعات أرباح لها تأثير إيجابي على ثروة المساهمين فيها:

-الأثر الأول: يتعلق بالوضع الضريبي للمساهمين، فإذا كانت نسبة المساهمين الممتلئين مالياً كبيرةً و الذين يقعون ضمن شريحة ضريبية مرتفعة فقد تقرر المؤسسة دفع نسبة قليلة من الأرباح لتأخير دفع المساهمين في المؤسسة لأرباحهم لحين بيع أسهمهم طبعاً إذا حقق المساهمون أرباح رأسمالية عند البيع، فإنهم سيدفعون ضريبة على هذه الأرباح الرأسمالية و التي تكون غالباً الضريبة عليها أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح (الربح العادي)، أما المساهمون ذوي الدخول المنخفضة فإنهم يفضلون دفع نسبة عالية من توزيعات الأرباح.

-الأثر الثاني: يتعلق بالفرص الاستثمارية المتاحة أمام المساهمين، فالشركة يجب عليها عدم احتجاز الأرباح إذا كان باستطاعة المساهمين الحصول على الأرباح و استثمارها بعائد أعلى من العائد على المشاريع الاستثمارية للمؤسسة، أي أنه إذا تبين بأن المساهمين لديهم فرص استثمارية خارجية أفضل، فيجب على المؤسسة أن تقوم بدفع نسبة كبيرة من أرباحها، لكن إذا كانت مشاريع المؤسسة على الأقل تعطي نفس العائد للمشاريع الخارجية و التي تحمل نفس الدرجة من المخاطرة فيجب على المؤسسة أن توزع نسبة منخفضة من أرباحها.

-الأثر الثالث: يتعلق في احتمالية انخفاض ثروة المساهمين الحاليين و ستخفض السيطرة على المؤسسة، لكن بتوزيع نسبة قليلة من الأرباح فإن المؤسسة ستخفض من هذا الأثر على مساهميها الحاليين.

*__اعتبارات السوق__: إن أخذ استجابة السوق لسياسة توزيع الأرباح في المؤسسة أمر ضروري، فمن المعروف بأن المساهمين يفضلون سياسة توزيع أرباح ثابتة أو متزايدة على تلك المتذبذبة، كما و يفضل سياسة توزيع الأرباح المستثمرة، و بسبب أن سياسة توزيع الأرباح المستقرة تخفض من عدم التأكد من استمرارية و حجم توزيعات الأرباح المستقبلية، فإنه من الممكن لعوائد المؤسسة أن تخصم عند معدلات خصم أقل، هذا سوف يُنتج زيادة في قيمة المؤسسة السوقية و بالتالي زيادة ثروة المساهمين، كما يؤخذ المحتوى المعلوماتي بعين الاعتبار من قبل السوق المالي، و ذلك لأن المساهمين غالباً ما ينظرون إلى دفع الأرباح كإشارة على الأداء المستقبلي للمؤسسة، فسياسات توزيع أرباح مستقرة و ثابتة تعتبر إشارة إيجابية تدل على قوة المركز المالي للمؤسسة و بالتالي ارتفاع سعر سهم المؤسسة في السوق، أما توزيعات منخفضة الأرباح المنخفضة أو عدم توزيع أرباح فتعتبر إشارة سلبية تدل على انخفاض أرباح المؤسسة المستقبلية و بالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة في السوق.

المحور التاسع:

أنواع سياسات توزيع الأرباح و نماذجها

المحور التاسع: أنواع سياسات توزيع الأرباح و نماذجها

أولاً: أنواع سياسات توزيع الأرباح

عند تشكيل سياسة توزيع الأرباح فإنه يجب على المؤسسة أن تأخذ بعين الاعتبار هدفين أساسيين، الأول توفير أموال كافية بدفع توزيعات الأرباح، و الثاني تعظيم ثروة المساهمين في المؤسسة، و هنا المؤسسة قد توزع أرباحها في شكل توزيعات نقدية أو قد توزعها في شكل أسهم.

1. **أنواع التوزيعات النقدية**: و هو النوع الأكثر شيوعاً و منها نجد:

أ/ سياسة توزيع إجمالي الأرباح:

إقترح Rubner سنة 1966 توزيع مجمل الأرباح، و يستند اقتراحه على فكرة تفضيل المساهمين للحصول على أكبر قدر ممكن من أرباح الأسهم، عملياً المؤسسات لا تعتمد على هذه الاستراتيجية لأنها لا تشجع جبائياً و لا من طرف المساهمين، فلهذا السبب من جهة و لأنها توفر تمويل ذاتي للمؤسسة من جهةٍ أخرى.

ب/ سياسة التوزيعات الباقية:

وفقاً لهذه السياسة تعطي المؤسسة الأولوية للمشاريع الاستثمارية التي تحقق قيمة حالية صافية موجبة و تكون بدورها مشاريع مربحة، و تقضي هذه السياسة بتوزيع ما تبقى بعد احتجاز ما يلزم لتمويل مشاريع المؤسسة، و هذه السياسة مبنية على حقيقة أن المستثمرين يفضلون الأرباح المحتجزة شرط أن يعاد استثمارها بمعدل عائد يفوق ذلك المعدل الذي يستطيع المستثمر نفسه الحصول عليه من خلال استثمارات بديلة ذات مخاطر مماثلة، و هذا ممكن لأن توزيع الأرباح يتضمن دفع ضرائب على الأرباح الموزعة، و كذلك عمولات وسطاء مما يجعل العائد على الأرباح المحتجزة أعلى من العائد الذي يستطيع المستثمر تحقيقه على استثمارات بديلة.

ج/ سياسة غياب التوزيعات:

يرى كل من Clarkson et Elliot سنة 1966 بأن التوزيعات تعتبر شيء كمالي (ترف) بالنسبة للمؤسسات و المساهمين فلا داعي لإجراء توزيعات، عملياً من الصعب أن نجد مؤسسات تقوم بالاحتفاظ بجميع أرباحها في الاحتياطات دون توزيع للأرباح.

د/ سياسة التوزيعات المستقرة:

يقصد به استقرار نمط تلك التوزيعات و يأخذ ثلاثة صور:

- ✓ **استقرار نسبة الأرباح الموزعة:** يقصد بذلك أن تكون نسبة الأرباح الموزعة ثابتة من سنةٍ لأخرى.
- ✓ **استقرار نصيب السهم من التوزيعات:** يقصد بذلك استقرار المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من سنةٍ إلى أخرى.
- ✓ **استقرار نصيب السهم من التوزيعات مع توزيعات إضافية:** يقصد بذلك ثبات المبلغ الذي يحصل عليه حامل السهم من توزيعات، مع إجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يتحقق فيها مستوى عالٍ من الأرباح.

2. **أنواع التوزيعات في شكل أسهم:** و منها نذكر:

أ/ توزيع الأسهم:

وفقاً لهذه الطريقة تقوم المؤسسة بتوزيع أسهم عادية على المساهمين عوض مبالغ نقدية.

ب/ تجزئة الأسهم:

تعتبر تجزئة الأسهم أحد أشكال توزيع الأرباح و التي تقوم بها المؤسسة عندما تعتقد أن سعر سهمها في السوق مسعر بأعلى من قيمته الحقيقية، إذ يتم القيام بالتجزئة قبل إصدار أسهم جديدة من أجل زيادة تداول سهم المؤسسة في السوق و بالتالي تحفيز المستثمرين على التعامل بأسهمها الجديدة.

ج/ إعادة شراء الأسهم:

زاد الاعتماد على هذا الشكل من التوزيع لما له من أثر إيجابي على ربحية السهم و بالتالي توزيع نقد أكثر على المساهمين، فبما أن الأرباح المحققة من طرف المؤسسة ثابتة فإن تخفيض عدد الأسهم المصدرة سوف يزيد من حصة السهم.

د/ معكوس الاشتقاق:

و نقصد بمعكوس الاشتقاق عملية تخفيض عدد الأسهم، فقد تتخذ المؤسسة قرار باستبدال مجموعة من الأسهم بسهمٍ واحدٍ، و تلجأ المؤسسة لاتباع هذه السياسة عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم بدرجةٍ كبيرةٍ بسبب مشكلات خاصةٍ تعاني منها أو بسبب كسادٍ عصف بالصناعة التي تنتمي إليها.

ثانياً: أهم نماذج توزيع الأرباح

توجد عدة نماذج تفسر سياسة توزيعات أرباح السهم في المؤسسة و من بين هذه النماذج نذكر:

1. نموذج لينتنر (Lintner):

حسب جون لينتنر (1956) الذي قام بسلسلة من المقابلات مع مسيري 28 مؤسسة صناعية أمريكية أين تتبع توزيع أرباحها لمدة 7 سنوات من سنة 1947 إلى سنة 1953 حيث تركزت هذه المقابلات حول سياسة توزيع أرباح السهم الخاصة بهم، و توصل من خلال هذه المقابلات إلى أن المسيرين يفضلون ثبات توزيعات أرباح السهم و لا يتم تغيير سياسة التوزيع إلا إذا كان من الضروري القيام بذلك، كما توصل إلى أن أرباح المؤسسة تعتبر محدداً رئيسياً لأرباح السهم و المسير يقوم بالتعديل الجزئي لأرباح السهم تماشياً مع أرباح المؤسسة و أرباح السهم السابقة كما تبينه العلاقة الرياضية التالية:

$$D_t - D_{t-1} = a + c\,(dB_t - D_{t-1})$$

حيث:

D_t و D_{t-1} : هي قيمة أرباح السهم للسنة و السنة الماضية على التوالي،

d : تمثل معدل توزيعها،

B_t : تمثل النتيجة الصافية،

a و c : فهي تمثل ثوابت موجبة.

إذا كانت قيمة الثابت a موجباً فإن ذلك يعني أن المؤسسة متحفظة و مترددة في تغيير توزيع الأرباح، و إذا كانت قيمة التعديل c صغيرة فإن ذلك يعني أن قيمة الأرباح الموزعة لا تتغير مباشرةً بعد تغير أرباح المؤسسة إلا بعدما يستمر هذا التغير، و لقد تم اختبار نموذج لينتنر في العديد من الدراسات و كلها خلصت إلى واقعية النموذج، و على سبيل المثال دراسة لفاما و بابياك (Fama and Babiak) سنة 1968 اللذان قاما بدراسة على 392 مؤسسة بين سنتي 1946 و 1964 و كانت النتيجة موافقة لنموذج لينتنر سنة 1956.

2.نموذج قوردن (Gorden):

يعد نموذج قوردن من النماذج المهمة التي ناقشت توزيعات الأرباح و أكدت أثرها على القيمة السوقية للسهم فالمستثمرون يكرهون المخاطرة و يتصفون بالرشادة و العقلانية، و اعتمد قوردن في نموذجه على نموذج رسملة توزيعات الأرباح و الذي يؤكد أن القيمة السوقية للسهم تساوي القيمة الحالية لتوزيعات أرباح السهم المتوقعة بمعدل خصم مناسب، و العلاقة التالية توضح هذا النموذج:

$$P = D/(K_e - g)$$

حيث:

P: سعر السهم المتوقع.

D: أرباح السهم المتوقع توزيعها.

K_e: تكلفة الأموال الذاتية.

g: معدل النمو في أرباح المؤسسة.

و حسب قوردن فإن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع احتجاز الأرباح و الاستثمارات المضافة، و ذلك أن ارتفاع أرباح السهم في المستقبل يكون نتيجة الزيادة في الاستثمارات، و ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يكون نتيجة زيادة حالة عدم التأكد المرافقة للزيادة في الاستثمارات.

3. نموذج ولتر (Wolter):

يعد نموذج ولتر سنة 1962 من بين النماذج التي ناقشت العلاقة بين توزيع أرباح السهم و القيمة السوقية لأسهم المؤسسات، حيث توصل إلى أن سياسة توزيع أرباح السهم سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم و التي هي عبارة عن مجموع القيمة الحالية لتوزيع أرباح السهم و القيمة الحالية للأرباح الرأسمالية كما يلي:

$$P = \frac{D + \frac{R\,(B - D)}{K_e}}{K_e}$$

حيث:

P: السعر السوقي للسهم.

D: التوزيع السنوي لأرباح السهم.

R: معدل العائد المتوقع على الاستثمار.

K_e : معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.

B:نصيب السهم من الربح الإجمالي للمؤسسة للسنة.

يتضح من العلاقة أعلاه أنه:

- عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار R أكبر من معدل العائد المطلوب K_e أي (K_e<R) فإن زيادة حجز الأرباح لها أثر إيجابي على القيمة السوقية للسهم،
- و عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار R أقل من معدل العائد المطلوب K_e أي (K_e>R) فإن توزيع الأرباح هو الأمثل لتعظيم سعر السهم و منه القيمة السوقية للمؤسسة،
- و في حالة التساوي أي عندما يكون معدل العائد المتوقع على الاستثمار R يساوي معدل العائد المطلوب K_e أي (K_e=R) فإن كلا السياستين سواء توزيع الأرباح أو احتجازها لهما نفس التأثير على سعر السهم السوقي.

4. نموذج كالاي (Kalay) سنة 1980:

و يسمى كذلك **نموذج الإشارة و أرباح السهم**، حيث يسمح نموذج الإشارة للمسير المالي باستعمال أرباح السهم، الاستثمار و الاستدانة لإعلام المستثمرين بالوضعية المالية للمؤسسة، و في كل إشارة يتحمل المسير تكاليف و تكون هذه التكاليف مرتفعة بالنسبة للمؤسسات ذات الوضعية السيئة مقارنةً بذات الوضعية الجيدة. نماذج الإشارة المعروفة هي التي حددها كل من ميلر و روك (Miller and Rock) سنة 1985 و بتاشاريا (Bhattacharya) سنة 1979، فالفكرة الرئيسية في جميع هذه النماذج هو أن المسير يعدل من أرباح السهم بغية الإشارة عن الوضعية المالية الحالية أو المستقبلية المحتملة للمؤسسة، فارتفاع أرباح السهم يعني أن المسير يتوقع تحسن في التدفقات النقدية و انخفاضها يعني العكس، و من بين نماذج الإشارة كذلك نموذج كالاي سنة 1980 الذي يقوم على الفرضيات التالية:

- ✓ لا وجود لتكاليف الصفقات و لا تكاليف لوكالة و لا تكاليف الإفلاس و الضرائب.
- ✓ تتميز الأسواق بعدم تماثل المعلومات.

- ✓ نموذج مكون من فترتين، فالقرارات المالية تؤخذ في الفترة 0 و تنفذ في الفترة 1.
- ✓ يمكن للمؤسسة أن تصدر أسهماً جديدةً في الفترة 0 و أن تدفع لها أرباحاً دون أن يؤثر ذلك على سياسة الاستثمار.
- ✓ يعلم المستثمرون بأن للمسيرين معلومات داخلية حول أداء المؤسسة الحالي و المستقبلي.
- ✓ يتميز المستثمرون بالحيادية لتجاه المخاطر.
- ✓ سياسة المسيرين في العائد M تكون كما يلي:

$$M= (1+ r)\varphi_0 V_0 + \varphi_1 E_1$$

حيث:

φ_1 و φ_0 : تمثل معاملات موجبة،

V_0 : تمثل القيمة السوقية للمؤسسة في الفترة 0،

E_1 : تمثل الأرباح في السهم في الفترة 1،

r : تمثل معدل الفائدة.

يوضح نموذج كالاي بأن المسيرين لا يقومون بزيادة أرباح السهم إلا إذا كانوا متأكدين من أن وضعية المؤسسة المستقبلية سوف تتحسن و تستمر في ذلك، لأنه إذا كان العكس فإن المسيرين سوف يتحملون التكلفة التي ليست في صالحهم، و بذلك فالمسيرون يفضلون توزيع نسبة منخفضة من أرباح السهم و لا تتم الزيادة إلا إذا كان هناك تغيراً فعالاً في المؤسسة و الذي سوف يستمر في المستقبل، كما أن هذه النسبة تسمح للمسيرين بالحفاظ عليها حتى و إن كانت التدفقات النقدية منخفضة، و بالتالي فإن أي انخفاض في هذه النسبة تدل على أن هناك انخفاضاً مستمراً في التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة، و التي تعتبر كمعلومة سيئة بالنسبة للسوق.

المحور العاشر:

النظريات المفسرة

لسياسة توزيع الأرباح

المحور العاشر: النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

تمهيد:

ظهرت العديد من النظريات التي قامت بتفسير سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة، فمنها من أكدت على تأثير سياسة توزيع أرباح السهم على القيمة السوقية للمؤسسة و منها من نفت هذه العلاقة التأثيرية، و منها نذكر:

أولاً: نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح (نظرية موديغلياني و ميلر سنة 1961):

من أهم أنصار هذه النظرية موديغيلني و ميلر (Modigliani and Miller) سنة 1961 و اللذان أوضحا بأن سياسة توزيع أرباح السهم ليس لها أي تأثير على قيمة السوقية للمؤسسة و على تكلفة رأس المال، حيث أوضحا أن قيمة المؤسسة ستتأثر بقوة ربحها الأساسية و مخاطرة أعمالها فقط، و بمعنى آخر أن قيمة المؤسسة تتوقف على مدى الاستخدام الأمثل لموارد المختلفة المتاحة و ليس الكيفية التي يتم من خلالها التعامل مع الأرباح، و حسب منطق موديغلياني و ميلر فإنه كلما زادت فاعلية قرارات الاستثمار كلما انعكست ايجابياً على القيمة السوقية للمؤسسة و بالتالي على القيمة السوقية للسهم الواحد، و قامت نظرية موديغلياني و ميلر على الفرضيات التالية:

*سياسة الاستثمار للمؤسسة ثابتة و معروفة لدى المستثمرين.

*لا توجد ضرائب شخصية أو ضرائب على المؤسسات.

*لا توجد تكاليف الوكالة بين المسيرين و المستثمرين الخارجيين.

*لا وجود لتكاليف الإفلاس و لا تكاليف الصفقات.

*تتميز السوق المالية بالمنافسة التامة و يتميز الأعوان بالرشادة و العقلانية.

ثانياً: نظرية العصفور في اليد:

الحجة التقليدية في أرباح السهم هي أنها تخفض المخاطرة لأنها تورد إلى المساهمين تدفقات نقدية و معلومات مستقبلية، و كل المساهمين يستطيعون الحصول على السيولة من خلال بيع جزء من أسهمهم و لكن هذا يحملهم تكاليف تبادل التي يمكن تجنبها في حالة ما قامت المؤسسة بتوزيع أرباح السهم.

تخفيض المخاطرة أو حجة العصفور في اليد التي تطرق لها كل من قراهام و دود (Graham and Dodd) و كذلك قوردن (Gordon) و آخرون سنة 1951 ترى أن المسيرون يوزعون أرباح السهم لتقديم السيولة إلى المساهمين مما يسمح لهم بتخفيض حالة عدم التأكد حول التدفقات المستقبلية، و لكن من جهةٍ أخرى فهذه الأرباح الموزعة تعتبر كتخفيض للقيمة السوقية للمؤسسة (فرصة ضائعة)، كما أن معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع مع انخفاض أرباح السهم الموزعة لأن المساهمين يكونون أقل تأكداً في حصولهم على أرباح رأسمالية يفترض أن تنتج من الأرباح المحتجزة.

و عليه، فالنتيجة التي توصل لها قوردن هي أنه في ظل حالة عدم التأكد فإن سياسة توزيع الأرباح سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، بالإضافة إلى أن المستثمرين سوف يفضلون الحصول على توزيعات الآن بدلاً من تأجيلها للحصول على الأرباح الرأسمالية الناجمة عن نمو التوزيعات و من ثم ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير المؤكد أيضاً، و يقول قوردن:" أن التوزيعات التي في يد المستثمر الآن أفضل من الأرباح الرأسمالية التي سيحققها في المستقبل إذ أن المستقبل غير مؤكد"[1].

ثالثاً: نظرية التفضيل الضريبي:

أحد الافتراضات التي قامت عليها نظرية موديغلياني و ميلر هي أنه لا توجد ضريبة شخصية و لا ضريبة على دخل المؤسسة، إلا أن هذا الافتراض غير واقعي، فالمستثمرون يدفعون ضرائب كما أن المؤسسات هي الأخرى تدفع ضرائب على الدخل الذي تحصل عليه و على هذا الأساس تقوم نظرية التفضيل الضريبي، و طبقاً لهذه النظرية يفضل المستثمرون الاستثمار في تلك المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة أقل من الأرباح و ذلك نتيجة وجود ضرائب بنسبة أعلى على الأرباح الموزعة مقارنة بالأرباح الرأسمالية، فحسب ويستون و برقهام (Weston and Brigham) أنه في حالة وجود الضرائب فإن المستثمر يفضل إعادة استثمار الأرباح بدل من الحصول عليها و بالتالي يفضل المؤسسات التي توزع أقل نسبة من الأرباح لتخفيض قيمة الضرائب التي يدفعها، و توزيع نسبة أقل من الارباح يعني إعادة استثمار نسبة كبيرة منها في أنشطة المؤسسة مما يؤدي إلى زيادة معدل نمو أرباحها، و طبقاً لنموذج قوردن فهذا يؤدي إلى ارتفاع ثروة المستثمر.

فالضرائب المستحقة على الأرباح الرأسمالية لا تدفع إلا مرة واحدة وهي عند بيع السهم، فمع الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود و التي تتناقص قيمتها مع مرور الوقت فإن قيمة الدينار الحالي أكبر من قيمة نفس الدينار في المستقبل هذا يجعل الأرباح الرأسمالية أقل تكلفة من أرباح السهم، كما أنه في حالة الاحتفاظ بالسهم حتى وفاة المساهم فإن الورثة لا يدفعون ضريبة على الأرباح الرأسمالية في حالة ما إذا قاموا ببيع السهم ذلك أن سعره السوقي عند وفاة المساهم يعد كتكلفة شرائه و بالتالي لا يوجد فرق القيمة.

و بسبب تلك المميزات الضريبية، فإن المستثمرين قد يفضلون قيام المؤسسات باحتجاز الأرباح أو جزء كبير منها، كما أن المستثمرين يقومون بدفع سعر أعلى في شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة صغيرة من أرباحها مقارنةً بالسعر الذي تدفعه في شراء أسهم المؤسسات التي تقوم بتوزيع نسبة كبيرة من أرباحها.

رابعاً: نظرية الإشارة و عدم تماثل المعلومات:

تؤدي المعلومات دوراً هاماً في المؤسسة حيث تقوم بتزويد الأفراد و الجهات المختلفة سواء كانوا يعملون بها أو من خارجها (مثل الجهات الحكومية، رجال التمويل، المستثمرين، العملاء، الموردين و المحللين الماليين) بمعلومات مالية تساعدهم في اتخاذ قراراتهم الاقتصادية، و عملية تقديم المعلومات لأغراض اتخاذ القرارات تعتبر أحد الأهداف الرئيسية للمعلومة المالية، و يتطلب هذا الهدف الإفصاح الملائم عن البيانات المالية و المعلومات المهمة الأخرى،

عندما وضع موديغلياني و ميلر نظريتهما لحيادية سياسة توزيع أرباح السهم افترضا أن المعلومات متماثلة لدى الأفراد بشأن سياسة توزيع الأرباح أو حصص الأرباح المستقبلية للمؤسسة، لكن في الواقع يكون للمستثمرين وجهات نظر مختلفة حول حصص الأرباح المستقبلية و حالة عدم التأكد حول هذه الأرباح.

إن المؤسسة التي تبحث عن التمويل تكون مجبرة على التصريح بكفاءتها في عدة أمور كالمكانة المالية التي تتمتع بها و التي تسمح لها بتسديد ما عليها من التزامات في الوقت و بالمبلغ المناسبين، و تمتلك المؤسسة عدة وسائل لكسب ثقة الممولين و من بين هذه الوسائل نجد سياسة توزيع الأرباح التي تعتبر كإشارة على وضعية المؤسسة، و هذه الفكرة مبنية على أساس عدم تماثل المعلومات بين عناصر السوق المالية و بالخصوص بين المسيرين و المساهمين بحيث يكون لدى المسيرين معلومات أفضل من المساهمين عن التوقعات المستقبلية.

تؤثر المعلومات المتاحة لدى المستثمرين حول ما يتعلق بسياسة توزيعات أرباح السهم المتوقعة للمؤسسة على سعر السهم، فإذا توقع المستثمرون زيادة نسبة توزيعات أرباح السهم بالنسبة لمؤسسة ما و بعد فترة قامت المؤسسة بتوزيع نفس النسبة المتوقعة فإن المعلومات في هذه الحالة لن تحدث تغيراً ملموساً في سعر السهم نظراً لتماثل المعلومات، أما إذا زادت نسبة التوزيعات عن النسبة المتوقعة فإن ذلك سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، و العكس بالعكس صحيح، و يرجع السبب في ذلك أن معظم المستثمرين يفضلون الحصول على توزيعات أكثر من تحقيق زيادة في الأرباح الرأسمالية.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

أولاً: الكتب

1. أبو الفتوح علي فضالة، **الهياكل التمويلية**، دار الكتب العلمية للنشر و التوزيع، الاسكندرية، 1994.
2. أحمد بوراس، **تمويل المنشآت الاقتصادية**، دار العلوم للنشر، عنابة، 2000.
3. إلياس بن ساسي و يوسف القرشي، **التسيير المالي: الإدارة المالية**، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 2011.
4. أمين السيد احمد لطفي، **تقييم المشروعات باستخدام مونت كارلو للمحاكاة**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2006.
5. بشير العلاق، **أسس الإدارة الحديثة**، اليازوري العلمية، الطبعة الأولى، الأردن، 1998.
6. جليل كاظم مدلول العارض، **الإدارة المالية المتقدمة**، الطبعة الأولى، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2013.
7. جمال الدين المرسي و أحمد عبد الله اللحلح، **الادارة المالية –مدخل اتخاذ القرارات–**، الدار الجامعية، مصر، 2007.
8. جمال الدين لعويسات، **الإدارة و عملية اتخاذ القرار**، دار هومة، الجزائر، 2005.
9. حسن على مشرقي، **نظرية القرارات الإدارية مدخل كمي في الإدارة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الأردن، 1997.
10. حسين بلعجوز و الجودي صاطوري، **تقييم و اختيار المشاريع الاستثمارية**، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003.
11. حسين بلعجوز، **نظرية القرار**، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية، 2008.
12. حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، 2006.
13. حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، الاردن، 2008.
14. حمزة محمود الزبيدي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار الوارق للنشر و التوزيع، الأردن، 2004

15. خالد الراوي، **التحليل المالي للقوائم المالية و الافصاح المحاسبي**، دار المسيرة، الأردن، 2000.
16. خليل أحمد الكايد، **الإدارة المالية الدولية والعالمية**، كنوز المعرفة للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
17. دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007.
18. سرور علي ابراهيم سرور، **الإدارة المالية: النظرية و التطبيق العملي**، الكتاب الثاني، الرياض، 2009.
19. سفيان سليمان و مجيد الشرع، **المحاسبة الإدارية" اتخاذ قرارات و رقابة"**، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، 2002.
20. عبد السلام أبو قحف، **أساسيات التنظيم و الإدارة**، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، 2003.
21. عبد الغفار حنفي، **أساسيات التمويل و الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
22. عبد الغفار حنفي، **الإدارة المالية–مدخل اتخاذ القرارات–**، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الاسكندرية، 2006.
23. عبد الغفار حنفي، **تقييم الأداء المالي و دراسات الجدوى**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
24. عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، **الإدارة المالية**، الطبعة الخامسة، 2017.
25. عدنان تايه النعيمي و آخرون، **الإدارة المالية النظرية و التطبيق**، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، الطبعة الخامسة، الأردن،، 2014.
26. عدنان تايه ذياب النعيمي، ياسين كاسب الخرشة، **أساسيات في الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، الأردن، 2007.
27. العرضي جليل كاظم مدلول، **الإدارة المالية المتقدمة: مفاهيم نظرية و تطبيقات علمية** ، دار الصفاء، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.
28. علي خلف حجاحجة، **اتخاذ القرارات الإدارية**، دار القنديل للنشر و التوزيع، عمان، 2004.
29. علي عباس، **الإدارة المالية**، إثراء للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
30. فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، دار حامد للنشر و التوزيع، الطبعة الثالثة، الأردن، 2010.
31. لطفي فريد، **دعم القرارات لإدارة العمليات و بحوث العمليات**، دار المريخ، الرياض، 2007.
32. محمد سعيد عبد الهادي، **الإدارة المالية**، الطبعة الأولى، دار حامد للنشر و التوزيع، عمان، 2008.
33. محمد صالح الحناوي و جلال ابراهم العبد، **الإدارة المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
34. محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، **الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2004.

35. محمد مطر، **الاتجاهات الحديثة في التحليل المالي و الائتماني**، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان، 2006.

36. مروان عطوان، **الأسواق النقدية والمالية البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمالي**، الطبعة الثالثة، الجزء الأول، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.

37. منعم زمرير الموسوي، **اتخاذ القرارات الإدارية مدخل كمي**، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية، الأردن، 1998.

38. منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل**، الجزء الثاني، منشأة المعارف للتوزيع، الاسكندرية، 1998.

39. مؤيد الفضل، **التخطيط و مراقبة الانتاج**، دار المريخ للنشر، السعودية، 2007.

40. نهال فريد مصطفى و آخرون، **أساسيات و مبادئ الإدارة المالية**، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2007.

41. نور هاشم، **الإدارة المالية**، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، الأردن، 2020.

42. هيثم محمد الزعبي، **الإدارة و التحليل المالي**، دار الفكر للطباعة و النشر، عمان، 2000.

ثانياً: الملتقيات و المقالات و المذكرات

1. إسلام فيصل أحمد، **أثر الهيكل التمويلي على ربحية الشركات المساهمة العامة الأردنية و على سياساتها في توزيع الأرباح**، مذكرة ماجستير، غير منشورة، جامعة الشرق الأوسط، 2011.

2. بريش عبد القادر و بدروني عيسى، **محددات سياسة توزيع الأرباح في المؤسسات الخاصة الجزائرية**، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية و الانسانية، قسم العلوم الاقتصادية و القانونية، العدد 10، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، جوان 2013.

3. رحماني موسى و بن ابراهيم الغالي، **القيمة الزمنية للنقود كأساس لعملية خصم التدفقات النقدية في الاقتصاد الاسلامي**، مجلة أبحاث اقتصادية و الإدارية، العدد الحادي عشر، جامعة محمد خيضر بسكرة، جوان 2012.

4. بلقاسم سعودي، **اختيار المشاريع الاستثمارية في ظل المخاطرة**، مذكرة ماجستير فرع التنمية و التخطيط، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002.

5. دليلة بركان، **تأثير الاتصال غير رسمي على عملية اتخاذ القرار**، مجلة أبحاث اقتصادية و إدارية، العدد العاشر، جامعة محمد خيضر بسكرة، ديسمبر 2011.

6. زينب بن التركي، **الأساليب الكمية في صناعة القرار–أسلوب شجرة القرار نموذجاً–**، مجلة الواحات للبحوث و الدراسات، العدد السادس، جامعة غرداية، 2009.

7. عبد الوهاب دادن، **تحليل المقاربات حول أمثلية الهيكل المالي– الاسهامات النظرية الأساسية–**، مجلة الباحث، العدد الرابع، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2006.

8. علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي و سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة**، مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2009.

9. محمد زرقون، **أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة**، مجلة الباحث، العدد الثامن، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، 2010.

10. المعتز بالله خالدي، **مساهمة المراجعة الداخلية في اتخاذ القرارات المالية** ، مذكرة ماجستير جامعه ورقلة، 2011.

ثالثا: المطبوعات البيداغوجية

1. بدروني هدى، **السياسات المالية للمؤسسة**، مطبوعة بيداغوجية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الشلف، 2019.

2. سامية خرخاش، **الرياضيات المالية**، مطبوعة بيداغوجية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016.

3. صلاح محمد، **تقييم المشروعات الاستثمارية–دروس و تمارين محلولة–**، مطبوعة بيداغوجية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2019.

4. ضيف أحمد، **محاضرات في مقياس التقييم المالي للمشاريع مع تمارين محلولة و مقترحة**، مطبوعة بيداغوجية، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2020.

5. مجدوب خيرة، **محاضرات في مقياس تقييم المشاريع، مطبوعة بيداغوجية**، جامعة ابن خلدون تيارت، 2017.

6. عبد الناصر خري، **مطبوعة دروس في مقياس مالية المؤسسة**، جامعة بن يوسف بن خدة، الجزائر، 2009.

7. زوبير العمراوي، الإدارة المالية المعمقة، جامعة البشير الابراهيمي، برج بوعريريج، بدون ذكر سنة النشر.
8. حمزة غربي، **السياسات المالية للمؤسسة**، مطبوعة محاضرات، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2016.
9. نوي نور الدين، **الرياضيات المالية**، مطبوعة بيداغوجية، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، 2018.

ثالثاً: المراجع باللغة الاجنبية

1. Aswath Damodran, **finance d'entreprise théorie et pratique**, 2èmme édition, De Boeck, NOUVEAUX HORIZONS, Paris..2007
2. Beysül Aytaç Cyrille Mandou, **Investissement et financement de l'entreprise**, De Boeck, version numérique.
3. Chandra, P. **Fundamentals of financial management**. McGraw Hill Education..2017
4. George Langlois, Michele Mollet**manuel de gestion financière**, BERTI Editions, Alger..2011
5. George M Constantinides, Milton Harris and René M Stulz, **Corporate Finance**, Elsevier, volume 1 , Amsterdam, 2003 .
6. Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, 2eme édition, ems, France, 2000.
7. Lasher, W. R. **Practical financial management**. Cengage Learning..2016
8. Paramasivan, C. **Financial management**. New Age International..2009

الفهرس

فهرس المحتويات:

المحتويات	الصفحة
المحور الأول: مدخل إلى السياسات والقرارات المالية وأثرها على قيمة المؤسسة	07
أولا : ماهية القرارات المالية في المؤسسة.....	07
ثانيا : ماهية السياسات المالية للمؤسسة.....	09
ثالثا : السياسات المالية و اتخاذ القرارات المالية..	10
رابعاً : السياسة المالية للمؤسسة و هدف تعظيم القيمة السوقية للمساهمين.....	13
المحور الثاني: القيمة الزمنية للنقود	15
أولاً: القيمة الزمنية للنقود	15
ثانيا: عملية الرسملة.....	24
ثالثا: مفهوم عملية التحيين.....	27
رابعاً: القيمة الحالية الصافية.....	28
المحور الثالث: سياسة الاستثمار في المؤسسة	32
أولا: محددات القرارالاستثماري.....	32
ثانيا: تحديد التدفقات النقدية.....	33
المحور الرابع: اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد التام و عدم التأكد (المخاطرة)	37
أولاً: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية و المفاضلة فيما بينها في حالة عدم التأكد التام.....	37
ثانيا: معايير تقييم المشاريع الاستثمارية و المفاضلة فيما بينها في حالة عدم التأكد(المخاطرة).....	41
المحور الخامس: سياسة التمويل في المؤسسة	62
أولاً: مدخل إلى الهيكل المالي و محدداته.....	62
ثانياً: سياسة التمويل.....	65
ثالثاً: حساب تكلفة رأس المال.....	67

المحور السادس: النظريات الكلاسيكية المفسرة للهيكل المالي	77
أولاً: نظرية صافي ربح العمليات.....	77
ثانياً: النظرية التقليدية.....	77
ثالثاً: نظرية موديغلياني و ميلر 1958.....	78
رابعاً: نظرية موديغلياني و ميلر 1963.....	79
المحور السابع: النظريات الحديثة المفسرة للهيكل المالي	80
أولاً: نظرية الوكالة.....	80
ثانياً: نظرية الالتقاط التدريجي.....	81
المحور الثامن: سياسات توزيع الأرباح	82
أولاً: مفهوم قرارات توزيع أرباح السهم.....	82
ثانياً: العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح.....	83
المحور التاسع: أنواع سياسات توزيع الأرباح و نماذجها	85
أولاً: أنواع سياسات توزيع الأرباح.....	85
ثانياً: نماذج سياسات توزيع الأرباح.....	87
المحور العاشر: النظريات المفسرة لسياسات توزيع الأرباح	91
أولاً: نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح.....	91
ثانياً: نظرية العصفور في اليد.....	92
ثالثاً: نظرية التفضيل الضريبي.....	92
رابعا: نظرية الاشارة و عدم تماثل المعلومات.....	93
قائمة المراجع.....	95
الفهرس.....	101