وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة يحيى فارس بالمدية

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير



من إعداد الدكتور: حكيم بوجطو

محاضرات في مادة

السياسات المالية للمؤسسة

مطبوعة جامعية موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس علوم تجارية تخصص محاسبة ومالية

السنة الجامعية: 2018-2019

الفهرس

المحتويات	الصفحة
مقدمة	8
الفصل الأول: السياسة المالية مدخل لاتخاذ القرار.....	10
تمهيد.....	11
1–مفهوم السياسة المالية.....	12
1–1–تعريف السياسة المالية.....	12
1–2–أهداف السياسة المالية.....	12
1–3–متغيرات السياسة المالية.....	13
1–4– أولويات السياسة المالية.....	14
2–السياسات المالية واتخاذ القرار.....	17
2–1 تعريف القرار.....	17
2–2– تعريف القرار المالي.....	18
2–3– أنواع القرارات المالية.....	18
2–3–1–قرارات الإستثمار (الموازنة الرأسمالية).....	19
2–3–2–قرارات التمويل (الهيكل المالي).....	19
2–3–3–قرارات توزيع الأرباح.....	19
3– العائد والمخاطرة.....	20
3–1–مفهوم العائد	21
3–2 مفهوم المخاطرة	22
3–3– قياس المخاطرة.....	23
3–4– نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF	26
خلاصة الفصل.....	28
هوامش الفصل.....	29
الفصل الثاني: سياسة الاستثمار في المؤسسة (الموازنة الرأسمالية).....	30
تمهيد	31
1– مفاهيم حول الاستثمار.....	32

1-1 تعريف الاستثمار وأشكاله.....	32
1-2 خصائص الاستثمار.....	33
1-3- متطلبات اتخاذ قرار الاستثمار.....	34
1-4- نماذج اختيار الإستثمارات (المشاريع).....	35
1-4-1-النماذج النوعية.....	35
1-4-2-النماذج الكمية.....	36
2- معايير اتخاذ قرار الاستثمار في حالة التأكد.....	36
2-1-المعايير التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود.....	36
2-1-1 معيار معدل العائد المحاسبي.....	37
2-1-2 معيار فترة الاسترداد.....	37
2-1-3 مردودية الوحدة النقدية.....	39
2-2-المعايير التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الإعتبار.....	41
2-2-1- معيار صافي القيمة الحالية.....	41
2-2-2- معيار معدل العائد الداخلي.....	42
2-2-3 معيار مؤشر الربحية.....	44
3- معايير اتخاذ قرار الاستثمار في حالة المخاطرة (الخطر النسبي).....	46
3-1- مفهوم المخاطرة....	46
3-1-1- تعريف المخاطرة.....	47
3-1-2- تصنيف المخاطرة	47
3-1-2-1- المخاطر المنتظمة.....	47
3-1-2-2- المخاطر غير المنتظمة	49
3-1-2-3- المخاطر المختلطة.....	49
3-2- أساليب قياس المخاطر غير المنتظمة.....	50
3-2-1 حالة القرارات الوحيدة.....	50
3-2-1-1 حساب صافي القيمة الحالية المتوقعة.....	50
3-2-1-2 قياس درجة المخاطرة.....	51
3-2-1-3- كيفية إدراج الخطر.....	52
3-2-2 حالة القرارات المتتالية (استخدام شجرة القرارات).....	53

3-3- أساليب قياس المخاطر المنتظمة	56
3-3-1- التغاير (Convariance).....	56
3-3-2-معامل بيتا.....	57
3-3-3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....	57
4-معايير اتخاذ قرار الاستثمار في حالة عدم التأكد (الخطر المطلق)	60
4-1-معيار تساوي الاحتمالات: (Laplace وBayes).....	61
4-2- معيار تعظيم الأرباح في ظل أسوأ الظروف: (Wald).....	61
4-3- معيار أقل الأرباح في أحسن الظروف.....	61
4-4- معيار أحسن الأرباح في أحسن الظروف.....	61
4-5- معيار ترجيح الأطراف:(Hurwicz).....	61
4-6- مقياس التقليل من أكبر التأسفات: (savage).....	61
5- الخيارات الحقيقية.....	63
5-1- مفهوم الخيارات الحقيقة.....	63
5-2- أنواع الخيارات الحقيقة.....	63
5-3- تقييم الخيارات.....	64
خلاصة الفصل.....	66
هوامش الفصل.....	67
الفصل الثالث: سياسة التمويل في المؤسسة	69
تمهيد.....	70
1-السياسة التمويلية ومصادر التمويل.....	71
1-1- مفهوم السياسة التمويلية.....	71
1-2-محددات السياسة التمويلية.....	72
1-3- مرحل إعداد سياسة التمويل.....	73
1-4- مصادر التمويل.....	74
1-4-1 التمويل الذاتي.....	75
1-4-1-1-التمويل الذاتي والاستقلالية المالية.....	75
1-4-1-2-دور التمويل الذاتي في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة.....	76

1-4-2 – رفع رأس المال.....	77
1-4-3- الاستدانة.....	78
1-4-3-1-سياسة الاقتراض البنكي	79
1-4-3-2- سياسة التمويل السندي	84
2- تكلفة الأموال (تكلفة رأس المال).....	85
2-1 تعريف وأهمية تكلفة الأموال.....	85
2-2 تقدير تكلفة الدين.....	86
2-3- طرق تقدير تكلفة الأموال الخاصة.....	89
2-3-1 نموذج قوردن.....	90
2-3-2-نموذج BATES	92
2-3-3-نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	93
2-4-تكلفة الأرباح المحتجزة.....	93
2-5- التكلفة الكلية لرأس المال	94
2-5-1 مدخل متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال.....	94
2-5-2 مدخل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....	96
2-6- تكلفة القرض الايجاري.....	97
3 – الهيكل المالي الأمثل (هيكل التمويل الأمثل).....	100
3-1- مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال.....	101
3-1-1-تعريف الهيكل المالي.....	101
3-1-2- تعريف هيكل رأس المال.....	101
3-2- تعريف الهيكل المالي الأمثل (هيكل رأس المال المستهدف).....	102
3-3- العوامل المؤثرة على الهيكل المالي الأمثل.....	103
3-4- ثنائية العائد والمخاطرة والرفع الكي في المؤسسة.....	105
3-4-1 المردودية المالية.....	105
3-4-2- الرافعة التشغيلية.....	106
3-4-3- الرافعة المالية.....	106
3-4-4 الرفع الكلي.....	108
3-5- الهيكل المالي وأثر الرافعة المالية.....	109

4–المقاربات النظرية للهيكل المالي.....	112
4–1 النظرية التقليدية (قوردون شابيرو ودافيد دوران)	112
4–2 نظرية مدقلياني وميلر (Modigliani & Miller).....	113
4–3 نظرية العلاقة التوازنية (Trade off Théorie).....	115
4–4 نظرية الإشارة.....	116
4–5 نظرية الوكالة	117
4–6 نظرية أفضلية مصادر التمويل la théorie de Pecking Order	119
خلاصة الفصل	120
هوامش الفصل.....	121
الفصل الرابع: سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة.....	123
تمهيد.....	124
1– مفهوم سياسة توزيع الأرباح.....	125
1–1– التعريف سياسات توزيع الأرباح.....	125
1–2–خطوات توزيع الأرباح.....	126
1–3– أنواع سياسات توزيع الأرباح.....	126
1–4– العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح.....	127
1–5– أشكال توزيع الأرباح.....	128
1–5–1–التوزيعات النقدية Cash dividend.....	128
1–5–2 التوزيع على شكل أسهم Stock dividend	128
1–5–3– إعادة شراء الأسهم Stock Repurchase	130
1–5–4– اشتقاق الأسهم Stock split	131
1–5–5– معكوس الاشتقاق:Reverse stock splits	132
2– نظريات ونماذج توزيع الأرباح	132
2–1 نموذج والتر(1962) Walter.....	132
2–2 وجهة نظر Modigliani & Miller (نظرية الحياد).....	134
2–3 نظرية العصفور في اليد (نموذج قوردن Gordon).....	136
2–4– نظرية التفضيل الضريبي.....	137

2-5-نظرية المحتوى المعلوماتي أو أثر الدلالة.....	138
2-6 نظرية أثر العميل (أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين).....	139
2-7 نظرية الوكالة.....	139
خلاصة الفصل.....	140
هوامش الفصل.....	140
الخاتمة.....	142
قائمة المراجع.....	144

فهرس الأشكال

عنوان الشكل	الصفحة
الشكل الرقم (1-1): متغيرات السياسة المالية.....	14
الشكل الرقم (1-2):الخطوات العملية للتسيير المالي.....	18
الشكل رقم (2-1): منحنيا صافي القيمة الحالية للمشروعين x و y.....	46
الشكل رقم (2-2) رسم بياني لشجرة القرارات.....	54
الشكل رقم (2-3): الرسم البياني لبيتا.....	60
الشكل رقم (3-1): التمويل الذاتي للبقاء والنمو.....	76
الشكل رقم (3-2): علاقة تكلفة رأس المال بنسبة الاقتراض وفقا للمدخل التقليدي.....	113
الشكل رقم (3-3): تأثير تكاليف الإفلاس على قيمة المؤسسة وفقا لنظرية العلاقة التوازنية.....	116
الشكل رقم (3-4): تأثير تكلفة الوكالة على الهيكل المالي.....	118
الشكل رقم (3-5):العلاقة بين الرفع المالي والعوامل المحددة له في ظل نظرية أفضلية مصادر التمويل.....	119
الشكل رقم (4-1): سياسة إعادة الشراء مقابل سياسة الأرباح النقدية.....	130
الشكل رقم (4-2): تغيرات سعر السهم عند تاريخ الإعلان عن التوزيع وفقا لنظرية المحتوى المعلوماتي...	138

مقدمة

مقدمة

تواجه المؤسسات عدة تحديات جلها يتعلق بالجانب المالي للقيام بدورها في خلق الثروة والمساهمة في التنمية الاقتصادية وتحقيق الرفاهية الاقتصادية، وتتطلب هذه التحديات العقلانية والرشادة في وضع السياسات المالية للمؤسسة من خلال اتخاذ القرارات المالية الإستراتيجية الهامة والتي تتمثل أهمها في القرارات الاستثمارية، التمويلية، توزيع الأرباح... إضافة إلى التكيف مع المحيط الاقتصادي والمالي الذي أصبح يتسم بالديناميكية والتعقيد.

يجب فهم الجوانب النظرية والعلمية التي تحكم السياسة المالية للمؤسسة ومن يتولى مسؤولية بنائها، وعلى من تقع مسؤولية تنفيذها، إضافة إلى متغيراتها وأولوياتها. ولأن السياسة المالية في النهاية ما هي إلى نتائج لعملية اتخاذ القرارات المالية فلابد من فهم أسس أسس اتخاذ القرارات المالية السليمة، ونظرا لأن معظم المسيرين في المؤسسة لهم علاقة بالقرار المالي مهما كان نوعه لا بد أن تكون لديهم القدرة على عرض الاهتمامات المالية والقضايا المالية للحصول على الموارد المالية المطلوبة للتمويل مشاريعهم وخططهم لتحقيق أهدافهم.

تعتبر مهمة المدير المالي من المهمات الصعبة لكونه يتعامل مع المستقبل. حيث يقوم باتخاذ القرارات التي من شأنها تحقيق نتائج مستقبلية تساهم (بشكل إيجابي أو سلبي) في خلق الثروة وفي تعظيم قيمة المؤسسة، وبما أنها ترتبط بالمستقبل فهي تعتمد على التنبؤ مما يجعلها أكثر صعوبة. وبما أنه لا يمكن التنبؤ بالمستقبل بشكل دقيق فإنه يتم وضع افتراضات تنعكس على المستقبل المحتمل على أساس أحداث معقولة وحجج مقنعة. وتقييم واختبار القرار المالي لا يهدف إلى التأكد من صحة التنبؤ بقدر ما يهدف إلى التأكد من صحة الافتراضات التي على أساسها اتخذ القرار.

تتضمن هذه المطبوعة مجموعة من المحاضرات في مقياس السياسات المالية للمؤسسة وفقا للمقرر الدراسي الوزاري وبما يتوافق مع الحجم الساعي المحدد. إذ يهدف مقياس السياسات المالية للمؤسسة المقرر لطلبة السنة الثالثة ليسانس في المالية والمحاسبة إلى تزويد الطالب بالقواعد الأساسية لوضع سياسات مالية من خلال اتخاذ القرارات المالية السليمة، بعد إلمامهم بمبادئ المحاسبة، الرياضيات المالية وكذا مالية المؤسسة خلال السنتين السابقتين من مرحلة الطور الأول. وحتى يكون الطالب بعد تخرجه بشهادة الليسانس ملكة معرفية يمكن استعمالها في باقي مشواره الدراسي على مستوى الماستر أو في حياته المهنية للتعامل الجيد مع المدراء الماليين والقدرة على معالجة القضايا المالية التي تهم المؤسسة لتحسين الكفاءة في تنفيذها والفعالية في تحقيق الأهداف.

الفصل الأول

السياسة المالية مدخل لاتخاذ القرار

تمهيد

تعد الوظيفة المالية في المؤسسة من أهم الوظائف الرئيسية في المؤسسة التي ترتبط بالحصول على الأموال وتنظيم حركتها وإدارتها بالكفاءة المثلى لتحقيق أهدافها إذ لا يمكن ممارسة باقي الوظائف دون توفر الأموال وإدارتها بشكل فعال، لذلك تلعب دور المنسق بين مختلف الوظائف من خلال طبيعة دورها وأهمية القرارات التي تصدر عنها، حيث يقع على عاتق الوظيفة المالية تسيير الجانب المالي للمؤسسة بتوفير الموارد المالية لقيام الوظائف الأخرى بأنشطتها.

يعتبر من بين أهم أدوار الوظيفة المالية في المؤسسة مساعدة المسيرين في الإدارة العليا على وضع الاستراتيجيات وبناء معالم السياسة المالية التي تتضمن الجوانب الأخرى المرتبطة بضمان التمويل لمختلف نشاطات المؤسسة، وضع أسس التخطيط المالي والموازنات، مراقبة التدفقات النقدية وتسييرها بما يتوافق مع قواعد التوازن المالي.

يتناول هذا الفصل (السياسات المالية مدخل لاتخاذ القرار) التعريف بالسياسة المالية للمؤسسة، أهدافها، متغيراتها وأولوياتها. ثم أنواع السياسات المالية التي تمثل أهم القرارات المالية الإستراتيجية في المؤسسة والتي تتضمن القرارات الثلاث من استثمار، تمويل وتوزيع الأرباح. ولأن كل القرارات المالية تهتم بتعظيم العائد وتقليل المخاطرة فإنه من الضروري التطرق إلى هذا الموضوع قبل الخوض في دراسة مختلف السياسات المالية.

1-مفهوم السياسة المالية:

تتحدد السياسة المالية بناءا على توجهات السياسة العامة للمؤسسة والتي ترتكز على مخطط استراتيجي بعيد المدى، حيث تعتبر السياسة المالية إحدى التكتيكات الأساسية لتنفيذ إستراتيجية المؤسسة.

1-1-تعريف السياسة المالية:

تعرف السياسة المالية على أنها تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية، وذلك ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية المتوفرة للمؤسسة[1].

تقوم السياسة المالية للمؤسسة على التوفيق بين تغطية الاحتياجات المالية وتحقيق الأهداف الاستراتيجية، وذلك عن طريق الاستجابة للقيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية وعناصر المحيط المالي، حيث تتمكن المؤسسة من التكيف معها عن طريق إيجاد التوفيقة المناسبة من القرارات التمويلية المندرجة تحت مجموعة من الأولويات التي تمثل الإطار العام لاستراتيجية المؤسسة[2].

إذن المعنى الأساسي هو البحث عن التوليفة المثلى من القرارات المالية المختارة ضمن أولويات السياسة الماليو المحددة في إطار السياسة العامة والتي تستجيب لمجموعة من القيود أهمها تجنب الاختلالات المالية على مستوى الخزينة وتحقيق أعلى درجات اليسر المالي، في ظل ضمان المردودية المالية الملائمة من خلال دراسة اقتصادية لتكلفة رأس المال واختيار الهيكل المالي الملائم.

ويعتبر تكوين السياسات المالية في المؤسسة الخطوة الثانية من خطوات التخطيط المالي بعد عملية تحديد الأهداف الرئيسية والفرعية، أما الخطوة التي تليها فهي تحويل السياسات المالية إلى موازنات قصيرة الأجل، ثم الخطوة الرابعة والأخيرة المتمثلة في تكوين الإجراءات والقواعد المالية.

1-2-أهداف السياسة المالية:

يتمثل الرهان الأساسي للسياسة المالية في تغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة لتحقيق استراتيجية النمو على المدى المتوسط والطويل، والذي يتطلب تحقيق نتائج مالية جيدة إضافة إلى التحكم في التوازن المالي على مستوى الخزينة. ويمكن تلخيص أهداف السياسة المالية فيما يلي[3]:

-ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية، وبالتالي قدرة المؤسسة على مواجهة الاستحقاقات المالية، وتفادي مخاطر التوقف عن الدفع.
-تحقيق مردودية عالية عن طريق تدنية تكاليف الاستدانة والأموال الخاصة.

-تمويل الاستثمارات ودورة الاستغلال.

1-3-متغيرات السياسة المالية:

تمثل متغيرات السياسة المالية في تلك العناصر الأساسية الواجب أخذها في الحسبان عند اتخاذ أي قرار يمس الحياة المالية للمؤسسة.

تعبر متغيرات السياسة المالية عن التضارب في المصالح بين المساهمين والمسيرين والدائنين حيث تختلف هذه المصالح تبعا لتشكيلة مصادر التمويل وخيار النمو المفضل، ويتمثل هذا التضارب في المصالح فيما يلي:

-تضارب المصالح بين المساهمين والمسيرين: يمكن قراءة هذا التضارب من خلال نظرية الوكالة والتي ترتكز على اختلاف الأهداف بين الطرفين رغم علاقة الوكالة بينهما، فالمساهمون يبحثون عن تعظيم أرباح أسهمهم ويعارضون أي قرار من شأنه التأثير سلبا على هذا الهدف ومن بينها قرار النمو الخارج، في حين أن المسيرين أكثر إقبالا على اتخاذ القرار لأنه يرفع من سمعتهم ويحسن من رصيدهم في تحقيق النجاح.

- تضارب المصالح بين المساهمين والمقرضين: فكل طرف يسعى لتحقيق مصالحه، ويعود ذلك لعدة عوامل من بينها انعدام التناضر في المعلومة (L'asymétrie de l'information) والمتمثل في تباين المعلومة بين الأطراف خلال فترة الإقراض، الأمر الذي يرفع من مخاطر عدم التأكد بالنسبة للمقرض والمساهم، وتنشأ عن ذلك عدة اختلافات فارتفاع وتيرة النمو (المدعم من طرف المسيرين) يزيد من حاجة المؤسسة للاقتراض (يرفع من مصلحة المقرضين) الأمر الذي يزيد من التكاليف التي تؤدي في بعض الحالات (الحالة السلبية لأثر الرافعة المالية) إلى انخفاض المردودية المالية مما يعني إنخفاض أرباح المساهمين، وهو الأمر الذي يعارضه المساهمون.

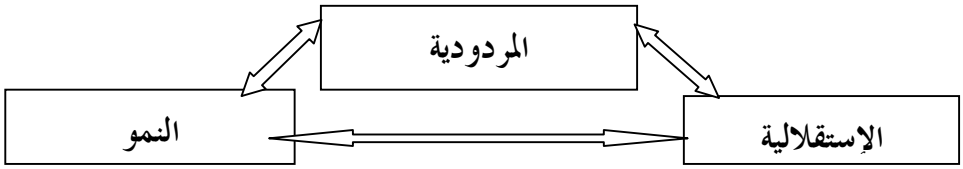
إذن ترتبط متغيرات السياسة المالية .بمجموعة من القيود والتحديات أهمها:

-عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الإستدانة، بسبب المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان الإستقلالية المالية وتكاليف الاستدانة.
-تمويل النمو يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة، وهذا يؤدي إلى مخاطر تركيبة رأس المال.
-اللجوء إلى الاستدانة يخضع لقيد تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية.
-توزيع أرباح الأسهم لمكافأة رأس المال يساهم في تعزيز الأموال الخاصة وعندها تتحسن قدرة المؤسسة على اللجوء للإستدانة.

في ظل هذه القيود والأهداف السابق ذكرها لابد من إيجاد البديل الأمثل للسياسة المالية من أجل

تحقيق الأهداف المرتبة حسب درجة أولوية تحددها السياسة المالية للمؤسسة، ويمكن توضيح متغيرات السياسة المالية في الشكل التالي:

الشكل الرقم (1-1): متغيرات السياسة المالية



لا توجد سياسة مالية مثلى تحقق مصالح كل الأطراف في آن واحد. ومنه فمن الضروري وضع أولويات للسياسة الماليةيتم ترتيب من خلالها متغيرات السياسة المالية والمتمثلة حسب الشكل السابق فيما يلي:

-**المردودية المالية (R)**: وتتمثل في قدرة المؤسسة على تحقيق الربح بالنظر إلى الإمكانيات المالية المخصصة، وعليه فارتفاعها يمثل مصلحة المساهمين.

-**الإستقلالية المالية (I)**: ترتبط برغبة المساهمين في الاحتفاظ بسيطرتهم على اتخاذ القرارات الهامة، فهم بذلك يتجنبون الإفراط في اللجوء إلى مصادر التمويل الخارجية والتي كلما ارتفعت انخفض مستوى الاستقلالية المالية.

-**النمو (C)**: وهو مؤشر للتطور الكمي للمؤسسة وضمان لبقائها في السوق ويعتبر النمو المتوازن الهدف الرئيس للمسير، لأن ذلك يجمع بين تحقيق الأهداف الاستراتيجية العامة وأهدف السياسة المالية.

1-4- أولويات السياسة المالية:

تقع أولويات السياسة المالية في المؤسسة ضمن المعايير الأساسية المحددة للسياسة العامة للمؤسسة الثلاثة التالية: الربح (p) **Le profit**، الأمان (S) **La scurit**، النمو **Le divloppement (D)**،

حيث من خلال هذه المعايير تتحدد ستة سياسات مكونة لأولويات السياسة العامة وهي:

-أولوية الربح: **PSD** أو **PDS**

-أولوية الأمان (البقاء): **SPD** أو **SDP**

-أولوية النمو: **DSP** أو **DPS**

وترتبط هذه المعايير العامة بمتغيرات السياسة المالية، وينتج عن دمجها البدائل المتاحة للسياسة المالية:

PSD → RIC , PDS → RCI , SPD → IRC
SDP → ICR , DSP → CIR , DPS → CRI

أ- سياسة المردودية-الاستقلالية المالية- النمو (RIC):

غالبا ماتطبق هذه السياسة على المدى القصير، حيث تركز مجهودات المؤسسة نحو تحقيق أرباح في الأجل القصير، والبحث عن أعلى مستويات مردودية الأموال الخاصة والتخلي عن خيار النمو.

اللجوء إلى الاستدانة عند تبني هذه السياسة يعتبر وسيلة للحد من المخاطر، بالاعتماد على تقنية أثر الاستدانة، من أجل تحسين مردودية الأموال الخاصة مع أدنى مستويات الإستدانة أو أعلى درجات الاستقلالية المالية.

أما سياسة الاستثمار فلا تتوجه نحو تدعيم وتوسيع الاستثمارات بل تتنازل عن بعض الاستثمارات التي ليس لها ارتباط مباشر بالاستغلال، وتبحث في نفس الوقت عن إستثمارات ذات مردودية موجبة وسريعة.

ب-سياسة المردودية-النمو-الاستقلالية المالية (RCI):

تعتبر هذه السياسة أكثر إنسجاما في أهدافها، إذ تسعى المؤسسة إلى تحقيق مردودية عالية، وهذا يساهم بشكل مباشر في تحقيق معدلات نمو مرتفعة، والذي يشكل الخيار الثاني في هذه السياسة.

في هذه الحالة تواجه المؤسسة عدة صعوبات ومخاطر تقنية وتجارية ومالية تؤدي بها إلى الرفع من مستوى الاستدانة، وهذا له تأثير سلبي على الاستقلالية المالية، حيث تعتمد المؤسسة بشكل كبير على القروض البنكية لتغطية احتياجاتها المالية، والبحث عن الموردين الذين يمنحون آجال مالية طويلة لتسديد مستحقات التموين، وهذا يساهم في تحسين وضعية الخزينة، وتوفير السيولة المالية الضرورية لتمويل النمو.

ت- سياسة الاستقلالية المالية - المردودية- النمو- (IRC):

في هذه الحالة تعطي المؤسسة أولوية الإستقلالية المالية على النمو، إلا أن هذا يتطلب تحسينا مستمرا وفعالا للمردودية من أجل ضمان تمويل احتياجاتها المالية من مصادر داخلية، والتقليل من اللجوء إلى الاستدانة.

تفوت هذه السياسة على المؤسسة عدة فرص، سواء تلك المتعلقة بالنمو أو تلك التي تهدف إلى تحسين الوضعية التنافسية في السوق، وضياع هذه الفرص في محيط غير مستقر، يؤدي إلى خروج المؤسسة من السوق والتوقف عن النشاط. إلا أنه من الممكن تبني هذه السياسة في حالة اعتماد استراتيجية الانسحاب من نشاط معين، أو حالة تشبع السوق بمنتوج المؤسسة الحالي.

ث- سياسة الاستقلالية المالية – النمو- المردودية- (ICR):

تبقى أولوية الاستقلال المالي قائمة في الوقت الحالي، لكن مع الاهتمام بالامتيازات التنافسية على المدى الطويل، لذلك تتخلى المؤسسة عن هدف الربح حاليا، من أجل السيطرة على السوق مستقبلا وذلك بتطبيق الحوافز السعرية. أما النمو فيعد الخيار الثاني، وتواجه المؤسسة عدة صعوبات مالية بسبب محدودية اللجوء إلى الاستدانة لذلك تعتمد على التمويل الذاتي في تمويل احتياجاتها.

ويعتبر هذا صعب التحقيق على المدى القصير بسبب التخلي عن هدف الربح، وبالتالي تدني مستوى المردودية، لذلك تقوم تقوم المؤسسة بالتنازل عن بعض أصولها للتقليل من المخاطر المالية.

على مستوى حافظات النشاطات، تتجه السياسة المالية نحو تمويل المنتجات الجديدة من الفوائض التي تحققها النشاطات ذات الحصة السوقية الكبيرة التي تحقق فائضا في الخزينة (الناجم عن تنامي الإيرادات والتحصيلات بسبب الحصة السوقية الكبيرة)، والتخلي عن المنتجات ذات الحصة السوقية الضعيفة والاحتياجات المالية المتزايدة التي تدفعها إلى الاستدانة.

ج- سياسة النمو- المردودية- الاستقلالية المالية – (CRI):

أولوية النمو تفرض على المؤسسة عدة تحديات مرتبطة بمصادر التمويل، حيث تلجأ المؤسسة بشكل واسع إلى الاستدانة مع أفضلية تحسين المردودية، وبالمقابل تتخلى المؤسسة عن هدف الاستقلالية المالية من أجل توسيع وتنويع تشكيلة وسائل التمويل لتلبية الاحتياجات المالية للنمو، وتنويع المخاطر المالية على مجموعة من الوسطاء الماليين.

يساهم ترتيب الأولويات في هذه السياسة بشكل كبير في تدعيم استراتيجية النمو وخصوصا ما يتعلق بالجوانب التمويلية إذ لا تفرض قيودا كبيرة على وسائل التمويل وبالتالي تهدف إلى تدعيم التمويل الذاتي بالتركيز على هدف المردودية، وتهمل عنصر الاستقلالية المالية، وهذا يوسع من هامش المناورة التمويلية في حالة عدم كفاية التمويل الذاتي، فتلجأ المؤسسة إلى الاستدانة بقيد واحد يتمثل في تحسين المردودية المالية باستخدام أثر الرافعة المالية.

ح- سياسة النمو-الاستقلالية المالية – المردودية- (CIR):

في هذه الحالة من سياسة النمو هنالك تفضيل لأولوية الإستقلالية المالية على المردودية وهو ما يضمن تقليل المخاطر ولكن مع ضياع فرص تمويلية كثيرة أهمها التمويل الذاتي بسبب تدني مستوى المردودية والتقليل من مستويات الاستدانة بهدف تحقيق الاستقلالية المالية، مما يجعل المؤسسة تتجه نحو اعتماد مكافأة

رأس المال حيث تهدف إلى تدنية توزيع أرباح الأسهم كوسيلة تمويل داخلي للنمو، وذلك رغم ماتحمله هذه السياسة من مخاطر اتجاه المساهمين، وآليات التعامل في السوق المالي.

2-السياسات المالية واتخاذ القرار:

تعتبر السياسات المالية بمثابة المرشد والدليل للعاملين في مجال الادارة المالية عند اتخاذ القرارات المرتبطة بمختلف وظائف المؤسسة، ويراعى عند وضع هذه السياسات أن تحقق مصالح المؤسسة وأن لا تكون متعارضة مع السياسات الأخرى الموضوعة في أقسام المؤسسة المختلفة ومن أمثلة ذلك: سياسة الإقراض، سياسة التحصيل، سياسة التمويل الذاتي، ... وتمثل القرارات وسيلة لتنفيذ استراتجية المؤسسة الرامية إلى تحقيق أهدافها.

2-1 تعريف القرار:

يعرف القرار على أنه "اختيار بديل من بين مجموعة البدائل الممكنة للوصول إلى هدف محدد. وتتناول عملية اتخاذ القرارات الإدارية قرارات اتخذت في إطار تنظيم معين وذلك بواسطة أفراد تقع عليهم مسؤولية إدارة هذا التنظيم"[4].

أما مصطلح صنع القرار الذي يرفق غالبا بمصطلح اتخاذ القرار يمكن تعريفه على أنه: "كافة المراحل والخطوات التي تؤدي إلى الوصول إلى قرار معين". وهذا يعني وجود صيرورة من الخطوات المتتابعة لعملية اتخاذ القرار الأمثل من أجل تحقيق أهداف معينة. والقرار هو آخر خطوة من خطوات هذه العملية.

يتطلب تحقيق اتخاذ القرار الأمثل عدة شروط أهمها:

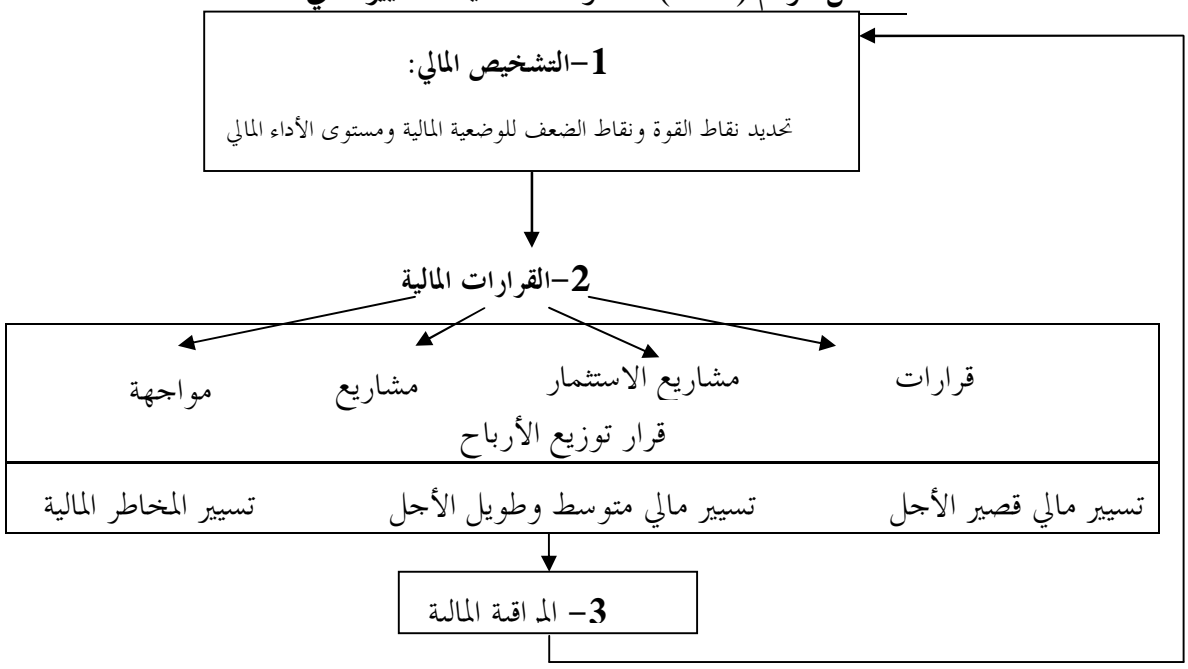
- فهم واضح ودقيق للأهداف المتعددة التي تلاءم المشكلة موضع القرار؛
- تعريف محدد ودقيق وشامل للمشكلة موضع القرار وجوانبها المختلفة؛
- معرفة كاملة بالبدائل الممكنة بطريقة يمكن الاعتماد عليها في تقدير ما يترتب على اختيار كل بديل؛
- المنهج العلمي السليم للتنبؤ وتحديد العلاقة بين نتائج كل بديل والأهداف المرغوب تحقيقها، بمعنى تحديد معيار الأمثلية لمتخذ القرار؛
- اعتماد مبدأ الحرية-المسؤولية للاختيار بين البدائل التي تحقق الحل الأمثل للمشكلة.

2-2- تعريف القرار المالي:

يمكن تعريف القرار المالي على أنه: "كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وامتلاك أصول طبيعية أو مالية"، بحيث تهدف القرارات المالية إلى تمويل الاستثمارات مع تحقيق أعلى ربح وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة. يمكن أن نميز بين القرارات المالية طويلة الأجل والتي تهدف إلى خلق الثروة، والقرارات المالية قصيرة الأجل التي تهدف إلى ضمان تحقيق السيولة لدى المؤسسة.

وتأتي مرحلة اتخاذ القرارات المالية وتطبيقها بعد معاينة الوضعية المالية للمؤسسة وتشمل عملية اتخاذ القرارات على قرارات المشاريع الاستثمارية والقرارات المتعلقة بمصادر تمويلها ويقع بينها قرار توزيع الأرباح، حيث تعتبر هذه القرارات بمثابة القرارات الاستراتيجية في المؤسسة، إضافة لذلك قرارات قصيرة الأجل تتضمن دورة الاستغلال وتسيير الخزينة وقرارات مالية مرتبطة بتسيير المخاطر المالية. والشكل التالي يوضح القرارات المالية ومكانتها ضمن الخطوات العملية للتسيير المالي.

الشكل الرقم (1-2):الخطوات العملية للتسيير المالي



المصدر: بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، مرجع سابق، ص 42.

2-3- أنواع القرارات المالية:

تمثل القرارات المالية طويلة الأجل القرارات الاستراتيجية التي من شأنها خلق الثروة والتأثير على قيمة المؤسسة، حيث يتخذ المدير المالي ثلاث أنواع من القرارات الرئيسية للإدارة المالية[5]: قرار التمويل، قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح.

تنبثق القرارات المالية للمؤسسة من إستراتجيتها المالية. وتعرف الإستراتجية المالية للمؤسسة على أنها "موقف مختلف الفاعلين في المؤسسة اتجاه رأس المال المبني على أساس أهمية تخصيص الموارد المالية "[6]، فالإستراتجية المالية تشمل الإستراتجية الاستثمارية والإستراتجية التمويلية وإستراتجية توزيع الأرباح، وتكون هذه العناصر مترابطة وتسعى إلى تحقيق نفس الهدف[7].

2-3-1-قرارات الإستثمار (الموازنة الرأسمالية):

تحدد الإستراتجية الاستثمارية طبيعة استثمارات المؤسسة انطلاقا من أهدافها الإستراتجية المحددة سلفا، فهدف تدنية التكاليف تتطلب الاستثمار في التطوير التكنولوجي وتطوير أساليب الإنتاج، وإنتاج سلع جديدة يتطلب إقامة مشاريع جديدة، وهدف زيادة الطاقة الإنتاجية يتطلب استثمارات توسعية، أو استثمارات الإحلال والتجديد. انطلاقا من هذه الإستراتجية تتحدد الإستراتجية التمويلية.

2-3-2-قرارات التمويل (الهيكل المالي):

ترسم الإستراتجية التمويلية للمؤسسة الخطوط العريضة التي يُتخذ ضمنها قرار التمويل، فهي تحدد العناصر ذات الصلة بمصادر التمويل وفي أي حالات يمكن استخدامها، وتبحث في كيفية المزج بين مختلف مصادر التمويل. كما تحدد الإستراتجية التمويلية الظروف التي تتطلب اللجوء إلى الاقتراض المصرفي أو الاقتراض السندي وعملة الاقتراض وحدود هذا الاقتراض بحيث لا يؤثر على استقلاليتها. وإذا لم تتمكن المؤسسة من تمويل كل المشاريع الاستثمارية ذات المردودية فهي تواجه صعوبات وقيود تمويلية، قد يكون سبب هذه القيود الأوضاع الداخلية للمؤسسة كعدم توازن الأصول، وقد تكون قيود خارجية تتعلق بالنظام المالي، وهي عدم قدرتها على الاقتراض وإصدار أسهم بتكلفة مقبولة، والقيود التي تفرضها المصارف والتي تمس باستقلاليتها المالية[8]، وفي هذه الحالة يجب مراجعة إستراتجيتها المالية.

2-3-3-قرارات توزيع الأرباح:

للمؤسسة خياران في التصرف في الأرباح المحققة، إما إعادة استخدامها لتمويل استثمارات جديدة والرفع من قيمة أصولها، أو توزيعها على المساهمين للتصرف فيها خارج المؤسسة حسب رغباتهم. ولأن كل المؤسسات التي تنمو لابد أن تستثمر، وكل استثمار لابد أن يموَل بقدر من التمويل الذاتي، فإن إستراتجية توزيع الأرباح تبحث في النسبة المثلى للتوزيع التي لا تؤثر على قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة ولا تؤثر سلبا على العائد المتوقع من قبل المستثمرين.

يتوقف اتخاذ القرارات المالية السليمة بشكل كبير على مدى توفر المعلومات المالية الدقيقة في الوقت المناسب، إذ أن المعلومات المالية تشكل قاعدة إعداد التنبؤات والدراسات اللازمة لاتخاذ القرار. ومن هنا تظهر أهمية وجود نظام معلومات مالي فعّال يسمح بتدفق المعلومات داخل المؤسسة.

تساهم التوليفة الجيدة والتناسق بين هذه القرارات في تحقيق أهداف المؤسسة، لما لهذه القرارات من تأثير مشترك على نمو المؤسسة وعلى إستراتجيتها، مما يجعلها قرارات إستراتجية ومصيرية تمس حياة المؤسسة ومستقبلها على المدى المتوسط والبعيد. كغيره من القرارات، يمر اتخاذ القرار المالي بالمراحل الستة التالية:

-تحديد المشكلة: أي تحديد القرار المراد اتخاذه، سواء كان قرار استثمار، تمويل، أو توزيع أرباح؛
-تحديد مختلف البدائل الممكنة: إذا كان القرار المراد اتخاذه قرار استثمار يتم تحديد مختلف المشاريع التي توافق الطلب، وإن كان قرار تمويل فيتم فيه تحديد مختلف مصادر التمويل الممكنة، أما إن كان قرار توزيع الأرباح فيتم فيه اتخاذ قرار توزيع الأرباح من عدمه؛
- جمع المعلومات حول مختلف البدائل الموجودة من أجل اختيار أنسب بديل؛
- تقييم البدائل من خلال المعايير المستعملة من طرف المؤسسة؛
- اختيار البديل والذي يكون حلا للمشكلة، بحيث يتم اختيار البديل الأمثل؛
- متابعة القرار المتخذ.

تعد القرارات المالية الإطار الأكثر استخداما للأدوات الكمية في التسيير، وهو يرتبط بكيفية تسيير الأموال بصورة مثلى أو على الأقل بصورة أفضل في الظروف المختلفة لاتخاذ القرار. لهذا يتوجب على متخذ القرار المالي الإلمام بأسس الرياضيات المالية، الإحصاء، الاحتمالات، المحاسبة وغيرها من العلوم.

عادة ما يشار إلى ثنائية العائد والمخاطرة كمعيار لاتخاذ القرارات المالية في المؤسسة[9]، إلا أنه في الواقع توجد عوامل أخرى تؤثر في صنع القرار تتعلق بالبعد القيمي والأخلاقي والبعد السياسي. كما يعتبر اتخاذ القرار ثمرة الخبرة المهنية لمتخذ القرار، وبالتالي فهو يتأثر بالأحداث التاريخية وتقديرات متخذ القرار بعيدا عن الأساليب العلمية، وهو ما قد ينتج عنه قرارات خاطئة أو متناقضة.

3- العائد والمخاطرة:

العائد والمخاطرة من المفاهيم الأساسية التي يتوجب على الدارس لعلم المالية سواء مالية المؤسسة أو مالية الأسواق الإلمام بها وفهم طبيعة العلاقة بينهما، فكل القرارات المالية سواء ماتعلق بالاستثمار أو التمويل أو توزيع الأرباح تتخذ في إطار هذه الثنائية، بالإضافة إلى العوامل السلوكية المؤثرة في متخذ القرار.

وسنتطرق للمفهومين بشكل بسيط نظرا لأنه سوف يتم الإعتماد عليهما بشكل كبير في معايير اتخاذ القرار الإستثماري في ظل المخاطرة.

3-1: مفهوم العائد :

تحقيق العائد هو الدافع الأساسي للاستثمار، ويعرف العائد بأنه " مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة"[10].

كما يقصد به الإيراد (الريع ، الدخل) المحصل عليه في شكل أرباح السهم أو فائض القيمة المحقق في شكل ربح لرأس المال. و بما أن العائد المتوقع مرتبط بالمستقبل يأخذ شكلين : إما عائد شبه أكيد أو عائد غير أكيد.

وهو يقيس الزيادة النسبية في الثروة خلال فترة الإستثمار، فالعائد هو العلاقة بين التدفق النقدي ورأس المال المستثمر في سبيل تحقيق ذلك التدفق النقدي.

ويمكن أن نميز بين ثلاث أشكال من العائد:

-**العائد شبه الأكيد:** وهو العائد الثابت المحقق من الاستثمار خلال فترة ما، مثل السندات ذات العائد الثابت أين يكون دفع الفوائد بشكل منتظم و ثابت. و في هذه الحالة العائد المتوقع يتحدد وفق حالتين:

_ حالة عدم وجود علاوة التسديد و بذلك يكون العائد المتوقع مساويا للمعدل الاسمي الذي يحصل عليه المستثمر.

_ حالة وجود علاوة التسديد حيث يكون العائد المتوقع اكبر من المعدل الاسمي المدفوع للمستثمر.

$$r = \sum cf / (1+k)^t + v_0 / (1+k)^n$$

حيث: **r** العائد شبه الأكيد؛

cf التدفق النقدي السنوي الثابت عن الاستثمار لفترة السند.

v_0 قيمة السند الإسمي في بداية الفترة والذي يسترجع في نهاية الفترة في حالة عدم وجود علاوة التسديد .

-**العائد غير الأكيد:** مثل عائد السهم المنتظر يأخذ شكل حصص الأرباح التي تتوقع المؤسسة تحقيقها في المستقبل و تبعا لسياستها في توزيع الأرباح على المساهمين مع إضافة مقدار النمو الذي ينتظره المساهمون و بذلك سيكون مهما أن ننشأ تقدير بطريقة تمكننا من تحديد كمي للمتغيرات مع احتمال وقوعها، حيث

هذا التنبؤ يتم غالبا انطلاقا من مستويات تحليل محددة بطريقة جيدة. وهو عائد يتوقع المستثمر الحصـــول عليه في المستقبل،إلا أن المستقبل تسوده حالة عدم التأكد. ويمكن التوصل للعائد المستقبلي باستخدام التوقع الرياضي وفق المعادلة التالية:

$$E(r) = \sum_{i=1}^{n} (P_i \cdot r_i)$$

حيث: - $E(r)$ متوسط العائد المتوقع؛ - r_i عائد المتوقع للسنة i ؛

- P_i احتمال تحقق العائد؛ - n عدد السنوات.

أي أن العائد المتوقع هو المتوسط المرجح للتوزيع الاحتمالي للعوائد (احتمال تحقق هذه العوائد).

إذا كان العائد المتوقع غير كاف لاتخاذ القرار، فلابد من مقارنته مع العائد المطلوب الذي يأخذ بعين الاعتبار المخاطر المرتبطة بالاستثمار.

-العائد المطلوب: هو العائد الذي يرغب أصحاب الأموال في تحقيقه على استثماراتهم. وهو لا يمكن أن يقل عن العائد الذي تحققه الاستثمارات البديلة في السوق والمتماثلة من حيث درجة المخاطرة (تكلفة الفرصة البديلة)، حيث أن لكل مستوى من المخاطر يمكن حساب معدل عائد مطلوب.

يختلف هذا العائد على مستوى المستثمرين الأفراد من مستثمر لآخر، أما على مستوى السوق فإن عائد السوق هو العائد التوازني الذي يقبل به جميع المستثمرين، وهو يعبر عن العائد المطلوب. ويتم حسابه باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي سنتطرق إليه ضمن السياسة الإستثمارية للمؤسسة.

3-2 مفهوم المخاطرة :

المخاطرة هي الانحراف عما هو متوقع رغم الجهود المبذولة للإحاطة بالقيمة التي يمكن أن يأخـــذها المتغير المدروس في المستقبل، فيبقى الانحراف ممكنا، وهو يساوي الفرق بين القيمة الحقيقية للمتغير والقيمة المتوقعة المحسوبة سابقا.

أما المخاطرة المالية فعرفها DAN BORGE بأنها "مجازفة بقبول احتمال وقوع خسارة مالية لأحد الأصول"، وبهذا فان الخسارة محتملة لكنها غير مؤكدة.

كما تعرف المخاطرة أنها عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي.

تنقسم المخاطر إلى قسمين:

أ- المخاطر المنتظمة (المخاطر السوقية): وهي المخاطر المرتبطة بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتي يمتد تأثيرها إلى جميع الأصول بشكل عام، كتقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف والتضخم والحروب وغيرها...، وهذه المخاطر لا يمكن تجنبها من خلال التنويع لأنها تؤثر في كل الاستثمارات المالية والحقيقة، إلا أن درجة تأثيرها قد تختلف من استثمار لآخر.

ب-المخاطر غير المنتظمة (المخاطر المنفردة): وهي المخاطر التي تؤدي إلى تقلب عوائد الأصل الاستثماري ولا تؤثر على عوائد الأصول الأخرى، وهي نتيجة عوامل ينفرد بها الأصل الاستثماري. وهي تنقسم إلى قسمين:

- المخاطر التشغيلية: كالمخاطر المرتبطة بظروف السوق (العرض والطلب)، عدم كفاءة الإدارة في وضع خطط تسويقية فعالة وفي إدارة الأصول الاضطرابات العمالية، ارتفاع التكاليف ...الخ. وهي تؤثر على قدرة المؤسسة في تحقيق الأرباح.
- المخاطر المالية: كالمخاطر المرتبطة بعدم القدرة على سداد الالتزامات نتيجة سوء تسيير للسيولة، أو ارتفاع مستوى الدين.

3-3- قياس المخاطرة:

تقاس المخاطر من خلال قياس تقلب العائد حول قيمة مركزية باستعمال مقاييس التشتت، فكلما كان هذا التقلب كبيرا كلما كانت درجة المخاطر أكبر، ويعبر عنه من خلال الانحراف المعياري الذي يقيس التشتت الوسطي للعائد حول التوقع الرياضي له. ويمكن حساب الانحراف المعياري للعوائد الفعلية أو للعوائد المتوقعة.

- بالنسبة للعوائد الفعلية (البيانات التاريخية): يمكن حساب الانحراف المعياري من خلال العوائد المحققة فعلا في فترات سابقة، حيث يستخدم الانحراف المعياري للبيانات التاريخية كتقدير للانحراف المعياري في المستقبل، كما يستخدم الوسط الحسابي للعوائد الفعلية كتقدير للعائد المتوقع مستقبلا، يقوم هذا المنطق على فكرة أن المستقبل ما هو إلا امتداد للماضي والحاضر، أما واقعيا فهذا غير صحيح بشكل مطلق.

الانحراف المعياري هو جذر التباين ويحسب وفق المعادلة التالية:

$$\delta(r) = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(r_i - \bar{r})^2}{n-1}}$$

حيث: - $\delta(r)$ الانحراف المعياري للعائد؛

- r_i عائد السنة i ؛
- $\bar{r}$ متوسط العائد المحقق خلال الفترة؛
- n عدد السنوات.

-بالنسبة للعوائد المتوقعة: يحسب الانحراف المعياري من خلال العلاقة التالية:

$$\delta(r) = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} (r_i - E(r))^2 . P_i}$$

حيث: - r_i عائد المتوقع للسنة i ؛

- P_i احتمال تحقق العائد؛
- $E(r)$ متوسط العائد المتوقع؛
- n عدد السنوات.

- إذا كان لاستثمارين نفس العائد ويختلفان من حيث الانحراف المعياري، فالمستثمرون يفضلون الاستثمار ذي الانحراف المعياري الأقل؛
- إذا كان لاستثمارين نفس درجة المخاطر (الانحراف المعياري) ويختلفان من حيث العائد، فالمستثمرون يفضلون الاستثمار ذي العائد المتوقع الأعلى؛
- المفاضلة بين استثمارين لأحدهما معدل عائد متوقع أكبر وللآخر انحراف معياري تتم من خلال معامل الاختلاف، الذي يبين المخاطر الملازمة لكل وحدة من وحدات العائد، فالاستثمار ذو معامل الاختلاف الأعلى ينطوي على مخاطر أكبر ويقاس بالعلاقة التالية:

$$CV = \frac{E(r)}{\delta(r)}$$

مثال: إليك البيانات التالية المتعلقة بمؤسستين A وB .

الطلب على منتجات المؤسسة	احتمال تحقق هذا الطلب	معدل العائد على الأسهم إذا تحقق هذا الطلب	
		مؤسسة A	مؤسسة B
قوي	0.3	100%	20%
عادي	0.4	15%	15%
ضعيف	0.3	-70%	-10%

-عرض عليك الاستثمار في أحد سهمي هاتين المؤسستين أيهما تختار؟

الحل: للمفاضلة بين أسهم المؤسستين نقوم بحساب العائد والمخاطر المرتبطة بكل منهما على النحو التالي:

– حساب العائد المتوقع:

$$E(r) = \sum_{i=1}^{n}(P_i \cdot r_i)$$

$E(r_{a)} = (0.3 \times 1)+(0.4\times 0.15)+(0.3\times (-0.7)) = 0.15$

$E(r_b)= (0.3 \times 0.2)+(0.4\times 0.15)+(0.3\times (0.1)) = 0.15$

–حساب الانحراف المعياري ومعامل الإختلاف

المؤسسة A					
الحالة	الاحتمال P	العائد R	الانحراف $r-E(r_a)$	مربع الانحراف	جداء مربع الانحراف في الاحتمال
قوي	0.3	100%	0.85	0.7225	0.21675
عادي	0.4	15%	00	0.00	00
ضعيف	0.3	-70%	-0.85	0.7225	0.21675
المجموع (التباين)					0.4335
الانحراف المعياري(الجذر التربيعي للتباين)					0.6584
معامل الاختلاف (الانحراف المعياري/ العائد)					4.389

المؤسسة B					
الحالة	الاحتمال P	العائد R	الانحراف $r-E(r_b)$	مربع الانحراف	جداء مربع الانحراف في الاحتمال
قوي	0.3	20%	0.05	0.0025	0.00075
عادي	0.4	15%	00	0.00	0.000
ضعيف	0.3	10%	0.05	0.0025	0.00075
المجموع (التباين)					0.0015
الانحراف المعياري(الجذر التربيعي للتباين)					0.387
معامل الاختلاف (الانحراف المعياري/العائد)					0.258

نلاحظ أن العائد المتوقع للمؤسستين متكافئ، أما من حيث المخاطر فالمؤسسة الأولى ذات مخاطر أعلى من الثانية وبالتالي نختار الاستثمار في المؤسسة التي مخاطرها أقل.

3-4- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF

طُور نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (**M**odel D'**é**valuation **D**es **A**ctifs **F**inancières) من قبل شارب1960 ثم لنتتز عام 1965 وهو صالح لكل أنواع الأصول بما فيها الأسهم والسندات. يقوم هذا النموذج على مجموعة من الفروض الأساسية نوجزها فيما يلي[11]:

- يركز جميع المستثمرين على فترة احتفاظ واحدة، ويسعون إلى تعظيم المنفعة المتوقعة من ثرواتهم من خلال انتقاء محافظهم الاستثمارية على أساس العوائد المتوقعة على المحفظة والانحراف المعياري لعوائد المحفظة؛
- يمكن لكل المستثمرين الاقتراض والإقراض دون حدود بسعر فائدة عديم المخاطرة؛
- تكون تقديرات جميع المستثمرين للعوائد المتوقعة وتباينات عوائد جميع الأسهم (الأصول) وقيم التغاير بين جميع الأسهم متماثلة. بمعنى ان جميع توقعاتهم متجانسة، وأن السوق سوق منافسة كاملة؛
- كافة الأسهم قابلة للتقسيم وتامة السيولة بمعنى انه يمكن بيعها بالسعر الجاري وبسرعة؛
- لا توجد أي تكاليف للتداول وليست هناك أي ضرائب؛
- كميات جميع الأسهم معروفة وثابتة.

وفقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)، فإن العائد المطلوب عل أصل ما يتكون من معدل العائد عديم المخاطرة الذي تضاف إليه علاوة مخاطر السوق معدلة على أساس المخاطر المصاحبة للأصل مقاسة بمعامل بيتا (beta) له. وفق المعادلة التالية[12]:

$$r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

- r_i معدل عائد الورقة المالية وهو متوسط العائد الفعلي المحقق من الورقة المالية لفترات سابقة؛
- r_f معدل العائد الخالي من المخاطر، وهو عادة سعر الفائدة على السندات الحكومية؛
- β_i بيتا الورقة المالية درجة حساسية عائد الورقة المالية عائد السوق؛
- r_m معدل عائد السوق وهو متوسط عائد الأسهم في السوق (مؤشر سوقي).

يقوم نموذج تسعير الأصول المالية يقوم على مبدأ العلاقة بين العائد والمخاطر على الاستثمار وبالتالي فإن العائد المطلوب على الاستثمار في ورقة مالية يتألف من ثلاث متغيرات:

- القيمة الزمنية للنقود والتي تقاس بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر؛
- مقدار المخاطر المنتظمة والتي تقاس من خلال بيتا الورقة المالية؛

- علاوة تعويض عن المخاطر المنتظمة وتساوي $(r_m - r_f)$. ويرمز لها أيظا PRm.

تتمثل النتيجة الرئيسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية في أن مخاطر السوق (المخاطر المنتظمة) للأصل ما هي إلا مقدار مساهمته في المخاطرة الكلية للسوق، بالتالي فهو يقيس حساسية عائد الأصل في علاقته بالتقلبات الكلية في السوق[13]. يتم حساب بيتا من خلال تحليل البيانات التاريخية لتقلبات قيمة الأصل محل التقييم وعائد السوق وتمثيل ذلك بيانيا، حيث يمثل بيتا ميل خط انحدار عوائد الأصل المعني ارتفاعا أو انخفاضا مع عوائد السوق. ويمكن حساب بيتا باستخدام طريقة المربعات الصغرى أو باستخدام العلاقة التالية:

$$\beta_i = \frac{cov(r_i, r_m)}{\sigma^2_{rm}}$$

$$cov(r_i, r_m) = \frac{\sum_{t=1}^{n}(r_{it} - r_i).(r_{mt} - r_m)}{n-1}$$

حيث: - $cov(r_i,r_m)$ التباين المشترك لعائد السوق وعائد الأصل؛

- σ^2_{rm} الإنحراف المعياري لعائد السوق.

- تبلغ قيمة معامل بيتا لورقة مالية نموذجية الواحد(1) أي أن المخاطر التي تنطوي عليها مماثلة للمخاطر الملازمة لمحفظة السوق، وأن عوائد الورقة المالية تتقلب بنفس اتجاه ونفس نسب تقلبات عوائد المحفظة؛
- إذا كانت قيمة بيتا أقل من الواحد فهي تعني أن المخاطر التي تنطوي عليها الورقة المالية أقل من المخاطر الملازمة لمحفظة السوق، وأن سعرها أقل تقلبا من سعر السوق.
- وإذا زادت عن الواحد فهي تعني أن المخاطر التي تنطوي عليها الورقة المالية أكبر من المخاطر الملازمة لمحفظة السوق، وأن سعرها أكثر تقلبا من سعر السوق فهو يرتفع وينخفض بأكثر من مؤشر السوق.

يتضمن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية المكونات الأربعةالتالية: سعر الفائدة الخالي من الخطر، علاوة التضخم، علاوة السيولة، وعلاوة المخاطرة.

ملاحظة: سوف يتم التطرق بأكثر تفصيل إلى العائد والمخاطرة (خاصة نموذج تسعير الأصول المالية MEDAF) في الفصل الثاني، ضمن معايير اتخاذ قرار الاستثمار في حالة المخاطرة (الخطر النسبي).

خلاصة الفصل

تعد الإدارة المالية الوظيفة الجوهرية التي لا تقوم أنشطة المؤسسة إلا بوجودها وبفاعليتها. فعلى مدار القرن الماضي تطور علم الإدارة المالية حتى أصبح من بين أكثر العلوم الإدارية تطورا، إذ أنه يتداخل مع كثير من العلوم الأخرى من خلال استخدامه لعلم الرياضيات، الإحصاء، المحاسبة وغيرها من العلوم الكمية. ومنذ بداية الثمانينات تطورت الأبحاث في علم المالية باستخدام علم الاجتماع وعلم النفس في تفسير وتحليل الظواهر المالية.

تنقسم القرارات المالية في المؤسسة إلى قسمين قصيرة الأجل وطويلة الأجل، الأولى تهتم بالتوازنات المالية قصيرة الأجل بينما تهتم الثانية بالتوازنات المالية طويلة الأجل. تتمثل القرارات المالية طويلة الأجل في قرارا الاستثمار، قرار التمويل و قرار توزيع الأرباح. ولأن هذه القرارات تتعامل مع المستقبل الذي يتصف دائما بحالة عدم اليقين، فإن اتخاذها يجب أن يبنى على معطيات تخضع للأسس العلمية في جمعها وتحليليها .

تفرض خاصية عدم اليقين المرتبطة بالمستقبل أن تراعي القرارات المالية العلاقة بين العائد والمخاطر، ومن المسلمات في العلوم المالية أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، حيث يستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتقدير العائد المطلوب عند مستوى معين من المخاطرة، التي وفّر علم المالية أيضا أساليب لتقديرها تتمثل في الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف ومعامل بيتا الذي يستخدم في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

إن دراسة العائد والمخاطرة يعد مفتاحا ومقدمة أساسية لدراسة مختلف القرارات المالية للمؤسسة، وهو ما ستناوله في الفصول القادمة، وقرار الاستثمار هو محور الفصل الموالي.

هوامش الفصل

[1]-إلياس بن ساسي، قريشي يوسف، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2006، ص 235.

[2]- إلياس بن ساسي، **الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة**، دار وائل للنشر ، عمان، ط1، 2011، ص 249.

[3]- إلياس بن ساسي، قريشي يوسف، مرجع سابق، ص 236.

[4]- إسماعيل إبراهيم جمعة، زينات محمد محرم، **المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص2 .

[5]-محمد علي ابراهيم العامري، **الإدارة المالية الحديثة**، دار وائل للنشر ، ط1، عمان، 2013، ص25.

[6] -Degos Jean-Guy & Griffiths Stephane, **Gestion financière de l'analyse a la stratégie**, ed Eyrolles édition d'organisation, Paris 2011, p 217.

7 -Ibid, p211.

8- Jamet Benoit, **structure de groupe et financement des entreprises**, Thèse de doctorat en science de gestion, Université Paris 5,-val de marne, 2003, p110

9 رحيم حسين، أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية، مكتبة اقرأ، قسنطينة 2010، ص 9.

10- دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة، عمان، 2010، ص61.

[11]-حمد واثق أبو عمر، **النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية**، دار الرضا، دمشق، ص2003، ص 65.

[12]- دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 201.

[13] -Mondher Cherif et Dubreuille Stéphane, **Création de valeur et capital-nvestissement**, Pearson Education, France, 2009, P6 .

الفصل الثاني

سياسة الإستثمار في المؤسسة

(الموازنة الرأسمالية)

تمهيد

لا يتحقق هدف المؤسسة في تعظيم القيمة إلا من خلال تعظيم العوائد المستقبلية. ومن أهم العناصر التي يتوقف عليها تعظيم العوائد المستقبلية هو تنفيذ برامج استثمارية واعدة من خلال التخصيص الفعال لموارد المؤسسة للمشاريع الأكثر تنافسية والأعلى مردودية.

تهدف سياسة الاستثمار إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية المرتبطة بتحديد حجم الأموال التي ستخصص لكل نوع من الأصول التي سيتم الاستثمار فيها، من خلال اختيار المشاريع الاستثمارية التي تحقق عائد يفوق تكلفة تمويلها. حيث أن القرارات الاستثمارية الخاطئة تشكل خطرا على المؤسسة قد تؤدي بها إلى عدم الإستمرار في النشاط الاقتصادي، لذلك تتطلب صناعة القرار الاستثماري القيام بدراسات جدوى وافية.

يتناول هذا الفصل التعريف بالمبادئ الأساسية لاتخاذ القرار الاستثماري، و المعايير المالية التي تستخدم في تقييم المشاريع الاستثمارية واختيارها في حالتي التأكد وعدم التأكد (المخاطرة واللايقين).

1- مفاهيم حول الاستثمار:

الاستثمار هو المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي، لذلك تعمل كل الأنظمة الاقتصادية على تشجيع الاستثمار وتذليل الصعوبات أمامه. والمؤسسة هي الجهة التي تتولى القيام بالاستثمار.

1-1 تعريف الاستثمار وأشكاله:

يعرف الاستثمار على أنه: "تجميد رؤوس الأموال من أجل شراء أصل صناعي أو مالي بغرض تحقيق عائد مستقبلي، فهو لا يخص الأصول الثابتة بل أيضا كل النفقات غير المباشرة المرتبطة بمستقبل المؤسسة"[1].

يشمل الاستثمار بمفهومه العام كل من الاستثمار الحقيقي والاستثمار المالي، حيث أن الاستثمار الحقيقي يعني شراء وبيع أصول الإنتاج لغرض زيادة الثروات مثل الاستثمار في شراء الأصول الحقيقية كالعقارات، الأصول المنتجة، المصانع...الخ. أما النوع الثاني فهو الاستثمار المالي المتمثل في بيع وشراء الأوراق والأدوات المالية المختلفةمثل الأسهم، السندات، القبولات البنكية وشهادات الإيداع...، أو بمعنى آخر الإستثمار في الأصول المالية [2].

لقد عرف المشرع الجزائري الاستثمار من خلال المادة 2 من الأمر رقم 01-03 المؤرخ في 2001/08/20 المتضمن قانون تطوير الاستثمار، على أن الاستثمار يقصد به[3]:

- اقتناء أصول تندرج في إطار استحداث نشاطات جديدة أو تشجيع قدرات الإنتاج أو إعادة التأهيل أو إعادة الهيكلة؛
- المساهمة في رأس مال مؤسسة في شكل مساهمات نقدية أو عينية؛
- استعادة النشاطات في إطار خوصصة جزئية أو كلية.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل للاستثمار على أنه: "عملية توظيف الأموال سواء كانت نقدية أو عينية في نشاط اقتصادي قصد إنتاج سلع وخدمات مختلفة، بهدف تحقيق عوائد مستقبلية تفوق مبالغها المبالغ الموظفة".

وضع الكتّاب عدة معايير يمكن من خلالها التمييز بين مختلف أشكال الاستثمار. أما بالنسبة للمؤسسة فإن الاستمارات المرتبطة بها فيمكن تصنيفها وفقا للغرض منها إلى[4]:

-الاستثمارات الإحلالية: وتتضمن تبديل معدات وآلات قديمة بأخرى مماثلة لها جديدة. وهي العملية الأكثر شيوعا من حيث الحجم والتكرار وفائدتها واضحة، حيث تهدف إلى الحفاظ على استمرارية العملية الإنتاجية وإلى الاقتصاد في تكاليف صيانة التجهيزات. وهي لا تتطلب الكثير من الدراسات .

-الاستثمارات التوسعية: عندما يكون المناخ الاقتصادي ملائم، تقرر المؤسسة الزيادة في طاقتها الإنتاجية والبيعية عن طريق شراء آلات جديدة أو بإضافة منتجات جديدة، وبالتالي زيادة الإنتاج والمبيعات. هذا النوع من الاستثمار يتطلب دراسات معمقة.

-استثمارات التطوير والترشيد: الهدف من هذه الاستثمارات هو تخفيض تكاليف الإنتاج في المؤسسة بتكييف وتطوير الجهاز الإنتاجي لتخفيض عدد العمال أو تخفيض استهلاك الطاقة أو تخفيض مدة الإنتاج أو غيرها. ويترجم عادة عن طريق إحلال الآلة مكان العامل.

الاستثمارات الإستراتيجية: تهدف هذه الاستثمارات إلى المحافظة على بقاء واستمرار المؤسسة، من أجل حمايتها من المنافسة أو حمايتها من اضطراب عمليات التموين أو غيرها.

1-2 خصائص الاستثمار:

تشترك كل الاستثمارات في نفس الخصائص وهي: رأس مال المستثمر، مدة حياة الاستثمار، التدفقات النقدية الصافية والقيمة المتبقية للاستثمار.

-رأس المال المستثمر: يتمثل في المبالغ اللازمة لبداية المشروع في العمل، ويخصص لشراء الآلات والتجهيزات المادية والأراضي التي تقام عليها المؤسسة، ويستعمل كذلك في عدة عمليات منها التكوين والبحث، ولتمويل رأس المال العامل الضروري لانطلاق المشروع.

-مدة حياة الاستثمار: تحدد مدة حياة الاستثمار بالنظر إلى عاملين أساسيين، مدة حياة الأصول، ومدة حياة المنتج. فالتطور التكنولوجي يساهم في الاهتلاك السريع للأصول، وتطور أذواق المستهلكين وتطور أساليب الإنتاج تجعل مدة حياة أي منتج محدودة.

-التدفقات النقدية الصافية: تتمثل التدفقات النقدية للمشروع الاستثماري في الدخل المتولد منه، ويشمل الأرباح الصافية مضافا إليها الاهتلاكات. تتأثر هذه التدفقات بأسلوب الاهتلاك المطبق وبعامل الضريبة التي تعتبر متغيرا أساسيا، حيث إذا قامت الحكومة بتخفيض معدل الضريبة فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع حجم

التدفقات النقدية وبالتالي تساهم في زيادة استثمار المؤسسة، أما إذا كان العكس بارتفاع معدل الضريبة فإنه يؤثر على التدفقات النقدية للمؤسسة.

- القيمة المتبقية للاستثمار: تتمثل في فائض القيمة المحقق من التنازل عن أصول المؤسسة في نهاية مدة حياة المشروع بعد خصم الضريبة. وفائض القيمة هو الفرق بين سعر التنازل والقيمة المحاسبية الصافية في تاريخ التنازل.

1-3- متطلبات اتخاذ قرار الاستثمار:

يقصد باتخاذ قرار الاستثمار " عملية اختيار بديل استثماري واحد بين بديلين محتملين أو أكثر لتحقيق هدف أو مجموعة من الأهداف خلال فترة زمنية معينة، في ضوء معطيات كل من البيئة الداخلية والخارجية والموارد المتاحة للمنظمة"[5].

يحظى القرار الاستثماري بأهمية بالغة بسبب تكاليفه وعوائده المتوقعة ومخاطره. لكن القرار الاستثماري لا يختلف بطبيعته عن أي قرار آخر كونه يبحث في البدائل الممكنة وطرق استخدامها واختيارها. إلا أنه يجب على المستثمر قبل اتخاذ القرار الاستثماري أن يتوصل إلى اختيار المعيار الأنسب من خلال القيام بما يلي:

- حصر كل البدائل المتاحة وتحديد طابعها؛
- الموازنة بين البدائل المختلفة خاصة عند الحديث عن الربحية، السيولة والمخاطر في ضوء نتائج التحليل؛
- القيام بالتحليل الاستثماري؛
- اختيار البديل الأنسب حسب المعايير والعوامل الداخلية التي تعبر عن رغباته؛
- الأخذ بعين الاعتبار المبادئ والأسس المتعارف عليها عند اتخاذ القرار الاستثماري.

يتم اتخاذ القرار الاستثماري على أسس علمية وفنية واضحة ومعطيات محددة. لذلك يجب أن يسبق بدراسات تشمل الجوانب القانونية والتسويقية والفنية والبيئية للمشروع للتأكد من إمكانية إقامته، وهي ما تسمى بدراسات الجدوى الاقتصادية. وتشمل:

-الدراسة القانونية: وهي الدراسة التي تتناول دراسة مختلف التشريعات القانونية ذات التأثير على المشروع الاستثماري، من حيث مشروعية إقامته والتراخيص المطلوبة والامتيازات الممنوحة وغيرها.

-الدراسة التسويقية: وتعتبر الحد الفاصل بين نجاح المشروع من عدمه، وهي الدراسة التي تهدف إلى التعرف على طبيعة سوق السلعة المراد إنتاجها والتنبؤ بحجم المبيعات، وهي تساعد في تحديد السياسة التسويقية المناسبة.

-الدراسة الفنية والبيئية: تهدف إلى التعرف على: التكنولوجيات وأساليب الإنتاج المتاحة، مدى توفر اليد العاملة، تحديد مستويات الطاقة الإنتاجية، اختيار موقع المشروع، المساحة التي يحتاجها المشروع، تأثير البيئة على المشروع وسبل معالجة هذه التأثيرات أن وجدت...

-الدراسة المالية: وهي الدراسة التي يتم من خلالها تقدير تكاليف الاستثمار وتدفقاته النقدية وتحديد كيفية تمويله، وحساب مؤشرات العائد المتوقع من المشروع.

-الدراسة الاقتصادية: وهي تهتم بتقييم المساهمة الاقتصادية والاجتماعية للاستثمار في الاقتصاد الوطني، ومدى مساهمته في تحقيق الأهداف التنموية للاقتصاد وتحقيق الرفاهية الاقتصادية للدولة.

تعتبر عملية تقييم المشاريع المرحلة البالغة الأهمية في حياة المشروع الاستثماري، وترجع خطورة هذه المرحلة إلى أن نتيجة التقييم هي أساس اتخاذ القرار قبول أو رفض المشروع الاستثماري المقترح، وعلى درجة سلامة ودقة التقييم تتوقف سلامة وصواب القرار الاستثماري المتخذ.

1-4- نماذج اختيار الإستثمارات (المشاريع)

يوجد نوعان من نماذج اختيار المشروع، نماذج نوعية ونماذج كمية[6]:

1-4-1-النماذج النوعية: وهي نماذج حكمية تعتمد على المعلومات الإنشائية (غير الرقمية) في عملية الاختيار، ومن بعض النماذج:

-نموذج البقرة المقدسة: هذا النموذج مشتق من قدسية البقرة عند الهندوس، ويرمة إلى طريقة اختيار المشاريع يقوم من خلالها صاحب القرار بإبداء رغبته أو إصدار أوامره بتنفيذ مشروع ما، فهنا يصبح المشروع على قائمة التنفيذ دون إخضاعه لأي معايير جدوى اقتصادية، مثل قيام وزير التربية والتعليم بزيارة إحدى القرى ويقرر إنشاء مدرسة فيها...

-نموذج الضرورة التشغيلية: هناك مشاريع يعتبر تنفيذها ضرورة لضمان استمرار عمل وتشغيل المؤسسة رغم كلفة هذه المشاريع، فمثلا إذا كان أحد المصانع يقع في منطقة نشاط زلزالي فإنه من الضروري تزويد

المصنع وجميع الأبنية التابعة له بلوازم مقازمة الزلازل.وإذا كان يقع في منطقة صواعق يصبح من الضروري تزويد المصنع بمانعات الصواعق. وإذا كان التيار الكهربائي في منطقة صناعية ما يتعرض إلى ذبذبة تؤثر في المنتجات فإن تزويد الشركة بأجهزة تثبيت التيار الكهربائي يصبح ضرورة تشغيلية.

-نموذج الضرورة التنافسية: والمقصود هو أن يتم تنفيذ مشروع ما بغرض رفع القدرة التنافسية للمؤسسة، فمثلا إذا كانت الماكنات التي تستخدم في مصنع المؤسسة قديمة وذات إنتاجية منخفضة وجودة متدنية فإن شراء خط إنتاجي جديد لرفع الطاقة الإنتاجية وتحسين النوعية يصبح ضرورة تنافسية من أجل استمرار عمل المؤسسة.

1-4-2- النماذج الكمية: وتسمى أيضا النماذج الرقمية وهي نماذج موضوعية تعتمد على جمع البيانات الكمية التاريخية أو التنبؤية ومعالجتها للمساعدة في اختيار المشروع الأفضل، ومنها معايير تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الإعتبار ومعايير لاتأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الإعتبار، كما أن منها مايستعمل لاتخاذ القرار في ظل المخاطرة أو في ظل عدم التأكد. **وهو ما سنتناوله بالتفصيل في البنود الثلاثة الموالية.**

2- معايير اتخاذ قرار الاستثمار في حالة التأكد:

يقصد بحالة التأكد، التأكد التام من تحقق التدفقات النقدية كما تم التوقع لها خلال العمر الافتراضي للمشروع الاستثماري. في هذه الحالة يعتمد متخذ القرار على أحد المعايير التالية في تقييم المشروع الاستثماري.

تشمل هذه الحالة معرفتنا بحالة الطبيعة ويكون حدوثها متوقع بشكل أكيد. هذا يعني هنالك حالة طبيعة واحدة معروفة عند كل قرار وعليه فإننا لابد من اتخاذ القرار الذي يحقق اكبر عائد ممكن. ويكون اتخاذ القرار مؤكداً عندما تكون نتائج البدائل مؤكدة وبالتالي نقوم بحساب نتيجة كل بديل ومن ثم اختيار البديل الذي يعطي افضل النتائج. تعتمد المعايير المستخدمة لاتخاذ هذا القرار على تعظيم الارباح والعوائد أو تقليص الخسائر والتكاليف.

2-1-المعايير التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود:

يقصد بها معايير الربحية التجارية غير القائمة على خصم المجرى النقدي والتي لا ترى أي فرق بين قيمة الوحدة النقدية في فترتين مختلفتين.

2-1-1 معيار معدل العائد المحاسبي:

يعتمد معدل العائد المحاسبي على قيم محاسبية، وبالتالي فهو مفهوم يرتكز على مردودية المؤسسة، ويعرف على أنه "العلاقة بين الربح السنوي المتوسط للمشروع وتكلفة الاستثمار" [7].

يحسب معدل العائد المحاسبي وفق العلاقة التالية:

$$TRC = \frac{\frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} RN_t}{I/2}$$

حيث: - TRC معدل العائد المحاسبي؛

- RN_t الربح السنوي الصافي في السنة t
- I التكلفة الأولية للاستثمار؛
- n مدة حياة الاستثمار.

قاعدة اتخاذ القرار:

يقارن هذا المعدل مع معدل المردودية المتوسط الذي تحققه المؤسسة سنويا من خلال أصولها. ويمكن أيضا مقارنته بالمعدل السائد في القطاع الذي تنشط فيه المؤسسة وهو معدل خارجي.

يعاب على هذا المعيار:

- أنه لا يأخذ بعين الاعتبار توزيع التدفقات النقدية حسب الزمن بحيث أنه مهما كان الزمن الذي يتحقق فيه التدفق النقدي فإن النتيجة نفسها؛
- أيضا فإن معدل العائد المحاسبي يحسب على أساس النتيجة بعد الاهتلاك والضرائب وهذا يؤدي إلى عدم توافق النتيجة مع التدفقات النقدية المحققة؛
- مقارنته مع معدل آخر تعطينا نتائج غير موثوقة، لأنه لا يرتكز على أسس وقواعد محددة وواضحة.

ورغم هذه النقائص التي تجعله غير صالح في اختيار المشاريع الاستثمارية، إلاّ أنه يتميز بسهولة في الحساب وسهولة إيجاد المعلومات الخاصة بالمشروع أو الخاصة بمعدل القطاع.

2-1-2 معيار فترة الاسترداد:

تعتمد هذه الطريقة على معرفة عدد السنوات التي يتم فيها استرجاع قيمة الاستثمار الأولي. وهي تختلف عن طريقة معدل العائد المحاسبي في أنها تتماشى مع مفهوم الاستثمار أي مبادلة التدفقات النقدية

الحالية بالتدفقات النقدية المستقبلية، لذلك فهي تبين المدة أو عدد السنوات التي يمكن بعدها استرداد الاستثمار المبدئي. وبفرض ثبات الظروف الأخرى يعتبر المشروع مقبولا إذا كانت هذه الفترة صغيرة مقارنة بالمشاريع الأخرى أو بالفترة المعيارية التي تأخذ كمرجع.

لحساب فترة الاسترداد نقوم أولاً بتحديد السنة التي يفوق فيها مجموع التدفقات النقدية الداخلة التدفق النقدي الخارج وندعوها سنة الاسترداد، بعد ذلك نجد حاصل قسمة التدفق النقدي غير المسترد في بداية سنة الاسترداد على صافي التدفق النقدي لها، ونضيف الرقم الناتج لدينا إلى رقم السنة السابقة لسنة الاسترداد.

فترة الاسترداد = عدد السنوات قبل تاريخ الاسترداد + (الجزء غير المسترد\التدفق النقدي لسنة الاسترداد)

وفي حالة تساوي التدفقات النقدية فإن فترة الاسترداد هي النسبة بين النفقة الأولية والتدفق النقدي السنوي.

فترة الاسترداد = النفقة الأولية / التدفق النقدي السنوي

يلاءم هذا المعيار المؤسسات التي تبحث عن أقل خطر وأقصى سرعة في استرجاع الأموال ويمكن في هذه الحالة اعتبار هذا المعيار كأنه معيار للأمان. كما يعاب عليه إهمال تيار الأرباح المتوقعة للمشروع بعد فترة الاسترداد فقد يحقق مشروع عائد كبير في السنوات الأولى ثم يتقلص هذا العائد بعد ذلك بشكل كبير. وبالتالي فإن هذا المعيار يتحيز للمشاريع ذات العائد السريع.

تستخدم بعض المؤسسات شكلاً مختلفاً لمعيار فترة الاسترداد هو فترة الاسترداد المعدَّلة DRCM وهو شكل يشبه سابقه فيما عدا أنه يتم خصم التدفقات النقدية المتوقعة على أساس تكلفة رأس المال للمشروع[8]. لذلك يمكن تعريف فترة الاسترداد المعدَّلة بأنها عدد السنوات اللازمة لاسترداد الاستثمار من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة. يشابه أسلوب حساب فترة الاسترداد المعدَّلة ذلك المستخدم في حساب فترة الاسترداد العادية فيما عدا أننا نستخدم القيم الحالية للتدفقات النقدية الداخلة بدلاً عن القيم الكلية لتلك التدفقات.

قاعدة اتخاذ القرار:

تختلف فترة استرداد الاستثمار المرجعية التي يعتمد عليها لاتخاذ القرار حسب طبيعة المشروع وحجمه، فالمشاريع الكبيرة التي تتطلب أموالا واستثمارات ضخمة لا يمكن استرجاع المبالغ المستثمرة إلا في الأجل المتوسط والطويل. بينما المشاريع الصغيرة والمتوسطة فعادة ما تكون فترة الاسترداد المرجعية ما بين 3

و5 سنوات. كما أن المشاريع التكنولوجية التي تهتلك بسرعة فيجب أن تكون فترة استرداد رأس المال أقصر ما يمكن.

2-1-3 مردودية الوحدة النقدية:

تعبر هذه الطريقة عن مردودية كل وحدة نقدية مستثمرة في المشروع، وحتى يتم قبول المشروع يجب أن تفوق مردودية الوحدة النقدية الواحد الصحيح، وفي حالة المفاضلةبين المشاريع، فإن المشروع الذي له أكبر مردودية للوحدة النقدية يكون أفضل مشروع.

فإذا كان مشروع ما مدة حياته nتكلفته الأولية I_0 ، يعطي تدفقات نقدية سنوية cf_t، فإن مردودية الوحدة النقدية لهذا المشروع r تعطى رياضيا كما يلي:

$$r = \frac{\sum_{t=1}^{N} cf_t}{I_0}$$

لا تختلف مزايا هذه الطريقة مع طريقة معيار فترة الاسترداد، خاصة في سهولة الحساب، إلا أنها تختلف مع الطريقة السابقة في كونها تأخذ بعين الاعتبار جميع التدفقات النقدية. وكذلك الأمر فيما يتعلق بالعيوب، فطريقة مردودية الوحدة النقدية لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود.

مثال1: تدرس مؤسسة إمكانية تنفيذ اقتراحين استثمارين x وy تبلغ التكلفة الأولية لكل منهما 10.000 دج، كما تبلغ تكلفة رأس المال لهما 12%، أما تدفقاتهما النقدية المتوقعة فهي على النحو التالي:

السنة	المشروع x	المشروعY
0	10.000	10.000
1	6.500	3.500
2	3.000	3.500
3	3.000	3.500
4	1.000	3.500

- ما هو أفضل مشروع حسب كل من معيار معدل العائد المحاسبي ومعيار فترة الاسترداد؟

الحل:

1- حساب معدل العائد المحاسبي

يعتمد معدل العائد المحاسبي على الربح المحاسبي وليس على التدفقات النقدية، وبالتالي يجب حساب الربح المحاسبي انطلاقا من التدفقات النقدية كما يلي:

التدفقات النقدية = النتيجة المحاسبية الصافية + الاهتلاكات

يحسب الاهتلاك على أساس التكلفة الأولية للاستثمار بافتراض أن المؤسسة تطبق نظام الاهتلاك خطي.

نقوم بإعداد الجدول التالي:

	المشروع x			المشروع y		
السنة	التدفقات النقدية	الاهتلاك	الربح المحاسبي	التدفقات النقدية	الاهتلاك	الربح المحاسبي
0	10.000			10.000		
1	6.500	2.000	4.500	3.500	2.000	1.500
2	3.000	2.000	1.000	3.500	2.000	1.500
3	3.000	2.000	1.000	3.500	2.000	1.500
4	1.000	2.000	1.000-	3.500	2.000	1.500
	المجموع		5.500	المجموع		6.000

- الربح المحاسبي = التدفق النقدي + الاهتلاك.

$$TRC_x = \frac{\text{الربح المحاسبي}}{I_0} \quad \Rightarrow \quad TRC_x = \frac{5.500}{10.000} = 0.55 \quad , \quad TRC_y = \frac{6.000}{10.000} = 0.6$$

2-حساب فترة الاسترداد وفترة الاسترداد المعدلة:

لحساب حساب فترة الاسترداد وفترة الاسترداد المعدلة نقوم بإعداد الجدول التالي:

المشروع x

السنوات I	التدفق النقدي CF_i	التراكم CF_i+CF_{i-1}	القيمة الحالية للتدفق النقدي $CF_i(1+t)^{-i}$	تراكم القيم الحالية
0	-10000	-10000	- 10 000,00	- 10 000,00
1	6500	-3500	5 803,57	- 4 196,43
2	3000	-500	2 391,58	- 1 804,85
3	3000	2500	2 135,34	330,49
4	1000	3500	635,52	966,01

المشروعy

السنوات I	التدفق النقدي CF_i	التراكم CF_i+CF_{i-1}	القيمة الحالية للتدفق النقدي $CF_i(1+t)^{-i}$	تراكم القيم الحالية
0	-10000	-10000	- 10 000,00	- 10 000,00
1	3500	-6500	3 125,00	- 6 875,00
2	3500	-3000	2 790,18	- 4 084,82
3	3500	500	2 491,23	- 1 593,59
4	3500	4000	2 224,31	630,72

حساب فترة الاسترداد وفترة الاسترداد المعدلة.

فترة الاسترداد = عدد السنوات قبل تاريخ الاسترداد + (الجزء غير المسترد\التدفق النقدي لسنة الاسترداد)

$$DRC_x = 2 + \frac{500}{3000} = 2.17 \qquad DRC_Y = 2 + \frac{3000}{3500} = 2.86$$

لحساب فترة الاسترداد المعدلة نستخدم القيم الحالية للتدفق النقدي.

$$DRCM_x = 2 + \frac{1\,804.85}{2\,135.34} = 2.84 \qquad DRCM_Y = 3 + \frac{1593.59}{2224.31} = 3.71$$

2-2-المعايير التي تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الإعتبار:

يقصد بها معايير الربحية التجارية القائمة على خصم المجرى النقدي، وهي المعايير التي تعتمد معدل خصم معين كأن يكون كلفة رأس المال أو كلفة التمويل المرجحة، وفي معظم الأحيان يحسب معدل الاستحداث (التحيين) بالاعتماد على معدل فائدة سندات الخزينة العمومية مضاف إليه نسبة صغيرة مرتبطة بمختلف العوامل مثل التضخم وغيرها. وتشمل المعايير الاتية :

2-2-1- معيار صافي القيمة الحالية:

يُعبر صافي القيمة الحالية للمشروع عن الثروة التي يضيفها المشروع للمستثمر مع أخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الاعتبار[9]. والقيمة الحالية الصافية لاستثمار ما هي الفرق بين القيمة الحالية للتدفقات الصافية المتأتية من الاستثمار و مبلغ الإستثمار الأولي. تقوم هذه الطريقة على رد جميع التدفقات النقدية إلى فترة واحدة وهي الحاضر حتى يمكن إجراء مقارنة بين التكاليف والعوائد ومعرفة مدى ربحية المشروع.

$$VAN=-I+CF_1(1+t)^{-1} + CF_2(1+t)^{-2} \cdots +CF_n(1+t)^{-n} + VR\,(1+t)^{-n}$$

$$= -I+ \sum_{i=1}^{n} CF_i\,(1+t)^{-i} + VR\,(1+t)^{-n}$$

إذا كانت التدفقات النقدية متساوية يمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$VAN = -I_0 + CF\frac{1-(1+t)^{-n}}{t}$$

حيث:

- VAN: صافي القيمة الحالية؛
- I_0 : مبلغ الاستثمار الأولي؛
- CFi : التدفقات النقدية للسنة i حيث i من 1 إلى n؛

- n مدة حياة الإستثمار؛
- t = معدل الخصم؛
- VR القيمة المتبقية للإستثمار في نهاية الفترة إن وجدت.

معدل الخصم المستخدم هو تكلفة التمويل والتي تمثل العائد المطلوب من قبل أصحاب الأموال للاستثمار في المشروع.

قاعدة اتخاذ القرار:

- إذا كان VAN = 0 معناه، أن التدفقات النقدية للمشروع كافية لاسترداد رأس المال المستثمر إضافة إلى تحقيق معدل العائد الذي يطلبه أصحاب رأس المال. ويقبل المشروع؛
- إذا كان VAN > 0 معناه، أن التدفقات النقدية للمشروع كافية لاسترداد رأس المال المستثمر إضافة إلى تحقيق معدل عائد يفوق المعدل الذي يطلبه أصحاب رأس المال.(زيادة في ثروة حملة الأسهم).ويقبل المشروع؛
- إذا كان VAN < 0 معناه، أن التدفقات النقدية للمشروع لا تكفي لاسترداد رأس المال المستثمر. (انخفاض في ثروة حملة الأسهم) يرفض المشروع؛
- في حالة المفاضلة بين مشروعين أو أكثر نختار المشروع الذي يحقق أكبر صافي قيمة حالية.

رغم المزايا المتعددة التي تتضمنها هذه الطريقة إلا أنها تتضمن مجموعة من العيوب أهمها:

- عدم إمكانية المقارنة بين المشاريع المختلفة في الحجم وخاصة منها حجم رؤوس الأموال.
- عدم إمكانية المقارنة بين المشاريع المختلفة في العمر الاقتصادي.

بالرغم من ذلك يعد هذا المقياس من أكثر المقاييس استخداما.

2-2-2- معيار معدل العائد الداخلي:

هو معدل الخصم يجعل القيمة الحالية للتكاليف مساوية للقيمة الحالية للإيرادات. أي المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية معدوما. تختلف هذه الطريقة عن طريقة صافي القيمة الحالية من حيث الحساب فبدلا من أن نبحث عن القيمة الحالية باستخدام سعر الخصم المناسب، نبحث عن سعر الخصم الذي يجعل القيمة الحالية الصافية تساوي الصفر. وفق العلاقة التالية:

$$VAN = 0 \quad \Leftrightarrow -I_0 + CF\frac{1-(1+tri)^{-n}}{tri} = 0$$

حيث:

- TRI: معدل العائد الداخلي؛
- I_0 : مبلغ الاستثمار الأولي؛
- CF التدفق النقدي السنوي؛
- n مدة حياة الإستثمار؛

حساب معدل العائد الداخلي لا يخلو من الصعوبة العملية، فلا توجد طريقة مباشرة لحسابه، وإنما نستخدم التجربة والخطأ للحصول على معدلين للخصم، الأول يعطي صافي قيمة حالية موجب والأخر صافي قيمة حالية سالب، ويمكن الاستعانة بالجداول المالية في ذلك، ثم نستخدم الحصر لاستخراج معدل العائد الداخلي وفق المعادلة التالية:

$$TRI = t_1 + (t_2 - t_1)\frac{VAN_{t1}}{VAN_{t1} - VAN_{t2}}$$

حيث:

- t_1 معدل خصم يعطي صافي قيمة حالية أكبر من الصفر؛
- t_2 معدل خصم يعطي صافي قيمة حالية أقل من الصفر؛
- VAN_{t1}: صافي القيمة الحالية الموافق لمعدل الخصم t_1؛
- VAN_{t2}: صافي القيمة الحالية الموافق لمعدل الخصم t_2.

توفر بعض البرامج المعلوماتية مثل برنامج EXCEL أدوات لحساب معدل العائد الداخلي بسهولة وبدقة متناهية، حيث يوفر هذا البرنامج دالة TRI التي تقوم بهذه العملية.

قاعدة اتخاذ القرار

يمثل معدل العائد الداخلي معدل العائد المتوقع على المشروع، لذلك تتم مقارنته بتكلفة تمويله.

- إذا كان معدل العائد الداخلي مساو لتكلفة التمويل فإن المشروع يحقق العائد المطلوب من قبل أصحاب الأموال تماما. وبالتالي يعتبر المشروع مقبولا؛
- إذا كان معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة التمويل فإن المشروع يحقق فائضا يحصل عليه ملاك المؤسسة. وبالتالي يعتبر المشروع مقبولا؛
- إذا معدل العائد الداخلي أقل من تكلفة التمويل فإن عائد المشروع لا يكفي لتقديم العائد المطلوب لأصحاب الأموال. وبالتالي يكون المشروع مرفوضا؛

- في حالة المفاضلة بين مشروعين أو أكثر نختار المشروع ذو معدل العائد الداخلي الأكبر.

يُعرف كيتر هذه الطريقة بالكفاءة الحدية لرأس المال، حيث يقارن بين هذه الكفاءة وبين سعر الفائدة، فإذا كانت أكبر من سعر الفائدة في السوق فإن هذا يعني أن المشروع قادر على رد قيمة الاستثمار مع عائد يفوق ما كان يمكن الحصول عليه من السوق.

تتمتع هذه الطريقة بمجال كبير من الاستخدام، حيث أنها تستخدم في الدوائر الصناعية وفي معظم المنظمات الدولية. وترجع ميزتها في أنه لا تفترض سعرا معينا للخصم ومن ثم للعائد وإنما تعطي العائد الذي يمكن الحصول عليه من المشروع، مما يساعد على إجراء مقارنته على نحو أوضح بما يمكن الحصول عليه من السوق في الاستثمارات الأخرى.

2-2-3 معيار مؤشر الربحية.

يقدم معيار مؤشر الربحية IP فعالية الأموال المستثمرة في المشروع، فهو يقاس بواسطة قسمة صافي التدفقات النقدية المستحدثة على تكلفة الاستثمار، وهو يمثل أيضا نسبة العوائد على التكاليف أو مايسمى بمردودية كل وحدة نقدية مستثمر ولكن مع أخذ القيمة الحالية الصافية. ويمكن قياسه بواسطة الصيغة الرياضية التالية:

$$IP = \frac{\sum_{t=1}^{N} cf_t (1+k)^{-t} + VF(1+k)^{-N}}{\sum_{t=0}^{N} I_t (1+k)^t}$$

$$\Rightarrow \quad IP = \frac{VAN}{\sum_{t=0}^{N} I_t (1+k)^t} + 1$$

مثال2: (إضافة لنفس معطيات المثال1 المتعلق بالمعايير التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود بعين الإعتبار)

- هل يؤدي تغير تكلفة رأس المال إلى ظهور تعارض بين النتائج التي يقود إليها أسلوبا صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي؟ وإذا تحقق ذلك هل سيوجد مثل هذا التعارض في حالة المشروعين X وY إذا كانت تكلفة رأس المال 5%؟

الحل:

1- حساب صافي القيمة الحالية:

$$VAN=-I+CF_1(1+t)^{-1}+\ CF_2(1+t)^{-2}\cdots+CF_n(1+t)^{-n}\ +VR\ (1+t)^{-n}$$

$$VAN_x = -10.000 + \frac{6500}{(1+0.12)^1} + \frac{3000}{(1+0.12)^2} + \frac{3000}{(1+0.12)^3} + \frac{1000}{(1+0.12)^4} = 966.01$$

$$VAN_y = -10.000 + 3500\frac{1-(1+0.12)^{-4}}{0.12} = 630.72$$

2- حساب معدل العائد الداخلي:

يتطلب حساب معدل العائد الداخلي تجربة عدة معدلات إلى غاية الحصول على معدلين، الأول يعطي قيمة موجبة لصافي القيمة الحالية والثاني قيمة سالبه له. وبعد تجربة عدة معدلات وجدنا:

بالنسبة للمشروع X:

$t_1 = 0.18 \Rightarrow VAN_{t1} = 4.7094$
$t_2 = 0.185 \Rightarrow VAN_{t2} = -68.3422$

ومنه

$$TRI_x = 0.18 + (0.185 - 0.18)\frac{4.7094}{4.7094-(-68.3422)} = 0.1803 \quad \Rightarrow TRI_x = 18.03\%$$

بالنسبة للمشروع y:

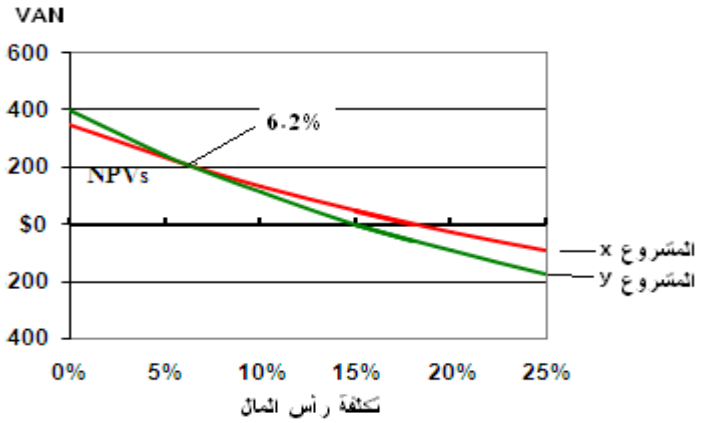
$t_1 = 0.145 \Rightarrow VAN_{t1} = 94.3425$
$t_2 = 0.15 \Rightarrow VAN_{t2} = -7.5757$

ومنه

$$TRI_y = 0.145 + (0.185 - 0.18)\frac{94.3425}{94.3425-(-7.5757)} = 0.1496 \quad \Rightarrow TRI_y = 14.96\%$$

بالفعل، يؤدي تغير تكلفة رأس المال إلى ظهور تعارض بين النتائج التي يقود إليها أسلوبا صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي. ولتوضيح ذلك نقوم برسم منحنى صافي القيمة الحالية للمشروعين من خلال حساب صافي القيمة الحالية لهما عند مستويات مختلفة من تكلفة رأس المال الشكل (2-1)

الشكل رقم (2-1): منحنيا صافي القيمة الحالية للمشروعين x و y



من خلال هذا الشكل نلاحظ أنه إذا تجاوزت تكلفة التمويل نسبة 6.2% يكون صافي القيمة الحالية للمشروع الأول أكبر من صافي القيمة الحالية للمشروع الثاني. وهذا يتوافق مع نتيجة معدل العائد الداخلي، أي أن المشروع الأول أفضل في هذه الحالة.

أما إذا انخفضت تكلفة التمويل إلى ما دون 6.2%، فإن معيار صافي القيمة الحالية يعطي الأفضلية للمشروع الثاني. وفي هذه الحالة يكون تعارض بين معيار صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي.

3- معايير اتخاذ قرار الاستثمار في حالة المخاطرة (الخطر النسبي)

المخاطرة هي احتمال حدوث تغيرات أو أحداث غير متوقعة في المستقبل أي خلال مدة حياة المشروع تؤثر سلبا على التوقعات بشأن التدفقات النقدية. ونميز بين حالتين للمخاطرة حيث نجد الخطر النسبي والذي يصطلح عليه بالمخاطرة، والخطر المطلق الذي يصطلح عليه بعدم التأكد أو اللايقين. وسوف نبين الفرق بينهما من خلال تحديد تعريف لكل منهما، ثم كيفية اتخاذ القرار والمعايير المعتمدة في كل منهما.

3-1- مفهوم المخاطرة

يتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموما إلى أنواع من المخاطر، تتباين درجتها وقوتها وفقا لنوع الاستثمار وزمنه، وشكل الأداة الاستثمارية، وقناعة المستثمر في تحمل هذه المخاطر الناتجة عن رغبته في تحقيق عائد نتيجة عملية الاستثمار في الأوراق المالية.

3-1-1- تعريف المخاطرة

تعددت التعريفات التي أعطيت للمخاطرة تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة حول هذا المفهوم، ومن بين هذه التعريفات نذكر ما يلي:

- يمكن تعريف مخاطرة الاستثمار بأنها حالة عدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية المتأتية من الاستثمار، أو أنها عبارة عن درجة التذبذب في العائد المتوقع أو درجة اختلاف العائد الفعلي قياسا بالعائد المتوقع.[10]

- كما تعرف بأنها تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا[11].

- احتمالية التعرض إلى خسائر غير متوقعة و غير مخطط لها نتيجة تذبذب العائد المتوقع، أي أن المخاطرة تتمثل في انحراف الأرقام الفعلية عن الأرقام المتوقعة أو المتنبأ بها[12].

بناءا على التعاريف السابقة للمخاطرة يمكن القول أن مفهوم المخاطرة ينصرف إلى عدم انتظام العوائد سواء كان ذلك في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس المال، بما يتفق مع حالة عدم التأكد و عدم اليقين (عنصر الشك) المرتبط بالمستقبل.

3-1-2- تصنيف المخاطرة

يمكن تقسيم و تصنيف المخاطرة إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، إضافة إلى المخاطر المختلطة

3-1-2-1- المخاطر المنتظمة:

تعرف بأنها المخاطر المتعلقة بالنظام ذاته، ومن ثم فإن تأثيرها يشمل عوائد و أرباح جميع الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة، وتحدث تلك المخاطر عادة عند وقوع أحداث كبيرة تتأثر معها السوق بأكملها، كحدوث حروب، أو بعض الاضطرابات الداخلية المفاجئة، أو تغيير في النظام السياسي، ولا توجد سياسة للحماية من المخاطر الناجمة عن تلك الأحداث، إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر الأسهم بتلك المخاطرة.[13]

من التعريف السابق يمكن استخلاص خصائص المخاطر المنتظمة كما يلي:
-تنتج عن ذلك عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وليس بشكل خاص.
- لا يقتصر تأثيرها على شركة معينة أو قطاع معين.

- ترتبط هذه العوامل بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية كالاضطرابات العامة أو حالات الفساد أو الحروب أو تغيرات معدلات الفائدة.
- لا يمكن تجنبها بالتنويع.

تشمل مصادر المخاطر المنتظمة ما يلي :

أ- مخاطر سعر الفائدة: إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية والاستثمارات الأخرى، فإرتفاع سعر الفائدة يؤدي دائما إلى انخفاض أسعار الأسهم و السندات، لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفصل بيع الأوراق المالية التي يمتلكها ووضع ثمنها كوديعة في أحد البنوك مثلا، مما سيدر عليه عائدا أعلى[14]، وتكون أسباب هذه العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية ناتجة عن كون سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيم الحالية للأوراق المالية، وهكذا تميل كافة الأوراق المالية إلى التحرك في اتجاه معاكس أو مضاد للتغيرات الحاصلة في مستوى أسعار الفائدة[15].

نشير إلى أن تأثير مخاطر سعر الفائدة يكون بدرجة أكبر على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مقارنة بالأوراق المالية ذات الدخل المتغير.

ب- مخاطر القوة الشرائية: أي تعرض الأموال المستثمرة إلى انخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية. و يحد ذلك بسبب التضخم، و يصل هذا النوع من المخاطر إلى أقصاه إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات، وقد يرى البعض أن الأسهم العادية محمية من التضخم، أي أنها تحمي من يقتنيها من مخاطرة القوة الشرائية، إلا أن هذا غير صحيح، ذلك أن الأسهم العادية قد تتأثر بدرجة أقل مقارنة بالسندات إلا أنها لا تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوة الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها توفر تحوطا جزئيا فقد من التضخم[16].

ج- مخاطر السوق:

تتأثر أسعار الأوراق المالية بالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة، كما تتأثر أيضا بالعوامل النفسية في السوق، مثل الولاء لأسهم معينة أو الجري خلف حالات الذعر في السوق والاستماع إلى الإشاعات والمعلومات غير المؤكدة، أو حتى التأخر في الحصول على المعلومات الصحيحة واتخاذ قرار شراء الأوراق المالية بعد مرور الوقت المناسب وارتفاع الأسعار[17]. ونتيجة لهذه الظروف تتجه أسعار الأوراق المالية للتحرك صعودا وهبوطا ولا تستقر عند مستوى محدد.

ونجد أن الأحداث الخارجية التي تحرك أسعار الأوراق المالية يصعب التنبؤ بها، و طالما أنه يصعب التنبؤ بالأحداث الخارجية فإن المستثمر لا يستطيع فعل أي شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في

أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث، وتكون الأسهم العادية أكثر عرضة للتأثر بهذه التقلبات على عكس الأوراق المالية الأخرى كالأسهم الممتازة والسندات، حيث تكون قيمتها الحقيقية المقدرة أكثر دقة من القيمة الحقيقية للأسهم العادية.

3-1-2-2- المخاطر غير المنتظمة :

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع معين، و تكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، و يمكن إن يحمي المستثمر نفسه من تلك المخاطر عن طريق تنويع استثماراته وذلك بالاستثمار في عدة أنواع من الأوراق المالية، و التي لا يمكن أن تتأثر بتلك المخاطر المتفرقة في نفس الوقت، وهو ما يعرف بتنويع المخاطر الاستثمارية[18] .

تتضمن مصادر المخاطر غير المنتظمة ما يلي :

أ- مخاطر الصناعة: يقصد بها تلك المخاطر التي تتعلق بصناعة معينة، والناتجة عن ظروف خاصة بهذه الصناعة مثل عدم توفر المواد لصناعة معينة، أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلى توقف أو الحد من الطلب على المنتجات القديمة، كما حصل بالنسبة للطلب على الأجيال القديمة من أجهزة الكومبيوتر والذي تأثر مع ظهور الأجيال الحديثة المتطورة، كذلك فإن إلغاء إعفاءات ضريبية كانت ممنوحة لسلع صناعة معينة أو زيادة الضريبة على صناعة أخرى تؤثر على أرباح كافة الشركات التي تعمل في ظل تلك الصناعة[19].

ب- مخاطر الإدارة: ويقصد بها أخطاء الإدارة المحتمل أن يرتكبها أفراد فريق الإدارة والتي تؤدي إلى إحداث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين، ومن أخطاء الإدارة الشائعة عدم الإستعداد لمواجهة الأزمات، أو اتخاذ قرارات خاطئة نتيجة معلومات غير مكتملة أو غير دقيقة قد تؤثر على أرباح الشركة.

3-1-2-3- المخاطر المختلطة:

ويقصد بها المخاطر التي تجمع بين مظاهر وأسس المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث تشمل المكونات التالية:

أ- مخاطر الرفع المالي : تزيد الرافعة المالية لأي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون (السندات أو القروض المصرفية) مقارنة بحقوق الملكية، وبالتالي فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع زيادة استخدام الشركة للرفع المالي عن الحدود المعقولة، حيث يؤدي ذلك الى ارتفاع معدل الفائدة الثابت الذي

تدفعه الشركة للمقرضين، والذي يدخل ضمن التكاليف الثابتة مما يرفع نقطة تعادلها، ويقاس الرفع المالي للشركة بالعلاقة التالية[20]:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{مجموع الديون}}{\text{إجمالي الأصول الثابتة و المتداولة}}$$

ب- مخاطر الرفع التشغيلي: يرتبط الرفع التشغيلي بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية إلى إجمالي التكاليف الكلية، وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف[21]، فإذا قامت الشركة بمكننة وسائل الإنتاج لديها فان ذلك يؤدي إلى خفض التكاليف المتغيرة كأجور العمال و إلى زيادة التكاليف الثابتة كإهتلاك الآلات ومصاريف الصيانة، وبناء على هذا الوضع فإن أي تغير صغير في حجم المبيعات سوف يؤدي إلى تغير كبير في صافي الأرباح. وكلما زادت قيمة الرافعة التشغيلية زادت اختلافات أو تباين العائد على السهم.

3-2- أساليب قياس المخاطر غير المنتظمة

المخاطرة هي الوضعية التي يمكن فيها وضع احتمالات معينة للأحداث المتوقعة (التدفقات النقدية) بناء على عدة حالات ممكنة. ونميز بين حالة القرارات الوحيدة وحالة القرارات المتتالية:

3-2-1 حالة القرارات الوحيدة:

عندما يكون ممكنا وضع احتمالات للتدفقات النقدية لمختلف الحالات الممكنة، نكون أمام مستقبل غير مؤكد قابل للاحتمال. في هذه الحالة يصبح التدفق النقدي متغيرا عشوائيا X يُعرف توزيعه، وفي هذه الحالة تحسب التدفقات النقدية وصافي القيمة الحالية للمشروع بالقيم المتوقعة لها، باستخدام التوقع الرياضي. ونقيس درجة المخاطرة من خلال مقاييس التشتت الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف[22].

3-2-1-1 حساب صافي القيمة الحالية المتوقعة:

تحسب صافي القيمة الحالية المتوقعة في هذه الحالة من خلال القيم الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة. والتدفقات النقدية المتوقعة تحسب من خلال مجموع التدفقات النقدية المتوقعة مرجحة باحتمالات حدوثها:

$$E(CF1)= CF_{1,1}. P_1+ CF_{1,2}. P_2+\ldots\ldots..+ CF_{1,2}. P_2$$

$$E(CFi)= \sum_{j=1}^{m} CF_{i,j}. P_j)$$

$$E(VAN)= -I+E(CF1)(1+t)^{-1} +\ldots+E(CFn)(1+t)^{-n}$$

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

حيث: – E(CFi) القيمة المتوقعة للدفق النقدي للسنة i؛

- Cf_{ij} التدفق النقدي المتوقع للسنة i الحالة j؛
- P_j احتمال الحالة j؛
- E(VAN) القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية؛
- n – مدة حياة الاستثمار.

مثال: مشروع تكلفته 225 عمره الإنتاجي 3سنوات معدل الخصم 8% تدفقاته النقدية المتوقعة كالتالي:

الحالة	الاحتمال	السنة1	السنة2	السنة3
طلب منخفض	0.3	85	88	103
طلب متوسط	0.6	92	95	110
طلب مرتفع	0.1	100	110	115

$E(CFi)= CF_{1,1}. P_1+ CF_{1,2}. P_2+……..+ CF_{1,n.} P_n$

$E(CF1)= 85x0.3 + 92x0.6 +100x0.1 = 90.70$

$E(CF2)= 88x0.3 +95x0.6 + 110x0.1 = 94.4$

$E(CF3)= 103x0.3 +110x0.6 + 115x0.1 = 108.4$

$E(VAN)= -I+E(CF1)(1+t)^{-1} +\cdots+E(CFn)(1+t)^{-n}$

$E(VAN)= -225 +90.7 (1+0.08)^{-1} +9\ 44.(1+0.08)^{-2} +108.4(1+0.08)^{-3} = 25.97$

3-2-1-2 قياس درجة المخاطرة:

تقاس المخاطرة من خلال مقاييس التشتت: التباينσ^2(van) ، والانحراف المعياري لصافي القيمة الحالية σ (van)، ومعامل الاختلاف CV. حيث :

$$\sigma^2(van)= \sigma^2(-I)+\sigma^2(CF_1)(1+t)^{-2}+\sigma^2(CF_2)(1+t)^{-4}\ \sigma^2(CF1)(1+t)^{-6}\ldots+\sigma^2(CFn)(1+t)^{2n}$$

$$\Leftrightarrow\ \sigma^2(van)=\sum_{j=1}^{n}\sigma^2(CF_i)\ (1+t)^{-2i}$$

حيث : - $\sigma^2(-I)=0$ لإن قيمة الاستثمار الأولي ثابتة فتباينها معدوم ؛

- $\sigma^2(CF_i)$ تباين التدفقات النقدية السنوية ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\sigma^2(CF_i)=\sum_{j=1}^{m}\left(CF_{ij}-E(CF_i)\right)^2 x\ P_j$$

$$\Leftrightarrow\quad \sigma^2(CF_i)=\sum_{j=1}^{m}(CFij^2\ x\ Pj)-E(CFi)^2$$

الإنحراف المعياري هو جذر التباين ..... $\sigma(van) = \sqrt{\sigma 2\ (VAN)}$

معامل الإختلاف ..... $CV = \sigma^2(van) / E(VAN)$

فكلما زاد التباين والانحراف المعياري دل ذلك على عدم تجانس العوائد وعلى تشتتها، والمشروع الاستثماري ذو الانحراف المعياري الأكبر يكون أكثر مخاطرة وأقل جاذبية.

أما معامل الاختلاف، فهو يعبر عن درجة المخاطر الملازمة لكل وحدة من صافي القيمة الحالية المتوقعة للمشروع. فإذا كان لمشروع A صافي قيمة حالية متوقعة أكبر وانحراف معياري أكبر من المشروع B، فإنه لا يمكن المفاضلة بين المشروعين إلا من خلال معامل الاختلاف.

بالعودة إلى المثال السابق: نقوم بحساب التباين الانحراف المعياري و معامل الاختلاف على النحو التالي:

$\sigma^2(CF_i) = \sum_{j=1}^{m} (CFij^2 \times Pj) - E(CFi)^2$

$\sigma^2\ (CF1) = (85^2 x0.3) + (92^2 x0.6) + (100^2 x0.1) - (90.7)^2 = 19.41$

$\sigma^2\ (CF2) = (88^2 x0.3) + (95^2 x0.6) + (110^2 x0.1) - (94.4)^2 = 36.84$

$\sigma^2(CF3) = (103^2 x0.3) + (110^2 x0.6) + (115^2 x0.1) - (108.4)^2 = 14.64$

$\sigma^2(VAN) = (16.472 x 1.08^{-2}) + (17.860 x 1.08^{-4}) + (23.516 x 1.08^{-6}) = 52.95$

$\sigma(van) = \sqrt{\sigma 2\ (VAN)}$ => $\sigma(VAN) = \sqrt{52.95} = 7.28$

$CV = \sigma^2(van) / E(VAN)$ => $Cv = 7.28/25.97 = 0.28$

3-2-1-3- كيفية إدراج الخطر:

يتم إدراج الخطر من خلال إجراء تعديلات في بعض عناصر المشكلة، كمعدل الخصم التدفقات النقدية، العمر الاقتصادي...

أ- تدنية الوسائط: بناء على تقدير متخذ القرار يتم إجراء تعديلات مباشرة ترتبط بمستوى التفاؤل والتشاؤم لدى متخذ القرار، كتعديل الربح المتوقع، سعر البيع،...

ب- إدراج علاوة الخطر (معدل الخصم المعدل): وهذه الطريقة هي الأكثر استخداما، تقوم على إدراج علاوة للخطر ضمن معدل الخصم المستخدم الخال من الخطر. $t' = t + P$

P علاوة الخطر، وهي حاصل ضرب معامل الاختلاف في العائد المطلوب على الاستثمار.

بالعودة إلى المثال السابق: باعتبار أن معدل الخصم المستخدم هو معدل خال من الخطر:

$$P = 0.08 \times 0.3 = 0.024$$
$$t' = 0.08 + 0.024 = 10.4\%$$

وعليه تصبح القيمة الحالية الصافية للمشروع بإدراج عامل الخطر:

$$E(VAN) = -225 + 90.7(1+0.104)^{-1} + 9\,44.(1+0.104)^{-2} + 108.4(1+0.104)^{-3}$$
$$E(VAN) = 1517.$$

ت–المكافئ الأكيد: المكافئ الأكيد هو قيمة يرجى تحقيقها، تعتمد هذه الطريقة على تحويل القيمة غير المؤكدة للتدفق النقدي إلى مكافئها الأكيد (قيمة يتوخى تأكدها) من خلال ضرب التدفق النقدي في معامل تحويل يسمى المكافئ الأكيد (α_t).

$$CFi^* = E(CFi)\ \alpha t$$

حيث: – α_t المكافئ الأكيد $0 < \alpha_t < 1$

– CFi : التدفق النقدي للسنة i؛

– CFi^* : التدفق النقدي المعدل للسنة i.

$$E(VAN) = -I + E(CF1)\ \alpha_t\ (1+t)^{-1} + \ldots + E(CFn)\ \alpha_t\ (1+t)^{-n}$$

$$= -I_0 + \sum_{i=0}^{n} E(CF_i)\ \alpha_t\ (1+t)^{-i}$$

بالعودة إلى المثال السابق: يمكن حساب صافي القيمة الحالية بطريقة المكافئ الأكيد بمعامل تحويل 95% كما يلي:

$$VAN = -225 + (90.70 \times 0.95) \times (1.08)^{-1} + (94.4 \times 0.95) \times (1.08)^{-2} + (108.4 \times 0.95) \times (1.08)^{-3}$$
$$= 13.42$$

3-2-2 حالة القرارات المتتالية (استخدام شجرة القرارات):

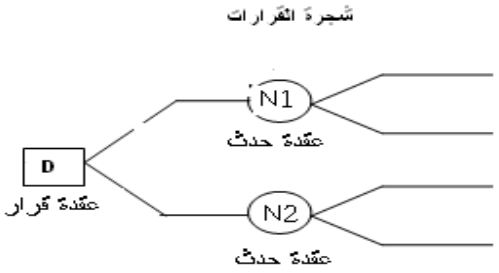
قد يواجه متخذ القرار حالات يكون فيها القرار مرتبط بعدة قرارات لاحقة متضمنة عدة حالات ممكنة. فيكون متخذ القرار أمام عدة بدائل كل بديل ترتب عنه أحداث معينة وكل حدث له عدة احتمالات. في هذه الحالة نستخدم شجرة القرارات لاختيار البديل الأفضل.

وشجرة القرارات هي رسم بياني يظهر تتابع القرارات التي يتعين اتخاذها وهي أداة تحليل تهدف إلى اختيار الإجراءات التي يجب اعتمادها[23]. تتكون شجرة القرارات من عقد القرارات وعقد الأحداث.

عقد القرارات: القرار هو اختيار حر لمتخذ القرار، وعقدة القرار تتمثل القرار المتخذ من خلال المفاصلة بين عدة قرارات.كل قرار يقود إلى عقدة حدث .

عقد الأحداث: الحدث (خارج عن سيطرة متخذ القرار) وعقد الحدث تبين الاختيار بين عدة أحداث مرتبطة بقيم (VAN) واحتمالات حدوثها. عند كل عقدة حدث نقوم بحساب التوقع الرياضي لصافي القيمة الحالية.

الشكل رقم (2-2) رسم بياني لشجرة القرارات



مثال: ترغب مؤسسة في المفاضلة بين مشروعين استثماريين عمرهما اقتصادي 4 سنوات وفق الأحداث التالية:

- الحدث1: مستوى النشاط مستقر احتمال 0.6
- الحدث 2: مستوى النشاط منخفض 0.4

المشروع الأول: تكلفته 6000 دج، وإذا كان النشاط عادي أو مرتفع سيتم توسيع المشروع بـــ 3000 دج، التدفقات النقدية كما يلي (بالألف دينار):

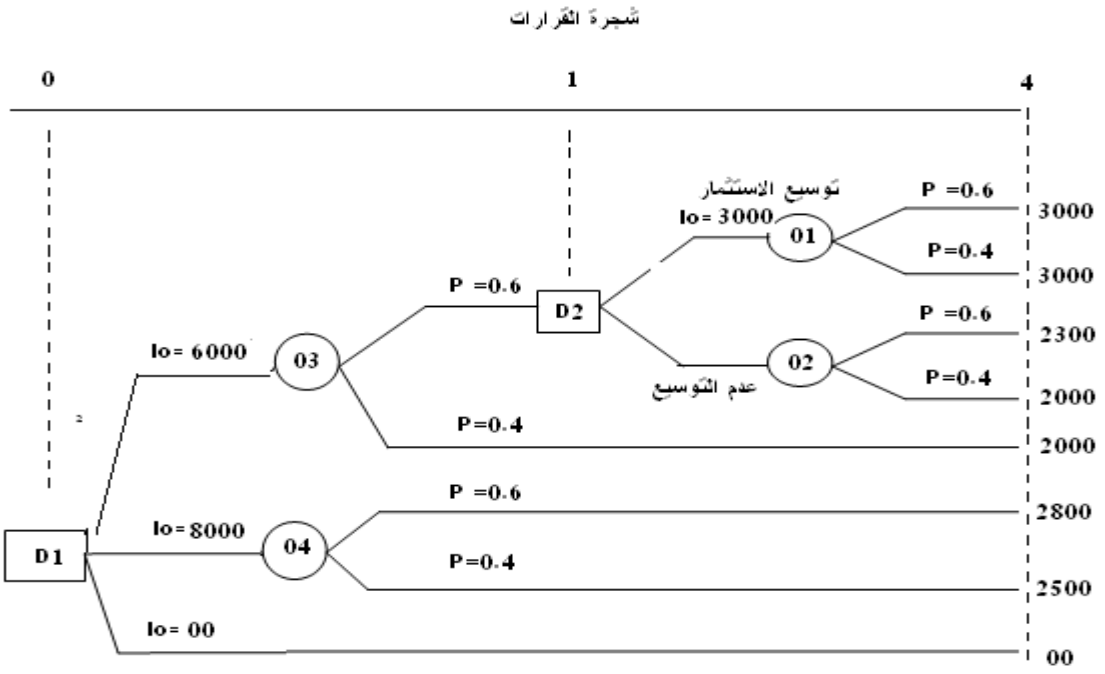
السنة الأولى 2000 دج السنوات اللاحقة:

- إذا تم توسيع المشروع: 3500 إذا كان النشاط عادي و3000 إذا كان النشاط منخفض
- إذا لم يوسع المشروع: 2300 إذا كان النشاط عادي و2000 إذا كان النشاط منخفض.

المشروع الثاني: تكلفته الأولية 8000، تدفقاته النقدية السنوية 2800 إذا كان النشاط عادي و2500 إذا كان النشاط منخفض.

المطلوب: حدد البديل الأفضل باستخدام شجرة القرارات (تكلفة رأس المال 10%)

الحل:



-تحليل الشجرة:

نقوم بحساب صافي القيمة الحالية المتوقعة عند كل عقدة حدث، ونقوم بالمفاضلة بين عقد الأحداث عند كل عقدة قرار.

N1: $E(VAN(1)) = -3000+3500 \frac{1-(1.1)^{-3}}{0.1} 0.6 + 3000 \frac{1-(1.1)^{-3}}{0.1} 0.4 = 5206.61$

N2: $E(VAN(2)) = 2300 \frac{1-(1.1)^{-3}}{0.1} 0.6 + 2000 \frac{1-(1.1)^{-3}}{0.1} 0.4 = 5421.34$

هنا نقوم بالمفاضلة بين العقدتين من خلال اختيار العقدة ذات أكبر صافي قيمة حالية.

$D2 = Max (N1;N2) \quad \Rightarrow \quad D2= 5421.34$

N3: $E(VAN(3)) = - 6000+ (5432.34+2000)(1.1)-1 \times 0.6] 2000 \frac{1-(1.1)^{-3}}{0.1} 0.4 = 5421.34$

N4: $E(VAN(4)) = -8000+2800 \frac{1-(1.1)^{-4}}{0.1} 0.6 + 2500 \frac{1-(1.1)^{-4}}{0.1} 0.4 = 495.24$

$D1 = Max (N3;N4; 0) \quad \Rightarrow \quad D1= 583.90$

وبالتالي سنختار المشروع الأول مع عدم التوسيع في السنة الأولى.

3-3- أساليب قياس المخاطر المنتظمة

تتمثل المخاطر التي لايمكن تجنبها في المخاطر المتعلقة بالاقتصاد الوطني ككل أي التي تصيب السوق بصفة عامة، ومن ثم يمكن قياسها بمدى تغير عائد الاقتراح الاستثماري مقارنة بالتغير في عائد السوق بوصفه مؤشرا للحالة الاقتصادية، وتقاس هذه المخاطر بعدة مقاييس أهمها:

3-3-1- التغاير (Convariance):

هو مقياس لحجم المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها القيمة السوقية لورقة مالية معينة، وهو متوسط مجموع حاصل ضرب انحراف عائد السوق وعائد السهم عن قيمتها المتوقعة. وكلما زادت قيمة التغاير كان ذلك دليلا على أن الحجم المطلق للمخاطر المنتظمة والتي تتعرض لها الورقة المالية كبيرا.

ويمكن حساب التغاير بالمعادلة التالية: $COV=\sum (x-x)(y-y)/n = R_{im} S_i S_{Rm}$

حيث: x : معدل عائد سهم المؤسسة في الزمن t.

y: معدل عائد السوق في الزمن t.

n: عدد المشاهدات المتوفرة.

مثال: إذا كان عائد السهم (x) وعائد السوق (y) كما هو موضح في الجدول التالي:

الفترة	R(x)	R(y)
1	50	50
2	60	60
3	40	40
4	70	70
5	30	30

المطلوب: حدد مخاطرة الأصل ومخاطرة السوق؟

الفترة	R(x)	R(y)	R(x)-E(R(x))	R(y)-E(R(y))	[R(x)-E(R(x))][R(y)-E(R(y))]
1	50	50	0	0	0
2	60	60	10	10	100
3	40	40	10-	10-	100
4	70	70	20	20	400
5	30	30	20-	20-	400
∑	250	250			1000

$COV(x.y)= 1000/5 =+200$

وهذا يدل على أن التغير في حركة أسعار السوق (معدل الفائدة) يتم في نفس اتجاه القيمة السوقية (معدل عائد السهم).

يعاب على معامل التغاير بأنه مقياس **مطلق** يصعب عمليا مقارنة حجم المخاطر المنتظمة لعائد سهمين مختلفين، ولتلافي هذا العيب فقد عدل بمقياس نسبي، هذا الأخير ينسب معامل التغاير إلى المخاطر المنتظمة (التغاير) لورقة مالية متوسطة أو تمثيلية، بمعنى أن يمثل عائدها عائد الأوراق المتداولة في السوق، ويمكن تعويض هذه الورقة المثلى بتغاير محفظة السوق، والذي يمثل عائدها المتوسط المرجح لعائد الأوراق المالية المتداولة في السوق. وبهذا فإن تغاير محفظة السوق (مجموع الأسهم المتداولة لقياس مؤشر السوق المالي) يساوي تباينها لأن: $COV(y.y)= \sum (y-E(y))\ (y- = \sum (y-E(y))^2/n = V(y)= S^2(y)$ $E(y))/n$

ومنه فالمقياس النسبي للمخاطر المنتظمة يمكن صياغته فيما يصطلح عليه بمعامل بيتا (ß).

3-3-2-معامل بيتا

يعتبر معامل بيتا أحد المكونات الرئيسية لتطوير نموذج تسعير الأصول المالية الرأسمالية لاستخدامه في تقييم المشاريع الإستثمارية حيث أنه يعبر عن المخاطر المنتظمة.

ويعتبر معامل بيتا من أشهر المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر المنتظمة (مخاطر السوق) فهو يقيس مدى تأثر عائد السهم بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق. وتختلف الأسهم في مخاطرها وفي قيمة معامل بيتا لكل منها. فالأسهم التي تمتلك معاما (ß) أكبرمن واحد(ß>1) تسمى بالأسهم الهجومية أو المجازفة (Aggressive stock) أي ينطوي عائدها على مخاطر أكبر من مخاطر محفظة السوق، أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من الواحد (ß<1) فيطلق على السهم بأنه دفاعي أو محافظ (Defensive stock) أي ينطوي عائده على مخاطر أقل من مخاطر عائد محفظة السوق، والأسهم التي لها معامل بيتا مساو للواحد (ß=1) فهي التي تكون درجة تقلب هذه العوائد بنفس درجة تقلب عائد محفظة السوق (R_M)[24].

ويتم حساب قيمة معامل بيتا للمخاطر المنتظمة كالتالي: $ß= R_{im}\ S_i\ /S_{Rm}$

حيث أن: R_{im}: معامل الارتباط بين عائد المؤسسة وعائد السوق.

S_i:الإنحراف المعياري للمؤسسة.

S_{Rm}: الإنحراف المعياري للسوق.

3-3-3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يوفر هذا النموذج إطارا عاما لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة على كل أنواع الأصول باستخدام معامل بيتا(b) كمقياس للمخاطرة وفي هذا النموذج يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطرة إلى معدل العائد الخالي من المخاطرة[25].

$$r_i= r_f+ b_i\ (r_m - r_f)$$

حيث:

r_i: معدل العائد المطلوب؛

r_f: معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

r_m: معدل العائد على محفظة السوق؛

b_i:معامل بيتا للسهم i؛

$(r_m - r_f)$: علاوة مخاطرة السوق؛

$b_i (r_m - r_f)$: علاوة المخاطرة للسهم.

مثال1: بافتراض أن معامل بيتا 1.3 والعائد الخالي من المخاطرة 13% وعائد السوق17%، أحسب معدل العائد المطلوب؟

$$r_i = r_f + b_i (r_m - r_f) = 13\% + 1.3\ (17\% - 13\%) = 18.2\%.$$

مثال شامل (1): لدينا بيانات حول عائد مؤشر السوق وعائد سهم المؤسسة كما يلي:

البيان \ السنوات	1	2	3	4
عائد مؤشر السوق R(x)	18%	12%	4%	8%
عائد السهم R(y)	22%	16%	1%	9%

الحل:

السنوات	R(x)	R(y)	R(x)-E(R(x))	R(y)-E(R(y))	$(R(x)-E(R(x)))^2$	$[R(x)-E(R(x))][R(y)-E(R(y))]$
1	**18**	**22**	**9.5**	**10**	**90.25**	**95**
2	**12**	**16**	**3.5**	**4**	**12.25**	**14**
3	**4**	**1**	**4.5-**	**11-**	**20.25**	**49.5**
4	**8**	**9**	**0.5-**	**3-**	**0.25**	**1.5**
∑	42	48			123	160

$$E(R(y)) = 12\ ،E(R(x)) = 8.5$$

-حساب تباين السوق:

$$var(x) = \sum (R(x)-E(R(x)))^2/n = 123/4 = 30.75$$

-حساب معامل التغاير:

$$cov(R(x), R(y)) = \sum [R(x)-E(R(x))][R(y)-E(R(y))]/n = 160/4 = 40$$

-حساب معامل بيتا:

$$b= cov(R(x), R(y))/ var(x)= 40/30.75= 1.3 >1$$

ومنه مخاطرة السهم أكبر من مخاطرة السوق، وهذا يعني أنه إذا تغير معدل عائد السوق بمرة واحدة يتغير عائد السهم بمقدار 1.3 مرة.

مثال شامل (2): إليك عوائد سهم مؤسسة وعوائد السوق لأربع سنوات من 2010 إلى 2013. فإذا علمت أن العائد على الأوراق المالية الحكومية يبلغ 5%، وأن عائد السوق حاليا يبلغ 12%. ما هو العائد المطلوب على الاستثمار في هذه المؤسسة؟

السنوات	عائد سهم المؤسسة r_i	عائد السوق r_m
2010	-0.100	-0.400
2011	0.030	-0.300
2012	0.200	0.100
2013	0.150	0.200

الحل:

لحساب العائد المطلوب نقوم أولا بحساب معامل بيتا لكل سهم ثم نستخدم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

السنوات	r_i	r_m	(ri-E(ri))	(rm-E(rm))	(rm-E(rm)) ^{2}	(ri-E(ri))x(rm-E(rm))
2010	*-0.100*	*-0.400*	*-0.170*	*-0.300*	*0.090*	*0.051*
2011	*0.030*	*-0.300*	*-0.040*	*-0.200*	*0.040*	*0.008*
2012	*0.200*	*0.100*	*0.130*	*0.200*	*0.040*	*0.026*
2013	*0.150*	*0.200*	*0.080*	*0.300*	*0.090*	*0.024*
∑	**0.380**	**-0.40**			0.260	0.109

E(ri)= 0.07 E(rm)= -0.10

-حساب بيتا:

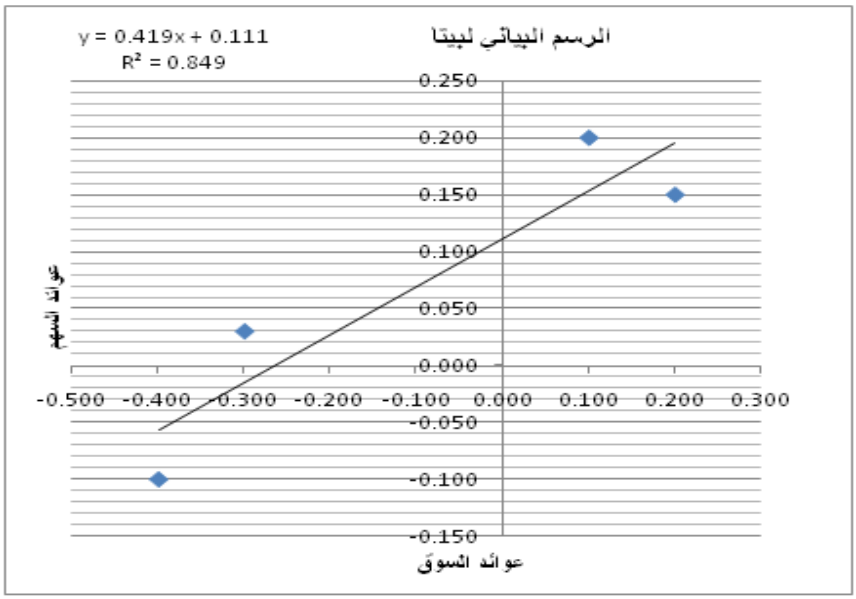
$$\beta_i = \frac{cov(r_i, r_m)}{\sigma^2_{rm}}$$

$$cov(r_i, r_m) = \frac{\sum_{i=1}^{n}(r_{it}-\bar{r}_i)\cdot(r_{mt}-\bar{r}_m)}{n-1} \quad \Leftrightarrow \quad cov(r_i, r_m) = \frac{0.109}{3}=0.036$$

$$\beta_i = \frac{cov(r_i, r_m)}{\sigma^2_{rm}} \quad \Leftrightarrow \quad \beta_i = \frac{0.036}{(0.26/3)} = 0.419$$

ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة بيانيا من خلال رسم البياني التالي واستخراج معادلة خط الانحدار على النحو التالي:

الشكل رقم (2-3): الرسم البياني لبيتا



يشير ميل معامل الانحدار في معادلة خط الانحدار إلى معامل بيتا وقدره 0.419، ويشير معامل الارتباط بين عائد السهم وعائد السوق البالغ 0.849، أن 84.9% من تباين عوائد السهم تعزى إلى تباينات السوق، والباقي سببه عوامل أخرى.

ويمكن حساب بيتا مباشرة بواسطة برنامج excel باستخدام دالة PENTE.

حساب العائد المطلوب:

باستخدام نموذج MEDAF:

$$r_i = r_f + \beta i\ (r_m - r_f)$$

$$r_i = 0.05 + 0.419\ (0.12 - 0.05) = 7.93\%$$

4-معايير اتخاذ قرار الاستثمار في حالة عدم التأكد (الخطر المطلق):

هي الحالة التي يكون فيها متخذ القرار على معرفة بحدوث حالات الطبيعة، ولكن تنقصه المعلومات بشأن احتمالات وقوعها وبالتالي لا يتمكن من وضع احتمالات للأحداث المتوقعة، غير أنه يمكن وضع تقدير للتدفقات النقدية. في هذه الحالة تستخدم أحد المعايير التالية:

4-1-معيار تساوي الاحتمالات: (Bayes وLaplace): وفقا لهذا المعيار، بما أن التوزيع الاحتمالي غير معلوم فكل حالات الطبيعة لها نفس الفرصة في الحدوث، ويعتمد هذا المعيار على حساب الأمل الرياضي للقيمة الحالية الصافية ويتم اختيار المشروع الذي يحقق أفضل مردودية.

4-2- معيار تعظيم الأرباح في ظل أسوأ الظروف: (Wald): هو مقياس ذو طابع تشاؤمي يركز على تحقيق الأمان كأولوية أساسية. حيث يحاول متخذ القرار في بعض الظروف تفادي الخسائر المحتملة باختيار أسوا النتائج ومن ثم يتم اختيار أفضلها. حيث يتم تفضيل المشروع الذي يحقق أعظم قيمة دنيا للقيمة الحالية الصافية ويسمى مقياس الأعظم الأدنى (Maxi Min).

4-3- معيار أقل الأرباح في أحسن الظروف: يهدف إلى اختيار البديل الذي يحقق أدنى الأرباح في أحسن الظروف(Mini Max).

4-4- معيار أحسن الأرباح في أحسن الظروف: يهدف إلى اختيار البديل الذي يحقق أحسن الأرباح في أحسن الظروف (Maxi Max).إذ يتم اختيار أقصى قيمة ممكنة من الأرباح لكل بديل، ثم نختار القيمة الأكبر ضمن هذه المجموعة.

4-5- معيار ترجيح الأطراف:(Hurwicz): يأخذ هذا المقياس لكل مشروع أسوأ قيمة وأحسنها بترجيحهما بمعاملين متكاملين، يعبران عن حدة التفاؤل أو التشاؤم لدى المؤسسة. $\alpha M + \alpha\text{-}1m$

حيث: - M أكبر قيمة؛ - m أصغر قيمة؛ - α درجة التفاؤل لدى متخذ القرار.

4-6- مقياس التقليل من أكبر التأسفات: (savage): ويطلق عليه معيار الفرصة الضائعة ويفترض فيه إن متخذ القرار قد يندم على القرار الذي يتخذه، وعليه فإنه يحاول تقليل قيمة الندم أو الفرصة الضائعة، ويمكن تحديده بمقدار الفرق بين ما يفترض اختياره وما تم اختياره فعلا. حيث نقوم بطرح كل قيمة من كل حالة مستقبلية من أقصى قيمة من نفس الحالة، ثم نختار أدنى قيمة أي أدنى تضحية.

مثال: ترغب مؤسسة في المفاصلة بين ثلاث مشاريع استثمارية تكلفة كل منها 500.000دج تدفقاتها على النحو التالي:

	طلب مرتفع	طلب معتدل	طلب منخفض
المشروع01	10000	6500	-4000
المشروع 02	8000	7000	4000
المشروع 03	7000	6000	5000

1- باستعمال معيار Laplace: وفقا لهذا المعيار نعطي لكل حالة نفس درجة الإحتمال (1/3)

C1 =10.000(1/3)+6.500(1/3) – 4.000(1/3) = 4.167

C2 =8.000(1/3)+6.000(1/3) + 1.000(1/3) = **6.333**

C3 =5.000(1/3)+5.000(1/3) + 5.000(1/3) = 6.000. المشروع الثاني هو الأفضل

2- باستعمال معيار Wald : نختار أفضل نتيجة من بين أسوأ النتائج على النحو التالي:

MIN (C1) = -4.000 ;

MIN (C2) = 4.000 ;

MIN (C3) = **5.000** ;

MAXIMIN (C) = 5.000 ; نختار المشروع الثالث

3- باستعمال معيار Hurwics بافتراض معامل تفاؤل 0.9، أي أن معامل التشاؤم 0.1.

C1:(0.9x10.000) + (0.1 x (-4.000)) = **8600**.

C2: (0.9x 8.000) + (0.1 x 4.000) = 7600.

C3: (0.9x 7.000) + (0.1 x 5.000) = 6800 . نختار المشروع الأول

4- باستعمال معيار SAVAGE: نقوم بإعداد مصفوفة الضياع(الفرصة الضائعة)

	طلب مرتفع	طلب معتدل	طلب منخفض	أقصى الضياع	أدنى أقصى الضياع
المشروع01	0	500	9000	9000	
المشروع 02	2000	0	1000	2000	**2000**
المشروع 03	3000	1000	0	3000	

قمنا بحساب قيم هذا الجدول بطرح قيمة كل حالة من أقصى قيمة في كل حالة. مثلا حالة الطلب مرتفع، أقصى قيمة هي 10.000، و بالتالي :

- بالنسبة للمشروع الأول: **00 = 10.000-10.000**
- بالنسبة للمشروع الثاني: **2.000 = 8.000 – 10.000**
- بالنسبة للمشروع الثالث: **3.000 = 7.000 – 10.000**

وهكذا في كل حالة. وبالتالي أقصى قيمة هي 2000 الموافقة للمشروع الثاني الذي سيقع عليه الإختيار.

5- الخيارات الحقيقية:

خلال دراستنا لتقييم المشاريع الاستثمارية لحد الآن وضعنا متخذ القرار أمام خيارين قبول المشروع أو رفضه بناء على المعلومات المتوفرة لديه حاليا. واقعيا الكثير من المعلومات غير متاحة حاليا وستتوفر المزيد منها مستقبلا، وسيكون لها تأثير في قرار القبول أو الرفض. وهو ما يتولد عنه حالة الخيارات الحقيقية.

5-1 مفهومها:

مفهوم الخيارات الحقيقة مستوحى من مفهوم الخيارات المالية في الأسواق المالية. تدعى الفرص التي تتيح للمدراء إمكانية التعامل مع الظروف المتغيرة بالخيارات الإدارية، لأنها تعطي للمدراء فرصة التأثير على نتائج المشاريع التي ترتبط بها تلك الخيارات، كذلك تدعى بالخيارات الإستراتجية لأنها ترتبط في العادة بالمشاريع الإستراتجية، وتدعى أيضا الخيارات الحقيقية لأنها ترتبط بأصول حقيقية تمييزا لها عن الخيارات المالية[26]. يمكن القول بوجود خيار عندما تتوفر ثلاث شروط[27]:

- وجود حالة مخاطرة؛
- توفر مجموعة من القرارات ذات المرونة؛
- تزايد تدفق المعلومات المتعلقة بالمشروع عبر الزمن، بحيث يكون متخذ القرار على إحاطة في المستقبل بمعلومات أكبر مما تتوفر لديه حاليا.

5-2 أنواع الخيارات الحقيقة:

تنطوي أغلب المشاريع على خيارات متعددة يمكن أن تؤثر بشكل واضح على قيمتها. من هذه الخيارات[28]:

أ- خيارات توقيت الاستثمار: المقاربة التقليدية في تقييم المشاريع الاستثمارية تقتضي اتخاذ قرار قبول أو رفض المشروع مباشرة، لكن الواقع العملي يبين أن لدى المؤسسات خيار ثالث هو تأجيل اتخاذ القرار قليلا حتى تتوفر المزيد من المعلومات. يمكن لهذا الخيار (خيار توقيت الاستثمار) أن يؤثر بشكل واضح على ربحية المشروع والمخاطر الملازمة له، ومن هنا نقول أن لهذا الخيار قيمة. تكون قيمة خيار التأجيل مرتفعة عندما يكون الطلب في السوق غير واضح المعالم، أو في فترات تقلب أسعار الفائدة طالما أن التأجيل يسمح للمؤسسة بخفض تكلفة التمويل. ويكون لهذا الخيار قيمة مرتفعة عندما تحوز المؤسسة براءة اختراع أو ملكيات مسجلة تمنحها مزايا احتكارية تحد من تهديد المنافسة المحتملة.

ب– خيارات النمو: يسمح خيار النمو للمؤسسة أن ترفع من طاقتها الإنتاجية إذا كانت ظروف السوق أفضل من المتوقع. وهناك عدة أنواع من خيارات النمو، زيادة الطاقة الإنتاجية من منتج جديد، التوسع في أسواق جغرافية جديدة، إدخال منتجات جديدة...

ت– خيارات الإيقاف: عند دراسة تقييم المشاريع الاستثمارية فإننا نفترض أن المؤسسة تستمر في تشغيل الأصل طيلة عمره الاقتصادي المحدد، أما واقيا فبإمكان المؤسسة إيقاف المشروع في أي وقت إذا تدهورت ظروف السوق خشية تكبد المؤسسة خسائر كبيرة.إن خيار الإيقاف يقلل من المخاطر المرتبطة بالمشروع، لذا فإن أخذه بعين الاعتبار عند دراسة المشروع يسمح المؤسسة باتخاذ قرار أكثر واقعية.

ث– خيارات المرونة: تنطوي الكثير من المشاريع على خيارات مرونة تسمح للمؤسسات بتحويل عملياتها (المدخلات أو المخرجات أو كليهما) حسب الظروف التي يمر بها المشروع.

5-3 تقييم الخيارات:

تعتبر الطريقة صافي القيمة الحالية الموسعة (valeur actuelle nette augmentée VANA) الأكثر استخداما في تقييم الخيارات الحقيقية. حيث نقوم بحساب صافي القيمة الحالية للمشروع دون خيار، ثم نقوم بحساب صافي القيمة الحالية مع مراعاة الخيار وفي هذه الحالة سنحصل على قيمة مغايرة للقيمة الأولى تسمى صافي القيمة الحالية الموسعة (VANA)، ثم نقوم بحساب قيمة الخيار التي تمثل الفرق بين صافي القيمة الحالية الموسعة وصافي القيمة الحالية. (كما تستخدم نماذج أخرى كنموذج Black-Scholes الذي يستخدم لتقييم الخيارات المالية في الأسواق المالية، ونموذج ذو الحدين Le modèle binomial). والمثال التالي يبين كيفية تقييم الخيارات باستخدام صافي القيمة الحالية الموسعة.

مثال: أمام مؤسسة يابانية تعمل في قطاع الكهرباء فرصة شراء براءة اختراع من مخترع جزائري يقيم بمدينة الوادي وجد صعوبة في تجسيد اختراعه في الجزائر، حيث تمكن هذا الشخص من اختراع جهاز جديد يعمل على منع الصعقات الكهربائية. تقدر التدفقات النقدية التي سيحققها خلال السنوات الخمس المقبلة في بـــ 1.5 مليون دينار. وتبلغ تكلفة المشروع 5 ملايين دينار، وهذا مهما كان تاريخ تنفيذ المشروع. تبلغ تكلفة براءة الاختراع 1 مليون دج. وتكلفة رأس المال للمؤسسة 10%.

علمت المؤسسة أن هذه الفكرة هي محل تطوير من مؤسسة منافسة أمريكية، ويتوقع أن تقوم بطرح منتجها بعد سنة من الآن. في حالة نجاح مشروع المؤسسة المنافسة فإن التدفقات النقدية للمؤسسة اليابانية

ستصبح 200.000دج، وفي الحالة المعاكسة، ستصبح المؤسسة في وضع شبه احتكاري مما يجعل تدفقاتها النقدية السنوية المتوقعة 4 ملايين دينار. تقدر المؤسسة احتمال نجاح مشروع المؤسسة المنافسة بـــ 50%.

المطلوب: – حساب القيمة الحالية الصافية للمشروع.

- حدد الخيار المطروح أمام المؤسسة، وأحسب قيمته باستخدام صافي القيمة الحالية الموسعة.

الحل :

1/ حساب صافي القيمة الحالية:

- تكلفة الاستثمار تتضمن تكلفة المشروع وتكلفة براءة الاختراع.

I_0= 5.000.000+1.000.000 = 6.000.000

$$VAN = -6.000.000 + 1.500.000\frac{1-(1.11)^{-5}}{0.1} = -313.820$$

نلاحظ أن صافي القيمة الحالية للمشروع سالبة ويتعين على المؤسسة رفض المشروع وعدم شراء براءة الاختراع.

2/ بإمكان المؤسسة تأجيل المشروع إلى غاية السنة القادمة والحصول على معلومات أكيدة حول نتائج مشروع المؤسسة المنافسة. وبالتالي نحن أمام خيار التأجيل سنة واحدة. بعد سنة من الآن نكون أمام حالتين:

- حالة نجاح مشروع المؤسسة المنافسة ستصبح القيمة الحالية لمشروع المؤسسة اليابانية كما يلي:

$$VAN = -6.000.000 + 200.000\frac{1-(1.11)^{-5}}{0.1} = -\ 5.241.843$$

يتعين على المؤسسة في هذه الحالة إلغاء الفكرة.

- حالة فشل مشروع المؤسسة المنافسة ستصبح القيمة الحالية لمشروع المؤسسة اليابانية كما يلي:

$$VAN = -6.000.000 + 4.000.000\frac{1-(1.11)^{-5}}{0.1} = 9.163.147$$

.يتعين على المؤسسة إطلاق المشروع مباشرة بعد الحصول على المعلومة.

3/ إذا أخذنا بعين الاعتبار احتمالات الفشل والنجاح فسيكون صافي القيمة الحالية للمشروع كمايلي:

أ– القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع مرجحة باحتمال حدوثها بعد سنة من الآن هي:

$$VA = \left(0.5x4.000.000\ \frac{1-(1.11)^{-5}}{0.1}\right) + \left(0.5\ x200.000\frac{1-(1.11)^{-5}}{0.1}\right) = 7\ 960\ 652$$

$$VANA = -6.000.000 + \frac{7.960.652}{1.1} = 1\ 236\ 957$$

يدعى صافي القيمة الحالية في هذه الحالة بصافي القيمة الحالية الموسعة VANA. وقيمة الخيار هي الفرق بين صافي القيمة الحالية الموسعة وصافي القيمة الحالية للمشروع وهي :

Option =1 236 957 –(–313 820) = 1 550 777

خلاصة الفصل

يتمثل الهدف الاستراتيجي للإدارة المالية في تعظيم قيمة الأسهم في المؤسسة وتعتمد في تحقيق هذا الهدف على عدة سياسات أهمها السياسة الاستثمارية التي ترتبط بتوقيت التدفقات النقدية لاستقبال المستثمرين الذين يتوقعون حصولهم على عوائد مستقبلية غير أكيدة في مقابل تنازلهم على قيم حالية أكيدة.

يتطلب اتخاذ قرار الاستثمار القيام بدراسات قانونية، تسويقية، فنية ودراسة مالية لكل البدائل المتاحة سواء عندما يتعلق الأمر بالاستثمارات التوسعية أوالاستثمارات التي تهدف إلى التطوير والابتكار. وذلك لتحديد إمكانية إقامة المشروع من عدمها قبل الخوض في البحث عن مصادر التمويل.

يتم التمييز بين حالتين لاتخاذ القرار الإستثماري، الأولى هي الحالة التي يكون فيها متخذ القرار متأكدا من أن النتائج المستقبلية ستكون كما قدر لها فعلا، وفي هذه الحالة يستخدم معايير محددة لتقييم المشاريع، منها من لاتأخذ القيمة الزمنية للتقود بعين الاعتبار مثل معدل فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي ... ومنها من تأخذ ذلك بعين الاعتبار أهمها معيار صافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي... أما الحالة الثانية فهي حالة المخاطرة وعدم التأكد، يستخدم متخذ القرار في حالة المخاطرة الذي تتوفر فيه لمتخذ القرار معلومات تاريخية يمكن من خلالها بناء توزيع احتمالي طبيعي باستخدام مقياس التوقع الرياضي ومقاييس التشتت لقياس المخاطر غير المنتظمة، أما لقياس المخاطر المنتظمة فيعتمد على معامل التغاير ومعامل بيتا ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية . أما حالة عدم التأكد التي تتسم بعدم توفر أي معلومات لدى متخذ القرار فيتم استخدام عدة معايير أهمها معيار لابلاس، سفاج، والاد، هرويكس...

عند التوسع في دراسة المشاريع الاستثمارية قد تظهر حالات مستقبلية أو معلومات تؤثر على المشروع محل الدراسة، وهي ما تسمى بالخيارات الحقيقة التي تخضع للتقييم باستخدام نماذج الخيارات المالية.

بعد دراسة المشاريع الاستثمارية وتقييمها تأتي مرحلة البحث عن كيفية تمويل هذه المشاريع، وفي هذه المرحلة يتوجب على متخذ القرار دراسة مختلف مصادر التمويل المتاحة ودراسة تأثير كل منها على المؤسسة، وهو ماسيتم التطرق إليه في الفصل الموالي.

هوامش الفصل

[1]- Pierre Conso, Hemici Farouk, **Gestion Financiers de L'entreprise** , 8eme Ed, France, 1999, P15.

[2]- طاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2010، ص ص 14-15.

[3]- الأمر 01-03 المؤرخ في 2001/08/20 المتضمن قانون تطوير الاستثمار.

[4]- شكرين محمد، **القرارات المالية في المؤسسة**، مطبوعة محاضرات، جامعة يحي فارس المدية، 2015، ص 25.

[5]- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الإدارة وبيئة الأعمال**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص480

[6]- موسى أحمد خير الدين، **إدارة المشاريع المعاصرة: منهج متكامل في إدارة المشاريع**، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، 2017، ص ص52-53.

[7]-Mourgues Nathalie, **Le Choix des Investissements dans l'entreprise**, ed. Economica, 1994 , P P:27 – 28.

[8]- أجين برغام، **الإدارة المالية**، الجزء الثاني، ترجمة محمد فتوح وآخرون، ط. شعاع للنشر، حلب، 2010، ص 94.

[9] -Weston et autre , **Essentials of managerial Finance**, ed 11 , New York ,1996, p 498.

[10]-حطاب سامي، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم و صناديق الإثمار، هيئة الأوراق المالية و السلع**، أبو ظبي، 2007، ص17.

[11]- غازي فلاح المومن، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص 73.

[12] - Mark Dorfmen, **Introduction To risk Management and insurance**, Hall, 1998, P15.

[13]- أمين السيد أحمد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم و مراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية، مصر، 2006، ص17

[14]- زياد رمضان محفوظ أحمد جودة، **إدارة البنوك**، دار الصفاء للطباعة و النشر والتوزيع، عمان، 1995، ص 284 .

[15]- حماد طارق عبد العال، **التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص16.

[16]- بوزيد سارة ، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك BNB PARIBAS، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007، ص 36.

[17]-حسني علي خريوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص 120.

[18]- زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي**، دائرة وائل للنشر، الأردن، 2002، ص 333.

[19]- حسني على خروش وآخرون، مرجع سابق، ص 121.

[20]- كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، **الإدارة المالية**، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 1997، ص 265.

[21]- محمد مطر، **إدارة الاستثمارات– الإطار النظري والتطبيقات العلمية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999، ص 66.

[22]- رحيم حسين، مرجع سابق، ص ص 302-307.

[23]-Taverdet-Popiolek Nathalie, **Guide de choix d'investissement**, Edition d'organisation, paris, 2006, P227

[24]- قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2012، ص ص 102-103.

[25]- فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، **مبادئ المالية (1)**، دار وائل للنشر ، ط 1، عمان، الأردن، 2012، ص ص 196-197.

[26]- أجين برغام، مرجع سابق، ص 244.

[27]-Taverdet-Popiolek Nathalie , op.cit, P232.

[28]-Ross Stephen.A, Westerfield Randolph.W, Jaffe Jeffery.F, **Finance Corporate**, Traduction de Hubner Georges & autres, Ed Dunod, Paris,2005,P 277.

الفصل الثالث

سياسة التمويل في المؤسسة

تمهيد

يعتبر إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة لإنشائها أو توسيعها من أعقد المشكلات التي يواجهها مدراء المؤسسة، كما أن أول ما يفكر فيه كل مسير مالي هو الكيفية التي تحصل بها المؤسسة على على ما تحتاجه من أموال للقيام بنشاطها والذي له تأثير مباشر على مستقبلها، لذلك يعد قرار التمويل ثاني مخرجات الإستراتجية أو السياسة المالية للمؤسسة. يتمحور هذا القرار حول المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة واختيار الأنسب منها بما يحقق أهدافها. فتعدد مصادر التمويل يتيح للمؤسسة فرصة المفاضلة بينها نظرا لاختلاف خصائصها. وهو ما يتطلب المعرفة المسبقة بطبيعة هذه المصادر وخصائص كل منها وما يترتب عنها من مزايا ومخاطر.

يرتبط قرار التمويل بتشكيل الهيكل المالي وهيكل رأس المال من مختلف مصادر التمويل التي يمكن الاعتماد عليها في بداية المشروع أو فيما يتعلق بتغطية الاحتياجات المالية للمؤسسة لفترة زمنية حالية أو مقبلة وهو ما يلخص في الجانب الأيسر للميزانية المالية للمؤسسة. والذي يكون محورا للتحليل من قبل الخبراء والمهتمين بالمؤسسة لتأثيره على قيمتها.

ظهرت عدة نظريات حول أمثلية اختيار الهيكل المالي للمؤسسة وتفسير السلوك التمويلي لها، والذي يعتبر من المواضيع الأكثر تعقيداً وصعوبةً نظرا لارتباطهما بتكلفة الأموال(تكلفة الأموال ليست بالضرورة تكلفة التمويل) الذي في حد ذاته يعد أيضا من المواضيع الأكثر تعقيداً وصعوبةً التي يجب على المدير المالي للمؤسسة التعامل معها بحذر ودقة ويمكن إرجاع ذلك إلى تعدد أهداف حساب هته التكلفة، من اتخاذ قرار الاستثمار إلى قياس جودة وفعالية مصادر التمويل، منها إلى قياس مردودية المشاريع الاستثمارية ... كما يمكن إضافة إلى ما سبق أثر عنصر عدم التأكد، حيث أن مختلف مصادر التمويل المتاحة، قد لا تعطي بالضرورة عوائد موجبة ومؤكدة.

نتناول في هذا الفصل التعريف بمصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة وخصائص كل منها، وبيان كيفية حساب تكلفة كل مصدر، ثم نتناول دراسة كيفية تحيد الهيكل الأمثل لرأس المال مع التطرق لمختلف النظريات التي تناولت هذا الموضوع.

1-السياسة التمويلية ومصادر التمويل:

ينطوي تحليل السياسة التمويلية للمؤسسة على عدة جوانب ترتبط بمدى أهمية تنظيم عملية تغطية الاحتياجات المالية والبحث عن مصادر التمويل وتكاليف اللجوء إليها في كل عملية على حدى ضمن النشاط العادي للمؤسسة، أو البحث عنها عند إجراء توسع النشاط.

سوف يتم التطرق لمفهوم السياسة التمويلية وكذا أهدافها، وبعض الجوانب الأساسية لها لفهم دورها في المؤسسة، إضافة لمختلف مصادر التموبل.

1-1- مفهوم السياسة التمويلية:

يمكن تعريف السياسة التمويلية للمؤسسة بأنها مجموعة من القواعد والأساليب والإجراءات والتدابير التي تعمل على توفير الأموال اللازمة للمؤسسة في الوقت المناسب، وبأقل تكلفة ممكنة، مع استخدام تلك الأموال أحسن استخدام ممكن من خلال هيكل التمويل الأمثل الذي يتحقق معه الأهداف التي تصبوا إليها المؤسسة.[1]

تعتبر السياسة التمويلية الآلية المالية التي تواجه بها المؤسسة مختلف الالتزامات المترتبة عن النشاط الاستثماري والنشاط التجاري للمؤسسة، وبالتالي هي المسؤولة عن تحديد الاحتياجات التمويلية ومصادرها الممكنة وتكلفتها، والهيكل التمويلي المناسب لتحقيق أهداف المؤسسة.

من خلال التعريف السابق لسياسة التمويل على مستوى المؤسسة يمكن تحديد أهدافها فيما يلي:

-توفير الأموال اللازمة للمؤسسة في الوقت المناسب؛
-تحديد الكيفية التي التي يمكن أن تحصل بها المؤسسة المؤسسة على الأموال اللازمة ومختلف مصادرها للقيام بنشاطها في مراحلها المختلفة وهي مراحل التطوير والتوسع والنمو والتشغيل الدوري؛
-تحديد كيفية إدارة هذه الأموال لتحقيق الأهداف المرجوة؛
-تكوين هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق الأهداف المطلوبة بأقل تكلفة ممكنة مع مراعاة تكلفة الفرص البديلة.

2-1-محددات السياسة التمويلية:

تتحكم العديد من العناصر في اختيار سياسة تمويلية معينة للمؤسسة، وذلك حسب إمكانيات المؤسسة المالية ووضعها التنافسي والمالي ودرجة التغيرات في المحيط، ومن أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسة نجد[2]:

أ- التكلفة :

تكلفة الأموال هي: "العائد الأدنى المتوقع من طرف المؤسسة مقابل حصولها على أموال الغير، وهي تمثل تكلفة الفرصة البديلة بالنسبة لمقدمي الأموال وهي تمثل تكلفة التخلي عن أموال في الحاضر مقابل المخاطرة بالحصول على أرباح إضافية في المستقبل".

تعتبر تكلفة الأموال من أهم العناصر التي ترتكز عليها القرارات المالية (السياسة التمويلية) ، نظرا لأن قبول المشروع الاستثماري مرتبط بتوليد عائد يعادل على الأقل تكلفة الأموال. إضافة إلى أن تكلفة الأموال تتوقف على نوع المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه فكلما انخفضت تكلفة الأموال كلما كان ذلك إيجابيا على قيمة المؤسسة ومن هنا فإن تأثير تكلفة ألأموال على مصادر التمويل يعتبر من ضروريات السياسة التمويلية.

يقتضي استخدام تكلفة الأموال لغرض تحديد السياسة التمويلية توافر ثلاث شروط أساسية:

-أن جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس الدرجة من المخاطر.

-تتماثل من ناحية الخصائص.

-أن تنفيذ أي من الاقتراحات المعروضة لن يغير من مستوى مخاطر عمليات المؤسسة ككل.

ب- المخاطرة المالية:

وهي تعبر عن خطر تناقص أرباح أصحاب الأموال الخاصة نتيجة لاستعمال القروض (الاستدانة) في هيكل خصوم المؤسسة، وبالتالي فالمخاطرة المالية ترتبط بالهيكل المالي للمؤسسة، حيث قرار الاستثمار يحدد الخطر الأساسي للنشاط الاقتصادي للمؤسسة بينما قرار التمويل يحدد الخطر المالي.

تختلف علاقات التفضيل مابين الخطر والمردود من فرد لآخر وتؤثر بشكل كبير في تحديد سياسات التمويل في المؤسسة، وتعتبر درجة تجنب الخطر (كره- حياد- حب) لدى إدارة الشركة محدد رئيسي نحو التقليل في اللجوء للاستدانة أو التوسع سعيا وراء تعظيم الأرباح.

كما تعد نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة من أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل وقدرة المؤسسة على الاقتراض بشروط مناسبة مع مختلف المؤسسات المالية.

ج- المردودية:

تمثل النتيجة المتحصل عليها من استخدام أموال المساهمين، وكلما ارتفعت نسبة المردودية زادت أهمية وجاذبية أسهم المؤسسة. وتعتبر المردودية من أهم العوامل المحددة لسياسة التمويل في المؤسسة، وتحديد مصدر التمويل لهذا الاستثمار، بحيث يجب أن تفوق المردودية تكلفة الأموال وكذلك تغطي المخاطرة المالية، لتحقبق ارتفاع قيمة السهم وبالتالي القيمة السوقية للمؤسسة.

1-3- مرحل إعداد سياسة التمويل:

يتم اتخاذ قرار التمويل في إطار الإستراتيجية المالية للمؤسسة، حيث وبعد تحديد الأهداف العامة للإستراتيجية المالية وتشخيص الحالة المالية للمؤسسة لتحديد نقاط قوة وضعف المؤسسة ماليا يتم تحديد مختلف الاستثمارات الواجب تحقيقها لبناء سياسة تمويل مناسبة لها، ويمكننا تلخيص مختلف مراحل سياسة التمويل كما يلي:

أ- تحديد احتياجات التمويل:

يسمح التحديد الدقيق لاحتياجات المؤسسة بالتحديد الدقيق لمختلف سياسات التمويل التي سوف يتم انتهاجها لتغطية احتياجات التمويل، حيث تنقسم احتياجات التمويل إلى احتياجات قصيرة الأجل المتمثلة في دورة الاستغلال واحتياجات طويلة الأجل المتمثلة في دورة الاستثمار، هذا من جهة ومن جهة أخرى يمكن أن تختلف احتياجات التمويل حسب المرحلة من دورة حياة المؤسسة، فاحتياجات التمويل عادة ما تكون مرتبطة بمرحلة التطور الذي تمر به أي مرحلة عمرها الإنتاجي بدءا من إنشائها فانطلاقها فنموها ثم إلى النضج والزوال.

ب-تحديد أنواع مصادر التمويل الممكنة:

وفي هذه المرحلة يحاول المسير تحديد مختلف أنواع التمويل المتاحة أمام المؤسسة، سواء من خلال اللجوء إلى المصادر الذاتية للمؤسسة أو من خلال التوجه إلى الأطراف الخارجية، وذلك حسب العديد من العوامل مثل: طبيعة الاحتياج في حد ذاته فإذا كان احتياج في رأس المال العامل فإن طبيعة التمويل سيكون قصير الأجل أما إذا كان استثمارا فطبيعة التمويل ستكون تمويل متوسط أو طويل الأجل، كما توجد مجموعة من العوامل التي تحدد إمكانية إتاحة مصدر التمويل مثل: استقلالية المؤسسة، الرغبة في المخاطرة، وضعية المؤسسة، الضمانات التي تمتلكها المؤسسة، نوع الاقتصاد التمويلي السائد في الدولة حيث تتوقف السياسة التمويلية على المحيط المالي إذ ليست متطابقة في إقتصاديات الأسواق المالية واقتصاديات المديونية.

ت-المفاضلة بين مصادر التمويل: يحاول المسير المالي المفاضلة بين المصادر المتاحة بعد تحديدها من أجل اختيار المزيج التمويلي المناسب لتحقيق أهداف السياسة الاستثمارية، ويتم المفاضلة بين المصادر من خلال

الاستناد للعديد من المعايير والتي من أهمها: التكلفة، المردودية، المخاطرة.

يؤثر اختيار مصادر التمويل على الهيكل المالي للمؤسسة، وقد تعددت النظريات الخاصة بالهيكل المالي للمؤسسة والتي تضمنت معظمها الموازنة بين الوفر الضريبي من ناحية وتكلفة القروض من جهة أخرى، دون أن يكون هناك نموذج أمثل يمكن الاعتماد عليه في تحديد الحجم الأمثل لنسبة القروض إلى الأموال الخاصة، حيث تدخل العديد من العوامل الأخرى من أجل تحديد نوع التمويل وبالتالي الهيكل المالي للمؤسسة.

ت- التفاوض مع الجهات الممولة: وفي هذه المرحلة يتم التفاوض مع مختلف الأطراف التي يتم اختيارها من أجل اختيار المزيج التمويلي لتمويل احتياجات المؤسسة ومن أهم هذه الأطراف يمكن أن نجد:

- **البنوك** :حيث تتفاوض المؤسسة حول شروط القروض من مبلغ القرض، معدلات الفائدة، آجال التسديد، طبيعة الضمانات المقدمة...
- **المساهمين:** وهنا نميز بين المساهمين المحتملين والمساهمين الموجودين:

– **المساهمون المحتملون** :وهم المساهمون الذين من المحتمل دخولهم كمساهمين جدد في المؤسسة وذلك عند لجوء المؤسسة إلى الادخار العمومي بطرح الأسهم في السوق المالي.

– **المساهمون الموجودون:** وهم المساهمون الحائزون على نسبة من رأس مال المؤسسة ويمتلكون عددا معينا من الأسهم.

تتفاوض المؤسسة مع المساهمين وذلك حول معدلات العائد المطلوبة من طرف المساهمين، وأولوية الحصول على الأرباح كما تتفاوض معهم حول شروط احتجاز الأرباح والعوائد المتوقعة من هؤلاء المساهمين مقابل قبولهم التخلي عن الأرباح الحالية وتأجيلها في المستقبل.

ث- اختيار مصادر التمويل والحصول عليها: بعد التفاوض مع الجهات الممولة والاتفاق حول مختلف شروط منح التمويل المؤسسة يتم اختيار المزيج التمويلي الذي سيوجه لتغطية احتياجات المؤسسة المختلفة، حيث سيتم الشروع في تنفيذ استراتيجية المؤسسة وذلك من خلال تعبئة الموارد المالية التي تم الحصول في حيازة الاستثمارات ذات المردودية الأكبر من تكلفة الحصول عليها لتعظيم مردودية الاستثمارات وهو ما يؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين وتعظيم قيمة المؤسسة.

1-4- مصادر التمويل:

تواجه المؤسسة في مرحلة النمو والتوسع مشكلة أساسية تتمثل في التكيف مع المحيط المالي وإيجاد التوليفة المناسبة لتشكيلة مصادر التمويل وهذا يتوقف على طبيعة التظام المالي ودرجة تطوره خاصة في ظل

وجود سوق مال فعال يضمن للمؤسسة تغطية احتياجاتها المالية. ونتناول في هذا الصددى ثلاث مصادر أساسية للتمويل :

- التمويل الذاتي، والذي يمثل القاعدة الأساسية لتمويل النمو؛
- رفع رأس المال، والذي يعتبر من أهم وسائل التمويل، يتوقف على علاقة المؤسسة يسوق المال والبيئة المالية؛
- اللجوء إلى الاستدانة (الاقتراض)، وهو المصدر الأكثر استخداما في تمويل الاحتياجات المالية قصيرة الأجل وتوفير السيولة الآنية، وتتوقف درجة الإقبال عليها حسب تكاليف الديون وهدف التقليل منها.

1-4-1 التمويل الذاتي:

يعرف التمويل الذاتي حسب E.Cohen (1991) على أنه " تلك الموارد الجديدة الناتجة عن أنشطة المؤسسة والمستخدمة كمصدر تمويل للمليات المستقبلية"[3].

أيضا يعرف على أنه "مجموع الموارد التي توفرها المؤسسة من خلال أنشطتها لتغطية احتياجاتها المالية المرتبطة بنموها واستمراريتها"[4].

وهي تلك النتائج الإجمالية (الفائض) المحصل عليها بعد توزيع مكافأة رأس المال والتي سيعاد استثمارها مستقبلا لاستمرار نشاط المؤسسة وتمويل نموها.

يضمن التمويل الذاتي للمؤسسة مصدر تمويل داخلي يجنبها التبعية لمصادر التمويل الخارجية إضافة إلى أن المؤسسة التي تتمتع بقدرة تمويل ذاتي مرتفع يمكنها تغطية أكبر قدر من احتياجاتها دون اللجوء إلى البدائل الأخرى، كما يمكنها من الحصول على مصادر التمويل الخارجية سواء باللجوء إلى الاستدانة و/ أو فتح رأس المال للمساهمة.

التمويل الذاتي = الأرباح المحتجزة + أقساط الإهتلاكات + المخصصات ذات الطابع الاحتياطي

1-4-1-1-التمويل الذاتي والاستقلالية المالية:

يمكن تحقيق مستوى تمويل ذاتي مرتفع من طرف المؤسسة إلى اكتتاب عدة إيجابيات، أهمها تحقيق هدف الاستقلالية المالية والاستقرارية في التمويل، حيث يلعب التمويل الذاتي دورا مزدوجا[5]:

-يساهم في التقليل من مخاطر التوقف عن الدفع والعسر المالي والتي قد تؤدي إلى تحقق مخطر الإفلاس؛

-يعتبر الركيزة الأساسية لإعداد مخطط التمويل، وذلك لأن الوسطاء الماليين لا يمنحون اعتمادات مالية للمؤسسة إلا عند مستوى تمويل ذاتي يضمن قدرتها على السداد.

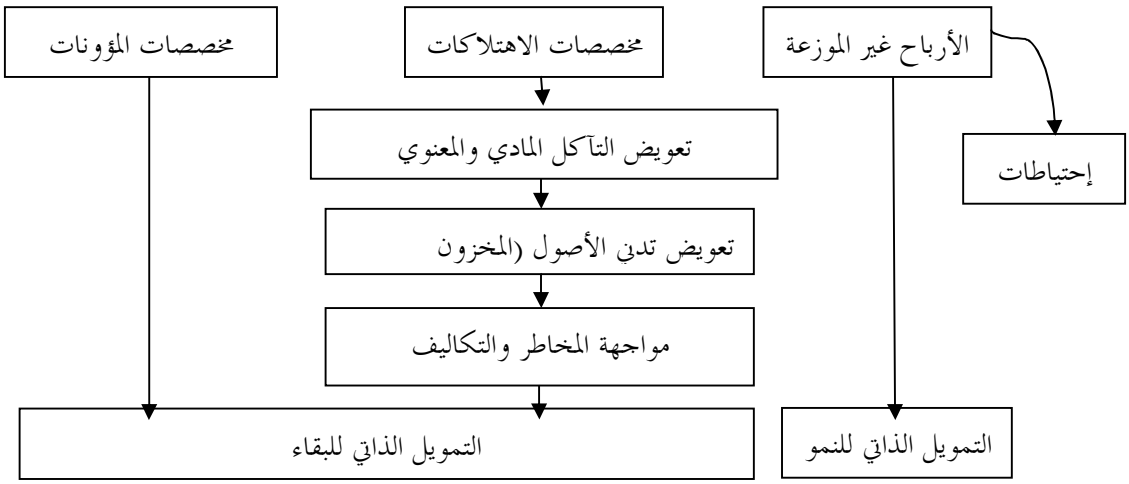
أما في حالة ضعف التمويل الذاتي، فإن المؤسسة تلجأ للإستدانة و/أو فتح رأس المال للمساهمة الأمر الذي قد يحدث تأثيرات سلبية منها تدني مستوى المردودية المالي، فقدان الاستقلالية المالية، فقدان المسيرين لاستقلاليتهم في اتخاذ القرار بفعل تنامي سيطرة المساهمين الناتجة عن ارتفاع حصصهم في رأس المال.

1-4-1-2-دور التمويل الذاتي في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة:

يرتبط التمويل الذاتي بمكونين أساسين: الإهتلاك والأرباح غير الموزعة. فالتشريع الجبائي يحدد نمط الإهتلاك الواجب تطبيقه والشروط المرتبطة به، أما سياسة توزيع الأرباح فتحدد من قبل إدارة المؤسسة وهي ذات تأثير مباشر على قدرة التمويل الذاتي.

تعتمد المؤسسة على التمويل الذاتي بشكل أساسي لتحقيق هدف البقاء والنمو، من خلال مكونات رصيد التمويل الذاتي، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل رقم (3-1):

الشكل رقم (3-1): التمويل الذاتي للبقاء والنمو



المصدر:إلياس بن ساسي، مرجع سابق.

تضمن استراتيجية التمويل الذاتي عدة مزايا من بينها ضمان أكبر قدر من الاستقلالية المالية ومرونة رأس المال...، لكن قد يؤدي احتجاز الأرباح* إلى عدم اهتمام الملاك بالمؤسسة نظرا لعدم أو قلة الأرباح الموزعة، إضافة إلى أنها قد تؤدي إلى اعتماد مشاريع استثمارية أقل مردودية[6].

يمكن للمؤسسة تحديد ثلاث مستويات للتمويل الذاتي:

- **الحد الأدنى للتمويل الذاتي**: وهو مساوٍ لمبلغ الإهتلاكات، حيث توزع المؤسسة أرباحها، تستخدم هذه الإستراتجية إذا كانت المؤسسة ترغب في الانسحاب التدريجي من السوق؛

- **التمويل الذاتي للبقاء** (autofinancement de maintien): تضمن المؤسسة بقاء واستمرار نشاطها بواسطة مخصصات الاهتلاك التي تغطي التآكل المادي والمعنوي للإستثمارات، إضافة إلى مخصصات مؤونات تدني التثبيتات الجارية ومؤونات الأخطار. وهذا التمويل ملائم للمؤسسات التي ترغب في الحفاظ على نفس المستوى من النشاط؛
- **التمويل الذاتي للنمو**: وهو ملائم للمؤسسات التي ترغب في زيادة قدرتها الإنتاجية وزيادة حصتها في السوق. حيث تمول استراتيجيات النمو عن طريق استراتيجيات التنويع والتمييز والتدويل من خلال توجيه الفوائض المالية المحققة على شكل تمويل ذاتي نحو تسديد الديون المستحقة مما يؤدي إلى رفع قدرة المؤسسة على السداد، وتدعيم الأموال الخاصة في شكل احتياطات أو نتائج رهن التخصيص، وهذا يؤدي إلى توسيع حجم الاستثمار وبالتالي تحقيق أهداف النمو.

1-4-2 - رفع رأس المال:

توجد عدة أشكال لرفع رأس المال المؤسسة، من بينها الزيادة النقدية المباشرة من قبل المساهمين بهدف تمويل استثمارات المؤسسة لدعم نموها، أو لتغطية الخسائر لضمان استمرار المؤسسة وإعادة بعثها، أو من أجل إعادة التوازن للهيكل المالي في حال ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس مالها. أيضا يتم رفع رأس المال من خلال إصدار أسهم جديدة، وفي هذه الحالة يتم فتح رأس المال لإشراك مساهمين جدد، ويستخدم هذا الأسلوب ضمن إستراتجيات التوسع الخارجي وإنشاء المجمعات وتمويل عمليات الاندماج أو الاستحواذ. وعموما يعد التمويل بالأسهم من أقل مصادر التمويل استخداما وذلك للأسباب التالية[7]:

- ارتفاع تكاليف إصدار الأسهم المتمثلة في الرسوم والعمولات التي تتحملها المؤسسة؛
- يمثل إصدار أسهم جديدة إشارة بأن السعر الجاري لسهم المؤسسة أعلى من قيمته الفعلية، لذا فإن إصدار أسهم جديدة عادة ما يقود إلى انخفاض سعر سهمها؛
- زيادة المعروض من الأسهم قد يولد ضغوطا على سعرها ما قد يجبر المؤسسة على بيع الأسهم الجديدة بأقل من السعر السائد قبل الإعلان عن إصدار الأسهم؛
- صعوبة تقدير القيمة السوقية الحقيقية للأسهم خاصة في حالة عدم تداولها في سوق الأوراق المالية.

يؤدي رفع رأس المال بإصدار أسهم جديدة إلى تغيير في نسب المساهمة في رأس مال المؤسسة وقد يؤدي إلى تغيير في فريق الإدارة، لكن التأثير الأهم يتمثل فيما يسمى بأثر التخفيف (effet de dilution)، ويتكون من ثلاث عناصر:

- التخفيف من سيطرة المساهمين القدماء على قرارات المؤسسة بالرغم من قرار إصدار أسهم يصدر عن المساهمين أنفسهم (dilution du contrôle)؛
- تخفيف حصتهم من الأرباح الموزعة نتيجة زيادة عدد الأسهم (dilution du bénéfice par action)
- لتأثير بانخفاض السعر السوقي للسهم لكون الأسهم الجديدة ستصدر بسعر اقل من السعر السوقي والتوقع بانخفاض حصة النقدية لكل سهم من الأرباح (dilution du prix).

ويوجد عدة أصناف للأسهم أهمها[8]:

- الأسهم العادية؛
-الأسهم الممتازة؛
-الأسهم ذات قسيمة الاكتتاب للأسهم ((ABSA) les action a bons de souscription d'action)

وقد يرغب مساهموا المؤسسة (ومسيروها) في رفع رأس المال دون التنازل عن سيطرتهم على رقابة المؤسسة[9] مما أدى إلى ظهور أوراق مالية جديدة تحقق لهم ذلك من خلال ما يعرف بشبه الأموال الخاصة (quasi-fonds propres) ومن أهم أشكالها ما يلي:

-أسهم ذات عائد ممتاز بدون حق التصويت (ADPSDV)؛
- شهادات الإستثمار (CI)؛
-سندات المساهمة (TP)؛
- الأوراق المالية التابعة (TS)؛

1-4-3- الاستدانة:

غالبا ما لا يغطي التمويل الذاتي كل الاحتياجات المالية للمؤسسة، ولضمان توازنها المالي لا بد لها من اللجوء إلى خيار آخر هو الاقتراض. يسمح اللجوء إلى الاقتراض بتحقيق مردودية أعلى على الأموال الخاصة من خلال أثر الرافعة (المتاجرة على الملكية)، إلا أن ذلك قد تكون له انعكاسات سلبية من نواحي أخرى، كالحد من استقلالية المالية للمؤسسة وارتفاع المخاطر المالية. لكن المؤسسة قد تلجأ في بعض الحالات إلى الاعتماد على إستراتجية الاستدانة لفترة محددة والتعرض لمخاطر مالية مرتفعة إذا كانت تمر بفترة النمو مثلا. تتوقف قدرة المؤسسة على تنفيذ هذه الإستراتجية على طبيعة علاقتها بالمقرضين، خصائص الديون من حيث الآجال ومعدلات الفائدة والضمانات الممكن تقديمها.

كما يمكن أن يستخدم الاقتراض كأداة لتقييد المدراء، فبوجود الدين ترتفع التكاليف الثابتة للمؤسسة فترتفع الضغوط على المدراء لتحقيق أقصى مردودية، وبذلك يمثل الدين رادع عن التوسع في النفقات من قبل المدراء. كما أن استخدام الدين يحول دون فتح رأس المال مما يبقي السيطرة بين أيدي عدد محدود من المساهمين[10].

هناك مصدران أساسيان للحصول على القرض:

- ❖ القرض السندي وهو قرض متعدد الأطراف يربط المؤسسة بمجموعة من المقرضين تحصل عليه المؤسسة من خلال طرح قرص سندي في السوق المالية.
- ❖ القرض البنكي والذي تكون العلاقة فيه ثنائية بين المؤسسة والبنك.

1-4-3-1-سياسة الاقتراض البنكي

لا يغطي التمويل الذاتي والأموال الخاصة الاحتياجات المالية للمؤسسة وحتى وإن غطت فمن أجل ضمان التوازن المالي لها تقوم المؤسسة بالاعتماد على سياسة تمويل بالإستدانة من خلال الاقتراض سواء من النظام البنكي أو من السوق المالي وخاصة في الدول التي تتمتع بسوق مالية نشطة وذات كفاءة عالية، حيث تتوفر أمام المؤسسة تشكيلة متنوعة من القروض البنكية حسب الأجل (طويلة، متوسطة، قصيرة) وذلك حسب حاجة المؤسسة للتمويل.

أ-القروض طويلة الأجل:

وتعرف القروض طويلة الأجل على أنها القروض التي تتراوح مدتها من سبع إلى عشرين سنة توجه أساسا لحيازة مختلف التثبيتات غير الجارية التي تتجاوز مدة اهتلاكها السبع سنوات مثل المباني، الأراضي الصناعية والتجارية، التهييآت، ويقدم بصفة عامة لتمويل المشروعات الاستثمارية ذات النفع العام ويسدد القرض وفقا للعمر الإنتاجي للأصل.

ونظرا لطبيعة هذه القروض (المبلغ الضخم والمدة الطويلة)، تقوم بها مؤسسات متخصصة لاعتمادها في تعبئة الأموال اللازمة على مصادر ادخارية طويلة الأجل، وكذلك تتبع البنوك لتقليل درجة المخاطر من هذه القروض العديد من الإجراءات، ومن بين الخيارات المتاحة لها في هذا المجال أن تشترك عدة مؤسسات في تمويل واحد، أو تقوم بطلب ضمانات حقيقية ذات قيم عالية قبل الشروع في عمليات التمويل.

ويتميز القرض الطويل الأجل بأنه:

- مجمع أي لا يكون مقسم عكس السندات .
- محدد الوجهة أي يكون موجها لاستعمال محدد بدقة.

- تفاوضي أي لا يمكن الحصول عليه بسهولة إلا بعد مفاوضات مع البنك.

وتلجأ المؤسسة للقروض الطويلة الأجل للعديد من الأسباب من أهمها :

- عدم إمكانية التمويل بمصادر التمويل الأخرى .
- سرعة توفر هذا المصدر إذا كانت المؤسسة تتمتع بسمعة جدية.
- المحافظة على عائد جيد للسهم وذلك لثبات عدد الأسهم .
- انخفض التكلفة .
- الميزة الضريبة .
- قد يشكل مصدرا لتسديد القروض القصيرة الأجل.

ب –القروض متوسطة الأجل:

هي القروض التي تتراوح مدتها من سنتين إلى سبع سنوات توجه لتمويل التثبيتات غير الجارية في المؤسسة مثل الآلات، وسائل النقل، وذلك حفاظا على قدرة المؤسسة على تحقيق المردودية من خلال ضمان استمرارية الاستثمارات في المؤسسة بحيازة استثمارات جديدة وكذلك تمويل الجزء الدائم من استثماراتها في رأس المال العامل، حيث تكون هذه القروض في الغالب مضمونة بأصل معين.

وتقدم المؤسسة طلب القرض إلى البنك الذي يقوم بدراسة حول إمكانية تسديد القرض والضمانات الممكنة وقدرة المؤسسة على تحقيق مردودية من خلال التدفقات التي سينتجها هذا الاستثمار ودراسة مختلف المؤشرات المالية للمؤسسة وذلك من خلال الوثائق التي يطلبها البنك من المؤسسة كالميزانيات وجدول حسابات النتائج المحققة والتقديرية.

تنقسم القروض المتوسطة الأجل إلى عدة أنواع أهمها:

❖ **قروض المدة:** تتميز قروض المدة بآجالها المتوسطة التي تتراوح بين 03 و 07 سنوات مما يعطي المؤسسة نوع من الراحة بتوفر التمويل وانخفاض مخاطر إعادة التمويل أو تجديد القروض قصيرة الأجل ذلك لأن مخاطر الاقتراض القصير الأجل عادة تكون عالية بالنسبة للجهة المقرضة ويرجع ذلك إلى أنه إذا استحق قرض قصير الأجل وكانت المؤسسة مستمرة في حاجتها للأموال ستواجه احتمالات عدم موافقة البنك على تجديد القرض أو يكون التجديد بتكلفة أعلى وشروط غير مناسبة بسبب تغيرات سوق النقد أو المركز المالي للمؤسسة.

وتسدد قروض المدة عادة على أقساط دورية متساوية تدفع كل ربع أو نصف سنة أو سنويا وقد تكون هذه الأقساط متساوية أو غير متساوية ويكون التسديد وفقا لجدول تسديد يتم الموافقة عليه بحيث يتناسب مع التدفقات النقدية للمؤسسة والناتجة عن الأصل الذي موله البنك وبحد أدنى من الضغط على سيولة المؤسسة.

❖ **قروض تمويل المعدات** : تعرف قروض تمويل المعدات بأنها تلك القروض المباشرة، والتي تتراوح مدتها من سنتين إلى 7 سنوات، حيث تكون موجهة من حيازة السلع ال أ رسمالية، والتي تهتلك خلال مدة تتراوح من 3 إلى 10سنوات، وتمول الجهة المقرضة مابين 70% إلى 80% من قيمة التجهيزات مثل: السيارات، الشاحنات.

ويسمح هذا النوع من القروض بتمويل بعض الإنشاءات والبناءات ذات التكاليف المنخفضة نسبيا، ويقوم بتقديم هذا النوع منه القروض من طرف بنوك الإيداع، بنوك الأعمال، وكذلك بنوك القروض المتوسطة والطويلة الأجل.

❖ **القرض الإيجاري التمويلي:** هو قرض يتمثل في كراء استثمارات (معدات، أدوات، عقارات، أراضي)، ذات الاستعمال المهني، مع الاحترام الكامل لكافة شروط العقد، ليكون عملية استثمار وأداة غير مباشرة للتمويل لتحقيق موضوع ثلاثي[11]:

- ضمان استعمال الاستثمار بصفة المالك وبأجر محدد.
- تأمين استرجاع قيمة الاستثمار بعد مدة معينة.
- إمكانية السماح للمؤجر باقتناء الاستثمار في نهاية العقد.

حيث يعتبر تمويل إيجاري كل عملية تجارية ومالية، يتم تحقيقها من قبل البنوك والمؤسسات المالية أو شركة تأجير مؤهلة قانونا ومعتمدة صراحة بهذه الصفة، مع المتعاملين الاقتصاديين الجزائريين أو الأجانب أشخاصا طبيعيين كانوا أم معنويين تابعين للقانون العام أو الخاص، ويجب أن تكون قائمة على عقد إيجار يمكن أن يتضمن أو لا يتضمن حق الخيار بالشراء لصالح المؤجر، وتتعلق فقط بأصول منقولة أو غير منقولة ذات الاستعمال المهني أو بالمحلات التجارية أو بمؤسسات حرفية.

ج- القروض قصيرة الأجل:

يقصد بالائتمان المصرفي تلك القروض القصيرة الأجل التي تتحصل عليها المؤسسة من البنوك وشركات الأموال، وذلك من أجل تغطية احتياجاتها من الأموال لتمويل دورة استغلالها، وذلك نتيجة

لتكرار العمليات خلال هذه الدورة فإنها تحتاج إلى هذا النوع من التمويل الذي يتناسب مع الطبيعة المتكررة لهذه العمليات. وتقسم القروض القصيرة الأجل إلى:

❖ **القروض العامة** :حيث توجه هذه القروض لتمويل الأصول المتداولة بصفة عامة وليست مخصصة لتمويل أصل معين، وتلجأ إليها المؤسسة لمواجهة مشاكل مالية مؤقتة وتتمثل هذه القروض[12]:

– **تسهيلة الصندوق Facilité par caisse**: تعتبر تسهيلة الصندوق قرضا مصرفيا لا يتجاوز في غالب الأحيان مدة الشهر، تلجأ إليها المؤسّسة عندما يكون حسابها دائنا ومدينا بصفة متناوبة، وذلك لمعالجة التذبذبات الحاصلة في خزينة المؤسسة مبرّرا التفاوتات في عدم تطابق تواريخ التسديد والإستحقاق بالنسبة لفترة قصيرة جدّا ولهذا نجد تسهيلة الصّندوق لا تتعدى بضعة أيّام بالشهر. حيث أن الحاجة إلى تسهيلات الصندوق تكثر في أواخر الشهر أين تكون مخرجات المؤسسات كبيرة.

– **السحب تحت الحساب Découvert en compte** : تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع لتغطية عجز في رأس المال العامل يكون ناتجا عن عدة عوامل مرتبطة بدورة الاستغلال، في هذه الحالة يسمح البنك للمؤسّسة بجعل حسابها مدينا لفترة أطول نسبيا ولكن لقاء دفع فائدة محدّدة مسبقا، ويجعل هذا القرض حساب العميل مدين لعدة أسابيع أو سنة كاملة.

– **القرض Spot** : هذا النوع من القروض تحبذه المؤسّسات الصناعية و التجارية التي إحتياجاتها في التمويل لا تفوق 3 إلى 10أيام ،و يستحسن إستعماله لسببين :

– مرونة استعماله من ناحية المبالغ والتاريخ الإستحقاق.

– يبنى على أساس النسب المستعملة في السّوق النقدي، مضافا إليها هامش، نادرا ما يفوق 1% .

– **القرض بسند Le credit par billet**: له نفس خصائص الإلتزامات على الصندوق، إستعماله يستوجب خصم سند مكتوب بإسم البنك ،اذا كان الهامش يحسب بنسبة للمخاطرة التّي يمثّلها الساحب، مزايا هذا النوع من القروض يتمثّل في التخليص .

– **القروض الموسمية Le crédit de campagne:** وهي عبارة عن قروض قصيرة الأجل تقدمها البنوك، والغرض من هذه القروض هو تمويل الإختلالات الناتجة من النشاط الموسمي ...وعند حدوث الإختلال، وتكون المؤسّسة غير قادرة على مواجهته بمواردها الخاصّة فأنّها تلجأ إلى طلب قرض موسمي الذي يكون مرتبطا بحاجيات المؤسّسة، أمّا إسترجاعه فإنه يكون مرتبطا بالمبيعات. ويواجه البنك عي عملية القرض المسمي خطرين :

– خطر ذو طابع مالي : مرتبط بوضعية خزينة المؤسسة في نهاية الموسم.

- خطر ذو طابع تجاري : مرتبط بقدرة المؤسسة على بيع مخزون البضاعة بالسعر المحدد.
ويشترط البنك إعداد مخطط تمويل متوقع عن نشاط المؤسسة ليتأكد من سلامة العملية .

❖ **القروض الخاصة** :تهدف هذه القروض لتمويل أصل معين، أي أنها مخصصة لتمويل أصل محدد ومعين عكس القروض العامة والتي لا يتحدد تخصيصها وتتمثل القروض الخاصة بصفة أساسية في[13]:

-تسبيقات على البضائع: وتعتبر عملية قرض لتمويل مخزون من البضائع والسلع مقابل رهن محتوى- المخزون كضمان للمُقرض المتمثل في البنك الذي قام بتقديم هذا القرض، وكثيرا ما تتردد البنوك في تمويل هذا النوع من العمليات لأنها من الناحية التقنية غير مؤهلة للتأكد من قيمة ووجود المخزون، ولكون هذه القروض محل طلب واسع من المؤسسات الصناعية خاصة التي تتعامل كثيرا مع الأسواق الأجنبية، لذلك يطلب من المؤسسة إيداع المخزون لدى مخازن عمومية أو خاصة معتمدة قانونا، وتستلم مقابل ذلك وصل استلام المخزون الذي يطلق عليه بـــ Warrant، الذي يتم تظهيره لصالح البنك.

-تسبيقات على الصفقات العمومية: عادة تحتاج المؤسسات التي ترسو عليها الصفقات العمومية إلى سيولة ابتدائية للانطلاق في تنفيذ المشروع، وكثيرا مايصل التمويل متأخرا، ونظرا للأهمية الاقتصادية والاجتماعية لهذه المشروعات(طرق، مستشفيات، مؤسسات تربوية...)، ثم أن هذه المشروعات تتطلب إنفاقا كبيرا لاتستطيع المؤسسات بإمكانياتها المالية الخاصة تمويل كامل مراحل العملية خاصة في بدايتها قبل وصول تمويل المشروع.

- الخصم التجاري :تسمح عملية الخصم التجاري للمؤسسة بالحصول على سيولة نقدية، فالمؤسسة في هذه- الحالة تقوم بعملية بيع الورقة التجارية المستحقة على زبائنها إلى البنك الذي يقدم للمؤسسة سيولة مقابل تخلي المؤسسة عن جزء من قيمة الورقة وهو ما يعرف بسعر الخصم، فالخصم يعتبر قرضا بما أن البنك يتحمل آجال الدين في انتظار تحصيل القيمة من المدين، فتحسب فوائد الخصم حسب القيمة المتبقية للقبض إضافة إلى العمولات المصرفية التي يحتسبها البنك(Agio + TVA).

- القروض بالتوقيع :المقصود بقروض التوقيع هو تعهد والتزام البنك عن طريق الإمضاء، الذي يسمح لزبونه بالحصول على قروض لدى الغير، فالبنك يقرض توقيعه للزبون ويلتزم بالدفع مكانه إذا ما تخلف هذا الأخير عن ذلك، وعليه فإن توقيع البنك يكسب مكانة خاصة وثقة كبيرة أمام المتعاملين الاقتصاديين، فيكفي استناد الأطراف المتعاملة إلى التوقيع دون اللجوء إلى تبادل نقدي، ويمكن أن يندرج تحت هذا النوع من القروض:

– **الكفالات المدفوعة** :الكفالة ضمان يقدمه البنك للدائن في حالة ما لم يوفي المدين بالتزامه، وتكون كتابية على ورقة رسمية يبين فيها الكفيل والمكفول مع ذكر المبلغ والمدة التي تنتهي فيها الكفالة.

–**الضمان الاحتياطي** :يعتبر صورة من صور الاقتراض يمنحه البنك للمؤسسة عندما تتعاقد مع جهة إدارية– في صفقة بيع أو توريد أشغال عامة، ويضمن البنك المؤسسة في حدود مبلغ معين في حالة عدم تنفيذ التزاماتها، فمضمون هذا القرض أن يوقع البنك كضامن احتياطي على ورقة تجارية لصالح المؤسسة ويتحصل البنك في المقابل على عمولة.

1–4–3–2– سياسة التمويل السندي

يوفر السوق المالي للمؤسسات إمكانية الاستدانة (تمويل مباشر) عن طريق إصدار السندات وطرحها للإكتتاب في السوق وذلك من أجل تغطية احتياجاتها التمويلية خلال فترات النمو خاصة في حالة ضعف التمويل الذاتي لها أو عدم كفايته أو عدم قدرتها على الاقتراض من البنوك والمؤسسات المالية.

يعرف التمويل بالسندات بأنه: "ورقة مديونية تتضمن التزاما بالدفع خلال مدة تزيد عن السنة، تصدرها المؤسسات الخاصة أو الهيآت العامة، فالسند هو حصة قرض طويل الأجل مدفوع للجهة المصدرة لهذا السند".[14]

أيضا " تلك الأموال التي تتحصل عليها المؤسسة بواسطة تمويل قرض جماعي يكون مجزءا على شكل أوراق مالية تسمى بالسندات.[15]

تزداد أهمية الاستدانة بواسطة الدعوى العامة للادخار كوسيلة من وسائل التمويل خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبرى والهيآت العامة، خاصة في حالة تدني النتائج وتدهور أداء الاقتصاد وعدم قدرة البنوك على منح قروض جديدة استجابة لإجراءات السياسة النقدية في الحد من الائتمان من أجل كبح التضخم حيث يتم تجزئة القرض إلى عدة أجزاء بحيث يمكن للأفراد شراء السندات نظرا لانخفاض ثمنها ودرجة ضمان مهمة في الحصول على الربح والحق في الأصول في حالة التصفية (درجة خطرها أقل من درجة خطر الأسهم).

ولحامل السند الحق في الحصول على دخل ثابت، يدفع سنويا أو ربع سنوي بصرف النظر عن الأرباح التي حققتها المؤسسة، ويحصل حامل السند على الفوائد قبل دفع توزيعات للملاك مع الأولوية في الحصول على كافة حقوقه عند تصفية المؤسسة[16].

تتعدد أنواع وأشكال السندات التي تصدرها المؤسسات للإكتتاب في السوق المالي أهمها:

- السندات المضمونة برهن أصول معينة؛
- السندات غير المضمونة؛
- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم؛
- السندات ذات العائد المتغير؛
- سندات الدخل؛
- سندات ذات القيمة الصفرية.

2- تكلفة الأمول (تكلفة رأس المال):

لا يمكن للمؤسسة الحصول على الأموال مهما كان مصدرها بدون تكلفة، أي بدون مقابل تقدمه لأصحاب الأموال. وتعد تكلفة الأمول من المفاهيم الأساسية في علم المالية لارتباطها بالقرارات التمويلية والاستثمارية للمؤسسة.

2-1 تعريف وأهمية تكلفة الأموال:

يقدم المستثمرون أموالهم للمؤسسة بهدف الحصول على عوائد مقبولة على استثماراتهم. يمثل هذا العائد من وجهة نظر المؤسسة تكلفةً للأموال المقدمة، ومنه يمكن **تعريف تكلفة رأس المال** بأنها "الحد الأدنى للعائد الذي ينبغي تحقيقه في استثمار الأموال المتاحة أو المقترحة"[17].

أيضا تعرف بأنها الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على الاستثمارات الرأسمالية المقترحة، بهدف المحافظة على القيمة السوقية لأسهم المؤسسة بدون تغيير، ولهذا فإن تحقيق عائد يقل عن معدل تكلفة رأس المال، يؤدي إلى أن تصبح الوضعية المالية للمشروع أسوأ مما كانت عليه من قبل مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية لأسهم المؤسسة ، بينما يؤدي تحقيق عائد يزيد عن معدل تكلفة رأس المال إلى تحسين الوضعية المالية للمؤسسة مع ارتفاع إجمالي القيمة السوقية لأسهمها.

تكلفة رأس المال هي الحد الأدنى من العائد الذي لابد أن يتحصل عليه المساهمون أو المستثمرون في المؤسسة من استثمار شبيه في مؤسسة أخرى.

تعد تكلفة رأس المال أساساً معيارياً لمقارنة جودة مصادر التمويل المتوفرة من حيث قياس المردودية، وبما أن المؤسسة تستخدم أشكالا متعددة من التمويل تختلف فيما بينها حسب درجة المخاطرة فإن العائد المتوقع من كل مصدر يختلف، ما يعني اختلاف تكلفة كل منها. ولأن ظروف السوق متغيرة فان تكلفة رأس المال تتقلب من فترة زمنية لأخرى وبتغير توقعات المستثمرين.

تعتبر تكلفة رأس المال من العناصر ذات الأهمية البالغة في مختلف القرارات المالية الإستراتيجية التي تتخذها المؤسسات، فالاهتمام بتكلفة رأس المال يساعد المؤسسة على زيادة كفاءة وترشيد القرارات التمويلية والاستثمارية. حيث يستفاد من معرفة تكلفة رأس المال فيما يلي:

- تستخدم كمعدل خصم للتدفقات النقدية عند تقييم المشاريع الاستثمارية، وبالتالي تستخدم كمعيار لقبول أو رفض تلك المشاريع والمفاضلة بينها؛
- تستخدم في خصم التدفقات النقدية في الدراسات المتعلقة بعمليات الاندماج والاستحواذ؛
- تعد عاملا أساسيا في المزج بين مختلف مصادر التمويل وتحديد هيكل رأس المال المستهدف الذي يحقق أقصى قيمة للمؤسسة من أجل الوصول إلى أقل تكلفة تمويل ممكنة؛
- تستخدم لتسعير بعض المنتجات خاصة في قطاع الخدمات.

2-2 تقدير تكلفة الدين:

تكلفة الدين هي تكلفة ضمنية (explicite)، تتوقف على معدل فائدة القرض وطريقة تسديده (اهتلاكه) [18]. فعادة ما يرتبط بالقرض تكاليف الحصول عليه، أو علاوة إصدار أو تسديد (بالنسبة للقرض السندي) وهو ما يجعل القيمة الصافية للقرض تختلف عن القيمة الاسمية له وبالتالي يختلف معدل الفائدة الفعلي للقرض عن المعدل الإسمي له.

يتمثل المعدل الفعلي في المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للدفعات مساوية للقيمة الصافية للقرض في تاريخ الحصول عليه. ويحسب بنفس طريقة حساب معدل العائد الداخلي (أنظر الفصل الثاني) انطلاقا من المعادلة التالية:

$$\sum_{t=1}^{n} a(1+i)^{-t} \text{ -(C-F)} = 0$$

حيث: i معدل الفائدة الإسمي على القرض؛

a الدفعة السنوية لتسديد القرض؛

C مبلغ القرض؛

F التكاليف المرتبطة بالحصول على القرض.

وبما أن أعباء الفائدة أعباء قابلة للحسم جبائيا فهي تسمح للمؤسسة بتحقيق وفر ضريبي مما ينتج عنه أن التكلفة الحقيقية للدين أقل من التكلفة الاسمية له بمقدار الوفر الضريبي المحقق. وبالتالي تصبح التكلفة الفعلية للدين بعد الضريبة كما يلي:

$$k_d = i-(i.\ T) = i\ (1-T)$$

حيث: K_d – : تكلفة الدين بعد الضريبة؛

- i معدل الفائدة على القرض؛
- T معدل الضريبة.

مثال 1: لنفرض أن الشركتين (أ) و (ب) حققت كل منها أرباح استثمار قدره (90000) دج وأن الشركة (أ) ممولة برأس مال خاص قدره (900000) دج بينما الشركة (ب) ممولة برأس مال خاص قدره (600000) دج و قروض قدرها(300000) دج وبفائدة قدرها (5 %) وكانت الضريبة على الدخل 40%.

المطلوب: -حساب التكلفة الإسمية والتكلفة الفعلية للقرض والوفر الضريبي الذي تحققه الشركة (ب).

-حساب معدل العائد على رأس المال الخاص في كل من الشركتين .

الحل: التكلفة الإسمية للقرض: $c*i = 300000 * \%5 =$ 15000 دج

التكلفة الحقيقية للقرض :

$$k_d = i-(i.T) = i(1-T) = (\%40-1)\%5 = \%3$$

$$= 300000 * \%3 = \text{ 9000 دج}$$

الوفر الضريبي هو عبارة عن الفرق بين التكلفة الإسمية والتكلفة الحقيقية

الوفر الضريبي = التكلفة الإسمية -التكلفة الحقيقية=

$c*i*T = = \%5*\%40*300000 =$ 6000 دج

البيان	أ	ب
أرباح الإستثمار - الفوائد	90000 0 -	90000 15000=%5*30000 -
الربح الصافي قبل الضريبة - الضريبة على الأرباح40%	90000 36000=%40*90000-	75000 30000 -
الأرباح الصافية	54000	45000
معدل العائد على رأس المال الخاص = الأرباح الصافية / رأس المال الخاص	%6 = 54000 / 900000	% 7.5= 45000 / 600000

نلاحظ أن معدل رأس المال الخاص في الشركة (ب) أكبر من معدل رأس المال الخاص في الشركة (أ) والفرق بين المعد لين هو (7.5%- 6% = 1.5%) وقد نشأ نتيجة الوفر الضريبي الذي حققته الشركة (ب) وقدره (6000) دج.

- بالنسبة للقرض المصرفي: تمثل تكلفة القرض المصرفي في معدل الفائدة الذي يطلبه المصرف.

- بالنسبة للقرض السندي: تتوقف تحديد التكلفة الفعلية للقرض السندي على خصائص القرض.

مثال 2: أصدرت مؤسسة قرضا سنديا مكون من 10.000 سند بقيمة إسمية 100 دج، وسعر فائدة القسيمة 5% لأجل استحقاق 10 سنوات، وتكاليف إصدار قدرها 6832 دج.

المطلوب: أحسب تكلفة هذا القرض لثلاث حالات مختلفة علما أن معدل الضريبة 20%.

- ❖ حالة التسديد عند الاستحقاق(in fine) مع علاوة تسديد قدرها 4 دج؛
- ❖ حالة التسديد بدفعات ثابتة مع علاوة إصدار، قدرها 3دج؛
- ❖ حالة التسديد بدفعات ثابتة مع علاوة إصدار 4 دج؛

الحل:

- ❖ **حالة التسديد عند الاستحقاق(in fine) مع علاوة تسديد قدرها 4 دج؛**

- علاوة تسديد 4 دج تعني أن سعر الإصدار: 100 -4= 96 دج
- تكلفة الدين هي المعدل الفعلي للقرض وهو المعدل i الذي يجعل المبلغ الصافي المحصل من طرح السندات بعد طرح تكاليف القرض مساو للقيمة الحالية للمبالغ المسددة أي:

$$(10.000 \times 96) - 6832 = 50.000 \frac{1-(1+i)^{-10}}{i} + \frac{1.000.000}{(1+i)^{n}}$$

حيث:

50.000 مثل الفوائد السنوية التي تدفعها المؤسسة للمقرضين

10.000.000 مبلغ القرض الذي يسدد في أجل الاستحقاق دفعة واحدة.

باستخدام نفس طريقة حساب معدل العائد الداخلي نجد: $i = 5.63\%$

ومنه تكلفة القرض بعد الضريبة هي:

$$K_d = 0.0563\ (1-0.2) = 4.5\%$$

- ❖ **حالة التسديد بدفعات ثابتة مع علاوة إصدار قدرها 3دج؛**

علاوة الإصدار 03 دج أي أن سعر الإصدار 103 دج.

نقوم أولا بحساب قيمة الدفعة الثابتة: $10.000 \times 100 \times \frac{0.05}{1-1.05^{-10}} = 129.500$

حساب معدل الفائدة الفعلي: هو المعدل i الذي يجعل القيمة الحالية لمجموع الدفعات مساوية لقيمة القرض بعد طرح تكاليف الإصدار:

$$(10.000 \times 103) - 6832 = 129.500 \frac{1-(1+i)^{-10}}{i}$$

ومنه: $i = 4.53\%$

$$K_d = 0.0453 (1-0.2) = 3.62\%$$

❖ **حالة التسديد بدفعات ثابتة مع علاوة تسديد 04 دج**

علاوة التسديد 04 دج أي أن سعر الإصدار 96 دج

نقوم أولا بحساب قيمة الدفعة الثابتة $10.000 \times 100 \times \frac{0.05}{1-1.05^{-10}} = 129.500$

حساب معدل الفائدة الفعلي: $10.000 \times 96 - 6832 = 129.500 \frac{1-(1+i)^{-10}}{i}$

ومنه $i = 6\%$ $K_d = 0.06 (1-0.2) = 4.8\%$

2-3- طرق تقدير تكلفة الأموال الخاصة:

تتمثل الأموال الخاصة في الأرباح المحتجزة وإصدارات الأسهم الجديدة، وتعرف بأنها "الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الأموال الخاصة للحفاظ على قيمة الملكية الحالية بدون تغيير"[19]. وتعرف أيضا بأنها "أحسن معدل عائد يمكن تحقيقه في مجالات أخرى بديلة تتساوى مع المشروع في نفس درجة المخاطرة"[20].

يوافق المساهمون في المؤسسة على احتجاز جزء من الأرباح من أجل إعادة استثمارها مقابل تحقيق عائد لا يقل عن العائد الذي تحققه الاستثمارات المماثلة من حيث درجة المخاطرة. ومنه فتكلفة الأرباح المحتجزة هي تكلفة الفرصة البديلة الموافقة لتكلفة الأموال المحصلة من خلال رفع رأس المال. بمعنى أخر فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي تكلفة الأسهم العادية، غير أن الأرباح المحتجزة لا يوجد لها تكاليف إصدار.

يمكن تقدير تكلفة الأموال الخاصة وفق إحدى الطرق التالية:

2-3-1 نموذج قوردن :

يعتمد هذا النموذج على أسلوب خصم التدفقات النقدية الذي اكتشفه الاقتصادي B.Willams. سنة 1938، عقب تعريفه للمفهوم المالي للقيمة الذي أصبح أساس النظرية المالية، والذي يحدد قيمة أي أصل مادي أو مالي من خلال القيمة الحالة للتدفقات النقدية المتوقعة لهذا الأصل.

إنطلاقا من هذه القاعدة، تصبح قيمة السهم وفق نموذج قوردن:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{T} \frac{D_t}{(1+k_{CP})^t} + \frac{V_T}{(1+k_{CP})^T}$$

حيث:

- V_0: القيمة الحالية للسهم؛
- D_t: حصة السهم من الأرباح الموزعة خلال الفترة t؛
- Vn قيمة السهم في الفترة n
- Kcp: تكلفة الأموال الخاصة وهي تمثل العائد المتوقع من قبل حامل السهم.

إذا قرر حامل السهم عدم التنازل عن سهمه، فسيحصل على التدفقات النقدية إلى مالا نهاية، ولن يكون هناك سعر بيع في تاريخ ما، وهذا ما سيجعل سعر السهم يتحدد من خلال القيمة الحالية للحصص النقدية وفق العلاقة التالية:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k_{CP})^t}$$

واقعيا يصعب حساب هذه العلاقة لصعوبة التنبؤ بتوزيعات الأرباح لفترات طويلة، لهذا وجب تبسيط هذه العلاقة من خلال عدد من الافتراضات:

أ- بافتراض ثبات الحصص النقدية: إذا كانت المؤسسة تتبع سياسة توزيع مبالغ ثابتة لكل سهم أي:

$d_1 = d_2 = d_3 .... = D_n$ في هذه الحالة تصبح قيمة السهم ثابتة كما يلي:

$$V_0 = \frac{D_1}{k_{cp}}$$

وبالتالي فقيمة السهم تتحدد من خلال نسبة الحصة النقدية إلى معدل الخصم (fisher 1906).

في هذه الحالة تصبح تكلفة الأموال خاصة: $k_{cp} = \frac{D_1}{v_0}$

ب- بافتراض أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت g:

$$D_1, D_2 = D_1(1+g), \ldots, D_t = D_1(1+g)^{t-1}$$

تصبح قيمة السهم:

$$V_0 = D_1\left[\frac{1}{1+k_{CP}} + \frac{1+g}{(1+k_{CP})^2} + \ldots\right]$$

$$q = \left(\frac{1+g}{1+k_{CP}}\right) \qquad a = \frac{1}{1+k_{CP}}$$

هذه المعادلة تمثل متتالية هندسية[21] حدها الأول. وأساسها

و بما أن n تؤول إلى مالا نهاية يمكن إعادة كتابة المعادلة السابقة كما يلي:

وبالتالي تكلفة الأموال الخاصة تحسب كما يلي: $V_0 = \frac{D_1}{k_{CP} - g}$

$$k_{cp} = \frac{D_1}{v_0} + g$$

حيث $D_1 = D_0(1+g)$

وهذه المعادلة هي التي تعرف بنموذج قوردن. لصلاحية هذا النموذج يجب أن يكون معدل النمو أقل من معدل الخصم. تبين هذه المعادلة أن تكلفة الأموال الخاصة تتكون من عنصرين:

- العائد المتوقع للسهم D1/ Vo؛
- معدل النمو المتوقع لتوزيعات الأرباح g.

حساب تكلفة الأموال الخاصة وفق المعادلة السابقة يبدو بسيطا، لكنها في الواقع عملية صعبة نوعا ما، لسببين رئيسيين:

- تحديد المعدل المتوقع لنمو حصة الأرباح يصبح من قبيل التخمين والتقدير الشخصي؛
- تعتمد تكلفة أسهم رأس المال على سعر السهم في السوق، وبناءا على ذلك ينبغي أن تكون سوق الأوراق المالية سوقا سائلة، وإلا فإن السعر الحالي يصبح غير واقعي، ويتأثر بنقص مؤقت في العرض أو الطلب في السوق.

مثال: تنمو أرباح مؤسسة بمعدل ثابت منذ عدة سنوات بمعدل 8%، ويتوقع أن يستمر هذا لفترات لاحقة، وزعت هذه مؤسسة خلال السنة الماضية أرباحا قدرها 400.000دج، يبلغ عدد أسهمها مليون سهم، يتداول سعر سهمها بسعر20دج. أحسب تكلفة الأموال الخاصة لهذه المؤسسة.

الحل:

حصة السهم من الأرباح: $D_0 = 400.000/1.000.000 \Rightarrow D_0 = 0.4$

$$k_{cp} = \frac{D_1}{v_0} + g \Leftrightarrow k_{cp} = \frac{0.4(1+0.08)}{20} + 0.08 \quad Kcp = 10.16\ \%$$

2-3-2-نموذج BATES:

يقوم نموذج BATES على افتراض وجود عدة معدلات نمو متتالية تطبق على كل من الأرباح المحققة وتوزيعات الأرباح.

لدينا من نموذج قوردن:

$$v_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+Kcp)^{-t}} + v_n(1+Kcp)^{-n}$$

$D_t = D_0(1+g)^t \Leftrightarrow D_t = d\, b_0(1+g)^t$

حيث : - V_0: قيمة السهم؛

- Kcp تكلفة الأموال الخاصة؛
- D_t حصة السهم من الأرباح الموزعة في السنة t؛
- g معدل نمو ثابت يطبق على:
- d معدل توزيع الأرباح ؛ B_0 الأرباح الصافية للسنة0.

باستخدام مضاعف سعر السهم PER، مضاعف السهم هو نسبة سعر السهم السوقي إلى حصة السهم من الأرباح، ويحسب كما يلي:

$$PER_0 = \frac{v_0}{B_0} \quad \Rightarrow V_0 = PER_0 . B_o$$

$$\Rightarrow V_t = PER_t . B_t$$

$$\Rightarrow V_t = PER_t . B_0(1+g)^t \quad \text{puisque} \quad B_t = B_0(1+g)^t$$

بالتعويض في نموذج قوردن نجد:

$$v_0 = PER_0.B_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{d.B_0(1+g)^t}{(1+Kcp)^{-t}} + \frac{PER_n.B_0(1+g)^n}{(1+Kcp)^{-n}}$$

بالقسمة على B_0 نجد:

$$PER_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{d\ (1+g)^t}{(1+Kcp)^{-t}} + \frac{PER_n\ (1+g)^n}{(1+Kcp)^{-n}}$$

عندما تؤول n إلى ما لانهاية وإذا كان $g< K_{cp}$ تصبح المعادلة السابقة:

$$PER_0 = \frac{d\ (1+g)}{(1+Kcp)} \quad \Rightarrow \quad Kcp = \frac{d\ (1+g)}{PER_0} + g$$

2-3-3 نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

وفقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (MEDAF)، فإن تكلفة الأموال الخاصة أو عائد سهم مؤسسة ما يتكون من معدل العائد عديم المخاطرة الذي تضاف إليه علاوة مخاطر السوق معدلة على أساس المخاطر المصاحبة للسهم مقاسة بمعامل بيتا (beta) له.

$$r_i = K_{cp} = r_f + \beta_{cp}\ (r_m - r_f)$$

- k_{Cp} عائد السهم والذي يمثل تكلفة الأموال الخاصة؛
- r_f معدل العائد الخالي من المخاطر وعادة ما يكون عائد السندات الحكومية؛
- r_m عائد السوق.
- B_{cp} بيتا السهم، وهو مقياس لدرجة المخاطر المرتبطة بسهم المؤسسة محل التقييم.

ملاحظة: لقد تم استعمال هذا النموذج سابقا في الفصل الثاني المتعلق بالسياسة الاستثمارية.

2-4-تكلفة الأرباح المحتجزة:

تعد تكلفة الأرباح المحتجزة بمثابة تكلفة الفرصة البديلة المتمثلة بعدم توزيع الأرباح السنوية على المساهمين، وهي من الناحية النظرية تساوي التكلفة الأولية للتمويل بالملكية(الأسهم العادية)، ويمكن تشبيه التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة وكأن المؤسسة قد وزعت الأرباح على المساهمين، وأصدرت لهم أسهم عادية جديدة دون اللجوء إلى الاقتراض، لذلك ستكون تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي العائد المطلوب من قبل المساهمين للإستثمار في أسهم المؤسسة، ويمكن القول أنها تساوي التكلفة الأولية للتمويل بالملكية[22].

أما من الناحية العلمية فإن تكلفة الأرباح المحتجزة أقل من التكلفة الأولية للتمويل بالملكية، وخاصة إذا كانت الأرباح الموزعة خاضعة لضريبة الدخل، إضافة إلى أن إعادة استثمار هذه الأرباح يخضع لعمولة تدفع لشركات الوساطة، فتصبح تكلفة الأرباح المحتجزة كما يلي:

$$K_{pr}=K_{cp}(1-i)(1-t)$$

حيث:

K_{pr} : تكلفة الأرباح المحتجزة؛

K_{cp}: التكلفة الأولية للتمويل بالملكية؛

i: نسبة الضريبة؛

t: سبة تكلفة الوساطة

2-5- التكلفة الكلية لرأس المال

لكل المستثمرين الحق في الحصول على جزء من كافة التدفقات النقدية للمؤسسة، وللدائنين الأولوية في الحصول على جزء من التدفقات النقدية وليس لهم الامتياز على مشروع معين للحصول على حقوقهم. لذلك نهتم بحساب تكلفة التمويل والتي يقصد بها تكلفة كل الأموال المتاحة للمؤسسة. يمكن حسابها بأسلوبين: باستخدام أسلوب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال (وعادة يشار إلى متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال على أنها تكلفة التمويل) وأسلوب نموذج تسير الأصول الرأسمالية.

2-5-1 مدخل متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال. Cout Moyenne Pondéré de Capitale

وفقا لهذا الأسلوب تتمثل التكلفة الكلية لرأس المال في مجموع تكلفة مزيج مصادر التمويل من الأرباح المحتجزة والأسهم العادية والأسهم الممتازة والمديونية مرجحة بأوزانها النسبية. ولحساب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال نتبع الخطوات التالية:

- تحديد المصدر التمويلي وتحديد قيمته التمويلية؛
- تحديد الأهمية النسبية لكل مصدر تمويلي وذلك بالنسبة للمجموع الكلي للأموال المستثمرة؛
- تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل؛
- تحديد التكلفة المرجحة لكل مصدر تمويلي وذلك بضرب تكلفة كل مصدر في الأهمية النسبية له؛
- تحديد التكلفة المرجحة الكلية، وذلك بجمع التكاليف المرجحة للمصادر التمويلية جميعها وفق المعادلة التالية:

CMPC= $k = W_d k_d (1 - T) + W$

حيث: w_d، w_{cp} نسبة الدين والأموال الخاصة في هيكل رأس المال، وk_d تكلفة الدين قبل الضريبة، وT معدل الضريبة، k_{cp} تكلفة الأموال الخاصة.

أو:

$$CMP = t \frac{V_{CP}}{V_D + V_{CP}} + i \frac{V_D}{V_D + V_{CP}}$$

حيث: Vcp: قيمة الأموال الخاصة؛ V_D: قيمة الديون؛ t: تكلفة الأموال الخاصة؛ i: تكلفة الدين بعد الاقتصاد في الضريبة.

استخدام الأوزان النسبية لمكونات رأس المال تعطينا متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال المستخدم، لكن تقلب ظروف السوق تجعل الأوزان النسبية المستقبلية لمكونات هيكل رأس المال تختلف عن الأوزان النسبية الحالية، لذلك يجب الاعتماد على الأوزان المستقبلية المستهدفة (هيكل رأس المال المستهدف) لتحديد متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال والاعتماد على الأسعار السوقية للوصول إلى متوسط التكلفة المرجحة الحدية أي للأموال الجديدة، من أجل مقابلتها بالعائد الحدي الذي يطالب به المستثمرون.

تعتبر تكلفة رأس المال مرتفعة في المؤسسات صغيرة الحجم مقارنة بتلك كبيرة الحجم، ترجع أسباب ذلك إلى:

- المؤسسات صغيرة الحجم أكثر عرضة للمخاطر، لذلك يطلب منها عائد أكبر على الأموال الخاصة؛
- تحصل المؤسسات الصغيرة على حجم قروض أقل من المؤسسات الكبيرة، ونتيجة للتكاليف الثابتة المرتبطة بالقروض ترتفع تكلفتها؛
- تخضع المؤسسات الفردية لنظام ضريبي يختلف عن النظام الضريبي للمؤسسات المساهمة، مما يؤثر حتما على حساب تكلفة رأس المال.

إضافة إلى ذلك، في المؤسسات الفردية والصغيرة التي لا تتخذ شكل مؤسسات أسهم يصعب تقدير تكلفة أموالها الخاصة. أما مؤسسات القطاع العام التي يمكنها الحصول على الأموال بسهولة وبتكاليف منخفضة فقد لا تعير الاهتمام لحساب لتكلفة الأموال الخاصة، الأمر الذي يؤدي إلى:

- عدم الربط بين الاستثمارات الرأسمالية ومصادر التمويل الملائمة، الأمر الذي ينعكس على خلل هياكل التمويل للمؤسسات؛
- التمادي في الاعتماد على الاقتراض طويل الأجل دون مراعاة أثر ذلك على عائد حقوق الملكية؛
- عدم الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الأموال عند تسعير المنتجات، مما يؤثر سلبا على النتيجة.

بمقارنة تكلفة وخصائص مصادر التمويل المختلفة، تعتبر القروض من أخطر مصادر التمويل وأقلها تكلفة، وتندرج المصادر التمويلية الأخرى إلى الأقل خطرا والأعلى تكلفة من الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية إلى الأرباح المحتجزة، التي تعتبر الأقل خطرا والأعلى تكلفة. لكن المؤسسة لا يمكنها التوسع في الاعتماد على القروض كمصدر تمويلي دون قيود، لأن ذلك سوف يدفع بهامش الأمان إلى الانخفاض بسبب ارتفاع مدفوعات الفائدة، ومن ثم ارتفاع تكلفة كل من الأموال الخاصة والأموال المقترضة. لذلك لا بد أن تقوم المؤسسة سلفا بتحديد مدى تأثير استخدام أي مصدر من مصادر التمويل من الناحية الايجابية والسلبية وتحديد هيكل امثل يحقق التوازن بين سلبياته وايجابياته.

مثال: تبلغ تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة 15% وتكلفة الدين قبل الضريبة 10%، معدل الضريبة 20%.

1- أحسب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال إذا كان هيكل التمويل يتكون من 30% من الدين؟

2- أحسب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال إذا كان هيكل التمويل يتكون من 50% من الدين؟

الحل:

CMPC= $k = W_d k_d (1-T) + W_{cp} k_{cp}$

$CMPC_1$ = (0.15 x 0.7)+ (0.1 x (1 - 0.2) x 0.3 = 12.9%

$CMPC_2$ = (0.15 x 0.5)+ (0.1 x (1 - 0.2) x 0.5 = 11.5%

2-5-2 مدخل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

ذكرنا أن تكلفة رأس المال تتمثل في مجموع مكونات هيكل رأس المال، وهي تمثل العائد الذي يطلبه أصحاب الأموال. وبالتالي يمكن تقدير تكلفة رأس المال انطلاقا من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية باعتبار أن تكلفة رأس المال هي العائد الذي يطلبه أصحاب الأموال (المقرضون والمساهمون) كما يلي[23]:

$$k_{Actif} = R_f + \beta_{Actif} PRM$$

- K_{actif} تمثل تكلفة التمويل وهي العائد الذي يطلبه المستثمرون.
- B_{actif} بيتا المؤسسة والتي تحسب كما يلي:

$$\beta_{Passif} = \beta_{cp} \frac{CP}{D+CP} + \beta_d \frac{D}{D+CP} = \beta_{Actif} = \beta_{Entreprise}$$

- β_{cp} بيتا الأموال الخاصة؛
- β_d بيتا الدين.

β_{cp} بيتا الأموال الخاصة يمكن حسابها بطريقتين:

1- من خلال تحليل العلاقة التاريخية بين عوائد السهم وعوائد السوق كما بينا في الفصل الأول (أنظر الفصل الأول ص 19) وفق العلاقة التالية:

$$\beta_i = \frac{cov(r_i, r_m)}{\sigma^2 rm}$$

2- من خلال المقارنة مع بيتا مؤسسة أخرى من نفس القطاع لا تستخدم الدين وفق نموذج طوره Robert Hamada يسمح بتحديد قيم معاملbeta عند المستويات المختلفة للدين.تأخذ هذه المعادلة الشكل التالي[24]:

$$\beta_L = \frac{\beta_u}{1 + \frac{D}{CP}(1 - T)}$$

- β_L معامل بيتا لمؤسسة تستخدم الدين؛
- β_U معامل بيتا لمؤسسة لا تستخدم الدين

β_d معامل بيتا للدين يمكن حسابه من خلال معدل الفائدة على القروض، حيث أن القرض من الاستثمارات ذات المخاطر. ويمكن استنتاجه من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية كما يلي:

$$K_d = r_f + [PR_m]\beta_d$$

وبما أن المؤسسة تخضع للضريبة وتحقق وفر ضريبي من استخدام الدين تصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$K_d = i(1-t) = r_f + [RP_m]\beta_d \quad \Rightarrow \beta_d = \frac{i(1-t)-r_f}{RP_m}$$

حيث: - i معدل الفائدة على الدين؛

- t معدل الضريبة؛
- r_f معدل العائد عديم المخاطرة؛
- PRm علاوة مخاطر السوق ؛

2-6- تكلفة القرض الايجاري:

القرض الايجاري تقنية خاصة لتمويل الاستثمارات وتدخل ضمن إطار التمويل غير المباشر للمؤسسات. ونظرا لخصوصيته سيتم تناوله بشكل منفصل عن تقدير تكلفة الدين.

ومن أجل فهم البعد العملي لطرق الحساب يمكننا التذكير بأن القرض الايجاري عبارة عن تقنية وضع تحت تصرف المؤسسة سلعة ما (ملك) منقولة أو غير منقولة من طرف هيئة التمويل (بنوك) التي تبقى المالكة لهذه السلعة مقابل دفع إتاوات (إيجار). العقد يحتوي شرطا أو بندا يسمح للمؤسسة في نهاية فترة محددة أن تصبح مالكة لهذه السلعة مقابل تسديد سعر الشراء[25].

وفقا لنظام المحاسبة المالية يعرف عقد الإيجار بأنه "عبارة عن اتفاق يتنازل بموجبه المؤجر للمستأجر لمدة محددة عن حق استعمال أصل مقابل دفعة نقدية أو عدة دفعات نقدية واحدة أو عدة دفعات"[26]. ويمكن أن نميز بين نوعين من عقود الإيجار:

عقد إيجار التمويل: هو عقد إيجار يترتب عليه نقل شبه كلي للمخاطر والمنافع المتصلة ملكية الأصول بصفة شبه كلية إلى المستأجر.

عقد الإيجار التشغيلي أو البسيط: هو كل عقد إيجار غير الإيجار التمويلي. حدد نظام المحاسبة المالية الحالات التي يمكن اعتبارها عقد إيجار تمويل كالآتي:

- انتقال ملكية الأصل في نهاية العقد إلى المستأجر؛
- أن تغطي مدة الإيجار.

من نتائج القرض الإيجاري الحصول على استثمار جديد موضوع تحت تصرف المؤسسة، عند اختبار فعالية عملية القرض الايجاري، فإننا نقوم بمقابلة عملية الشراء مع عملية القرض الايجاري، لأن القرض الايجاري يجب أن يعتبر كمصدر تمويلي خاص باستثمار قد أتخذ القرار فيه مسبقا. مثل كامل مصادر التمويل فتكلفة القرض الايجاري يمكن معالجتها انطلاقا من التدفقات التي تضبط حياته.

– طرق الحساب:

– التدفقات الناتجة: تكلفة القرض الايجاري معطاة عن طريق المعدل الذي يضمن المساواة بين مقدار المبالغ المحصلة و مقدار المبالغ المدفوعة من أجل الاستيفاء بالعقد. كما رأينا مع الاستثمارات فمفهوم التدفقات يجب أن يمتد إلى معنى التدفقات الصريحة و كذلك الضمنية.

– في صنف التدفقات الصريحة و بصفة تقليدية سنضع من جهة المبالغ المقبوضة أو المحصلة ، ومن جهة أخرى المبالغ المدفوعة من أجل تلبية التزامات العقد (الكراء). قيمة (الملك) الموضوع تحت تصرف المؤسسة ستكون مساوية لقيمته الحيازية. أقساط الكراء سيعبر عنها بعد الضريبة مع الأخذ في الحسبان بطبيعة الحال نظام تسديدها (شهري، ثلاثي،...).

– ضمن صنف التدفقات الضمنية يجب الأخذ بعين الاعتبار كل النتائج التي تنجم عن تبني نظام التمويل بالقرض الايجاري بالنسبة لنظام آخر. و هكذا فإن تمويل حيازة ملك عن طريق الأموال الخاصة أو عن طريق الاقتراض يعتبر نظاما مانحا لملكية الملك للمؤسسة. فإذا كانت هناك ملكية فهناك إمكانية الاهتلاك المادي ونتيجة لذلك إظهار عبء في حساب النتيجة الذي لا يعتبر بتدفق وبالتالي فإنه لا يسمح باقتصاد في الضريبة الذي بدوره يعتبر تدفقا، ومنه، نستطيع القول بأن تمويل استعمال ملك عن طريق القرض الايجاري ينجر عنه عدم استفادة المؤسسة من التخفيض الجبائي بما أن السلعة لا تستوجب الاهتلاك. خسارة هذه الميزة تمثل إذا عنصرا يجب إظهاره في حساب تكلفة القرض الايجاري.

يتم تحديد مبالغ أقساط القرض والفوائد من خلال إعداد جدول اهتلاك القرض وفقا للمعدل الضمني للعقد، وهو المعدل الذي يجعل القيمة الحالية لكل الدفعات تساوي القيمة الحقيقية للأصل. يتم حسابه بنفس طريقة معدل العائد الداخلي.

–النموذج: يكون نموذج الحساب كالتالي:

$$I_0 = \sum^{n}_{i=1}[\ L_i\ (1-t)+A_i(t)] \ /\ (1+K_{cb})^{i} + P_n\ /\ \ (1+K_{cb})^{n}$$

حيث: $I0$ قيمة حيازة الملك. Li إيجار الفترة.

A_i مخصصات الاهتلاكات التي ستكون مطبقة في الفترة.

t معدل الضريبة على أرباح الشركات.

P_n سعر خيار الشراء في تاريخ الشراء (ما عدا التأثيرات الجبائية المتوقعة).

K_{cb} التكلفة المطلوبة.

التأثيرات الجبائية (العواقب الجبائية) التي تؤثر على قيمة P_n تكون عامة في إطار القرض الايجاري العقاري (الثابت). و التي ترتبط بإعادة إدماج ضمن الأرباح المحاسبية لمبالغ محددة عن طريق القانون.

–حدود النموذج: دراسة تكلفة القرض الايجاري في غالب الحالات تكون موجه نحو الانشغال بالمقارنة مع مصدر آخر للتمويل والذي يكون عادة القرض. في هذه الحالة عملية المقارنة غالبا ما تنحرف وتكون غير فعالة، ليس فقط عند عدم تساوي المبالغ بل وحتى في حالة اختلاف في مدة الحياة. سنستعمل إذا طريقة التدفقات للقيام بعملية المفاضلة أو الاختيار.

مثال: ما هي تكلفة التمويل عن طريق القرض الايجاري لعملية استعمال آلة تتميز بالخصائص التالية؟:

- سعر الشراء 1.500.000دج.
- مدة الحياة 5 سنوات.
- القيمة الشرائية المتبقية في السنة 4 صافية من الضرائب 250.000 دج.
- الإيجار (الكراء) بمبلغ 110.000 دج تدفع كل ثلاثة أشهر.
- الاهتلاك في حالة الشراء يكون خطيا.
- الضريبة على الشركات 33,3 %.
- قيمة الآلة المأخوذة بعين الاعتبار تساوي سعر الشراء، أي 1.500.000 دج.

حساب التدفقات: الإيجار بعد الضريبة كل ثلاثة أشهر = 73.333 = (1-0,333) 110.000

الاهتلاك: 300.000 = 5 / 1.500.000

الاهتلاك الفصلي: 75.000 = 4 / 300.000

اقتصاد في الضريبة: 24.975 = 0,333 × 75.000

التدفقات الفصلية للاهتلاك بما فيها الاقتصاد في الضريبة وبتوزيع متساوي لكل فصل مع إدخال في الحساب أقل من 1% للتكلفة المحسوبة، والذي نهمله.

التدفقات الفصلية: 73.333 + 24.975 = 98.308

حساب التكلفـــة: $-1.500.000 + \sum_{i=1}^{16}[98.308 / (1+K_{cb})^{i}] + [250.000 / (1+K_{cb})^{16}] = 0$

إذا المعدل الناتج يساوي 0,02169 والذي يمثل معدل فصلي.

نجعل هذا المعدل سنوي: $K_{cb} = (1,021269)^{4}-1 = 0,087828$ أي 8,78 %.

3 – الهيكل المالي الأمثل (هيكل التمويل الأمثل):

لايكتفي المدير المالي في بناء السياسة التمويلية للمؤسسة بالتعرف على مصادر التمويل المتاحة حسب تصنيفها داخلية وخارجية أو مباشرة وغير مباشرة أو طويلة، متوسطة وقصيرة الأجل بل يسعى للحصول عليها بأفضل الشروط وامتلاك مزيج مناسب من تلك الأموال بغية تكوين هيكل مالي أمثل وتوزيعه على جانب الأصول من تثبيتات غير جارية وأخرى جارية، تمكنها من القيام بدورة الاستغلال لتعظيم قيمتها.

وتترجم الإستراتيجية التمويلية من خلال مختلف السياسات المالية المتبعة في المؤسسة، وكذلك مخططات التمويل، وتتحدد سياسة التمويل في المؤسسة من خلال تشكيل الهيكل التمويلي وتكلفته، والاهتمام بتدنيه مختلف مصادر التمويل، وبالتالي تدنيه التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، وهذا ما يقودنا إلى ما يسمى بالهيكل التمويلي الأمثل.

3-1- مفهوم الهيكل المالي وهيكل رأس المال:

يجب الإشارة إلى وجود فرق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال الذي يعتبر هذا الأخير جزءا منه، ويمكن توضيح ذلك من خلال تعريف كل منهما على حدى.

3-1-1-تعريف الهيكل المالي:

يعرف الهيكل المالي بأنه مزيج مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة، ويفرق بعض الكتاب بين هيكل رأس المال والهيكل المالي، فالأول يشير الى مصادر التمويل طويل الأجل والثاني يشير إلى مجموع مصادر التمويل طويل وقصير الأجل.[27]

كما يعرف أيضا بأنه تشكيلة المصادرالتي حصلت منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية.[28]

كما يعرف بأنه نتيجة تراكمية لقرارات التمويل التي يتبع فيها المدراء الماليون التسلسل الهرمي للموارد المالية المتاحة.[29]

تشكل عناصر الهيكل المالي جانب المطلوبات في عناصر الميزانية لأي مؤسسة. ويمكن تقسيم الهيكل المالي إلى عدة مجموعات ومنها :

-الالتزامات قصيرة الأجل .

-الخصوم طويلة الأجل (الأموال الدائمة)، ومن أهمها: الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات والأرباح والقروض طويلة الأجل وجميعها تشكل مصادر الأموال المتاحة للشركة لخطة إعداد الميزانية .

3-1-2- تعريف هيكل رأس المال.

يراد بهيكل رأس المال ذلك الجزء من الهيكل المالي للمؤسسة الدائم أو طويل الأجل سواء كان في شكل حقوق الملكية أو الإستدانة.

إذن يتألف هيكل رأس المال من المصادر التالية:

-الالتزامات طويلة الأجل ومنها قروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة .
- حقوق المساهمين من أسهم عادية و أرباح محتجزة.

يترجم الهيكل المالي للمؤسسة البنية المالية التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، فتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، نظرا لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال. عندئذ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة. بينما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة فإن الأمر يختلف تماما، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأسمال المؤسسة، وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين. وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم (معدل العائد المطلوب). كما أنه قد يكون مصدر تمويل المؤسسة مزيجا من الموردين السابقين، وهي الحالة الأكثر شيوعا، ومن ثم تتحمل المؤسسة النوعين من التكلفة (تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة).

3-2- تعريف الهيكل المالي الأمثل (هيكل رأس المال المستهدف) :

يقصد بالهيكل المالي الأمثل بهيكل التمويل الذي يحقق أكبر ربح لملاك المؤسسة، أي الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للسهم.

أيضا يعرف بأنه "نسب خليط التمويل المرغوب من الديون وحقوق الملكية، التي يتحقق عندها تعظيم قيمة سهم المؤسسة في السوق" [30].

كما يعرف بأنه "ذلك الخليط المتجانس من مصادر التمويل التي تشمل التمويل الممتلك والتمويل المقترض والذي يمكن الإدارة من تعظيم مستوى الربحية وتحقيق هدفها المتمثل في تعظيم القيمة السوقية للسهم الواحد من خلال جعل كلفة التمويل في حدها الأدنى وقيمة المنشأة في حدها الأعلى"[31].

تتطلب أمثلية الهيكل المالي تحقيق المؤسسة توازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل، إذن فوجود هيكل تمويل أمثل بالنسبة للمؤسسة سيترك آثارا ايجابية يمكن إدراجها في النقاط التالية:
- تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتعظيم ثروتها.
- تدنيه التكلفة المرجحة للأموال وإمكانية الحصول على الأموال اللازمة والاستفادة من الفرص الاستثمارية.

– تنمية الثروة والاستخدام الأمثل للموارد، ورفع معدل الاستثمار، والنمو الاقتصادي، مما يكون له الأثر الاجتماعي في خلق مناصب شغل وتنمية الدخل الوطني.

تقتضي السياسة التمويلية السليمة الوصول إلى درجة من التوازن بين كل من الملكية والمديونية من جهة، ومن جهة أخرى التوازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل. إضافة إلى ضرورة مراعاة الأسس والمبادئ العلمية السليمة عند الاعتماد على التمويل الخارجي أو التوسع فيه. ومن هذه المبادئ ضرورة وجود هيكل مستهدف لرأس المال تتسق وتنسجم معه كل القرارات التمويلية بما يساعد في رسم الصورة المستقبلية لعمليات التمويل (هيكل مالي أمثل). حيث لا يتمتع هذا الهيكل بالثبات بل يتغير حسب الظروف والأحوال.

تكمن الإشكالية في مدى قدرة الإدارة على تحديد نسبة كل مصدر من مصادر التمويل وفي إمكانية الوصول إلى الهيكل الأمثل، علما أنه من الناحية النظرية أمر ممكن، أما عمليا فهناك مجموعة من الضوابط والمحددات التي يجب أن تأخذ بعين الاعتبار عند بناء هيكل رأس المال سيما في ظل تطور الأسواق المالية وتطور أدواتها. ويرى البعض أن الخطة المالية تعتبر سليمة أو غير سليمة حسب مطابقتها للظروف، وأنه لا توجد خطة كاملة وأن قليل من الخطط يمكن الادعاء بأنها بنيت على تقييم دقيق لجميع المتغيرات.

3-3- العوامل المؤثرة على الهيكل المالي الأمثل

تتمثل أهم الاعتبارات المؤثرة في اتخاذ قرار التمويل والمقيدة لاستخدام الدين في هيكل التمويل فيما يلي:

– **مدى استقرار المبيعات**: إذ يمكن للمؤسسات التي تتمتع باستقرار في مبيعاتها الاعتماد بشكل أكبر على الدين لارتفاع قدرتها على تحقيق الدخل للوفاء بالتزاماتها بأقل درجة من الخطر، عكس الحالة التي يكون يسود فيها تقلب في مستوى المبيعات؛

– **هيكل الأصول ونوعيتها**: تتمتع المؤسسات التي تعتمد على أصول ملموسة قابلة للرهن أو طويلة الأجل بقدرة أكبر على جذب المقرضين، وبالتالي تزاد نسبة المديونية لديها مقارنة بالمؤسسات التي يغلب على موجوداتها أصول غير ملموسة أو مخزونات وذمم قصيرة الأجل.

– **الرفع التشغيلي**: تعد المؤسسات التي يكون عامل الرفع التشغيلي لديها منخفضا –مع ثبات العوامل الأخرى– أكثر قدرة على استخدام الرفع المالي نظرا لانخفاض مخاطر الأعمال لديها.

– **الربحية**: غالبا ما تعتمد المؤسسات ذات العوائد المالية المرتفعة على استثماراتها بشكل كبير على مصادرها الداخلية لتلبية حاجياتها التمويلية؛

– **الضرائب:** نظرا لأثر الضريبة على أرباح المؤسسة باعتبارها من الأعباء القابلة للحسم من الدخل الخاضع للضريبة، فكلما ارتفعت معدلات الضريبة ارتفعت مزايا استخدام الدين؛

– **السيطرة على المؤسسة:** تقود اعتبارات السيطرة لاتخاذ القرار بشأن نوع رأس المال الذي يحقق ذلك باعتبار هذا النوع يختلف من حالة للأخرى؛

– **اتجاهات الإدارة:** يتأثر قرار التمويل باختلاف الرؤى واختلاف تقديرات هيكل رأس المال المناسب، وبتفاوت المدراء في سلوكهم من حيث استخدام الدين فمنهم المغامر ومنهم المحافظ؛

– **اتجاهات المقرضين ووكالات التصنيف:** عادة ما تناقش المؤسسات هيكل رأسمالها مع المقرضين ووكالات التصنيف وتعطي وزنا لآرائهم، فإذا تبين للمؤسسة أن إصدار المزيد من السندات يؤدي إلى تخفيض تصنيفها الائتماني فحتما سيتأثر قرارها التمويلي؛

وعند تحديد المؤسسة لهيكل التمويل المستهدف فيجب أن تراعي مجموعة من الخصائص التي يجب توفرها في الهيكل المراد تحديده، يكون له دور فاعل في تعظيم قيمتها، وأيضا عدم الإضرار بمصالح الملاك، تتمثل هذه الخصائص في[32]:

– **درجة الرفع المالي:** وهو تعبير للدلالة على أثر المديونية على رفع مردودية الأموال الخاصة، أي التأثير الممارس من طرف المديونية على مردودية الأموال الخاصة، ويتحقق هذا التأثير عندما تكون مردودية الأموال الخاصة أكبر من تكلفة الديون.

– **عامل المخاطرة:** إن المفاضلة بين الهياكل التمويلية واختيار الهيكل التمويلي الملائم، يتطلب أخذ عامل المخاطرة بعين الاعتبار، بمعنى أدق على المؤسسة أن تختار هيكل التمويل الذي يعظم مردوديتها، وفي نفس الوقت يقلل من المخاطرة، وهي معادلة صعبة يتطلب التحكم السليم فيها. فالمؤسسة عليها مراعاة قدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند اعتمادها على الاقتراض، مع تجنيب الملاك أي مخاطر مالية إضافية؛

– **المرونة:** وهو إتصاف الهيكل المالي بالقابلية للتغير وتعديل المصادر التمويلية وهذا تبعا للتغيرات الناتجة عن الحاجة إلى الأموال أو في تكلفتها؛

– **الربحية:** تحقيق من خلال الهيكل المالي المعتمد أعلى العوائد الممكنة مع تدنية تكلفة الأموال إلى أدنى حد ممكن؛

–**الرقابة:** وذلك عن طريق تقليل المخاطر الممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة.

3-4- ثنائية العائد والمخاطرة والرفع الكي في المؤسسة:

يقصد بالرفع استخدام المؤسسة للتكاليف الثابتة وأعباء الاقتراض بنسبة معينة من أجل تأثير على التغير في الأرباح بنسبة أكبر. ويحضى أثر الرافعة بأهمية خاصة لدى مسيري المؤسسات والملاك لكونه أداة هامة من أدوات التسيير المالي للمؤسسة، ولتأثيره المباشر على مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة.

3-4-1 المردودية المالية:

تعرف المردودية على أنها ذلك الارتباط بين النتائج والوسائل التي ساهمت في تحقيقها،حيث تحدد مدى مساهمة رأس المال المستثمر في تحقيق النتائج المالية[33]، وتعبر المردودية المالية للمؤسسة عن العائد الفعلي الذي تحققه المؤسسة، وللتعرف على المردودية المالية لابد من التعرف أولا على المردودية الاقتصادية.

تقيس المردودية الاقتصادية مساهمة الأصول الاقتصادية في تكوين نتيجة الاستغلال، أي نجاعة المؤسسة في استخدام الأصول بمعزل عن تأثير السياسة التمويلية (الأموال المستثمرة مهما كان مصدرها). وتحسب وفق العلاقة التالية:

معدل المردودية الاقتصادية Re = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة/ مجموع الأصول الاقتصادية

يقتضي التوازن المالي للمؤسسة أن تغطي مردودية مجموع الأصول متطلبات عوائد أصحاب الأموال (المالكين والدائنين)، وفقا لهذه المقاربة يجب أن تكون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة رأس المال المستخدم من قبل المؤسسة[34]، أي Re > K.

أما المردودية المالية فهي تقيس فعالية المؤسسة في استخدام الأموال الخاصة لتحقيق الأرباح.

المردودية المالية (R_f) = النتيجة الصافية بعد الفائدة والضريبة / الأموال الخاصة

يقتضي التوازن المالي للمؤسسة أن تغطي المردودية المالية تكلفة الأموال الخاصة (Rf > Kcp)، وفي حالة عدم تحقق ذلك فإنه سينعكس سلبا على المؤسسة من خلال انخفاض سعر سهمها في السوق، لأن المساهمين لا يمكنهم الحصول على العائد المتوقع، وسينظر إليها المقرضون بنظرة سلبية.

ملاحظة: عند مستوى الاستدانة المعدوم تتساوى المردودية الاقتصادية مع المردودية المالية.

3-4-2- الرافعة التشغيلية:

تعبر الرافعة التشغيلية عن المخاطر التشغيلية أو الاقتصادية. وهي ترتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تعمل فيها، (وتسمى كذلك المرونة الاقتصادية) وتعد التكاليف الثابتة نقطة الإرتكاز في الرافعة التشغيلية، فكلما كانت نسبة التكاليف الثابتة من إجمالي التكاليف أكبر, كلما كانت درجة الرفع التشغيلي أكبر. يشير الرفع التشغيلي إلى آثار تغير المبيعات على نتيجة الإستغلال، فكلما كانت عامل الرفع هذا أكبر كلما كانت آثار تقلب المبيعات على نتيجة الاستغلال أكبر وازدادت مخاطر الأعمال التي تواجهها المؤسسة. تحسب الرافعة التشغيلية بين فترتين وفق المعادلة التالية:

$$DLO = \frac{\Delta R_{EXP}/R_{EXP}}{\Delta CA\ /CA}$$

حيث: Rexp; Δrexp: نيتجة الاستغلال والتغير في نتيجة الإستغلال؛

ΔCA, CA : رقم الأعمال والتغير في رقم الأعمال.

فمثلا رافعة تشغيلية قدرها 2 تشير إلى أن تغير في رقم الأعمال ارتفاعا أو انخفاضا قدره 10% يؤدي إلى تغير في نتيجة الاستغلال بـــ 20% (10% X 2 = 20%).

ويمكن تحديد الرافعة التشغيلية عند مستوى معين من المبيعات، وهو حجم المبيعات الذي يسمح بتغطية التكاليف الثابتة كما يلي:

$$DLO = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F}$$

حيث: Q كمية المبيعات؛

P سعر بيع الوحدة؛

V التكاليف المتغيرة؛ F التكاليف الثابتة.

3-4-3- الرافعة المالية:

تعبر الرافعة المالية عن درجة المخاطر المالية. ويقصد بها "قيام المؤسسة باستخدام أموال الآخرين لتحقيق أكبر عائد ممكن للمالكين"[35]. حيث تقوم المؤسسة باقتراض الأموال لاستثمارها بالإضافة إلى

الأموال الخاصة لتوليد الأرباح، والتي بدورها توزع بين الأعباء المالية (الفائدة التي تدفع للمقرضين) والنتيجة الصافية التي تعود إلى ملاك المؤسسة.

يمكن توضيح أثر الرافعة المالية من خلال توضيح العلاقة بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية، حيث أن الفرق بين المردودية الاقتصادية والمردودية المالية ناجم عن أثر استخدام الدين وهو ما يسمى بالرافعة المالية.

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

أثر الرافعة المالية = نسبة الاستدانة (الدين / الأموال الخاصة) x مضاعف الرافعة المالية

مضاعف الرافعة المالية = المردودية الاقتصادية – تكلفة الاقتراض

$$Rf = Re + (Re - i) \times D/CP$$

حيث: – Rf المردودية المالية؛

– Re المردودية الاقتصادية؛

–i تكلفة الدين بعد الضريبة؛

–D الدين؛

–CP الأموال الخاصة؛

–d/cp يسمى ذراع الرافعة المالية.

هناك ثلاث حالات للمردودية المالية:

- إذا كانت المردودية الاقتصادية مساوية للمردودية المالية، فمعناه أن المؤسسة لم تحقق أي مزايا من استخدامها للدين، وأن العائد المحقق من استخدام الدين خصص بالكامل لتغطية تكاليف الاقتراض؛
- إذا ارتفعت المردودية المالية، فهذا معناه أن أثر الرافعة المالية ايجابي وأن المؤسسة حققت عائد إضافي من استخدامها للدين، جزء منه يخصص لتغطية تكاليف الاقتراض والجزء الآخر يوزع على حملة الأسهم، وفي هذه الحالة يكون الدين قد ساهم في تحسين العائد على حقوق الملكية، وسمح بالمحافظة على السيطرة في الإدارة، وعدم مشاركة الآخرين في الأرباح المحققة.
- إذا انخفضت المردودية المالية فهذا يعني أن العائد المحقق من استخدام الدين لم يغطي بالكامل تكلفة القرض، والعجز تتحمله المردودية الاقتصادية، وهو أثر سلبي للرافعة المالية.

كل تغير في حجم الأرباح يؤدي بالضرورة إلى تغير في المردودية الاقتصادية، وكل تغير في المردودية الإقتصادية يصاحبه تغير أكبر في معدل المردودية المالية ارتفاعا أو انخفاضا، وبالتالي فكل ارتفاع في نسبة الدين يؤدي الى ارتفاع المخاطر المرتبطة بعائد الملاك. وفق ما تبينه المعادلة التالية[36]:

$$\Delta RF = \Delta RE + \Delta\left[(RE - i)\frac{D}{CP}\right]$$

$$\Delta RF = \Delta RE + \Delta\frac{D}{CP}RE - \Delta\frac{D}{CP}i$$

بافتراض ثبات معدل الفائدة على القروض ($\Delta t=0$) تصبح المعادلة السابقة:

$$\Delta RF = \Delta RE\left[1 + \frac{D}{CP}\right]$$

يمثل المجموع $\left[1 + \frac{D}{CP}\right]$ الرفع المالي (LF)الذي يعبر عن المخاطر المالية، وهذه القيمة تكون أعلى عند التمويل بالدين مقارنة بالتمويل بالأموال الخاصة. والأصل في هذه المخاطرة ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقعة دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض.

فإذا كان الرفع المالي 1.5 يعني أن أي تغير في المردودية الإقتصادية بـــ 20% يؤدي إلى تغير في المردودية المالية بمقدار 30 % (0.2 X 1.5).

3-4-4 الرفع الكلي:

يشير الرفع التشغيلي إلى آثار تغير المبيعات على نتيجة الإستغلال، ويشير الرفع المالي إلى آثار تغير نتيجة الإستغلال على المردودية المالية. وتفاعل هاذين العاملين يشكلان الرفع الكلي الذي يعبر عن آثار تغير المبيعات على النتيجة الصافية. يتمثل الرفع الكلي في حاصل جداء الرفع المالي في الرفع التشغيلي، وهو يعبر عن المخاطر الكلية للمؤسسة متمثلة في المخاطر التشغيلية والمخاطر المالية.

$$LT = LO \text{ X } LF$$

فمثلا، رافعة تشغيلية قدرها 2 ورافعة مالية قدرها 1.5 تعني أن الرافعة الكلية قدرها 3. وتشير إلى أن تغير في رقم الأعمال ارتفاعا أو انخفاضا بمقدار 10% يؤدي إلى تغير في نتيجة الاستغلال بمقدار 30% (10% X 3 = 30%) ارتفاعا أو انخفاضا.

3-5- الهيكل المالي وأثر الرافعة المالية:

يجب على المدير المالي عند اختياره للهيكل المالي المستهدف أن يوازن بين العائد والمخاطرة الناجمين عنه، أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام الرفع المالي الذي يعتبر أحد الاعتبارات الهامة في تخطيط هذا الهيكل المالي من خلال تأثيره على ربح السهم عبر تخفيض التكلفة (الفائدة تعتبر أقل تكلفة بالمقارنة مع تكلفة الأسهم الممتازة، إضافة إلى المزايا الضريبية) وارتفاع رتفع ربح السهم العادي، وتزداد القيمة السوقية للمؤسسة.

بالعودة إلى العلاقة التي تربط المردودية المالية بالمردودية الاقتصادية، وبما أن المردودية الاقتصادية مستقلة عن هيكل التمويل فيمكن للمؤسسة استهداف معدل مردودية مالية معينة انطلاقا من معدل مردودية اقتصادية ثابت من خلال التأثير على مستوى الرفع المالي D /CP بتعديل هيكل التمويل، أو من خلال التأثير على مضاعف الرفع المالي(Re - i) وبالتالي يمكن اعتبار المردودية المالية دالة تابعة للهيكل المالي.

$$R_f = f(D/CP)$$

إلا أن ارتفاع الرافعة المالية في هذه الحالة يصاحبه ارتفاع في المخاطر الكلية، وإذا كانت الرافعة التشغيلية مرتفعة، فسرعان ما يصل الرفع الكلي إلى الحد الأقصى ولا يتاح للمؤسسة مجال واسع للاستفادة من الرافعة المالية. وإذا رغبت في التوسع في استخدام الدين فعليها تعديل هيكل التكاليف بتحويل جزء من التكاليف الثابتة إلى تكاليف متغيرة. وعندها يمكن تحقيق مستوى أعلى من المردودية المالية عند نفس المستوى السابق للرافعة الكلية.

عند تحديد هيكل التمويل يجب مراعاة احترام النسب المالية للقيم المعيارية وخاصة:

$$\text{نسبة الاستقلالية المالية} = \frac{\text{الأموال الخاصة}}{\text{مجموع الديون}}$$

القيم المعيارية لهذه النسبة بين 1 و2، فإذا بلغت هذه النسبة 2 فهي تعني أن الأموال الخاصة تساوي ضعف الديون، مما يجعل قدرة المؤسسة مرتفعة في الحصول على القروض أو تسديدها، أما إذا كانت مساوية للواحد (1) فالمؤسسة مشبعة بالديون.

$$\text{نسبة المديونية طويلة} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{الاموال الخاصة(حقوق الملكية)}} \times 100$$

يستحسن ألا تزيد هذه النسبة عن 50 %، وكلما كانت منخفضة كلما كان وضع المؤسسة أفضل.

$$\text{نسبة قابلية التسديد} = \frac{\text{الديون الطويلة و المتوسطة الأجل}}{\text{طاقة التمويل الذاتي}}$$

القيمة المعيارية لهذه النسبة هو 2.5، فارتفاع هذه النسبة عن 2.5 يعني أن تسديد القروض يستهلك جزء كبير من قدرة التمويل الذاتي للمؤسسة، وانخفاضها يعني أن موارد المؤسسة كافية للتسديد السريع للديون.

يستخدم نموذج Robert Hamada (المشار إليه في هذا الفصل) لتحديد الهيكل الأمثل لرأس المال من خلال تحديد هيكل افتراضي لرأس المال يستند إلى القيم السوقية للدين طويل الأجل والأموال الخاصة، ومن ثم تقدير ثروة حملة الأسهم في ظل هذا الهيكل ويتم تكرار هذا الأمر حتى الوصول إلى الهيكل الأمثل لرأس المال. هناك خمس خطوات لتحديد كل الهيكل الأمثل لرأس المال:

1. تقدير سعر الفائدة الذي ستدفعه المؤسسة؛ (من خلال المناقشات مع البنوك)؛
2. تقدير تكلفة الأموال الخاصة؛
3. استخدام معادلة Hamada لإيجاد مختلف قيم بيتا؛
4. استخدام معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية؛
5. تقدير متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال؛
6. تقدير التدفقات النقدية الحرة ثم إيجاد قيمتها الحالية التي تمثل قيمة المؤسسة؛
7. طرح قيمة الدين لحساب ثروة حملة الأسهم.

مثال: يبين الجدول التالي كيفية تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال باستخدام نموذج HAMADA لمؤسسة في ظل الشروط التالية:

- معدل العائد عديم المخاطرة 6%.
- معدل عائد السوق 12%.
- معدل الضريبة 40%.
- التدفقات النقدية السنوية للمؤسسة (CFC) 24.000 دج.
- معدل النمو g=0، بالتالي فهي توزع كل الأرباح.
- تكلفة الدين قبل الضريبة تم الحصول عليها من قبل البنوك وفقا لنسبة الدين .

نسبة الدين إلى هيكل رأس المال w_d (1)	نسبة الدين إلى الأموال الخاصة D/cp (2)	تكلفة الدين قبل الضريبة I (4)	تكلفة الدين بعد الضريبة (1-T) i (5)	معامل beta المقدر B (6)	تكلفة الأموال الخاصة Kcp (7)	تكلفة التمويل CMPC (8)	قيمة المؤسسة V (9)
0%	-	8.0%	4.80%	1.00	12.0%	12.00%	200,000.00
10%	0.11	8.0%	4.80%	1.07	12.4%	11.64%	206,185.57
20%	0.25	8.1%	4.86%	1.15	12.9%	11.29%	212,539.85
30%	0.43	8.5%	5.10%	1.26	13.5%	11.01%	217,983.65
40%	**0.67**	**9.0%**	**5.40%**	**1.40**	**14.4%**	**10.80%**	**222,222.22**
50%	1.00	11.0%	6.60%	1.60	15.6%	11.10%	216,216.22
60%	1.50	14.0%	8.40%	1.90	17.4%	12.00%	200,000.00

- تم حساب نسبة الدين إلى الأموال الخاصة باستخدام العلاقة التالية: D/cp = wd/wcp
- تم تقدير تكلفة الأموال الخاصة باستخدام صيغة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

- تم تقدير معامل بيتا باستخدام معادلة HAMADA:

$$\beta_L = \frac{\beta_u}{1 + \frac{D}{CP}(1 - T)}$$

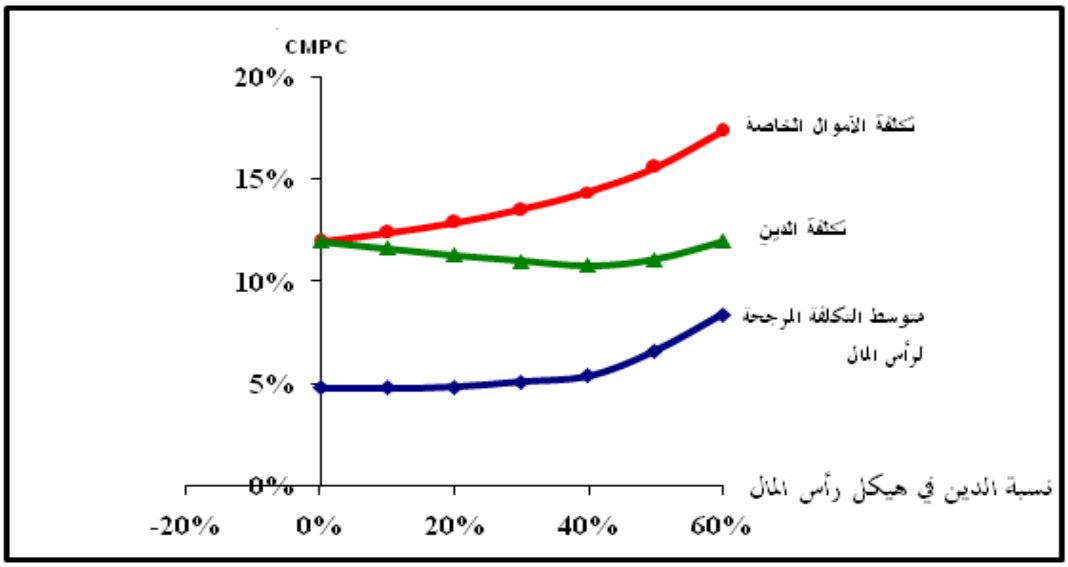
- تم حساب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال باستخدام المعادلة:

-

$$k = W_d k_d (1 - T) + W_{cp} k_{cp}$$

- تم حساب قيمة المؤسسة باستخدام المعادلة (g = 0) ,V = FCF/CMPC-g
- نلاحظ أن الهيكل الأمثل هو الهيكل المكون من 40% من الدين و60% من الأموال الخاصة لكونه يحقق أقل تكلفة تمويل وأعلى قيمة للمؤسسة.

نلاحظ أنه عندما يرتفع مستوى الدين ترتفع معه تكلفة الدين وتكلفة الأموال الخاصة، إلا أن التغير في نسب الدين ونسب الأموال الخاصة تعمل على تخفيض متوسط التكلفة المرجحة. لكن ارتفاع تكلفة الدين وتكلفة الأموال الخاصة يكون ضئيلا في البداية ثم يبدأ في التزايد تدريجيا وهذا نتيجة ارتفاع درجة المخاطر الناجمة عن ارتفاع نسبة الدين، مما يؤدي إلى تراجع في انخفاض تكلفة التمويل، وعندما تصل نسبة الدين إلى 40 % تأخذ تكلفة التمويل منحًا تصاعديا. ويمكن توضيح ذلك بيانيا من خلال الشكل التالي:



4-المقاربات النظرية للهيكل المالي:

لقد أدى تطور وسائل التمويل المختلفة إلى البحث عن كيفية اختيار الهيكل المالي الأمثل الذي تحقق من خلاله المؤسسة تخفيض تكلفة رأس المال إلى أقصى حد ممكن وذلك من خلال دراسة العلاقة بين هيكل التمويل ومزيجه من الأموال الخاصة والأموال المقترضة وهو مايسمى بأثر الرافعة المالية، حيث أن الاستدانة يمكن أن تكون له آثار ايجابية على مردودية الأموال الخاصة رغم المخاطر المالية التي تتضمنها. حيث تضمنت النظرية المالية للمؤسسة تساؤلين أساسيين هما: هل يوجد هيكل تمويلي أمثل؟ وإلى أي حد يمكن الاعتماد على القروض؟ ولذلك ظهرت عدة نظريات حاول من خلالها روادها الإجابة على هذين التساؤلين.

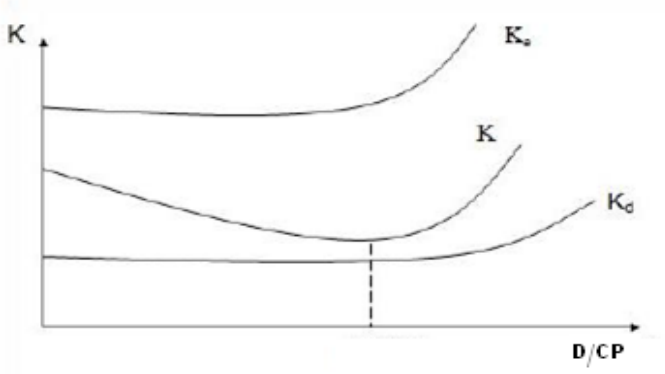
4-1- النظرية التقليدية (قوردون شابيرو ودافيد دوران):

يعترف المدخل التقليدي بوجود هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة يسمح لها بتعظيم قيمة أصولها الاقتصادية وانخفاض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال إلى حدها الأدنى بفضل استخدام عقلاني للمديونية (وجود نسبة اقتراض مثلى) من خلال أثر الرافعة.

تقوم هذه النظرية على تحليل سلوك كل من المقرضين والملاك من خلال تفسير ردود أفعالهم على ارتفاع مستوى المديونية، فعند المستويات المنخفضة للدين تبقى تكلفة الاقتراض ثابتة، وفي هذه الحالة تتجه التكلفة الإجمالية لرأس المال نحو الانخفاض، وبإمكان المؤسسة الاستفادة من استخدام الدين من خلال أثر الرافعة. وعندما يصل الدين إلى مستوى معين يشعر فيه المقرضون والملاك بارتفاع درجة المخاطرة تبدأ المطالبة بمكافأة أعلى. حيث يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون يزداد مع نسبة

ازدياد نسبة الديون في الهيكل المالي، وذلك بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع الحصول عليه. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي.

الشكل رقم (3-2): علاقة تكلفة رأس المال بنسبة الاقتراض وفقا للمدخل التقليدي



المصدر: محمود صبح، أساسيات الإدارة المالية، ط2، البيان للطباعة، مصر، 2005، ص 65.

من خلال الشكل السابق يمكن التمييز بين مستويين ونقطة المديونية المثلى:

- المستوى الأول: تستمر التكلفة الكلية للتمويل في الانخفاض، والسبب هو أن تأثير ارتفاع تكلفة الأموال الخاصة يقابله تأثيرا أكبر بالانخفاض لتكلفة الاقتراض.
- المستوى الثاني: عند هذا المستوى من الدين تبدأ تكلفة الأموال الخاصة في الارتفاع بمستويات عالية، بقدر يفوق الوفرات الضريبة المحققة من خلال الاقتراض، وبالتالي تتجه التكلفة الكلية للتمويل إلى الارتفاع وتنخفض معه القيمة السوقية للمؤسسة.

- نقطة المديونية المثلى: وهي حجم المديونية المناسب بالنسبة للأموال الخاصة الذي يتحدد عندها الهيكل التمويلي الأمثل، وهو ذلك المزيج المناسب من الأموال الخاصة والديون الذي يجعل التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال في أدنى ما يمكن.

4-2- نظرية مدقلياني وميلر (Modigliani & Miller)

يعد مقال Modigliani & Miller (M & M) [37] الذي نشر سنة 1958 حجر الزاوية في نظرية هيكل رأس المال. وتكتسي أعمالهما أهمية في كونها تعتبر أساسا للدراسات اللاحقة التي تناولت أثر هيكل رأس المال، حيث عمدت تلك الأبحاث إلى إسقاط بعض افتراضات النظرية في محاولة لبناء نظرية أكثر واقعية لهيكل رأس المال.

مضمون هذا المدخل وفي ظل غياب التأثير الضريبي على دخل المؤسسة أن تكلفة الأموال لا تتأثر بتغير نسبة المديونية في الهيكل المالي. فمهما كان الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي فإن القيمة السوقية للمؤسسة ينبغي أن لا تقل أو تزيد عن قيمة استثماراتها، وهذا يعني في النهاية أن قيمة المؤسسة تتوقف على قرار الاستثمار وليس على قرار التمويل، حيث لا يؤدي التغيير في هذا الأخير إلى التغيير في مردودية الأصول، وإنما يؤثر فقط على توزيع النتيجة بين المساهمين والدائنين في المؤسسة. إذن فهذا المدخل ينفي وجود هيكل تمويلي أمثل، نظرا لفكرة المراجحة التي يقصد بها قيام المستثمرين ببيع أسهم المؤسسة التي يقيمها السوق بأكثر من قيمتها وشراء أسهم مؤسسة مقيمة بأقل من قيمتها، ومع استمرار هذه العملية ستتساوى قيمة المؤسستين. وبالنتيجة فإن قيمة مؤسسة تستخدم الدين مساوية لقيمة مؤسسة مماثلة لا تستخدم الدين.

في عام 1963 قام (M & M) بنشر مقال تصحيحي أدخلا فيه الضرائب إلى النموذج الأول، بعد الانتقادات التي وجهت للافتراض الخاص بعدم وجود ضرائب من أنصار الاتجاه التقليدي. توصل M& M في النموذج الجديد إلى نتيجتين أساسيتين:

أولا: إن قيمة مؤسسة تستخدم الدين تساوي قيمة مؤسسة مماثلة لا تستخدم الدين إضافة إلى قيمة الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة التي تستخدم الدين، والتي تحسب بضرب قيمة دين المؤسسة بمعدل الضريبة على أرباحها (أثر الرافعة). ويعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$V_L = V_U + T.D$$

- Vu قيمة مؤسسة لا تستخدم الدين
- V_L قيمة مؤسسة تستخدم الدين
- D قيمة الدين
- T معدل الضريبة

و بما أنهما يفترضان أن نتيجة الاستغلال ثابتة تكون قيمة الأموال الخاصة عبارة عن القيمة الحالية لسلسلة دفعات دائمة، وبالتالي يمكن حساب قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الدين وفق المعادلة التالية:

$$V_u = \frac{Rexp(1-T)}{K_{cpu}}$$

- علما أن Rexp(1-T): نتيجة الاستغلال بعد الضريبة؛
- K_{CPU} تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة لا تستخدم الدين؛

ثانيا: تتكون تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة تستخدم الدين K_{CPL} من تكلفة الأموال الخاصة لمؤسسة مشابهة لا تستخدم الدين مضافا إليها علاوة مخاطرة، يتوقف حجمها على الفرق بين تكلفتي الدين والأموال الخاصة للمؤسسة التي لا تستخدم الدين من جهة، وحجم الدين الذي تستخدمه المؤسسة ومعدل الضريبة عليها من جهة أخرى. أي:

$$K_{CPL} = K_{CPU} + (K_{CPU} - K_d)\ (1-T)\ (D/CP)$$

بوجود الضرائب فإن تكلفة التمويل تنخفض مع نسبة الاقتراض. يوافق هذا الرأي النظرية التقليدية لكونه ينطوي ضمنيا على وجود هيكل أمثل لرأس المال يساعد على تخفيض التكلفة وبالتالي زيادة قيمة المؤسسة.

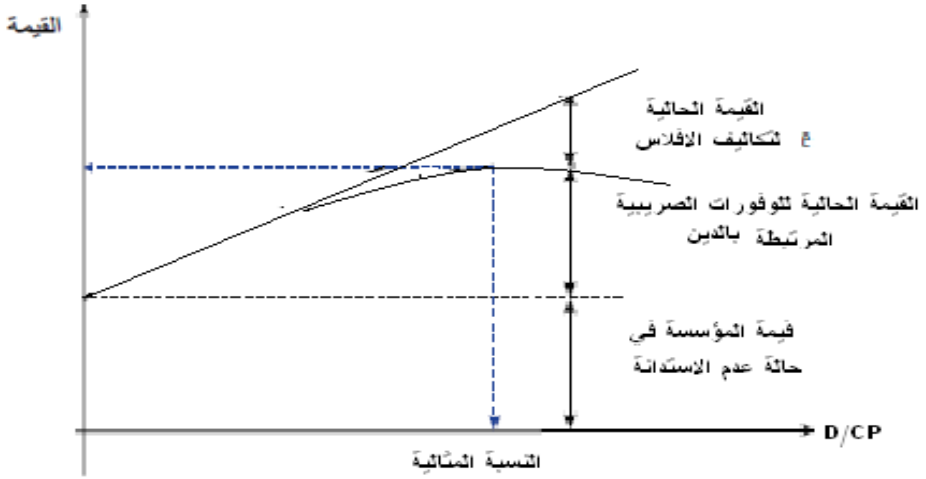
تم توجيه عدة انتقادات لآراء M&M، لعدم واقعية بعض الفرضيات التي بنيت عليها نظريتهما، كفرضية تماثل المعلومات ومجانيتها، وتماثل السلع في السوق وكفاءته وفرضية تماثل الرفع المالي بين الأفراد والمؤسسات، وفرضية عدم وجود تكاليف وساطة خاصة بعملية بيع وشراء الأوراق المالية التي تحد من عمليات المراجحة.

4-3 نظرية العلاقة التوازنية (Trade off Théorie):

تعد هذه النظرية امتدادا لنظرية **مدقلياني وميلر**(M&M) لسنة 1963 غير أن نظرية العلاقة التوازنية التي تسمى أيضا نظرية المبادلة تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الإفلاس والوكالة (تكلفة الإفلاس معدومة حسب فرضيات نظرية M&M)، حيث بموجب هذه النظرية فإن القرار الأمثل للاقتراض والذي يحقق أعلى قيمة سوقية للمؤسسة هو محصلة التوازن بين الأثر الإيجابي الذي يحدثه الاقتراض (الوفورات الضريبية) من جهة، والتأثيرات السلبية التي يسببها الإفراط في عمليات الاقتراض (تكاليف الإفلاس) من جهة أخرى. فعند المستويات المنخفضة للدين لا تظهر تكاليف الإفلاس، وكلما ارتفعت مديونية المؤسسة ترتفع معها الوفورات الضريبية المحققة نتيجة استخدام الدين، وعند مستوى معين من المديونية تظهر تكاليف الإفلاس وتبدأ في الارتفاع تدريجيا فتتراجع معها نسبة الارتفاع في قيمة المؤسسة، وعند مستوى ثالث من المديونية (الحد الأقصى) تتساوى تكلفة الإفلاس والوفورات الضريبية، وبعدها تفقد المؤسسة المزايا الضريبية من استخدام الدين فتنخفض قيمتها. وبذلك تلتقي مع النظرية التقليدية التي ترى بوجود حد أقصى للاستدانة، أي بتحقيق الموازنة تتمكن المؤسسة من الوصول إلى هيكل مالي أمثل يرفع من قيمتها السوقية.

وفقا لهذه النظرية، فإن قيمة المؤسسة التي تستخدم الدين هي نفسها قيمة مؤسسة مشابهة لا تستخدم الدين مضافا إليها الوفورات الضريبية المحققة من استخدام الدين، مطروحا منها التكاليف المرتبطة بالإفلاس.

الشكل رقم (3-3): تأثير تكاليف الإفلاس على قيمة المؤسسة وفقا لنظرية العلاقة التوازنية



source: Barneto Pascal et Gregorio Georges,op.cit,P 449.

حسب نظرية العلاقة التوازنية يمكن الربط بين القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة الأموال (حقوق الملكية والاقتراض)، فكلما كانت تكلفة الأموال المقترضة رخيسة نسبيا تزداد نسبة الأموال المقترضة لتصل إلى الحد الذي تكون فيه تكلفة الافلاس والوكالة أقل من الوفورات الضريبية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض متوسط تكلفة الأموال، وباستمرار على هذا النحو يتم بلوغ النقطة التي تتساوى عندها تكلفة الإفلاس والوكالة مع الوفورات الضريبية وهي تمثل الحد الأدنى لتكلفة الأموال والحد الأقصى للقيمة السوقية للمؤسسة وبالتالي تكوين الهيكل المالي الأمثل.

يعاب على هذه النظرية، صعوبة تحديد العوائد والتكاليف المصاحبة للاقتراض بحيث تسمح بإحداث التوازن المطلوب والذي يقود إلى تحقيق قيمة سوقية للمؤسسة. وبالرغم من ذلك فإن هذه النظرية قادرة على إعطاء بعض المؤشرات التي تضمن سلامة القرار المتعلق بتشكيل هيكل رأس المال.

4-4 نظرية الإشارة

وتسمى أيضا نظرية عدم تماثل المعلومات، يعود الفضل في ظهور هذه النظرية إلى المؤلف Ross سنة 1977، برزت هذه النظرية في ظل تعارض نظرية مودقلياني وميلر ونظرية ترتيب أولويات مصادر التمويل. قام أصحاب هذه النظرية بإسقاط بعض الفرضيات التي قامت عليها نظرية M & M، وهي فرضية تماثل المعلومات بين أعضاء الإدارة والمستثمرين.

تعتمد هذه النظرية على عدم تماثل المعلومات لدى المتعاملين الاقتصاديين في السوق، فالإدارة تملك معلومات حول وضعية المؤسسة وعملياتها المستقبلية تفوق تلك المتاحة للمستثمرين خارج المؤسسة. حيث يوجد نوعان من الإشارة المرسلة من طرف مسيري المؤسسة إلى المستثمرين والدائنون الأقل معلومات:

سياسة الاستدانة وسياسة توزيع العوائد، وأن الإدارة لا يمكنها الاقتراض لتنفيذ مشاريع مرتفعة المخاطر ومنخفضة المردودية، ومن هنا فالاستدانة تعتبر إشارة بأن الملامح المستقبلية للمؤسسة أفضل. وبالعكس فإن لجوء المؤسسة إلى إصدار أسهم جديدة يعطي إشارات سلبية وبالتالي فإن المستثمرين لن يقبلوا على شراء تلك الإصدارات إلا بسعر منخفض.

وعليه فهذه النظرية تضع قيودا على التمويل بالأسهم بسبب تكلفته المرتفعة، وفي نفس الوقت فإنها تدعوا أيضا إلى عدم المغالاة في عمليات التمويل عن طريق الاقتراض، بل الاعتماد على المصادر الداخلية والإبقاء على قدر من الطاقة الاقتراضية كاحتياط بسبب الحاجة إليها مستقبلا.

4-5 نظرية الوكالة

قام العالمان Jensen et Meckling بإدخال نظرية الوكالة إلى النظرية المالية، من خلال مقالهما سنة 1976 بعنوان:(Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structur)، ومن أجل تمييز نظريتهم عن المقاربات النيوكلاسيكية قاما باستخدام مصطلح "هيكل الملاك" "ownership structur" بدلا من هيكل أ رس المال، كما أن الهيكل المالي للمؤسسة لا يتكون من العلاقة بين الأموال الخاصة والديون فقط ولكن كذلك يرتبط بتوزيع الأسهم بين المالكين للمؤسسة حيث يقسمون لنوعين من المساهمين النوع الأول ويسمى بالمساهمين المسيرين "Insiders" الذين يقومون بالإدارة والمراقبة والنوع الثاني يسمى بالمساهمين الذين لا يقومون بالإدارة أو المراقبةOutsiders .[38]

كما اعتبرا أن المؤسسة مجموعة من العقود بين أعضاء الفريق الذي يقدم عوامل الإنتاج، وهم المساهمين، الدائنين العاملين والإدارة، وهم ذو أهداف متباينة ومتعارضة. وإن العقود التي تربط أعضاء المجموعة تتضمن ثغرات نظرا لعدم تماثل المعلومات لدى جميع الأطراف، وسيسعى كل طرف لاستغلال تلك الثغرات الأمر الذي تنتج عنه تكاليف تسمى بتكاليف الوكالة.

وبالتالي فإن تكاليف الوكالة تنشأ أساسا من التعارض في المصالح بين المساهم والمسير (الصراع)، حيث يتحملها الطرفين ويمكن أن تكون نقدية أو غير نقدية ويمكن إعادة تصنيفها كما يلي:

- تكاليف المراقبة : les coûts de contrôle والتي تتمثل أساسا في تكاليف المسيرين وتحفيزاتهم ومصارف التدقيق وتكلفتها هي تكاليف نقدية ويتحملها المساهم.

-تكلفة البرهنة: les coûts de justification جسدة في المصاريف التي يقوم بها الوكيل من أجل التدليل على نوعية سلوكه للموكل، من خلال المؤشرات التي يظهرها الوكيل للموكل والتي يعبر له من خلالها على حسن التسيير.

-التكاليف الباقية: les coûts résiduels والتي تظهر عندما تتجاوز تكاليف المراقبة العائد الحدي لهذا التوكيل، أي التي تنجم عن استحالة ممارسة مراقبة شاملة لتسيير الوكيل.

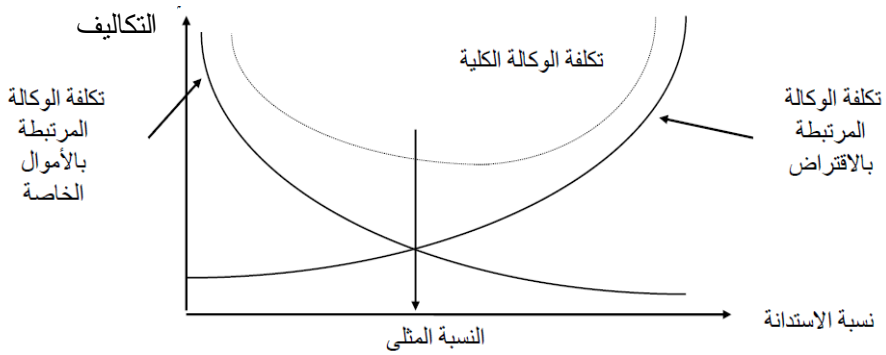
لقد وضح Jensen and Meckling بأنه بإمكان المؤسسة تحقيق هيكل مالي أمثل والذي يتوافق مع مستوى مديونية متناسب مع تكاليف الوكالة بالنسبة للديون الذي يعوض المزايا التي تحققها الديون.

تقوم نظرية الوكالة على مبدأ أن كل الأفعال الفردية تهدف إلى تحقيق أقصى قدر من المنفعة الخاصة قبل المنفعة العامة، وكذلك الأمر داخل المؤسسة. لذلك يستخدم الدين لتقييد المدراء وانضباطهم بتحقيق متطلبات خدمة الدين. كما يظهر التعارض بين حملة الأسهم والمقرضين عندما يلجأ المدراء بوصفهم وكلاء عن حملة الأسهم إلى تنفيذ مشاريع تتضمن درجة أعلى من المخاطرة التي يتوقعها الدائنون، مما يدفع بالدائنين إلى اتخاذ إجراءات لحماية مصالحهم في شكل قيود على حرية المديرين في اتخاذ بعض القرارات، وإلى القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم. ويطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضين من أجل عملية المتابعـــة بتكلفة وكالة القروض، وعادة ما تنقل هذه التكلفة إلى الملاك، وذلك برفع سعر الفائدة على الأموال التي يقرضونها، وهو أمر يضطر الملاك لرفع معدل العائد الذي يطلبونه، والنتيجة هي ارتفاع متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال وانخفاض قيمة المؤسسة.

لا تقتصر تكاليف الوكالة على التكاليف الإدارية والقانونية، بل تمتد لتشمل التكلفة الناجمة عن انخفاض الكفاءة في إدارة عمليات المؤسسة بسبب تلك القيود، وحتى إذا لم يعرض الدائنون قيودا على قرارات الاستثمار، فإن مجرد التفكير في تمويل الاقتراح الاستثماري من قروض قد يتولد عنه ما يشبه تكلفة للوكالة.

ويمكن توضيح تأثير تكلفة الوكالة على الهيكل المالي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم (3-4): تأثير تكلفة الوكالة على الهيكل المالي



Source: Jacques Teulié, Patrick Topscalian, Finance, 2eme édition, Vuibert, Paris, 1999, P 369.

4-6 نظرية أفضلية مصادر التمويل la théorie de Pecking Order

هذه النظرية، هي خلاصة دراسة قام بها جولدون دونالدسون في بداية الستينات حول سلوك المؤسسات في تمويل هيكل رأسمالها، ثم طورت من قبل Myers(1984)[39]. ترى هذه النظرية أن المؤسسات (من وجهة نظرها) ترتب مصادر التمويل حسب الأولوية كما يلي:

- تعطى الأولوية للمصادر الداخلية المتمثلة في التمويل الذاتي. بناء على الفرص الاستثمارية تحدد المؤسسة نسب مستهدفة من التمويل ونسب مستهدفة من التوزيع؛
- إتباع سياسات ثابتة للتوزيعات، وفي حالة وجود فائض عن الاحتياجات الاستثمارية فانه يوجه لسداد ديون المؤسسة أو يستثمر في أوراق مالية؛
- في حالة عدم كفاية المصادر الداخلية تلجأ المؤسسة إلى القروض منخفضة المخاطر؛
- إذا لم تتمكن من ذلك تلجأ المؤسسة إلى القروض الأقل خطرا، ثم إلى الأعلى خطرا بالترتيب؛
- إذا لم تكف كل المصادر السابقة تلجأ المؤسسة إلى إصدار أسهم جديدة.

هذه النظرية معاكسة لنظرية العلاقة التوازنية كونها لاتدعم فكرة وجود مستوى اقتراض أمثل، ولا تعتمد المؤسسة على الاقتراض إلا في حالة عدم توفر التمويل الداخلي، ولذلك فان المؤسسات ذات الربحية العالية لا تلجأ إلى التوسع في الاقتراض لأنها ليست بحاجة لذلك طالما انه يمكنها تغطية احتياجاتها داخليا، وأن الاقتراض هو المصدر الأول من مصادر التمويل الخارجية ويأتي إصدار الأسهم آخر الخيارات بعد استنفاذ إمكانياتها للاستدانة. وبالتالي فإن التمويل بالاقتراض أفضل من التمويل بالملكية، كما تشير النظرية إلى عدم وجود نسب مديونية مستهدفة.

حسب هذه النظرية توجد علاقة عكسية بين نسبة الرفع المالي والربحية وبينها وبين خط التعثر المالي، إلا أنها طردية مع النمو، ويمكن توضيح نوع مختلف العلاقات في الجدول التالي:

الشكل رقم (3-5):العلاقة بين الرفع المالي والعوامل المحددة له في ظل نظرية أفضلية مصادر التمويل

العامل المحدد	نوع العلاقة
الربحية	(-)
هيكل الأصول	(+)
التعثر المالي	(-)
الحجم	(-) (+)
النمو	(-)
الوفورات الضريبية	(-)

المصدر: حفيظة بربار، العوامل المؤثرة على الهيكل المالي: حالة شركات المساهمة العامة الأردنية، رسالة ماجستير، (غير منشورة)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2010، ص 37.

لقد وضح Myers في النموذج المطور من طرفه في سنة 1990 بأن الفائض التنظيمي يرتفع بارتفاع رأس المال الخاص وليس مع ارتفاع الاستدانة، ولكن أضاف بان هذه الزيادة لا يمكن أن تكون بدون حدود وبالتالي يعتبر أنه من أجل تمويل استثمار المؤسسات تفضل الاحتفاظ بالأرباح عوضا عن اللجوء إلى رفع أ رس المال الذي يستوجب ضمنيا توزيع المزيد من العوائد الإضافية، وبالتالي المؤسسة في هذه الحالة تفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال، كذلك بين أن كل مؤسسة تتبع التسلسل التالي في التمويل: (التمويل الذاتي؛ رفع رأس المال؛ الاستدانة). وهو ما يتناقض مع النموذج الأولي الذي أعده سنة 1984.

خلاصة الفصل

يتطلب اختيار سياسة تمويل مناسبة في المؤسسة الاهتمام بثلاث عناصر أساسية تتمثل في تكلفة الأموال–المخاطرة المالية– المردودية، ويمر بناء هذه السياسة على خمس مراحل انطلاقا من تحديد الاحتياجات المالية بدقة، تحديد مصادر التمويل المتاحة، المفاضلة بينها، التفاوض مع الجهات المحددة، اختيار مصادر التمويل وتنفيذها.

تتعدد مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة، لكن خصائص كل منها تختلف مما يجعل تأثيرها على المردودية المالية للمؤسسة تختلف. ويعد التمويل الذاتي من المصادر الأكثر استخداما بسبب تكلفته المنخفضة وما يوفره للمؤسسة من استقلالية مالية. كما يعتبر رفع رأس المال عن طريق إصدار الأسهم في السوق المالي مصدر مباشر يستخدم ضمن إستراتجيات التوسع الخارجي وإنشاء المجمعات وتمويل عمليات الاندماج أو الاستحواذ... وله عدة أشكال أخرى تستعمل بهدف تمويل استثمارات المؤسسة لدعم نموها، أو لتغطية الخسائر لضمان استمرار المؤسسة وإعادة بعثها، أو من أجل إعادة التوازن للهيكل المالي في حال ارتفاع نسبة الديون في هيكل رأس مالها. أما سياسة الاستدانة فيمكن تقسيمها إلى نوعين من سياسات التمويل، التمويل السندي والاقتراض البنكي، وميزتهما الأساسية أنه يساهم في تحسين المردودية المالية للمؤسسة إذا كانت تحقق مردودية اقتصادية أعلى من تكلفة التمويل، لكن مخاطره ترتفع كلما ارتفعت نسبة الاستدانة في هيكل التمويل.

يترجم الهيكل المالي للمؤسسة البنية المالية التي تعكس مصادر التمويل التي تستخدمها المؤسسة. وتنعكس سياسة التمويل في المؤسسة إلى اختيار هيكلها المالي وهو ما يتطلب مزيج أمثل من مصادر التمويل تستخدم بشكل يسمح بتحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة من جهة، ويؤدي إلى انخفاض تكلفة التمويل إلى الحد الأدنى من جهة أخرى مما يسمح بتعظيم قيمة المؤسسة. وقد اختلفت آراء المفكرين بين من يرى أن لقرارات التمويل تأثير على قيمة المؤسسة، ومن يرى أن قيمتها لا تتأثر بهذه القرارات.

تسعى المؤسسة من خلال التنسيق بين قراري الاستثمار والتمويل إلى تحقيق أقصى الأرباح، هاته الأرباح يمكن إعادة استثمارها داخل المؤسسة وبالتالي فهي تشكل مصدرا من مصادر التمويل، ويمكن توزيعها على الملاك. وتسمى السياسة التي تهتم بالتصرف بالأرباح بسياسة توزيع الأرباح والتي سنتناولها في الفصل الموالي.

هوامش الفصل

[1]- محب خله توفيق، **إقتصاديات التمويل الإداري**، دار الفكر الجامعي، ط1، الاسكندرية، مصر، 2013، ص ص344-345.

[2]- بوشوشة محمد ، **تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية –دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2016/2015، ص ص 90-92.

[3]- بن ساسي إلياس ، **الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة**، دار وائل للنشر، ط1، عمان، الأردن، 2011، ص228.

[4] -Degos Jean-Guy & Griffiths Stéphane, **Gestion financière de l'analyse a la stratégie**, éd Eyrolles édition d'organisation, Paris 2011,P 79.

[5]- بن ساسي إلياس ، **الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة**، مرجع سابق، ص229.

*- يرتبط التمويل الذاتي بسياسة توزيع الأرباح التي تتأثر برغبات الملاك وتفضيلاتهم، وهي ذات تأثير مباشر على قيمة المؤسسة في حدود تأثيرها على تكلفة رأس المال وعلى توقعات المستثمرين بشأن التدفقات النقدية المستقبلية.

6- Piget Patrick , **Gestion financière d'entreprise**, éd. Economica , Paris , 1998, p 456.

[7]- شكرين محمد، مرجع سابق، ص54.

[8] -Barreau.J et Delahaye.J, **Gestion financière de manual et application**, DUNOD, 9 éme édition, paris, 2000, p357.

[9]-Pierre Conso, Farouk Hemisi, **Gestion financière de l'entreprise**, DUNOD,11éme édition, paris, 2005, p 468.

[10]- Batsch Laurent, Finance et stratégie, éd. Economica, Paris, 1999, p 287.

[11]-Farouk Bouyaacoub, **l'entreprise et le financement bancaire**, édition casbah, Alger, 2000, p 252.

[12]- كساب عبد الرزاق، **مالية المؤسسة**، مطبوعة محاضرات، جامعة الجزائر، بدون سنة نشر. ص ص 136-137.

[13]-بوشوشة محمد ، **مرجع سابق**، ص ص 141-143.

[14]- عدنان تايه النعيمي، **الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان،2007 ، ص 203.

[15]-Joseph Antoine, Jean-Paul Cornil, **Lexique thématique de la comptabilité: dictionnaire spécialisé explicatif**, 7eme édition, De Boeck, Bruxelles, 2002, P 364.

[16]-عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 36 .

[17]- عدنان هاشم، رحيم السامرائي، **إدارة مالية (منهج تحليلي شامل)** ، الجامعة المفتوحة، ليبيا، 1997، ص233.

18-Taverdet-Popiolek Nathalie, op.cit, P 326.

[19]-جمال الدين المرسي، أحمد عبد الله اللحلح، الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص278.

[20]- نفس المرجع، نفس الصفحة.

[21]- مجموع متتالية هندسية يحسب وفق المعادلة التالية $\left(S = a\frac{q^n - 1}{q - 1}\right)$ حيث q أساس المتتالية وa حدها الأول.

[22]- محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص ص 380-381.

[23]- Cherif Mondher et Dubreuille Stéphane, op.cit, P 8.

[24]- Barneto Pascal et Gregorio Georges, **Finance Manuel et applications** , Dunod, 2em ed, Paris, 2009, P454.

[25]-كساب عبد الرزاق، **مرجع سابق**، ص ص 41-42.

[26]-الفقرة 135-1 من القرار المؤرخ في 2008/07/26 المتضمن قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 19، الصادرة بتاريخ 2009/03/25.

[27]- أمين السيد أحمد لطفي، **دراسة جدوى المشروعات الاستثمارية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 56.

[28]-عدنان تايه النعيمي، ياسين الخرشة، **أساسيات في الإدارة المالية**، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2007، ص138.

[29]-Nizar Atrissi, **la structure financiere dans un environnement in flationniste: l'impact de la procedure se reevalaution des actifs**, 2007, p 6.

[30]- عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية النظرية والتطبيق**، دار المسيرة عمان، ط3، 2009، ص 437.

[31]- حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001، ص 303.

[32]- سمير محمد عبد العزيز، **اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليلي المالي**، مدخل في التحليل واتخاذ القرارات، الإشعاع للنشر، مصر، 1997، ص 216.

[33]- بن ساسي إلياس ، قريشي يوسف، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، مرجع سابق، ص267.

[34] -Marion Alain, **Analyse Financière (Concepts et Méthodes)**, éd Dunod, Paris, 1998, P93.

[35]خالد وهيب الراوي ويوسف سعادة، **التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي**، دار المسيرة، عمان، 2000، ص168.

[36] -Georges Legros, **Mini manuel de Finance d'entreprise**, Dunod , Paris,2010, P 275.

[37]- وهما من رواد أقطاب الإدارة المالية الحديثة، نالا جائزة نوبل في الاقتصاد عامي 1985 و1990 على التوالي.

[38] -Gregor Gossy, **A stakholder rationale for risk management : implication for corporate finance decisions,** Gabler edition wissenschaft, Germany, 2008, P 72.

[39]- محب خلة توفيق، مرجع سابق، ص352.

الفصل الرابع

سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة

تمهيد

تحقيق الأرباح هو أحد أهم أهداف المؤسسة ومؤشر من مؤشرات النجاح. تختلف طرق التصرف في هذه الأرباح من مؤسسة إلى أخرى أو حتى في المؤسسة نفسها من سنة لأخرى تبعا لسياسة التوزيع المتبعة. تحدد سياسة توزيع الأرباح ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على المساهمين وذلك الجزء الذي يتم احتجازه، حيث أن الأرباح المحتجزة تعتبر مصدرا رئيسيا لتمويل الاستثمار والنمو، وعلى الرغم من أن التوسع مرغوب فيه فإن توزيع الأرباح مرغوب فيه أيضا وهذا يعني أن الهدفين متناقضين.

فالمؤسسة التي لا تحتجز أرباح تحقق معدلات نمو منخفضة مستقبلا، والمؤسسات التي لا توزع أرباح ينفر منها المستثمرون، وكلا الحالتين تؤثران سلبا على سعر سهم المؤسسة وعلى قيمتها. مما يتطلب من المؤسسة صياغة سياسة توزيع مثلى تحقق التوفيق بين الهدفين المتناقضين، وتحقق الهدف الرئيسي للمؤسسة والمتمثل في تعظيم القيمة.

1- مفهوم سياسة توزيع الأرباح:

تهتم سياسة توزيع الأرباح بتحديد الجزء من الأرباح الذي يوزع على حملة الأسهم (الملاك) في المؤسسة والجزء الذي يتم احتجازه، ويؤثر هذا التصرف في الأرباح المحققة على قرارات الاستثمار والتمويل، حيث تمثل الأرباح المحتجزة مصدرا رئيسيا لتمويل النمو والتوسع في استثمارات المؤسسة، كما تعتبر توزيعات الأرباح مصدرا لإقناع ملاك المؤسسة الحاليين والمستقبليين للإستثمار في أسهم المؤسسة، لذلك لا بد من دراسة التأثيرات المحتملة لقرار توزيع الأرباح أو احتجازها على المؤسسة، ومنه فإن صياغة سياسة لتوزيع الأرباح تعد ضرورية للتحكم في تلك الآثار.

1-1- تعريف سياسة توزيع الأرباح:

يعرف توزيع الأرباح على أنه مكافأة رأس المال للمساهمين مقابل استثمار أموالهم في شراء أسهم المؤسسة[1].

أيضا تعرف التوزيعات بأنها الصورة العكسية للأرباح المحتجزة. ومن ثم فإن سياسة التوزيعات ما هي إلا المفاضلة بين توزيع الأرباح واحتجازها بغرض استثمارها. وعادة ما تشير سياسة توزيع الأرباح إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح لمحققة.[2]

كما تعرف بأنها " مجموعة من الأدلة المرشدة التي تسترشد بها الإدارة المالية عند اتخاذ قرارات توزيع الأرباح، وتكون هذه السياسة ملائمة لأهدافها"[3].

سياسة التوزيع المثلى: هي تلك السياسة التي تضع توازنا بين التوزيعات الحالية والتوزيعات المستقبلية لتعظيم قيمة السهم في السوق.[4]

يعد قرار توزيع الأرباح من أهم القرارات التي يتم اتخاذها من قبل المؤسسة، وهو يتخذ من قبل الجمعية العامة للمؤسسة بعد إقرار الميزانية في جمعية عادية باقتراح من مجلس الإدارة. يتم اتخاذه بعد جمع المعلومات المتوفرة عن القدرة المالية للمؤسسة إضافة إلى الطموحات التي تتطلع لتحقيقها مستقبلا، وكذا رغبات المستثمرين وتفضيلاتهم بين الحصول على التوزيعات أو الأرباح الرأسمالية، وهذا في ظل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة. مع مراعاة الهيكل المالي المستهدف الذي تعمل المؤسسة على تحقيقه، والذي غالبا تكون تكلفة التمويل الخارجي من بين أهم محدداته. وبالتالي فقرار التوزيع ليس مستقلا تماما، وإنما يشترك ويرتبط بشكل كبير بقرار التمويل وقرار الاستثمار.

وبالتالي فإن قرار الإدارة بشأن توزيع الأرباح يبعث إشارات إيجابية توحي بالتحكم في القرارات التمويلية في المؤسسة، فالقرارات المتخذة من المؤسسة بشأن التوزيعات تكون مرهونة بشكل كبير بالقرارات المتخذة في الماضي والسياسات المنتهجة من قبل والآفاق والتطلعات المستقبلية لها[5]. ومع ذلك فإن قرار التوزيعات يتم ممارسته بطرق شكلية فقط، بحيث لا يمكن اعتبارها كقرارات تبنى على أسس رياضية دقيقة.

1-2-خطوات توزيع الأرباح

تتمثل الأرباح القابلة للتوزيع في الربح الصافي المحقق خلال السنة الماضية مطروحا منه خسائر السنوات السابقة المرحلة والاحتياطات القانونية النظامية. وتحدد التشريعات في بعض الدول الفترات التي يمكن فيها توزيع الأرباح، سنويا، فصليا أو غيرها. ويعتبر قرار التوزيع التزاما من قبل المؤسسة لا يمكن التراجع عنه بسهولة. ويمر تنفيذ قرار توزيع الأرباح بجدول زمني يتضمن ما يلي:

-**تاريخ الإعلان عن التوزيعات**: وهو التاريخ الذي يقوم فيه مجلس الإدارة بالتعريف بقيمة التوزيعات التي ستدفع، ويكون الإعلان للمساهمين والسوق ككل عن هذا القرار، ولهذا الإعلان تأثيره على سعر السهم في السوق سلباً أو إيجاباً بناءً على جودة هذه التوزيعات وتوقعات المساهمين.

-**تاريخ التسجيل**: وهو اليوم الذي تقفل فيه قوائم المساهمين الذين يحق لهم استلام الأرباح الموزعة، فكل من يشتري الأسهم بعد ذلك التاريخ لا يحق له استلام الأرباح بل تكون من نصيب حامل السهم السابق؛

-**تاريخ فقدان حق المطالبة بالأرباح**: تمنح لحملة الأسهم الذين اشتروا الأسهم خلال الأيام الأخيرة من فترة التسجيل و لم تتم تسوية إجراءات القيد بصفة نهائية مدة معينة للمطالبة لتسجيل أسمائهم والمطالبة بالأرباح (عادة 3 أيام)؛

-**تاريخ الدفع**: وهو التاريخ الذي يتم فيه تحويل الأرباح الموزعة إلى حسابات المساهمين وعادة ما يكون 15 يوما من تاريخ التسجيل.

1-3- أنواع سياسات توزيع الأرباح:

يتمثل الجانب الأساسي في سياسة توزيع الأرباح في تحديد مبلغ ونسبة التوزيع وفي تحديد كيفية التوزيع، هناك العديد من أشكال سياسة التوزيع، وعلى الإدارة اختيار السياسة التي تلاءم ظروفها وتحقق أهدافها، تتمثل في[6]:

1-3-1-سياسة توزيع مبالغ ثابتة: هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح بمبالغ نقدية ثابتة وتتم مراجعة هذه المبالغ من فترة لأخرى حسب التغير في حجم الأرباح. تتبع المؤسسات هذه السياسة لرغبة المساهمين في الحصول على أرباح سنويا. كما أن هذه السياسة تعطي الانطباع بأن المؤسسة تحقق أرباح بشكل مستمر.

1-3-2-سياسة توزيع نسب ثابتة من الأرباح:تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح نقدية للمساهمين كنسبة من الأرباح، وبالتالي تكون المبالغ المستلمة متغيرة من سنة لأخرى حسب تغير الأرباح. وهذه السياسة تخلص المؤسسة من عبء دفع أرباح ثابتة وخاصة عندما تنخفض الأرباح.

1-3-3-سياسة توزيع أرباح منخفضة ومتزايدة: تقوم هذه السياسة على تقسيم الأرباح الموزعة إلى جزأين: جزء بمبالغ ثابتة لكنها منخفضة وجزء متغير حسب حجم الأرباح المحققة. توفر هذه الطريقة للمؤسسة مرونة اكبر في توزيع الأرباح من جهة وتصمن للمساهم الحصول على حد أدنى من الأرباح سنويا.

1-3-4- سياسة عدم توزيع أرباح على المدى القصير: تلجأ المؤسسات إلى هذا الأسلوب إذا كانت بحاجة إلى الأموال خاصة المؤسسات حديثة النشأة أو في حالة صعوبة الحصول على القروض.

1-3-5-سياسة توزيع الفائض: تقوم هذه السياسة على أعطاء الأولوية لتمويل الاستثمارات، حيث تقوم المؤسسة باحتجاز الأرباح التي تغطي تمويل برامجها الاستثمارية، وفي حالة وجود فائض يتم توزيعه على المساهمين. يبرر انتهاج المؤسسة لهذه السياسة بأنها تكون ذات اعتماد كبير على المصادر التمويلية الداخلية في تمويل المشاريع الاستثمارية الجديدة. وتتميز الأرباح الموزعة وفق هذه الطريقة بعدم الاستقرار.

1-4- العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

لا يمكن الحكم على سياسة توزيع الأرباح من دون النظر إلى العوامل التي تتحكم في قرارات المؤسسة وقدرتها على التوزيع أو عدم التوزيع، في كثير من الحالات تجد إدارة المؤسسة نفسها تحت ضغوط عوامل مختلفة تحد من حريتها في اتخاذ قرار توزيع الأرباح. من هذه العوامل:

1-4-1-العوامل القانونية والتعاقدية: قد توثر بعض الاشتراطات القانونية في اتخاذ قرار التوزيع، ففي اغلب الدول تمنع التشريعات توزيع الأرباح من رأس المال واقتصارها فقط على الأرباح المحتجزة حماية للمقرضين. كما تمنع بعض التشريعات الضريبية احتجاز الأرباح لفترات طويلة مما يدفع بالمؤسسة إلى

توزيعها تحت طائلة العقوبات الجبائية. كما يتوجب على المؤسسة مراعاة ما التزمت به اتجاه المقرضين كعدم توزيع الأرباح لسنوات معينة أو توزيع نسبة محددة من الأرباح حتى تتمكن من الوفاء بالديون.

1-4-2-متطلبات السيولة: عادة ما تمتنع المؤسسات التي تواجه عسرا ماليا نتيجة نقص السيولة لأسباب مختلفة عن توزيع الأرباح لدعم السيولة والوفاء بالتزاماتها في مواعيدها.

1-4-3-الهيكل المالي: إذا كانت نسبة الديون في هيكل التمويل في حدودها القصوى يتوجب على المؤسسة اللجوء إلى التمويل الذاتي وبالتالي عدم توزيع الأرباح. كما أن الاعتماد على التمويل الذاتي من شأنه أن يخل بتوازن الهيكل المستهدف مما يتوجب توزيع الأرباح.

1-4-4-الفرص الاستثمارية: عادة ما ينخفض حجم التوزيعات مع زيادة حجم الاستثمارات المتاحة والعكس صحيح.

1-5- أشكال توزيع الأرباح:

تتعدد أشكالتوزيع الأرباح على المساهمين إلا أن الشكل الشائع في توزيع الأرباح هو التوزيع النقدي، ويمكن تقديم أهمها فيما يلي:

1-5-1-التوزيعات النقدية: Cash dividend

تشير التوزيعات إلى النقد المدفوع من صافي الدخل، وبالتالي فهو يمثل أي دفع مباشر من قبل المؤسسة لحملة الأسهم، إذ يمكن إعتبارها كتوزيعات أو كجزء من سياسة التوزيعات، فالتوزيعات النقدية تعتبر أكثر الأشكال شيوعا، فغالبا ما تقوم مؤسسات المساهمة بدفعها بشكل مباشر ومنتظم للمساهمين، وفق مراحل منتظمة من الأعمال، وتتم هذه التوزيعات في الغالب أربع مرات في السنة لدى شركات المساهمة.

1-5-2 التوزيع على شكل أسهم: Stock dividend

يعتمد هذا الشكل غير النقدي لتوزيع الأرباح على دفع أسهم المساهمين حسب ما يمتلكه كل مساهم من أسهم المؤسسة. يشكل هذا النوع عملية إحداث تغيير في هيكل رأس المال مع إبقاء السيطرة على حالها بين المساهمين الحاليين وتجنب تكاليف الإصدار. أيضا قد تلجأ المؤسسة إلى هذه الطريقة عند تقديرها أن سعر السهم مرتفع، فهذا الإجراء يؤدي إلى زيادة عدد أسهم المؤسسة وانخفاض حصة السهم من الأرباح وبالتالي انخفاض سعره.

مثال: تتكون الأموال الخاصة لمؤسسة من العناصر التالية:

أسهم عادية	5.000.000	(500.000 سهم قيمة السهم 10 دج)
علاوة إصدار	2.000.000	
أرباح محتجزة	9.000.000	
المجموع	16.000.000	

ترغب المؤسسة في توزيع أرباح على شكل أسهم بنسبة 5%. سعر السهم السوقي 50 دج. ما هو تأثير ذلك على قيمة المؤسسة؟

الحل:

- عدد الأسهم الجديدة: 500.000 x 0.05 =25.000 سهم
- قيمة الأسهم الجيدة: 25.000 x 50 = 1.250.000 دج
- يوزع هذا المبلغ على:
  - 25.000 x 10 = 250.000 دج تضاف إلى قيمة الأسهم
  - الباقي 1.000.000هو علاوة إصدار يمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة السوقية.

تركيب الأموال الخاصة بعد توزيع الأرباح تصبح كما يلي:

أسهم عادية	5.250.000	(525.000 سهم قيمة السهم 10 دج)
علاوة إصدار	3.000.000	
أرباح محتجزة	7.750.000	
المجموع	16.000.000	

تأثير توزيع الأرباح على سعر السهم وقيمة المؤسسة.

ينخفض سعر السهم وفق المعادلة التالية:

$$P' = \frac{P}{1+d} \qquad \Rightarrow P' = \frac{50}{1+0.05} = 47.619$$

حيث: P سعر السهم قبل التوزيع؛

P سعر السهم بعد التوزيع؛

d نسبة التوزيع.

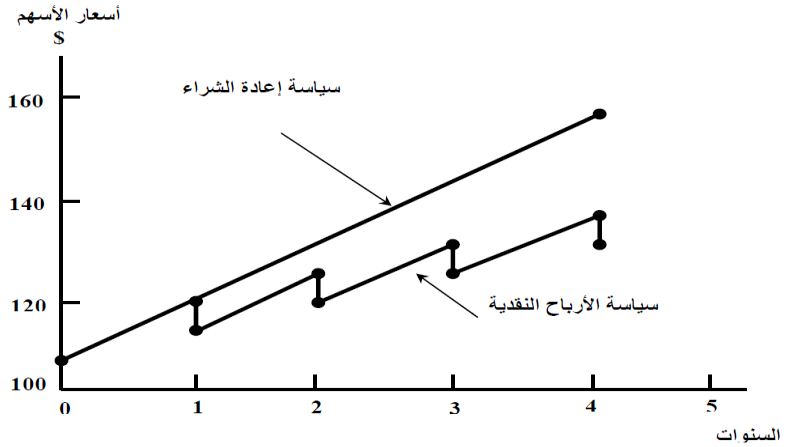
وبالتالي سينخفض سعر السهم من 50 دج إلى 47.62 دج.
كما تنخفض حصة السهم من الأرباح القابلة للتوزيع من 18 دج إلى 14.76 دج.
أما قيمة المؤسسة فتبقى ثابتة: 47.619 x525.000 =2.500.000دج

1-5-3- إعادة شراء الأسهم: Stock Repurchase

تلجأ المؤسسات إلى إعادة شراء أسهمها التي سبق إصدارها، فشراء الأسهم باستخدام الأرباح يخفض من عدد الأسهم في السوق ويرفع من حصة السهم الواحد من الأرباح مما يؤثر على سعر السهم بالارتفاع. كما أن عملية إعادة الشراء تتم بدفع مبالغ أعلى من السعر الحالي، وهو ما يعتبر إشارة من إدارة المؤسسة بأن السهم يتداول بأقل من قيمته الحقيقية. توسع استخدام هذه السياسة في العقود الثلاث الماضية، وهو في تزايد ويتوقع أن يصبح الأسلوب الأوسع استخداما في مجال سياسة توزيع الأرباح، لما لها من تأثير ايجابي على قيمة الأسهم الهدف المعاصر للإدارة المالية[7].

كما تستخدم هذه السياسة بهدف الحفاظ على مستوى معين من التوزيعات في المستقبل، ففي حالة ثبات الأرباح المتوقعة تؤدي هذه السياسة إلى تخفيض عدد الأسهم وبالتالي ارتفاع حصة السهم من الأرباح مما يؤدي إلى استقرار في التوزيعات المستقبلية وبالنتيجة استقرار سعر السهم. أما في حالة التوزيع النقدي فإن سعر السهم سيعرف تذبذب قبيل وبعد توزيع الأرباح، فسيرتفع عند الإعلان عن الأرباح المحققة ثم ينخفض بعد توزيع الأرباح.

الشكل رقم (4-1): سياسة إعادة الشراء مقابل سياسة الأرباح النقدية



المصدر أجين برغام، الإدارة المالية، مرجع سابق، ص 657.

تستخدم أيضا عمليات شراء الأسهم لأغراض أخرى، كإعادة هيكلة رأس المال من خلال الحصول على قروض واستخدام حصيلتها في إعادة شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع نسبة الأموال الخاصة.

وتستخدم لتخفيض عدد الأسهم بهدف منع المضاربات على السهم أو لتجنب عمليات الاستحواذ غير المرغوب فيها.

مثال: توفرت لديك البيانات التالية:

- عدد الأسهم: 400.000 سهم؛
-الأرباح الصافية السنوية 1.000.000دج؛
- سعر السهم 50 دج؛
- مضاعف سعر السهم 20 مرة.

قررت المؤسسة توزيع أرباح قدرها 800.000 دج، وأمامها خياران:

- توزيع أرباح نقدية وبالتالي دفع 2 دج لكل سهم، وبالضرورة يرتفع سعر السهم إلى 52 دج.
- توزيع أرباح من خلال إعادة شراء الأسهم بتقديم عرض يرضي المساهمين 52 دج.

عند الإعلان عن قرار توزيع الأرباح من خلال إعادة شراء الأسهم فإن السعر سيرتفع مباشرة إلى 52 دج، قبل إتمام العملية، ومنه عدد الأسهم الممكن شرائها: 800.000 /52 = 15368 سهم

-عدد الأسهم المتبقية: 400.000 – 15368 = 384.615
-في السنة القادمة ستحقق المؤسسة أرباح قدرها 1.000.000دج وبالتالي ستكون حصة السهم:
1.000.000/ 384615 = 2.6 دج.
-وبالنتيجة سعر السهم 20 x 2.6 = 52 دج

الخلاصة:
-حصل المساهمون الذين باعوا أسهمهم للمؤسسة على 2 دج إضافية نقدا عن قيمة السهم السابقة.
- حصل المساهمون المحتفظون بأسهمهم على 2 دج إضافية في قسمة السهم (مكاسب رأسمالية)
وبالتالي في كلا الحالتين يرتفع سعر السهم إلى 52 دج.

1-5-4- اشتقاق الأسهم:Stock split

وهي عملية تجزئة السهم الواحد إلى عدة أسهم، وبالتالي يرتفع عدد الأسهم المتداولة وتنخفض حصة السهم من الأرباح مما يؤثر سلبا على سعره. تلجا المؤسسة إلى هذه الطريقة إذا قدرت أن سهمها

يتداول بسعر مرتفع مما يؤثر على تداوله. وتتشابه هذه السياسة مع سياسة توزيع الأرباح على شكل أسهم من حيث تأثيرها على سعر السهم.

1-5-5- معكوس الاشتقاق:Reverse stock splits

تتمثل هذه العملية في تخفيض عدد الأسهم المكونة لرأس المال من خلال استبدال عدد من الأسهم بسهم واحد، وبهذا ينخفض عدد الأسهم وترتفع القيمة الاسمية للسهم الواحد كما ترتفع حصة السهم من الأرباح مما يؤدي إلى التأثير على سعر السهم بالارتفاع[8].

2- نظريات ونماذج توزيع الأرباح:

تضمن الجدال الحاصل حول توزيع الأرباح وجوب تعظيم قيمة السهم (قيمة المؤسسة) عن طريق تسديد الأرباح وبالمقابل اللجوء إلى زيادة رأسمال المؤسسة عند الحاجة إلى موارد. حيث يمكن أن تتأثر ثروة المساهم بتوزيع الأرباح وبنفس الأهمية بزيادة قيمة الأسهم (نتيجة عدم توزيع الرباح). ليجد المسير نفسه أمام قرارين متناقضين.

كانت العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وقيمة المؤسسة موضوع جدل فكري بين المفكرين خلال النصف الثاني من القرن العشرين، فبينما ذهب البعض إلى عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة يرى آخرون أنه لسياسة توزيع الأرباح تأثير على قيمة المؤسسة. وفيما يلي أهم هذه المدارس الفكرية والنماذج المقدمة لتفسير تلك العلاقة.

2-1 نموذج والتر(1962) Walter

يعتبر **والتر** قرار توزيع الأرباح قرارا ثانويا يأتي بعد قرار الاستثمار، ففي هذا النموذج تتحدد قيمة الأرباح بدلالة فرص الاستثمار فالمساهمون يفضلون الحفاظ عن ربحية المؤسسة في حالة ما إذا كانت ربحية الأموال المعاد استثمارها تفوق ربحية الاستثمارات الأخرى ذات نفس المخاطرة. ويعتمد نموذج والتر على تفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة من خلال تأثير كل من معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل، وهذا في ظل الافتراضات التي بني عليها النموذج وهي:[9]

- اعتماد المؤسسة في تمويل استثماراتها على الأرباح المحتجزة فقط؛
- ثبات كل من معدل العائد الداخلي وتكلفة التمويل؛
- يتم اعتماد سياسة توزيعات أرباح واحدة، وهي إما توزيع كل الأرباح أو احتجازها كلها؛
- ثبات مستوى كل من الأرباح والتوزيعات واستمرارية المؤسسة.

وقد صاغ والتر معادلة يحدد فيها القيمة السوقية في ظل هذه الافتراضات كالتالي:

$$P = \frac{D}{CMPC} + \frac{r(B-D)/CMPC}{CMPC}$$

حيث:

- P سعر السهم؛
- D حصة السهم من التوزيعات؛
- B حصة السهم من الأرباح؛
- CMPC متوسطة التكلفة المرجحة لرأس المال؛
- r معدل العائد الداخلي.

يشير نموذج والتر إلى أن قيمة السهم تتكون من عنصرين القيمة الحالية لتوزيعات لانهائية والقيمة الحالية للأرباح الرأسمالية.

وبالتالي يمكن التمييز بين ثلاث حالات:

- معدل العائد الداخلي أكبر من تكلفة التمويل: وهي حالة المؤسسات ذات معدلات نمو مرتفعة، في هذه الحالة كلما ارتفعت نسبة الاحتجاز كلما كان التأثير على قيمة السهم أكبر.
- معدل العائد الداخلي معادل لتكلفة التمويل: وهي حالة المؤسسات العادية، لا تأثير لسياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم؛
- معدل العائد الداخلي أقل من تكلفة التمويل: وهي حالة المؤسسات ذات معدلات نمو منخفضة، في هذه الحالة فالسياسة المثلى هي توزيع أكبر قدر من الأرباح.

مثال: يبين الجدول التالي سعر سهم ثلاث مؤسسات (أ، ب، ج) تعرف مستويات مختلة من النمو وفقا لنموذج والتر.

					سعر السهم عند معدل توزيع			
	مستوى النمو	معدل العائد الداخلي	تكلفة التمويل	ربحية السهم	25%	50%	75%	100%
أ	مرتفع	15%	8%	10	207.03	179.68	152.34	125.00
ب	عادي	8%	8%	10	125.00	125.00	125.00	125.00
ج	منخفض	5%	8%	10	89.84	101.56	113.28	125.00

يبين الجدول أعلاه أن سعر سهم المؤسسة التي تحقق معدل نمو مرتفع ينخفض كلما ارتفعت نسبة التوزيع، والعكس بالنسبة للمؤسسة ذات معدل النمو المنخفض، بينما يبقى سعر السهم ثابتا بالنسبة للمؤسسة ذات معدل النمو المعتدل.

لقد قدم نموذج والتر تفسيرا لعلاقة التوزيعات بالقيمة السوقية للسهم، إلا أن بعض الافتراضات التي أسس عليها نظريته غير واقعية ومن أهمها اعتماد المؤسسة على الأرباح المحتجزة فقط، وثبات كل من معدل العائد وتكلفة التمويل.

2-2 وجهة نظر Modigliani & Miller (نظرية الحياد)

يرى M&M أن سياسة التوزيع لا تؤثر على سعر سهم المؤسسة أو تكلفة رأسمالها. إذ تتحدد قيمة المؤسسة بقدرتها الأساسية على تحقيق الأرباح والمخاطر التي تواجه أعمالها. أي أن قيمة المؤسسة تتوقف على الربح المتولد عن أصولها فحسب، وليس عن كيفية استخدام هذا الربح[10].

حسب M&M فإن المبدأ الذي انطلقا منه أن التأثير الإيجابي لدفع أرباح اسهم على قيمة السهم يقابلها التاثير المعاكس نتيجة اللجوء الى وسائل تمويل أ خرى. وإذا وجب الإختيار بين التمويل الذاتي وإصدار أسهم جديدة، فإن االقيمة الحالية للسهم بعد دفع أرباح الأسهم واصدارالأسهم الجديدة تكون مساوية لقيمة السهم بدون دفع الأرباح. وبالتالي لا تأثير لسياسة التوزيع على ثروة المساهمين.

من خلال ما توصلا إليه M&M في نظريتهما لهيكل رأس المال فإن قيمة المؤسسة التي لا تستخدم الدين تتوقف على التدفقات النقدية التي تولدها وعلى تكلفة تمويلها، وبالتالي فلا أثر لسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة.

$$NP_0 = \frac{(N+n)P_1 - I + B}{1+K_e}$$

نلاحظ من خلال هذا النموذج غياب التوزيعات في التأثير على قيمة السهم.

مثال: بافتراض أن مؤسسة يتكون هيكلها المالي من أموال ملكية فقط، وقد قررت إجراء توزيعات على أن يتم تمويلها عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة تباع بسعر P^* . المطلوب: بين أن التغير في سعر السهم يساوي قيمة التوزيعات؟

التوزيعات على الأسهم القديمة= الأسهم الجديدةX سعر البيع $N \times D = \Delta N \times P^*$

قيمة المؤسسة ثابتة ⟵ قيمة الأسهم القديمة =قيمة الأسهم الجديدة $N \times P = (N + \Delta N) \times P^*$

$$N \times D = \Delta N \times P^*$$

$$\Longrightarrow N \times P - N \times P^* = N \times D$$
$$\Longrightarrow P - P^* = D$$

$\Longrightarrow \Delta P=D$ ← التغير في السعر السهم= قيمة التوزيعات

كما أيد VAN HORNE وجهة نظر M&M بأن قيمة المؤسسة لا تتأثر بسياسة توزيع الأرباح، حيث يفترض أن سعر السهم بعد توزيع الأرباح سينخفض بمقدار حصة كل سهم من الأرباح، وأن سعر السهم في بداية الفترة مساوٍ للقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عنه والمتمثلة في التوزيعات ويحسب كما يلي:

$P_o = (D_1+P_1) / (1+ K_e)$

-قيمة الأسهم الجديدة الواجب إصدارها لتمويل الاستثمار تحسب كمايلي:

$n P_1 = I – (B - ND_1)$

وبالتالي تكون قيمة المؤسسة في بداية الفترة:

$$NP_0 = \frac{(N + n)P_1 - I + B}{1 + k_e}$$

حيث:

- N: عدد الأسهم الحالية؛ n: عدد الأسهم الجديدة؛
- PO: سعر السهم قبل التوزيع؛ P1: سعر السهم بعد التوزيع؛
- I: قيمة الاستثمارات المقرر تمويلها؛
- B: الأرباح المحققة خلال الفترة؛
- Ke: تكلفة الأموال الخاصة؛
- D_1: حصة السهم من الأرباح الموزعة

تشير هذه المعادلة إلى أن قيمة أسهم المؤسسة في بداية الفترة مساوية لقيمة الأسهم القديمة والجديدة بالإضافة إلى الأرباح المحققة خلال الفترة مع خصم قيمة الاستثمارات المنفذة على اعتبار أن التغير في سعر السهم يساوي تماما إلى التوزيعات التي تجريها المؤسسة. وبالتالي لا تؤثر توزيعات الأرباح على قيمة المؤسسة.

3-2 نظرية العصفور في اليد (نموذج قوردن Gordon) :

عارض آخرون وفي مقدمتهم Myron Gordon & John Linter رؤية M&M. وقد زعم هؤلاء أن المستثمرين يعتبرون الأرباح الرأسمالية المتمثلة في ارتفاع قيمة السهم نتيجة احتجاز الأرباح مصدراً للدخل ينطوي على مخاطر لأنه يتوقف على الأداء المستقبلي للمؤسسة، عكس التوزيعات النقدية المضمونة نسبياً. ولهذ يرى أصحاب هذه النظرية أن زيادة المبالغ الموزعة تؤدي إلى ارتفاع سعر سهم المؤسسة وانخفاض تكلفة رأسمالها.

وقد أقام قوردن نموذجه على مجموعة افتراضات تمثلت فيما يلي[11]:

- اعتماد المؤسسة على حقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها؛
- ثبات معدل العائد المتوقع على استثمارات المؤسسة؛
- عدم خضوع كل من دخل المؤسسة ودخل المستثمر للضرائب.
- ثبات معدل النمو g مع: **g = EBx R**

حيث EB نسبة احتجاز الأرباح وR معدل العائد على السهم (المردودية المالية)

- معدل العائد المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو؛
- ثبات نسبة الأرباح الموزعة.

انطلق قوردن في بناء نموذجه على نموذج سعر السهم المبين سابقا في الفصل السابق والذي يحدد قيمة السهم من خلال القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع للسهم حيث:

$$P = \frac{D_1}{(1+K)} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \cdots\cdots\cdots + \frac{D_n}{(1+K)^n} = \sum_{n=\infty}^{n+1} \frac{D_n}{(1+K)^n}$$

مع $D_n = D_0 x (1+g)^n$

بافتراض معدل النمو g ثابت يمكن تحويل المعادلة السابقة لتصبح:

$$P = \frac{D_1}{(K-g)}$$

- وبما أن g = EBx R

حيث EB نسبة احتجاز الأرباح وR معدل العائد على السهم (المردودية المالية) يصبح:

D1 = r x (1- EB)

أي إن حصة السهم تساوي ربحية السهم في نسبة التوزيع. وعليه تصبح المعادلة السابقة كما يلي:

$$P = \frac{R(1 - EB)}{(k - EB.k)}$$

وبالتالي نجد ثلاث حالات[12]:

- إذا كان معدل العائد المطلوب على الاستثمار مساوٍ لمعدل العائد المتوقع تصبح المعادلة السابقة كمايلي:

$$P = \frac{R}{k}$$

فتكون سياسة التوزيعات ذات أثر حيادي على قيمة السهم، وتتوافق مع نظرية M& M. مما يعني أن قيمة السهم في هذا الحالة إنما تخضع للتغيرات في قرارات الاستثمار لا لقرارات التمويل.

- إذا كان معدل العائد المتوقع أدنى من معدل العائد المطلوب يكون احتجاز الأرباح غير مرغوب فيه تماما من طرف الملاك، وذلك لكونها ستضيع عليهم فرصا استثمارية خارج المؤسسة تعود عليهم بعوائد أفضل، فتكون المؤسسة أمام حتمية توزيع كافة الأرباح.
- أما إذا كان معدل العائد على الاستثمار أعلى من تكلفة التمويل فيكون من صالح المساهمين احتجاز المؤسسة لأكبر قدر من الأرباح لإعادة استثمارها وتحقيق النمو، وترتفع القيمة السوقية للأسهم بزيادة الأرباح المحتجزة.

يعتبر نموذج جوردن من أهم النماذج المفسرة لتأثير سياسة التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، فاختلافه مع نظرية M& M جوهري إذ يعتقد بأن لسياسة التوزيعات أثر واضح على القيمة السوقية للسهم.

2-4- نظرية التفضيل الضريبي:

ظهرت هذه النظرية نتيجة اختلاف معدلات الإخضاع الضريبي للأرباح الرأسمالية وللأرباح الموزعة. وفقا لهذه النظرية يدفع اختلاف معدلات الإخضاع تلك المستثمرين لتفضيل احتجاز الأرباح على توزيعها، ما يجعلهم يفضلون تقليل حجم الأرباح، هناك عموماً سببان يجعلان المكاسب الرأسمالية أفضل من الحصص النقدية من الناحية الضريبية:

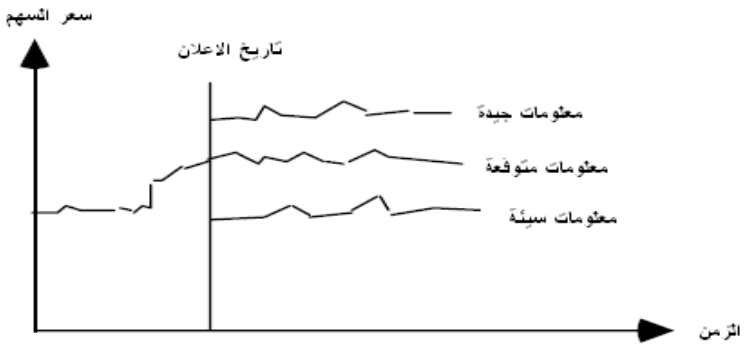
- أن قيمة أي مبلغ نقدي تقل كلما طال الوقت المتبقي حتى استحقاقه، لذلك حتى لو كانت الضرائب المفروضة على الحصص النقدية والأرباح الرأسمالية متساوية فستكون الضرائب المفروضة على الأولى أقرب زمنياً من تلك المفروضة على الثانية ما يجعل قيمتها أكبر نسبياً.
- إذا احتفظ مستثمر بالأسهم التي يمتلكها حتى وفاته فلن تخضع المكاسب الرأسمالية للضريبة أبداً، حيث يمكن للورثة الذين حصلوا على الأسهم بيع تلك الأسهم والحصول على كامل قيمتها دون دفع أي ضرائب بدءاً من يوم انتقالها إلى حيازتهم.

2-5-نظرية المحتوى المعلوماتي أو أثر الدلالة:

أسست هذه النظرية بناء على مجموعة من الدراسات الميدانية التي تناولت العلاقة بين التغير في سياسة توزيعات الأرباح والأرباح المستقبلية التي تتبع تلك السياسة.

تقوم هذه النظرية على أساس أن توزيعات الأرباح تعطي مؤشراً عن توقعات الإدارة لأرباحها في المستقبل، وبالتالي فإن توزيع الأرباح بنسبة تفوق الجزء المتوقع يعطي مؤشرًا أن إدارة الشركة لديها رؤى مستقبلية تتعلق بإمكانية زيادة الأرباح في المستقبل، ولديها القدرة للمحافظة على هذا المستوى من التوزيعات، وهذا بدوره سيؤدي إلى رفع القيمة السوقية للأسهم، والعكس صحيح[13]. وذلك نتيجة لتقدير المستثمرين للدلالات التي تحملها المعلومات المهمة التي يحملها إعلان توزيع الأرباح. أي أن مجموعة المعلومات الجديدة المفصح عنها تفسر التغيرات المتوقعة أو غير المتوقعة في أداء المؤسسة من جهة، ومن جهة أخرى فإن مثل هذه المعلومات تمكن المستثمرين ومحللي الأوراق المالية للاستفادة منها في التنبؤ بالأحداث المتوقعة في المستقبل.

الشكل رقم (4-2): تغيرات سعر السهم عند تاريخ الإعلان عن التوزيع وفقا لنظرية المحتوى المعلوماتي



Source: Barneto pascal et Gregorio georges, op.cit, p552.

2-6 نظرية أثر العميل (أثر سياسة توزيعات الأرباح على مجموعات المستثمرين):

ويقصد بالأثر قيام المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى مع تفضيلاتهم الاستثمارية والاستهلاكية[14].

يفضل بعض المساهمين من المتقاعدين أو كبار السن الحصول على توزيعات نقدية دوريا، وهم يعتبرونة دخلا رئيسيا لاستهلاكهم، بينما تفضل فئات أخرى من المساهمين عدم توزيع الأرباح من قبل المؤسسة وإعادة استثمارها بما يعظم عوائدهم المستقبلية[15]. فالفئة الأولى تهتم بالاستثمار في أسهم المؤسسات التي توزع أكبر قدر من الأرباح، بينما تستثمر الفئة الثانية في أسهم المؤسسات التي تحتجز أكبر قدر من الأرباح. لذلك على المؤسسة تبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى وتفضيلاتهم. وإذا قررت المؤسسة تعديل سياسة توزيع الأرباح فسيؤدي ذلك إلى ردود أفعال مختلفة من قبل المستثمرين الحاليين والمحتملين.

2-7 نظرية الوكالة:

تنشأ نظرية الوكالة نتيجة الفصل بين ملكية الشركة وتسييرهافمن المعروف أنه بزيادة حجم الشركات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن التسيير ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المسيرين، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة[16].

تعرف الوكالة بأنها ارتباط بين شخصين أو أكثر الرؤساء أو المالكون والوكيل أو المدير. حيث يمنح الرؤساء سلطة للوكيل لأداء الخدمات نيابة عنهم ليقوم باتخاذ القرارات الخاصة بالمؤسسة مقابل الحصول على الأجر المناسب، من هنا ينشأ تضارب المصالح بين الملاك والمدراء.

يتمتع المسيرون بمعلومات أكثر من المساهمين عن وضعية المؤسسة، ومن الممكن أن يهتموا بتحقيق أهدافهم الشخصية بدل تحقيق أهداف المساهمين. وفي هذه الحالة فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف التي يتحملها المساهمون لضمان أهدافهم، وبهذا تنشأ تكلفة الوكالة لضمان الرقابة على المسيرين تسمح بتحقيق أهدافهم (أنظر نظرية الوكالة في الفصل السابق في البند المتعلق بنظريات الهيكل المالي).

وفقا لهذه النظرية فعندما يمتلك المساهمون حقوقا أكبر فإنهم يستطيعون استخدام قوتهم للتأثير في سياسة توزيع الأرباح، ويستطيع المساهمون تلقي حقوق اكبر حيث تفترض نظرية الوكالة أن المساهمين يفضلون خيار توزيع الأرباح على احتجازها. فتوزيع الأرباح يؤدي إلى تخفيض تكاليف الوكالة من خلال تخفيض حجم التدفقات النقدية المتاحة لدى المدراء.

خلاصة الفصل.

توزيع الأرباح هو قرار دوري متكرر في حياة المؤسسة، يراقبه المساهمون والمسيرون وكل من لهم علاقة بها، وهو قرار يتفاعل مع القرارات الاستثمارية والتمويلية. تتمحور سياسة توزيع الأرباح حول البحث في الطريقة المثلى التي يمكن للمؤسسة من خلالها الموازنة بين رغبة الملاك في الحصول على الأرباح وبين رغبة الإدارة في احتجاز الأرباح لتمويل الاستثمارات، بما يحقق هدف تعظيم القيمة.

في الواقع لا توجد سياسة توزيع مثلى لكل المؤسسات، فبعض المؤسسات تتبع سياسة توزيع تقوم على توزيع نسبة ثابتة من الأرباح سنويا، بينما تفضل أخرى توزيع مبالغ ثابتة سنويا، وتمزج مؤسسات أخرى بين السياستين، وتوزع مؤسسات أخرى الفائض المتبقي بعد احتجاز ما يكفي لتمويل استثماراتها. ومهما كانت السياسة المتبعة فإنها تخضع لعدة عوامل أهمها رغبات الملاك والفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة.

ويمكن أن نقول أنه مهما كانت سياسة توزيع الأرباح المتبعة، فإن استقرارها هو ما يفضله المستثمرون، لأن ذلك يساعدهم على القيام بتنبؤات وتحليلات أكثر دقة وواقية، مما يكون له أثر إيجابي على سعر سهم المؤسسة ومن ثم على قيمتها. إن اختلاف وجهات النظر بين المفكرين حول تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة سببه الإفتراضات التي تقوم عليها كل نظرية، وإلى البيئة التي أسست فيها.

هوامش الفصل

[1] –هاشم حسن حسن، **العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة**، مجلة كلية بغداد العلوم الاقتصادية، جامعة الإسراء، العدد 17، أيار 2008، ص 213.

[2] منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات** ، منشأة المعارف ط2، القاهرة، ص 307.

[3] –أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية (الأسس العلمية و التطبيقية)**، دار وائل للنشر، عمان، 2010.

[4] – عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية: النظرية والتطبيق** ، ط2، دار المسيرة، عمان، 2008، ص 455

[5] عبد الكريم بوحادرة، **أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم – مع دراسة حالة**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012/2011، ص 113.

[6] – عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري، عمان، 2009، ص 483.

[7] – اياد طاهر محمد الجبوري، **تأثير سياسة اعادة الشراء في تداول الأسهم في تداول الأسهم في الأسواق المالية، دراسة حالة**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد،جامعة بغداد، عدد 62، سنة 2011. ص ص 95 – 111.

[8]- منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 379.

[9]. محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال**، ، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص362.

[10]- أجين برغام، مرجع سابق، ص 634.

[11]-عبد الكريم بوحادرة، **أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيعات الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري قسنطينة، 2012/2011، ص 129.

[12]- نفس المرجع، ص130.

[13]- **نضال عمر زلوم ، واسحق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية**، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلّد**2** ، العدد 1، 2015، ص35.

[14]- زرقون محمد، **أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة**، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد8، 2010، ص 87.

[15]-صباح أسامة علي شراب، **أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية– دراسة تطبيقية**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2006، ص 68.

[16]- بريش عبد القادر، بدروني عيسى، **سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد2016/02، ص145.

الخاتمة

الخاتمة

تناولنا في هذه المطبوعة أربع محاور رئيسية في مادة السياسة المالية للمؤسسة بدءا بالسياسات المالية مدخل لاتخاذ القرار تطرقنا من خلاله إلى مفهوم السياسة الماليةأ متغيراتها، أولوياتها، اتخاذ القرارات المالية وثنائية العائد والمخاطرة، ثم سياسة الاستثمار تطرقنا من خلاله مختلف معايير اتخاذ القرار الاستثماري في ظل التأكد، المخاطرة وعدم التأكد، ثم سياسة التمويل الذي تضمن أساسيا التمويل، تكلفة الأموال والهيكل المالي ، المحور الأخير والمتثل في سياسة توزيع الأرباح تطرقنا من خلاله إلى مفهوم هذه السياسة والمراحل التي يمر بها قرار توزيع الأرباح، ومختلف المقاربات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

حاولنا في هذه المطبوعة الإلمام بأهم القضايا المتعلقة بالسياسة المالية للمؤسسة، بما يتوافق مع المقرر الدراسي والحجم الساعي المقرر، وهذه المحاضرات هي خلاصة تدريس هذا المقياس لعدة مواسم جامعية بالكلية. وقد تم التركيز في أغلب فصول هذه المطبوعة على الجانب النظري مع تقديم أمثلة، وهو ما يتطلب تدعيم هذه المطبوعة عن قريب بجزء ثان يتضمن تمارين محلولة تساعد الطالب في تعميق فهم الأسس النظرية للسياسة المالية والقرارات المالية الاستراتيجية قي المؤسسة.

يجب على الطالب بذل الجهد اللازم لتنمية وتطوير معارفه من خلال البحث والإطلاع وطلب المعلومة من الأساتذة المؤطرين وعدم الإكتفاء بهذه المطبوعة أو بغيرها من المطبوعات الجامعية في كل المقاييس، وعليه المزاوجة بين حضور الدروس وتلقي الشروحات اللازمة في مدرجات الجامعة، والمراجعة والبحث في رفوف مكتبة الكلية عن المراجع المتعلقة بهذا الموضوع، التي تزخر بالمراجع في هذا المجال المعتمد عليها في إعداد هذه المطبوعة مما هو متوفر بمكتبة كليتنا.

قائمة المـــراجـــع

أولا: المراجع العربية

I- الكتب

1. أجين برغام، **الإدارة المالية**، الجزء الثاني، ترجمة محمد فتوح وآخرون، شعاع للنشر، حلب، 2010.
2. أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية (الأسس العلمية و التطبيقية)**، دار وائل للنشر، عمان، 2010.
3. بن ساسي إلياس، قريشي يوسف، **التسيير المالي (الإدارة المالية)**، دار وائل للنشر، عمان، ط1، 2006.
4. بن ساسي إلياس ، **الخيارات الاستراتيجية لنمو المؤسسة**، دار وائل للنشر ، عمان، ط1، 2011.
5. إسماعيل إبراهيم جمعة، زينات محمد محرم، **المحاسبة الإدارية ونماذج بحوث العمليات في اتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
6. أمين السيد أحمد لطفي، **دراسة جدوى المشروعات الإستثمارية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
7. أمين السيد أحمد لطفي، **التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية، مصر، 2006.
8. جمال الدين المرسي وأحمد عبد الله اللحلح، **الإدارة المالية (مدخل اتخاذ القرارات)**، ط. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
9. دريد كامل آل شبيب، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار المسيرة، عمان، 2010.
10. زياد رمضان، **مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي**، دائرة وائل للنشر، الأردن، 2002، ص 333.
11. زياد رمضان محفوظ أحمد جودة، **إدارة البنوك**، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 1995 .
12. حماد طارق عبد العال، **التحليل الفني والتحليل الأساسي للأوراق المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006،
13. حمد واثق أبو عمر، **النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية والتداول في البورصات العالمية**، دار الرضا، دمشق، ص2003.
14. حطاب سامي، **المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم و صناديق الإثمار، هيئة الأوراق المالية والسلع**، أبو ظبي، 2007.
15. حمزة محمود الزبيدي، **أساسيات الإدارة المالية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2001.
16. حسني علي خريوش وآخرون، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2012.
17. طاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2010.
18. كنجو عبود كنجو، إبراهيم وهبي فهد، **الإدارة المالية**، دار المسيرة للنشر و التوزيع، عمان، 1997.
19. كساب عبد الرزاق، **مالية المؤسسة**، مطبوعة محاضرات، جامعة الجزائر، بدون سنة نشر.

20. سمير محمد عبد العزيز، **اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليلي المالي– مدخل في التحليل واتخاذ القرارات**، الإشعاع، مصر 1997.

21. محب خله توفيق، **إقتصاديات التمويل الإداري**، دار الفكر الجامعي، ط1، الاسكندرية، مصر، 2013.

22. محمد صالح الحناوي، نهاد فريد مصطفى، جلال العبد، **الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال**، الدار الجامعية، مصر، 2005.

23. محمد علي ابراهيم العامري، **الإدارة المالية الحديثة**، دار وائل للنشر ، ط1، عمان، 2013.

24. محمد مطر، **إدارة الاستثمارات– الإطار النظري والتطبيقات العلمية**، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 1999.

25. محمود صبح، **أساسيات الإدارة المالية**، ط2، البيان للطباعة، مصر، 2005.

26. منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات** ، منشأة المعارف ط2، القاهرة، 2008.

27. موسى أحمد خير الدين، **إدارة المشاريع المعاصرة: منهج متكامل في إدارة المشاريع**، دار وائل للنشر والتوزيع، ط3، 2017.

28. عبد الغفار حنفي، **بورصة الأوراق المالية**، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.

29. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، **أساسيات الإدارة وبيئة الأعمال**، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2000.

30. عدنان تايه النعيمي، **الإدارة المالية (النظرية والتطبيق)**، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، 2007.

31. عدنان تايه النعيمي، ياسين الخرشة، **أساسيات في الإدارة المالية**، دار المسيرة للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 2007.

32. عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، **الإدارة المالية المتقدمة**، دار اليازوري، عمان، 2009.

33. عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية: النظرية والتطبيق** ، ط2، دار المسيرة، عمان، 2008.

34. عدنان هاشم رحيم السامرائي، **إدارة مالية (منهج تحليلي شامل)** ، الجامعة المفتوحة، ليبيا، 1997.

35. فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم الطالب، **مبادئ المالية (1)**، دار وائل للنشر، ط 1، عمان، الأردن، 2012.

36. قاسم نايف علوان، **إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق**، دار الثقافة للنشر والتوزيع، ط2، عمان، الأردن، 2012.

37. رحيم حسين، **أساسيات نظرية القرار والرياضيات المالية**، مكتبة إقرأ، قسنطينة، 2010.

38. شكرين محمد ، **القرارات المالية في المؤسسة**، مطبوعة محاضرات، جامعة يحي فارس المدية، 2015.

39. خالد وهيب الراوي، يوسف سعادة، **التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي**، دار المسيرة، عمان، 2000.

40. غازي فلاح المومن، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

II- الرسائل والأطروحات الجامعية:

1- بوحادرة عبد الكريم ، **أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة: دور سياسة توزيع الأرباح في تحديد القيمة السوقية للسهم-مع دراسة حالة**، رسالة ماجستير في علوم التسيير، جامعة قسنطينة، 2012/2011.

2- بوشوشة محمد، **تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية -دراسة عينة من المؤسسات الجزائرية**، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة بسكرة، 2016.

3- بوزيد سارة، **إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك BNB PARIBAS**، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية،- جامعة منتوري قسنطينة، 2006-2007.

4- بربار حفيظة، **العوامل المؤثرة على الهيكل المالي: حالة شركات المساهمة العامة الأردنية**، رسالة ماجستير، (غير منشورة)، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة اليرموك، الأردن، 2010.

5- صباح أسامة علي شراب، **أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية- دراسة تطبيقية**، رسالة ماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية غزة، 2006.

III- المقالات العلمية

1-إياد طاهر محمد الجبوري، **تأثير سياسة اعادة الشراء في تداول الأسهم في تداول الأسهم في الأسواق المالية، دراسة حالة**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، مجلة علمية فصلية محكمة تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، عدد 62، سنة 2011.

2- بريش عبد القادر، بدروني عيسى، **سياسة توزيع الأرباح كآلية لحوكمة الشركات**، مجلة البحوث في العلوم المالية والمحاسبية، العدد2016/02.

3- زرقون محمد، **أثر الاكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الاقتصادية المسعرة في البورصة**، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد8، .2010

4-هاشم حسن حسن، **العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح في الشركات المساهمة**، مجلة كلية بغداد العلوم الاقتصادية، جامعة الإسراء، العدد 17، أيار 2008.

5- نضال عمر زلوم ، **واسحق محمود الشعار، أثر توزيعات الأرباح على القرار الاستثماري في ضوء جودة التقارير المالية**، المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية، المجلّد**2** ، العدد 1، **2015**.

VI- النصوص القانونية:.

1- الأمر رقم 01-03 مؤرخ في أول جمادى الثانية عام 1422 الموافق لــ : 20 غشت سنة 2001 يتعلق بتطوير الإستثمار.

2- القرار المؤرخ في 2008/07/26 المتضمن قواعد التقييم والمحاسبة ومحتوى الكشوف المالية وعرضها وكذا مدونة الحسابات وقواعد سيرها، الجريدة الرسمية للجمهورية الجزائرية، عدد 19، الصادرة بتاريخ 2009/03/25.

ثانيا المراجع الأجنبية:

1. Barneto Pascal et Gregorio Georges, **Finance Manuel et applications**, Dunod, 2em ed, Paris, 2009.
2. -Barreau et Delahaye, **Gestion financière de manuel et application**, DUNOD, 9 éme édition, paris, 2000.
3. Batsch Laurent, **Finance et stratégie**, éd. Economica, Paris, 1999.
4. Degos Jean-Guy & Griffiths Stéphane, **Gestion financière de l'analyse a la stratégie**, éd Eyrolles édition d'organisation, Paris 2011.
5. Farouk Bouyaacoub, **l'entreprise et le financement bancaire**, édition casbah, Alger, 2000.
6. Georges Legros, **Mini manuel de Finance d'entreprise**, Dunod, Paris,2010.
7. Gregor Gossy, **A stakholder rationale for risk management : implication for corporate finance decisions,** Gabler edition wissenschaft, Germany, 2008.
8. Jamet Benoit, **Structure de Groupe et Financement des Entreprises**, Thèse de doctorat en science de gestion, Université Paris 5,-val de marne, 2003.
9. Jacques Teulié**, Patrick Topscalian, Finance,** 2eme édition, Vuibert, Paris, 1999.
10. Joseph Antoine, Jean-Paul Cornil, **Lexique thématique de la comptabilité: dictionnaire spécialisé explicatif**, 7eme édition, De Boeck, Bruxelles, 2002.
11. Marion Alain, **Analyse Financière (Concepts et Méthodes)**, éd Dunod, Paris, 1998.
12. Mark Dorfmen, **Introduction To risk Management and insurance**, Hall, 1998.
13. Mondher Cherif et Dubreuille Stéphane, **Création de valeur et capital-investissement** , Pearson Education, France, 2009.
14. Mourgues Nathalie, **Le Choix des Investissements dans l'entreprise**, Ed. Economica،1994.
15. Nizar Atrissi, **la structure financière dans un environnement in flationniste: l'impact de la procédure se réévaluation des actifs**, 2007.
16. Pierre Conso, Farouk Hemisi, **Gestion financière de l'entreprise**, DUNOD,11éme éd, paris, 2005.
17. Pierre Conso, Hemici Farouk, **Gestion Financiers de L'entreprise**, 8eme éd, France, 1999.
18. Piget Patrick, **Gestion financière d'entreprise**, éd.Economica, Paris, 1998.
19. Ross Stephen.A, Westerfield Randolph.W, Jaffe Jeffery.F, **Finance Corporate**, Traduction de Hubner Georges & autres, Ed Dunod, Paris,2005.
20. Taverdet-Popiolek Nathalie, **Guide de choix d'investissement**, Edition d'organisation, Paris, 2006.
21. Weston et autre, **Essentials of managerial Finance**, ed 11, New York, 1996.