

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أبو بكر بلقايد - تلمسان



كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مطبوعة في مقياس :

تسيير وإستراتيجية مالية

موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر

مالية المؤسسة

من إعداد الأستاذة:

موسوني حبيبة

السنة الجامعية : 2023-2024

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

فهرس المطبوعة

الصفحة	الفهرس
7	المحاضرة الأولى: عموميات عن المفاهيم المالية
7	I تعريف التسيير والمسير المالي
7	1 مفهوم التسيير
8	2- مستويات التسيير
8	3- المسير المالي
9	II- النظام المالي
9	1. مكونات النظام المالي
10	2 التمويل المباشر والتمويل غير المباشر
11	III السياسة المالية للمؤسسة
12	1 السياسة العامة للمؤسسة
12	2 السياسة المالية للمؤسسة
14	المحاضرة 2: عموميات حول الاستراتيجية و الاستراتيجية المالية
14	1 مفهوم الإستراتيجية المالية
20	2- التخطيط الإستراتيجي
21	2-1- أهمية التخطيط الإستراتيجي
22	2-3- مكونات التخطيط الإستراتيجي
23	3- القرار الإستراتيجي وعلاقته بالأداء المالي للمؤسسة
25	4- الأداء المالي وعلاقته بالاستراتيجية المالية للمؤسسة
30	المحاضرة 3: مفاهيم عامة حول الحوكمة
30	1نشأة وتطور مفهوم حوكمة الشركات
31	2-مفهوم الحوكمة
33	3- أهمية حوكمة الشركات
34	4المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات
37	5--محددات الحوكمة الشركات

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

39	المحاضرة 4: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة - قرارات الاستثمار -
39	1- تعريف القرار الاستثماري
39	2- مفهوم دراسة الجدوى الاقتصادية
40	3- مبادئ وأنواع القرار الاستثماري
41	4 معايير اختيار الاستثمار في حالة التأكد
41	4-1- المعايير التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود
42	4-1-1- معيار فترة الاسترداد (DR)
45	4-1-2- معيار معدل العائد المحاسبي (TRC)
49	4-2- المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود
49	4-2-1- معيار فترة الاسترداد المستحدثة DRA
51	4-2-2- القيمة الحالية الصافية (VAN)
53	4-2-3- معيار معدل العائد الداخلي (TRI)
56	4-2-4- معيار مؤشر الربحية IP
56	5- معايير اختيار الاستثمار في حالة المخاطرة
57	5-1- مقارنة التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية E(VAN)
59	5-2- تباين القيمة الحالية الصافية VAR (VAN)
63	5-3- أسلوب الانحراف المعياري
68	المحاضرة 5: مخطط التمويل - سياسة التمويل للمشروع الاستثماري -
68	1- الهيكلة المالية للمؤسسة وتكلفة رأس المال
71	

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

71	2 النظريات المؤيدة لفكرة وجود هيكل مالي أمثل
72	2-1- المنظور الكلاسيكي
72	2-2- المنظور الحديث
75	2-2-1- نظرية (Modigliani & Miller)
75	2-2-2- نظرية التوازن
76	2-3- النظريات المعاصرة المفسرة للهيكل المالية للمؤسسة
77	2-3-1- نظرية الإشارة
77	2-3-2- نظرية التمويل السلمي
78	3- التشخيص المالي واتخاذ قرارات التمويل
81	3-1- تكلفة رأس المال في (الأموال الخاصة) WACC
82	3-2- تكلفة الدين
87	3-3- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC
87	4 تقييم أداء المنشأة - سياسة توزيع الأرباح
88	4-1- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
88	4-1-1- نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح
88	4-1-2- نظرية التفضيل الضريبي
89	4-1-3- نظرية العصفور في اليد
90	4-2- العوامل المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح
92	4-2- تقييم أداء المؤسسة بحساب نسب الربحية
	4-3- حساب نسب المساهمين
	تمارين متنوعة حول قرارات الاستثمار - التمويل توزيع الأرباح (شاملة)
93	المحاضرة 6: إعادة الهيكلة المالية والاستراتيجيات والسياسات المالية طويلة الأجل
93	1 تقييم المؤسسة
93	1-1- مراحل تقييم المؤسسة
96	1-2- طرق تقييم المؤسسة
96	1-3- دوافع عملية التقييم

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

98	2 فتح رأس المال في ظل عملية الاندماج والاستحواذ
98	2-1- مفهوم الاندماج والاستحواذ
99	2-2- طرق وأساليب عمليات الاندماج والاستحواذ
100	2-3- دوافع اللجوء إلى عمليات الاندماج - الاستحواذ
101	2-4- إجراءات وطرق تقييم عمليات الاندماج والاستحواذ
103	3 إعادة الهيكلة المالية والتصحيح
104	

قائمة الجداول و الاشكال

10	الشكل 1: مكونات النظام المالي
16	الشكل 2 مكونات الاستراتيجية
22	الشكل 3 مكونات التخطيط الإستراتيجي
24	الشكل 4: إجراءات اتخاذ القرارات الإستراتيجية
34	الشكل 5 : أهمية حوكمة الشركات
38	الشكل 6 محددات تطبيق حوكمة الشركات
70	الشكل 7: مصادر التمويل لدى المؤسسة
71	الشكل 8: الهيكل المالي الأمثل حسب المنظور الكلاسيكي
101	الشكل 9 : الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم

مقدمة

مقياس تسيير و استراتيجية مالية من بين المقاييس المثيرة للاهتمام لطلبة العلوم المالية و المحاسبة تخصص مالية المؤسسة , يهدف الى تمكينهم من معرفة مدى اهمية التسيير داخل المؤسسة من خلال مناقشة العديد من المفاهيم المالية بتسلسل و التي لا بد من المسير المالي ادراكها للوصول الى الاستراتيجيات المالية المخطط لها , الى جانب معرفة كيفية ادارة اعمال المؤسسة و الرقابة عليها من خلال التطبيق السليم لمبادئ الحوكمة للوصول في الاخير الى تقييم المؤسسة بالاعتماد على عدة نماذج مختلفة.

في هذا الاطار , حاولنا مناقشة المعايير الاساسية التي تبني عليها القرارات المالية (قرار الاستثمار, قرار التمويل و قرار توزيع الارباح) في حالات عدم التأكد, عدم التأكد النسبي و المخاطرة و التي تهدف على ضوءها إلى تعظيم الربح والسيولة، الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة , تعظيم ثروة المساهمين و القيمة السوقية للمؤسسة ...

وفي الاخير قمنا بمناقشة امثلة عن بعض الاستراتيجيات و السياسات المالية الطويلة الاجل التي وجب على المسير التخطيط لها و هي عمليات الاندماج و الاستحواذ , ثم تطرقنا الى عملية اعادة الهيكلة المالية التي تلجئ لها المؤسسة للتأقلم مع التغيرات البيئية الداخلية و الخارجية و الذي يمثل المرآة العاكسة للاستراتيجية المنتهجة في المؤسسة.

المحاضرة الأولى: عموميات عن المفاهيم المالية

الهدف من هذه المحاضرة هو مراجعة مختلف وأهم المفاهيم المالية المتعلقة بمالية المؤسسة والذي يساعد على اتخاذ القرارات المالية التمويلية والاستثمارية... مع الأخذ بعين الاعتبار دائماً الظروف المحيطة لرسم إستراتيجية وسياسة مالية ناجحة.

I- تعريف التسيير والمسير المالي

إن كلمة التسيير قديمة ظهرت منذ ظهور الإنسان وقيامه بتحديد أهدافه البدائية، لكن مع ظهور عدّة شركات تجارية خاصّة في بريطانيا في القرن 15 وفي أوروبا فيما بعد، ظهرت الحاجة أكثر إلى معرفة مفهوم الإدارة والتسيير، حيث ظهرت عدّة وسائل كمية مثل المحاسبة، إدارة الأعمال، القوائم المالية للبنوك....

فقد ظهر عدّة رواد علم الإدارة في ذلك الوقت لتطوير مفهوم التسيير خاصّة تايلور الذي حاول وضع القواعد الحديثة للإدارة والتنظيم، أيضاً أعمال تايلور (1856-1915) بالولايات المتحدة الأمريكية أين حاول تقسيم العمل وتنظيمه. أعمال فايول (1925-1914) بفرنسا، الذي حاول بدوره تنظيم وتقسيم الوظائف داخل المؤسسات، بالإضافة إلى مجموعة من الأعمال التي كان هدفهم واحد وهو إدخال مفهوم التسيير سواءً في المؤسسات المالية أو غير المالية.

1- مفهوم التسيير

لقد تعدّدت التعاريف الخاصّة بالتسيير من طرف الاقتصاديين ممّا أدّى إلى صعوبة الوصول إلى تعريف موحد وشامل لجميع الجوانب الأساسية للتسيير.

التسيير هو الاستخدام الأمثل لكلّ من الموارد البشرية المادية والمالية قصد التخطيط، التنظيم، الإدارة أو الرقابة وبالتالي الوصول إلى أهداف المؤسسة وضمان البقاء والاستمرارية أيضاً يمكن تعريف التسيير بأنّه مجموعة من العمليات المتناسقة والمتكاملة وتشمل أساساً كلّ

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

من التخطيط، التنظيم، الرقابة، التوجيه وأي خلل في النظام يؤدي إلى خلل في التسيير وبالتالي عدم وصول المؤسسة إلى أهدافها المرجوة.

يعرف جورج تيري في كتابه المشهور¹ « les principes de mangement » أن التسيير هو عملية مميّزة تشمل التخطيط، التنظيم، الدفع والرقابة ويتطلّع إلى تحقيق الأهداف بفضل العمل الإنساني باستعمال مختلف الموارد.

2- مستويات التسيير

مع التطور التكنولوجي وتوسع المؤسسات، تعددت نشاطاتها وازدادت حدّة المنافسة بين المؤسسات، فتعدّد أسلوب التسيير وأصبح مهمّة المسير صعبة في تسيير المؤسسة بمختلف نشاطاتها. في هذا الإطار اجتهد الباحثون وقاموا بتقسيم التسيير إلى ثلاثة مستويات مختلفة

- **مستوى التسيير العملي:** يهتمّ هذا المستوى بالتسيير اليومي والعادي لمختلف نشاطات المؤسسة أين يقوم المسير لوضع البرامج والميزانيات التقديرية للوصول إلى الهدف.

- **مستوى التسيير التكتيكي:** يكون هذا المستوى ضمن المستوى التنظيمي الأوسط، أين يبحث المسير عن كيفية استغلال الموارد أو حتّى كيفية الحصول عليها، من أجل وضع خطط متوسطة المدى ويعمل ضمن أهداف المستوى الإستراتيجي.

- **مستوى التسيير الإستراتيجية:** يكون هذا المستوى من التسيير عادةً في قمة الهرم التنظيمي.

يقوم المسير في هذا المستوى بالبحث عن خطط إستراتيجية طويلة الأمد لضمان البقاء والاستمرارية وتحقيق الميزة التنافسية وهنا تزداد أهمية التخطيط أكثر في هذا المستوى.

3- المسير المالي

¹ --karamakar Petra, « Accounting and finance for managers » Setups and sons, New Delhi, 2016. P5

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

يقع على عاتق المسير المالي وظيفة الاقتصادي ووظيفة المستثمر المالي، فهو الشخص الذي يدير المؤسسة ويسير مصالحها بصفته قائداً داخل المؤسسة. فيمكن النظر لدور المسير المالي داخل المؤسسة من زاويتين:

- الدور التقليدي: يعتبر المسير المالي كمشتري لرؤوس الأموال.
- الدور الحديث: يعتبر في هذه الحالة بائع للأوراق المالية فعليه تعظيم قيمتها من أجل تعظيم ثروة المساهمين.

II- النظام المالي

يعتبر النظام المالي العمود الأساسي لاقتصاد أي دولة، فهو يوفر كل الموارد المالية الأساسية لسيرورة النشاط الاقتصادي لهذا نجد دائماً أن تقدم أو تأخر اقتصاد دولة ما يرجع إلى مدى فعالية نظامها المالي.

يقصد بالنظام المالي، المؤسسات والأسواق والأفراد والقوانين التنظيمية، والتي تهدف إلى بناء روابط فعالة ومنتظمة بين المستثمرين والمودعين.

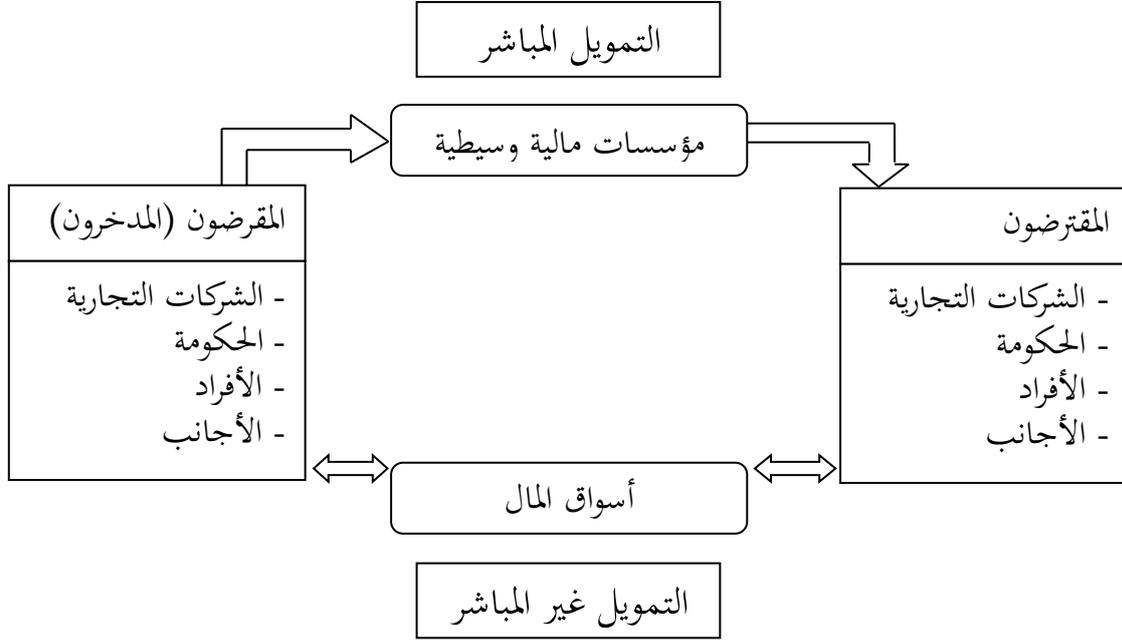
فهو يعتبر حلقة وصل بين أصحاب الفائض المالي كالعائلات... (surplus Units) مع ذوي العجز المالي (déficits Units) أو بعبارة أخرى النظام المالي هو المسؤول بالدرجة الأولى عن تحويل رؤوس الأموال من القطاعات الفائضة إلى قطاعات العجز بهدف زيادة الاستثمارات والإنتاجية لهذا يعتبر مصدر أساسي لمنح الائتمان لجميع القطاعات الاقتصادية، فينعكس بالتالي إيجاباً اقتصاد من خلال خلق فرص عمل جديدة وطاقات إنتاجية جديدة.

1. مكونات النظام المالي

تتوقف كفاءة النظام المالي على تلبية حاجات المجتمع، واستيعاب المستجدات الاقتصادية، فهو يتكوّن من:

- القطاع المصرف
- المؤسسات المالية غير المتخصصة

الشكل 1: مكونات النظام المالي



المصدر: Pascal Quiry et Yarn F. Pierre. V « finance d'entré poise », 2013 ; p350

المؤسسات المالية:

تعدُّ المؤسسات المالية من أبرز مكوّنات النظام المالي تعمل على نقل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز وتتميّز بأنّها مالية التنظيم ومن أبرزها البنوك، بكلّ أنواعها، شركات التأمين...

*الأسواق المالية:

هي الأسواق التي يتمّ فيها تداول الأوراق المالية والسلع الأساسية وفق العرض بين البائعين والمشتريين.

*الأنظمة والقوانين والتشريعات:

هي التي تحكم سيرورة عملية بيع وشراء الأوراق المالية (الأسهم، السندات)

إذن حسب (J.Gurley E.Show) فالنظام المالي⁽¹⁾ يمكن أن يلعب حلقة وصل بين المقرضين والمقترضين سواءً بشكل مباشر أو غير مباشر.

2. التمويل المباشر والتمويل غير المباشر

*التمويل المباشر:

في هذا النوع من التمويل تكون هناك علاقة مباشرة بين المقرض والمقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط مالي.

*التمويل غير المباشر:

هي عبارة عن طريقة من طرق التمويل الخارجي، مع غياب الاتصال المباشر بين وحدات الفائض والعجز، يتم من خلال الأسواق المالية عن طريق وسطاء ماليين. أي: يقوم الوسطاء الماليين بشراء الأوراق المالية المصدرة من طرف المؤسسات، ثم يقوم بإصدار أوراق مالية للحصول بدورها على التمويل اللازم من المدّخرين.

III- السياسة المالية للمؤسسة

إنّ من الأولويات المالية للمؤسسة هو تعظيم قيمتها السوقية لضمان البقاء والاستمرارية، وهذا مقترن أساسًا بطبيعة القرارات المالية المتخذة، مع الأخذ بعين الاعتبار دائمًا الشروط الخاصة بالمحيط المالي.

فيمكن تعريف السياسة المالية للمؤسسة على أنّها مجموعة من القرارات المالية ذات التأثير على هيكله أصول وخصوم المؤسسة، يتمّ السعي من خلال هذه القرارات المالية لتعظيم قيمتها والمحافظة على نصيبها في السوق.

(1) - يكمن الفرق بين النظام المالي والقطاع المالي في كون أن:

القطاع المالي: يتكوّن من الأسواق المالية التي تسهل إصدار الأوراق المالي، إضافة إلى المؤسسات التي تعمل كوسيط لتجميع المدخرات.
النظام المالي: يعتبر أشمل حيث يضاف إلى مكونات القطاع المالي وسطاء ماليين كمنشآت الأعمال والأفراد والحكومات في العمليات المالية.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

تحدّد السياسة المالية للمؤسسة دائماً في إطار السياسة العامة للمؤسسة، والتي تتضمن بدورها على ثلاثة خصائص وهي: المنتج (P)، الأمان (S)، التطور (D) هذه الأخيرة يقابلها ثلاثة خصائص مالية وهي: المردودية المالية (R)، الاستقلالية المالية (I)، النمو (C).

1- السياسة العامة للمؤسسة

- يمكن أن تُعطي المؤسسة الأولوية للمنتج فيكون لديها احتمالين:

PDS أو PSD

- أيضا يمكن أن تعطي الأولوية للأمان:

SDP أو SPD

- الأولوية للتطور:

DPS أو DSP

وعليه يمكن استخراج الستة (6) سياسات مالية، بمقابلة هذه الأخيرة مع متغيرات السياسة المالية للمؤسسة.

2- السياسة المالية للمؤسسة:

- المردودية: تعتبر كسياسة تصحيحية قصيرة المدى، تهدف إلى تحسين الوضعية المالية للمؤسسة.

- الاستقلالية المالية: بسبب ارتفاع المخاطر المالية، المؤسسة تتفادى الاستدانة.

- النمو: اللجوء بشكل واسع للاستدانة، ما ينتج عنه تحقيق مردودية أعلى للأموال الخاصة من جرّاء الرافعة المالية.

الجدول 1: السياسات المالية المحتملة للمؤسسة

PSD	→	RIC	1	PDS	→	RCI	2
SDP	→	ICR	4	SPD	→	IRC	3
DSP	→	CRI	5	DPS	→	CIR	6

المرجع: رفاع توفيق، "دروس تمارين في مقياس التسيير والإستراتيجية المالية للمؤسسة"،

ص 7

السياسة 1: في هذه الحالة الأولوية للمردودية على حساب النمو، فهي عبارة عن سياسة تصحيحية تلجأ إليها المؤسسة على المدى القصير للرفع من قيمة أرباح المؤسسة بالاستفادة من أثر الرافعة المالية.

السياسة 2: في هذه الحالة هدف المؤسسة هو تحقيق النمو بعد المردودية على حساب الاستقلالية المالية لضمان البقاء داخل السوق على المدى الطويل.

السياسة 3: في هذه الحالة المؤسسة تُعطي الأولويات للأمان المالي دون إهمال المردودية لتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة والتوزيع الجيد للأرباح على المساهمين.

السياسة 4: في هذه الحالة المؤسسة تهدف إلى تحقيق الاستقلالية المالية دون إهمال النمو على حساب المردودية للتقليل من المخاطرة والاعتماد أكثر على التمويل الذاتي.

السياسة 5: في هذه الحالة المؤسسة أعطت الأولوية لمستقبل المؤسسة (النمو) على حساب الأمان المالي، ويتم من خلال اللجوء إلى الاستدانة بشكل كبير للاستفادة من أثر الرفع المالي.

السياسة 6: من خلال هذه السياسة، المؤسسة تبحث عن النمو دون إهمال الاستقلالية المالية.

المحاضرة الثانية : عموميات حول الإستراتيجية و الإستراتيجية المالية

تمثل المؤسسات في الوقت الراهن عصب الاقتصاد لأي دولة، فهدف أي منظمة التي تعمل في بيئة الأعمال المتطورة والمتغيرة هو البقاء والاستمرارية مما جعلها تبحث عن أساليب حديثة وتبني إستراتيجيات متطورة ومخططة ومرنة تتأقلم مع مختلف المتغيرات البيئية (السياسة، المنافسة، العولمة المالية،...) للوصول إلى أهدافها الإستراتيجية المالية ك(الربحية، السيولة...).

الهدف من هذه المحاضرة هو إعطاء الطالب مختلف المفاهيم عن الإستراتيجية والإستراتيجية المالية وكيفية وصول المؤسسة إلى أهدافها الإستراتيجية المالية عن طريق تقييم أداء المؤسسة استنادًا إلى بعض المؤشرات المالية التي تحقّق الرؤية الإستراتيجية المالية للمنظمة والوصول بالتالي إلى الأهداف المخطّط لها على المدى الطويل. ولوصولها إلى أهدافها المسطرة وتفاذي مختلف المخاطر التي يمكن أن تتحول إلى أزمة وجب عليه تطبيق مختلف مبادئ الحوكمة.

1- مفهوم الإستراتيجية المالية

تقوم المؤسسات سواءً مالية وغير المالية بتحديد استراتيجياتها في البداية للوصول إلى أهدافها، وبعد تحديد الأهداف التي عامّة تكون طويلة المدى يتم صياغتها في شكل

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

مخططات الذي هو بدوره عملية إدارية يتضمّن الوسائل والموارد اللازمة لذلك. فما المقصود بالإستراتيجية المالية؟

1-1 المدخل التقليدي للإستراتيجية

يعرف باللغة الإنجليزية بمصطلح (strategy)، ذو دلالة عسكرية استعمل قديما من أجل تحديد الخطط المناسبة لتحركات الجيش و التصديّ لأيّ هجوم محتمل، لذلك في البداية تمّ تصنيف الإستراتيجية كفنّ من الفنون العسكرية ثمّ انتشر استخدامها في مجالات أخرى .

مصدر الكلمة يوناني strategos، وتتجزأ إلى كلمتين:

strtus تعني الجيش و egos تعني قيادة¹، فهي تعني بصفة عامّة إعداد وتطبيق خطة لتدمير العدو.

عرّف Alfred chaudler في بداية الستينات الإستراتيجية على أنّها "تحديد الأهداف والغايات الأساسية - مع تخصيص الموارد اللازمة لتحقيق تلك الأهداف"² أيضا تعرف الإستراتيجية حسب مدرسة هارفارد Harvard على أنّها تحديد الأهداف الأساسية طويلة الأمد بناءً على مجموعة من الخطط الدقيقة وتخصيص الموارد اللازمة للوصول إليها أو بالأحرى لتحقيقها"³.

بصفة عامّة، الإستراتيجية هي الإجابة على سؤال ماذا يجب على المنظمة أن تفعل؟ ..إنطلاقا من هذا السؤال تقوم المنظمة بتحديد إستراتيجياتها لتحقيق أهدافها المخطّط لها مع الأخذ بعين الاعتبار كافة العوامل التي يمكن أن تؤثر على إمكانية حدوثها.

1-2 المدخل الحديث للإستراتيجية

¹ الدكتور: عبد القادر شلال، د.قرومي حميد "محاضرات في مادة الإستراتيجية والتخطيط المالي "قسم علوم التسيير" جامعة البويرة 2017/2016، ص05.

²د. عبد القادر شلال، د. قرومي حميد، مرجع سبق ذكره ص 06.

³Alfred chaudler « stratégies et structures de l'entreprise », paris, édition d'organisation 1989 p42.

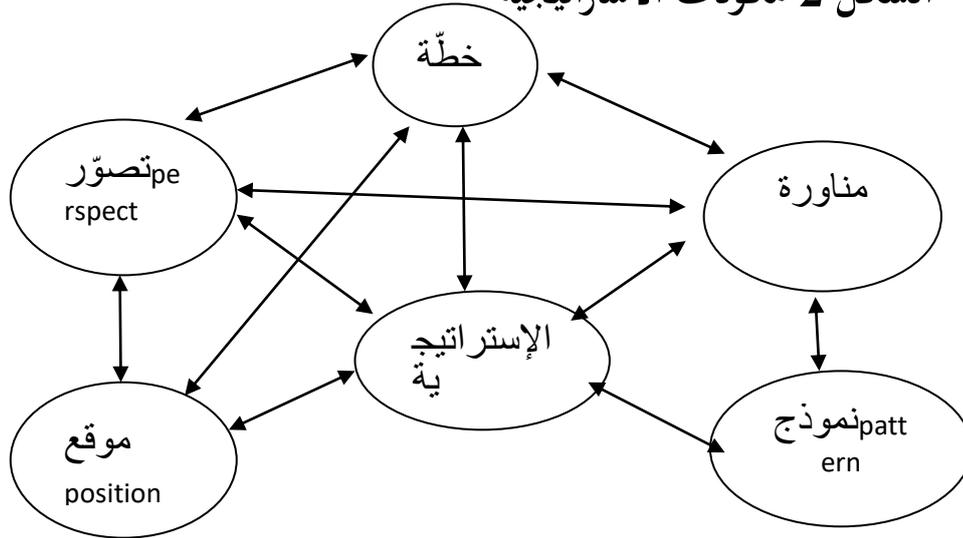
محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

بعد نهاية الحرب العالمية الثانية تراجع المفهوم التقليدي للإستراتيجية وتعرض للنقد من طرف العديد من الاقتصاديين خاصةً Mintzberg لتكيزه على معيار التخطيط فقط وإهمال معيار المنافسة الذي يمثل أهم معيار إذ لا يوجد حاجة للإستراتيجية بدون وجود منافسين. في هذا الصدد، قام Mintzberg بصياغة مفهوم الإستراتيجية والذي تضمن آراء مجموعة من الباحثين وتوصل إلى ما يعرف ب: ¹Five Ps for strategy

فالإستراتيجية تدل على أنها في البداية خطة موضوعة لتحقيق الأهداف المسطرة إذ تهدف إلى مناورة المنافسين من خلال نموذج مسطر لتحقيق الاستقرار و بالتالي فهي منظور يسمح بنظرة شاملة للأهداف المرجوة.

بصفة عامة، يمكن القول أن تعاريف الإستراتيجية السابقة تبقى غامضة لأنها لا تفرق بين الإستراتيجية والتخطيط، أما ما جاء به Mintzberg فهو الأكثر شيوعاً وقبولاً فهو يقوم بالإلمام بجميع جوانب الإستراتيجية.

الشكل 2 مكونات الاستراتيجية



المصدر : من إعداد الأستاذة استنادا على المعلومات السابقة

¹Henry Mintzberg and al, « strategy safari a guided tour through the wildsof strategic managment », the free press, new York – USA, 1998, p08-09

Andrews et Guth, تعتبر مدرسة هارفارد المدخل الحديث للإستراتيجية، من أهم روادها Christenson, Learned

3-1 أهمية الإستراتيجية

للإستراتيجية أهمية كبيرة في تحقيق أهداف منظمات الأعمال ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:¹

- الاستخدام الأمثل للموارد المخصصة لتحقيق أهداف المنظمات
- استخدام الإستراتيجية يؤدي إلى تطوير وتحسين الأعمال داخل المنظمة
- تساعد الإستراتيجية في التنبؤ باحتمالية وقوع المخاطر باعتبارها خطة طويلة المدى وتعمل على تهيئة المنظمة للتعامل مع هذه الأحداث غير المتوقعة
- تسعى الإستراتيجية إلى تحسين وتطوير الأداء المالي طويل الأمد للمنشأة
- الإستراتيجية السليمة تساعد على رقابة وتنظيم مختلف الأعمال المخطط لها في المنظمة وإدراك الخلل قبل وقوعه.
- تقوم الإستراتيجية بمساعدة المدراء التنفيذيين لتحديد الموارد المالية (إعداد الميزانيات التقديرية) والبشرية بدقة من أجل الوصول إلى أهداف المنشأة

1-4 أهداف الإستراتيجية

تحرص الإستراتيجية على تحقيق مجموعة من الأهداف عن طريق الاستخدام الأمثل لكافة الموارد المتاحة ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- تحقيق الميزة التنافسية للمنظمة
- زيادة الموارد المالية و الودائع بهدف تحقيق الربح وبالتالي تحقيق التنمية الاقتصادية (الإستراتيجية المالية للمصارف)
- زيادة حجم المنظمة والتوسع في العمليات لضمان البقاء والاستمرارية

¹ طاهر محسن منصور الغالي، وائل مجد صبحي إدريس، "الإدارة الإستراتيجية: منظور منهجي متكامل، دار وائل، الأردن 2007، ص39.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

-إعادة هيكلة ودمج لبعض الإدارات للتخفيض من حجم الإنفاق في حالة زيادة حدة المنافسة (التغيرات البيئية المستمرة).

-زيادة فعالية الإدارة وكفاءتها من خلال اشتراك جميع العاملين في صياغة الأهداف.

طرح¹ wheelen Hunger 2013 اثنا عشرة هدفاً استراتيجياً تهدف أي المنظمة الوصول إليه لضمان البقاء والاستمرارية هي: الربحية، الكفاءة، حملة الأسهم استخدام الموارد، السمعة التنظيمية، مساهمات العاملين، المساهمات المجتمعية، البقاء، قيادة السوق، قيادة التكنولوجيا، والاحتياجات الشخصية من الإدارة العليا، ولكن يصعب قياس كل هذه المتغيرات، حيث لجأ هذا الباحث إلى اختيار خمسة أهداف فقط وهي الأهم بعد دراسة بعض الشركات حول أعمالهم اليومية، وهي الربحية، النمو، السمعة التنظيمية، قيادة السوق، والمسؤولية الاجتماعية وبالتالي ضمان البقاء والاستمرارية حيث أخذت هذه الأهداف كمؤشرات لقياس أثر الأهداف الإستراتيجية.

I-5- أنواع الإستراتيجية

هناك ثلاثة أنواع مختلفة من الإستراتيجيات في عمل المنظمة:

1- إستراتيجية النمو: ويطلق عليها أيضاً إستراتيجية التوسع أو الهجوم، حيث تسعى المنظمة إلى زيادة الحجم والتوسع في عملياتها مع الأخذ بعين الاعتبار المتغيرات البيئية لضمان البقاء والإستمرارية.

2- إستراتيجية الثبات (الاستقرار): في حال زيادة حدة المنافسة تسعى المنظمة في هذه الحالة إلى الحفاظ على مكانتها واسمها في السوق عن طريق حماية منجزاتها لضمان نجاح المنظمة.

3- إستراتيجية التراجع (الإنكماش): بصفة عامة أي مشروع ومهما كانت صفتها، يمر بفترة يمكن القول عنها بأنها صعبة بالنسبة للمنظمة خاصة في حال زيادة حدة المنافسة مع التغيير

¹ للمزيد من المعلومات حول تصنيفات الأهداف الإستراتيجية أنظر

wheelen T, and Hunger (2012) "Strategic Management, and Business policy : toward global sustainability » new Jersey , person Education

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

المستمرّ في البيئة الخارجية أين تصبح غير قادرة على التكيف مع تلك الظروف. في هذه الحالة وجب على المنظمة بصفة عامة والعاملين والمديرين بصفة خاصّة على البحث عن استراتيجيات بديلة في الوقت المناسب والتي تمكّنها من التكيف مع التغيّرات التي يمكن أن تحدث في أي وقت وبالتالي الحفاظ على اسمها في السوق لأنّ الصّفة الأساسية التي يجب أن تتّسم بها الإستراتيجية هي المرونة.

إذا تكلمنا عن البنوك فنجد أنّ هدفها الرئيسي هو السعي إلى التفوق على منافسيها (تحقيق ميزة تنافسية) وذلك ضمن إستراتيجيات معيّنة.

في هذا الصّدّد أدخل مفهوم المنافسة إلى الإستراتيجية في كتابات¹porter الذي يرى بأنّ لا حاجة للإستراتيجية بدون وجود منافسين لأنّ هدف أي منظمة من الإستراتيجية هو تحقيق الميزة التنافسية، وقد حدّد أربعة عوامل أساسية مؤثرة في صياغات الإستراتيجية التنافسية وهي :

- نقاط القوة الضعف
- القيم الشخصية للمدراء
- الفرص والتهديدات
- التوقعات الاجتماعية

اقترح porter ثلاثة أنواع من الإستراتيجيات تساعد المنظمة على تحقيق الميزة التنافسية وهي:

إستراتيجية قيادة التكلفة :

الهدف الرئيسي لهذه الإستراتيجية هو إنتاج منتج معيّن بتكلفة منخفضة وجودة عالية، وللوصول إلى هذا الهدف وجب على المنظمة أن تقوم بتحليل التكاليف تحليل استراتيجي لتحقيق الميزة التنافسية.

إستراتيجية التمييز:

¹Michel porter, « L'avantage concurrentiel », Edition Dunod, France 2000,p08-09.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

تهدف هذه الإستراتيجية إلى تحقيق الميزة التنافسية للمنظمة من خلال تمييزها في سواها جودة الأداء أو المنتج دون الأخذ بعين الاعتبار السعر، ففي هذه الحالة الزبون يصبح أكثر طلباً على المنتج بغض النظر عن سعره.
إستراتيجية التركيز:

تقوم المنظمة من خلال هذه الإستراتيجية على التركيز على خط إنتاج واحد أو سوق معين أو قطاع معين....، الأمر الذي يجعلها أكثر نجاحاً من المنافسين الآخرين الذين يعملون في مجالات مختلفة.

بصفة عامة تقوم الإدارة العليا بالمنظمة بوضع أهدافها الإستراتيجية إذ تقوم بطرح التساؤلات التالية:

ما الذي تطمح إليه المنظمة في المستقبل؟ وكيف تصل إليه؟

في حين تعمل تلك التساؤلات بصفة متكاملة لضمان بقاء المنظمة في السوق على المدى الطويل إلا أنه لا يجب الخلط بينهما، فيجب على المنظمة أن توضح بصفة دقيقة على المدى الطويل ما الذي تريد أن تصل إليه عن طريق ما يسمى بالتخطيط الإستراتيجي وكيف تصل إليه عن طريق ما يسمى باتخاذ القرارات الإستراتيجية لتحقيق في الأخير أهدافها الإستراتيجية المالية.

2- التخطيط الإستراتيجي

تسعى إدارة المصرف إلى تحديد أهدافها الرئيسية والأساليب البديلة لتحقيق تلك الأهداف عن طريق ما يعرف بالتخطيط الإستراتيجي.

يعتبر التخطيط الإستراتيجي الأداة الفعالة للتعاش مع المتغيرات البيئية في ظلّ العولمة أو ما يسمى بالثورة التكنولوجية في أوساط المصارف خاصة مع انفتاح السوق العالمية وظهور منافسين جدد، الأمر الذي تطلب من المصارف أن تراقب بيئتها الداخلية

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

والخارجية، أيضا معرفة نقاط القوة والضعف لدى البيئة الداخلية للبنك وفي المقابل دراسة الفرص المتاحة والتهديدات المحتملة على مستوى البيئة الخارجية لدى البنك، والذي سيساعد في المقابل في تحقيق رؤيتها ورسالتها وأهدافها. يمكن تعريف التخطيط الإستراتيجي في النقاط التالية¹.

التخطيط الإستراتيجي ← تحديد كل من الرؤية، الرسالة والقيم والأهداف المستقبلية والغايات.

التخطيط الإستراتيجي ← تحليل البيئة الداخلية والخارجية للمنظمة.

التخطيط الإستراتيجي ← التنبؤ بالمستقبل والاستعداد له.

التخطيط الإستراتيجي ← رسم الإستراتيجيات والاختيار.

2-1 أهمية التخطيط الإستراتيجي

للتخطيط الإستراتيجي أهمية كبيرة لضمان بقاء واستمرارية وأيضا تحقيق الميزة التنافسية بالنسبة للبنك أهمها²:

✓ وضوح الرؤية المستقبلية.

✓ التخفيف من حالات عدم التأكد والمخاطرة.

✓ صياغة الغايات والأهداف الإستراتيجية للمنظمة.

✓ مراقبة التغيرات البيئية (الداخلية والخارجية) والتحكم النسبي بها من طرف الأعضاء.

✓ توضيح صورة الشركة أمام كافة أصحاب المصالح.

لكن هناك شركات لا تعمل بالتخطيط الإستراتيجي الذي يعتبر أهم وظيفة في الإدارة ونجدها ناجحة، فالسؤال المطروح هو هل عملية أو بالأحرى وظيفة التخطيط الإستراتيجي

اختيارية أم إلزامية؟

¹ د. عبد اللطيف مصلح مجّد، أ. نبيل علي الغزي، "أثر التخطيط الإستراتيجي في نجاح البنوك الإسلامية اليمنية"، مجلة الدراسات الإجتماعية العدد (46) أكتوبر - ديسمبر 2015، ص07.

² د. عبد اللطيف مصلح مجّد، أ. نبيل علي الغزي، مرجع سبق ذكره، ص115

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

يمكن الإجابة عن هذا التساؤل باعتبار أنّ عملية التخطيط هي عملية إلزامية بالنسبة لمنظمات الأعمال ونجاح تلك المؤسسات دون تخطيط هي مؤقتة بالأخذ بعين الاعتبار بعض المتغيرات البيئية كضعف المنافسة خاصة.

2-2-2- مكونات التخطيط الإستراتيجي

الشكل التالي يمثل مخطط يلخص أهمّ مكونات التخطيط الإستراتيجي.

الشكل 3 مكونات التخطيط الإستراتيجي



المصدر: من إعداد الأستاذة

إذن لإعداد خطة إستراتيجية يجب على مديري الإدارة العليا القيام بأربعة مراحل أساسية، ففي البداية يجب تحديد الرؤية والرسالة ومن ثم الأهداف الإستراتيجية الأساسية للمنظمة، ثم القيام بالتحليل البيئي عن طريق دراسة وتقييم البيئة الخارجية (تحديد الفرص والتهديدات) التي تعمل فيها المنظمة، ثم تقييم البيئة الداخلية للبنك (تحديد نقاط القوة والضعف)، و من ثم إشراك مجموعة من مديري الإدارة العليا وحتى مديري الإدارات التنفيذية للاستفادة من خبراتهم خاصة فيما يخص توليد وتطوير بدائل إستراتيجية قابلة للتطبيق بناءً على التحليل البيئي، و اختيار بديل أو حتى بدائل إستراتيجية لتطبيقها في آخر مرحلة من مرحلة التخطيط الإستراتيجي وبالتالي فإنّ البنك قد يكون أعدّ خطتها الإستراتيجية التي تحتاج دائماً لعملية الرقابة والمتابعة.

3- القرار الإستراتيجي وعلاقته بالأداء المالي للمؤسسة

إنّ للقرارات الإستراتيجية تأثير كبير في عمل المؤسسات فهو يمثل عصب الإدارة إذ تبنى عليه جميع الخطط الإستراتيجية بعد تصديقه من طرف مدير الإدارة الإستراتيجية العليا.

بعبارة أخرى عرّف القرار الإستراتيجي من طرف العديد من الاقتصاديين بأنه قرار يتم صياغته على أساس خطط إستراتيجية موضوعة على المدى البعيد بدلالة المحيط (المتغيرات البيئية الداخلية والخارجية) لضمان تحقيق الأهداف المالية للمؤسسة كزيادة الودائع، الأرباح، وتحقيق الميزة التنافسية.

تتميّز القرارات الإستراتيجية بعدّة خصائص نذكر منها:

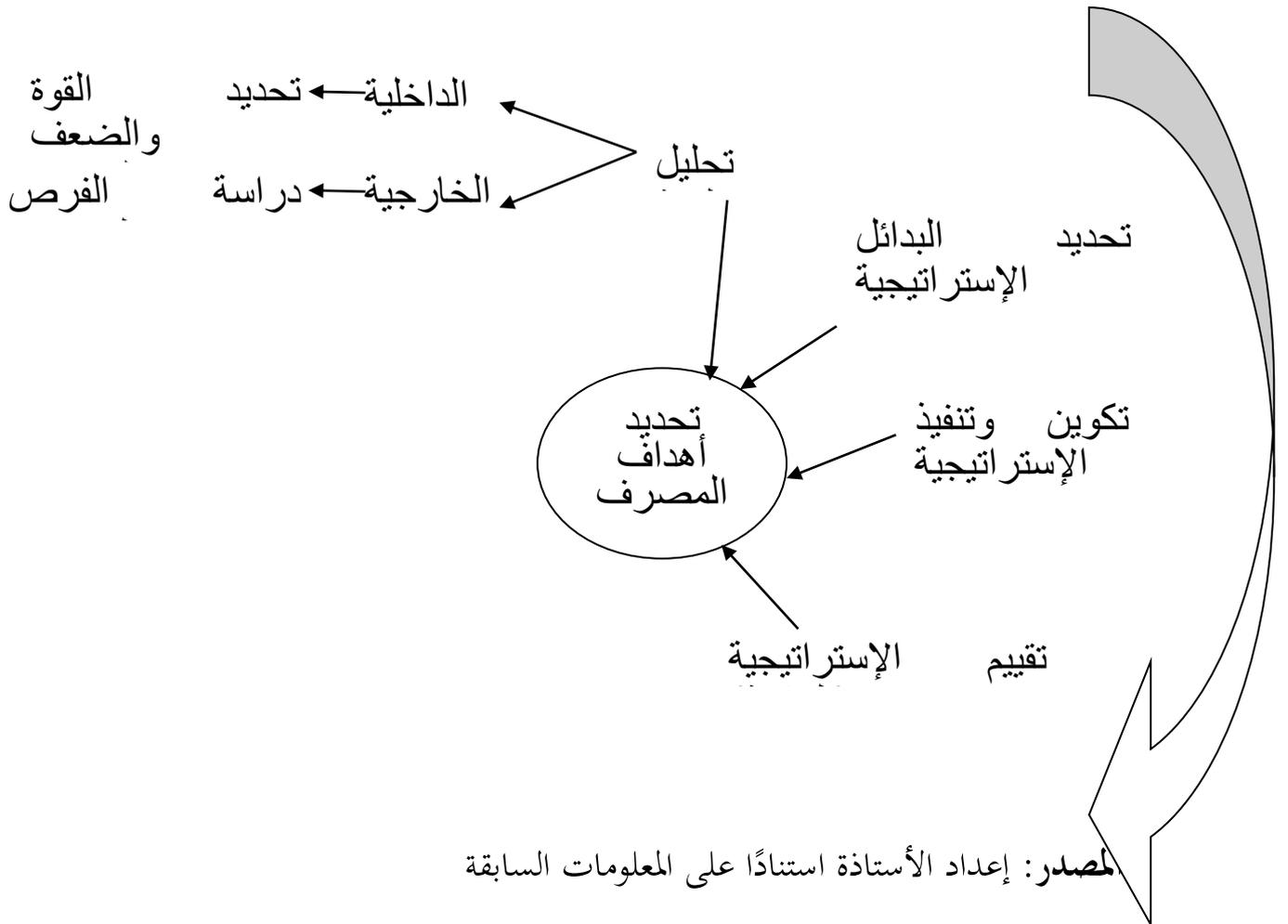
- تكون القرارات الإستراتيجية صادرة من الإدارة العليا للمنشأة
- غير قابلة للتراجع
- تحتاج إلى أكبر قدر من أموال المصرف وبالتالي يكون لها تأثير على نجاح أو فشل المؤسسة

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- الأخذ بعين الاعتبار دائماً المتغيرات البيئية الخارجية عند اتخاذ أي قرار
- لها تأثير كبير في نجاح المصرف على المدى الطويل

بصفة عامة يتم صياغة القرارات الإستراتيجية من طرف الإدارة العليا للمصرف باتخاذها سلسلة من الإجراءات للوصول إلى أهداف المنشأة.
الشكل التالي يوضح إجراءات اتخاذ القرارات الإستراتيجية في المنظمة .

الشكل 4: إجراءات اتخاذ القرارات الإستراتيجية



محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

عملية اتخاذ القرارات الاستراتيجية تمرّ ادن بعدّة مراحل من أجل الوصول إلى أهداف المصرف، فهي تتأثر بالعوامل البيئية المتغيرة والتي يجب تحليلها مثلاً الظروف الاقتصادية والاجتماعية، والسياسية السائدة، أيضاً القوانين والأحكام لدى الدولة، المنافسة... كلها من المتغيرات البيئية الخارجية التي تؤثر على أي قرار تتخذه المنظمة إلى جانب المتغيرات البيئية الداخلية مثل توفر مختلف الموارد أولية مادية، فنية ومعنوية، الهيكل التنظيمي للمنظمة، قدرات الأفراد العاملين، نوعية القرارات التي يتخذها المدراء الفرعيون.. كلها تؤثر بطريقة أو أخرى على اتخاذ القرارات.

فالقرارات التي تؤخذ داخل المنظمة بصفة عامّة لا تعتبر قرارات إستراتيجية إلا إذا كانت تهدف إلى تحقيق الميزة التنافسية للمؤسسة و تعظيم قيمتها السوقية وجعلها أكثر مرونة مع المتغيرات البيئية والتأقلم معها خاصة الخارجية لتحقيق أهدافها الإستراتيجية المالية.

4- الأداء المالي وعلاقته بالاستراتيجية المالية للمؤسسة

تهدف المؤسسات بصفة عامّة إلى وضع استراتيجيات ليتمّ تحقيقها على المدى الطويل خاصة المتعلقة بتنمية الموارد المالية، طرح منتجات تميّزها عن غيرها من المصارف، زيادة الودائع، زيادة حجم الإئتمان... وهذا لتجنّب المواقف الحرجة وعدم التأكد. وعليه فإنّ الإستراتيجية المالية تمثل المسار والتصرفات والأهداف التي ينبغي على المنشأة المالية اعتمادها لتحقيق الأهداف والغايات المصرفية والمالية كالربحية والسيولة والأمان والبقاء والاستمرار وغيرها¹ وهذا لمواجهة حالات المخاطر وعدم التأكد. إذن الاستراتيجية المالية يمكن اعتبارها كأداء على المدى الطويل لوصول النظام إلى أهدافها المسطرة.

4-1 مفهوم الأداء المالي

¹ د. عبد القادر شلالد، د. قرومي حميد، محاضرات في مادة الإستراتيجية والتخطيط المالي، آلي العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة العقيد آكلي محمد أولحاج بالبويرة، ص05.

في ظلّ التغيّرات البيئية الخارجية المستمرة كانتشار ظاهرة العولمة، خصوصية المؤسسات... زادت حدّة المنافسة بين المؤسسات الأمر الذي أدّى بها إلى الرّفح من مستوى أدائها¹ لتحقيق الكفاءة والفاعلية وضمان بقاءها واستمراريتها.

1- مفهوم الأداء

عرف الأداء من طرف العديد من الباحثين إلا أنّ الفكرة واحدة، فمثلاً عرّف كلّ من Robins et Welrsena الأداء أنه "يعبّر عن امكانية المنظمة في تحقيق ما تصبو إليه من أهداف بعيدة الأمد"²

في حين أشار (Dvid2001) إلى الأداء على أنّه "النتائج النهائية للأعمال التي قامت بها المنظمة للوصول إلى الأهداف المرسومة"³. فالأداء هو تحقيق الأهداف المسطرة مع الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة أو حتى تخفيض الموارد المستخدمة للوصول إلى تلك الأهداف (تحقيق الفاعلية والكفاءة في نفس الوقت).

¹ كلمة أداء أو بالأحرى مفهوم الأداء وتقييمه بالنسبة للمؤسسات جاء مع نهاية التسعينات في ظلّ الظروف البيئية المتطورة..غير أنه في سنوات ما قبل التسعينات كانت سواء المؤسسات المالية او غير المالية تهتمّ بمفاهيم أخرى والذي يضمن لها البقاء والاستمرارية ففي الثمانينات كان مفهوم خدمة الزبون، في السبعينات كان مفهوم تقييم الجودة والرّفح منها وفي سنوات الستينات كان هناك مفهوم التسويق فقط في ظلّ يمكن القول بانعدام المنافسة.

²Robins. J and Whersena, Mangement F, « Assures based approach to multi business firm : Analysis of profile interrelationship and corporate financial performance”, strategic management journal, vol, 16 N° 4 may 1995 in

علاء فرحان طالب، إيمان شيخان المشهداني "الحوكمة المؤسسية، الأداء المالي الإستراتيجي للمصارف"، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى، 2011، ص64.

³علاء فرحان طالب، إيمان شيخان المشهداني ، مرجع سبق ذكره، ص65.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

ادن استنادًا إلى مفاهيم مختلف الباحثين يمكن القول بأنّ الأداء هو نتيجة نهائية لعمل المنظمة (المخرجات) مع مقارنتها بالمدخلات (موارد المتاحة) للوصول إلى أهدافها المسطرة على المدى القصير والطويل وضمان البقاء والاستمرارية وبالتالي تحقيق الكفاءة.

2- أهمية تقييم الأداء

يستعمل تقييم الأداء لمراقبة أداء المنظمة والتحقق من النتائج النهائية وإظهار الانحرافات وتشخيص أسبابها ومعالجتها لتجنب المخاطر.

لتقييم الأداء إذن أهمية كبيرة في تحديد كفاءة المؤسسة من خلال الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة ويمكن إيجاز أهميته في النقاط التالية:

✓ يعتبر تقييم الأداء كمرحلة من مراحل المراقبة أين يعطي صورة مفصّلة وشاملة للعاملين فيها بمختلف مستوياتهم داخل الإدارة .

✓ يراقب الانحرافات ومعالجتها في الوقت المناسب.

✓ يخلق تقييم الأداء المنافسة بين مختلف الأقسام والإدارات.

✓ يساعد في التّأكد من تحقيق الإستراتيجية المالية للمؤسسة من توفير للسيولة والربحية، تدعيم الودائع والاستثمار... والوصول الى أهدافها المالية إذن.

3-أهداف تقييم الأداء

تمثّل وظيفة تقييم الأداء آخر وظيفة من سلسلة العمل الإداري المستمر، فتقوم بمراقبة عمل المؤسسة والتأكد من الوصول إلى الأهداف المخطّط لها. لذا يمكن القول أنّ أهداف تقييم الأداء رئيسية وواضحة لعملية المنظمة يمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- مراقبة النتائج النهائية ومقارنتها مع الأهداف المخطّط لها، استناداً إلى مختلف البيانات والمعلومات المتوفرة من مختلف مستويات الإدارة عن أداء عمل المؤسسة.

- مراقبة أيضا الانحرافات ونقاط الضعف لدى المؤسسة والكشف عن أسبابها والقيام بتصحيحها ومعالجتها في الوقت المناسب.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- عملية تقييم الأداء تخلق نوعاً ما الشفافية في عمل المؤسسة إذ تترجم عملية تقييم الأداء إلى معلومات وبيانات تسهل متابعة نشاط المؤسسة بصفة مستمرة وشاملة.

- أيضا يساعد في تطوير الأداء والرفع من كفاءته.

4- ميادين الأداء

للأداء ثلاثة ميادين مختلفة وكلّ ميدان يعكس أهداف المنظمة والذي تسعى إلى تحقيقه¹ (Vankatraman&Ramanuhan 1986)

⇐ ميدان الأداء المالي

يهتمّ هذا الميدان بالنتائج المتحقّقة (المخرجات) الناتجة عن الأهداف المالية للمنظمة، فهو يدرس بكلّ بساطة الجانب المالي لأداء المنظمة.

⇐ ميدان الأداء المالي والتشغيلي

حسب (Vankatraman&Ramanujan 1986)، يرتبط هذا الميدان بالجانب المالي إضافة إلى التشغيلي لقياس أداء منظمات الأعمال، لذا يمكن القول، أن هذا الميدان يعبر عن المفهوم الواسع للأداء إذ يستخدم لقياسه إضافة إلى المؤشّرات المالية، مؤشّرات تشغيلية الخاصة بأداء عمليات المؤسسة كالحصّة السوقية، فعالية الأسواق...

⇐ ميدان الفاعلية التنظيمية

يعتبر المفهوم الأوسع والأشمل لأداء المنظمة، فهو يشمل إضافة إلى كلّ من المؤشّرات المالية والتشغيلية لقياس الأداء، معيار الفاعلية والذي هو بدوره يقيس مدى وصول المؤسسة إلى أهدافه المخطّط لها مع الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة والتأقلم مع الظروف البيئية المتغيرة باستمرار وبالتالي ضمان البقاء والاستمرارية.

5- مفهوم الأداء المالي

¹Vankatraman, N. and Ramanujan v. « Measurement of business performance in strategy research : A comparison Approaches” Academy of management Review, vol 11, n°04, 1986 in

علاء فرحان طالب، إيمان شيخانالشهد، مرجع سبق ذكره، ص67.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

يعتبر هذا المفهوم من أهمّ المفاهيم لقياس أداء المنشأة ومدى وصوله إلى الإستراتيجية المالية المنتظرة استنادًا إلى مؤشّرات مالية كالربحية، نسبة السيولة، ربح الأسهم... فهناك من عرّفه على أنّه مترجم لأداء منظمات الأعمال باستخدام مؤشّرات مالية خاصّة كالربحية... أيضا هناك من عرّف الأداء على أنه تلك العلاقة الطردية بين المنجزات المتحقّقة والجهد المبذول لتحقيقها، فالمنجزات تشمل كلّ وحدات المخرجات سواءا سلع أو خدمات أمّا الجهد فيشمل كلّ وحدات المدخلات اللازمة لتحقيق المخرجات ولذلك نجد دائما أنّ قياس الأداء يكون بمقارنة بين مدخلات فترة زمنية معينة ومخرجاتها¹.

¹ أ.د حاكم محسن الربيعي، أ.د حصد عبد الحميد راضي "حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة"، دار أليا زوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، عمّان الطبعة الأولى، 2011، ص145.

المحاضرة 3: مفاهيم عامّة حول الحوكمة

في السنوات الأخيرة حضي مفهوم حوكمة الشركات باهتمام كبير ومن طرف الإدارات الاقتصادية في الدول المختلفة و هذا نتيجة للفشل أو بالأحرى للأزمة المالية التي عصفت بشركات مساهمات كبيرة والتأدّت إلى تزعزع الثقة بين المساهمين ، وهذا ما جعل العالم ينظر بنظرة جديدة إلى مفهوم حوكمة الشركات .

الهدف من هذه المحاضرة هو تمكين الطالب من معرفة الاسباب الرئيسية لنشأة هذا المصطلح ومدى اهمية تطبيقه داخل المؤسسات سواء مالية او غير مالية.

1-نشأة وتطور مفهوم حوكمة الشركات

إنّ جذور مفهوم حوكمة الشركات تعود لكلّ من Means و Berles¹ عام 1932، إذ اعتبرا أنّ فصل الملكية عن الإدارة تتطلب تطبيق مبادئ حوكمة الشركات وهذا لمنع الاختلال أو بالأحرى سدّ الفجوة التي يمكن أن تحدث بين مديري ومالكي المؤسسة. إنّ أبحاث هذين العالمين أدّت إلى ظهور وتطوير نظرية الوكالة والتي تطرّق إليها بصورة مفصّلة كلّ من Meckhing و Jensen سنة 1976 و Oliver william son سنة 1979². فحسب نظرهم نظرية الوكالة هي عبارة عن تقنية لتفادي النزاع بين الموكلين أو المساهمين (Principals) ومسيّري الشركة أو وكلاء Agents أي ضبط العلاقة بين الموكل و الوكيل (Principals – Agents) عن طريق مجموعة من القوانين والمبادئ وهذا من أجل حماية مصالح المساهمين وتفادي تزعزع الثقة بينهم وبين الإدارة ولهذا عندما نتحدّث عن الحوكمة نجده مربوطاً بنظرية الوكالة.

¹Berle, A and Means, G(1932) »the modern corporation and private property, New York
قام هذين الباحثين بدراسة رأسمال أكبر الشركات الأمريكية، إذ لاحظا أنّ الملاك الأصليين لهذه الشركات يجدون صعوبة في إدارتها، لذا اقترحا فصل الملكية عن الإدارة وهذا عن طريق انتخاب وكلاء عن المساهمين ليقوموا بتسيير شؤونها.

² - Olivier. M, Guillaume. S, « Fusions Acquisition Stratégie », finance Management, 3ème édition Dunod, Paris 2009 .

ونتيجة لسلسلة الانهيارات والأزمات المالية التي وقعت في سنوات التسعينات مثل التي حدثت في عدد من دول شرق آسيا وأمريكا اللاتينية عام 1997، أيضاً أزمة شركة Enron والتي كانت تعمل في مجال تسويق الكهرباء والغاز الطبيعي في الولايات المتحدة الأمريكية عام 2001، وأزمة شركة World Com الأمريكية للاتصالات عام 2002، والتي ترجع معظمها إلى الفساد الإداري والمحاسبي و التلاعبات في القوائم المالية، قامت العديد من الدول بوضع قوانين وتشريعات لضبط سلوك المؤسسات و تعزيز الرقابة عليها.

من بين القوانين التي أكدت على تطبيق مفهوم حوكمة الشركات تقرير لجنة Cad bury report عام 1992، الصادر عن بورصة لندن بالمملكة المتحدة، وقد ركزت أساساً على تعزيز نظام الرقابة الداخلية من أجل ضمان الشفافية وتفادي مشكل عدم تماثل لمعلوماتو تحسين عمل مجلس الإدارة.

أيضاً المصادقة على قانون « sarbanesoxley act » "ساربانزأوكزلي من طرف الكونغرس الأمريكي سنة 30 جويلية 2002، عقب انهيار شركة Enron وشركة World Com، والذي ركز أساساً على الإفصاح المالي لتفادي مشكل الفساد الإداري بالإضافة إلى مجموعة من القواعد تضمن سلامة إدارة المؤسسات، وهذا لتجنب تكرار حدوث الإفلاس والأزمات المالية لدى المؤسسات.

وفي الأخير جاءت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) سنة 1999 لتضع أهم مبادئ حوكمة الشركات لتضيف سنة 2004 أهم مبادئ من مبادئ الحكومة "مبدأ توافر إطار فعال لحوكمة الشركات" لأنه يشمل القوانين والتشريعات المنظمة لبيئة وظروف العمل، وبالتالي أصبح مفهوم حوكمة الشركات من الركائز الأساسية التي يجب على مختلف المؤسسات الاقتصادية أن تقوم على مبادئها.

2- مفهوم الحوكمة

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

إنّ الدافع الأساسي وراء ظهور هذا المفهوم بعالم الاقتصاد هو انتشار مفهوم العولمة والخصخصة, ويشير لفظ مصطلح الحوكمة بعد عدّة محاولات لتعريب الكلمة إلى الإدارة الرشيدة، الضبط المؤسسي، الحكم المؤسسي، حوكمة الشركات... إلّا أن الأكثر شيوعاً من طرف الكتاب والباحثين هو حوكمة الشركات أو الحوكمة المؤسسية,لدا لا يوجد إجماع في الأدبيات على تعريف موحد لمصطلح الحوكمة Corporate Governance متفق عليه بين كافة الاقتصاديين وهذا أدى إلى تداخله في مختلف الأمور التنظيمية المالية الإقتصادية...للشركات، فهي أسلوب ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة.

تعتبر منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)1999 من أوائل من اهتمّ لموضوع الحوكمة الذي عرّفها على أنّها "ذلك النظام الذي يوضح كيفية إدارة منشآت الأعمال المالية والرقابة عليها"¹.

وفي تعريف آخر لها (OECD 2007)، "مجموعة من العلاقات التي تربط بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من أصحاب المصالح"².

أيضاً تعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها النظام الذي يتمّ من خلالها إدارة الشركات والتحكم في أعمالها³.

بصفة عامّة، إنّ الحوكمة تعني وجوب وجود قوانين ونظم تحكم العلاقات بين الأطراف الأساسية في الشركة (أعضاء مجلس الإدارة، الإدارة التنفيذية، المساهمين...) وهذا لتفادي مشكل عدم تماثل المعلومات عن طريق تحقيق الشفافية، مكافحة الفساد والتحقق من تحقيق الشركة لأهدافها .

¹Aloin J etChristoine. L « Développement durable versune nouvelle gouvernance des entreprises », AfnoedFrance 2003 p75.

³Alamgir M, « Corpratie governance: A Risk perspective », paper presented to corporate and Reform : paving the way to financial stability and developpement, a conference organized by the Egyptian banking Institute ; Cairo, may 2007, pp7-8
IFC: International Finance Corporation

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

إذن كما قلنا في السابق، لا يوجد تعريف موحد ومحدد للحوكمة إلا أن جميع التعاريف تتفق على نقطة أساسية وهي أنّها الرقابة الداخلية السليمة والمحافظة على حقوق جميع المساهمين وأصحاب المصالح ومجلس الإدارة.

3- أهمية حوكمة الشركات

عقب الانهيارات الاقتصادية والأزمات المالية التي شهدتها العالم في الآونة الأخيرة والتي كانت نتيجة لحالات الفشل الإداري، عدم الإفصاح على المعلومات... كل هذه الظواهر أدت إلى حدوث العديد من الإفلاس والعسر المالي لشركات عملاقة تضرر فيها الكثير من المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال، إذ استدعت هذه الأحداث إلى ضرورة تطبيق الحوكمة سواءً على المؤسسات المالية أو غير المالية والتي برزت أهميته بالنسبة للمؤسسات وبالنسبة للمستثمرين وحملة الأسهم من خلال:

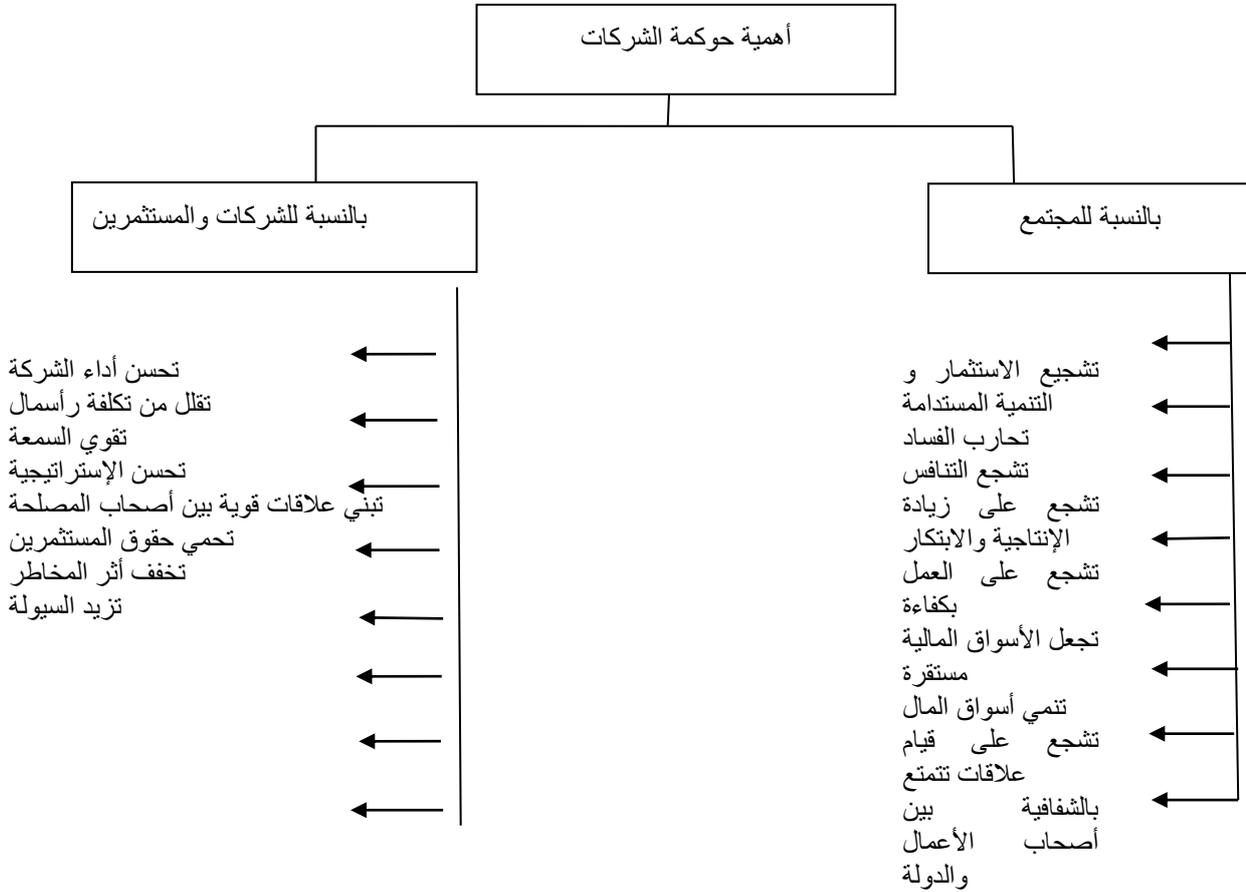
○ خلق سوق يمتاز بالشفافية والإفصاح عن المعلومات المحاسبية من خلال أدوات رقابية فعّالة

○ إنّ الإفصاح عن المعلومات المالية، يمكن أن يعمل على تخفيض تكلفة رأس مال المؤسسة وبالتالي جذب الاستثمارات الخارجية والحدّ من هروب رؤوس الأموال، إذ أنّ المستثمرين الأجانب ينجذبون أكثر إلى الشركة التي تطبق مفهوم الحوكمة أين يكون هناك حدّ لمشكل الفساد الذي يعيق النمو.

○ نجاح وكفاءة برامج الخصخصة بعد إعادة هيكلة الشركات

○ أيضًا تزايدت أهمية الحوكمة بعد اعتماد العديد من الدول ذات النظام الرأسمالي على الشركات الخاصّة وهذا لتعظيم الربح وبالتالي الرفع من معدّل النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة.

الشكل 5 : أهمية حوكمة الشركات.



المصدر: MikraKrasniq "حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح" أوت 2008، ص 6.

4-المبادئ الأساسية لحوكمة الشركات

قامت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) بالمشاركة مع صندوق النقد الدولي (FMI) و البنك الدولي (BI) بإرساء مجموعة من المبادئ لتكون إرشادية حول آلية الحوكمة، إلا أن الأكثر قبلاً واهتماماً والأسبق انتشاراً هي التي أصدرت من طرف منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) عام 1999 تحت عنوان «principles of corporate governance» والتي غطت خمسة مبادئ أساسية ليتم تعديلها سنة 2004 وأصبحت تغطي ستة مجالات وهي:

- ✓ توافر إطار فعال للحوكمة
- ✓ حقوق المساهمين
- ✓ المعاملة المتساوية للمساهمين
- ✓ دور أصحاب المصلحة
- ✓ الإفصاح والشفافية
- ✓ مسؤوليات مجلس الإدارة

المبدأ الأول: توافر إطار فعال لحوكمة الشركات

يؤكد هذا المبدأ على ضرورة رفع مستوى الشفافية وكفاءة الأسواق ويعكس هذا ضرورة توفر إطار فعال من القوانين التنظيمية والتشريعات أيضاً يحدد بوضوح تقسيم المسؤوليات بين مختلف الهيئات المسؤولة عن الإشراف والرقابة.

المبدأ الثاني: حفظ حقوق المساهمين

يضمن هذا المبدأ حماية حقوق المساهمين المتمثلة في¹:

1- حقوق المساهمين الأساسية والتي ضمت المبادئ التالية:

* تسجيل الملكية بطرق آمنة.

* نقل وتحويل ملكية الأسهم.

¹ علاء فرحان طالب، إيمان شبيخان الشهداني، "الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي للمصارف"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2011، ص38.

* المشاركة والتصويت في اجتماعات الجمعية.

* المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

* ضمان الحصول على المعلومات الكافية بكل شفافية وفي الوقت المناسب الخاصة بالشركة

* المشاركة في أرباح الشركة.

2- حق المساهمين في اتخاذ القرارات الأساسية وإعلامهم بشكل كافي حول أيّ قرارات

والمتعلّقة بأيّ تغييرات جوهرية في الشركة.

المبدأ الثالث: المعاملة المتساوية بين جميع المساهمين

يتضمّن هذا المبدأ المساواة بين حملة الأسهم سواءاً من الأقلية والأجانب، أيضاً

حقهم في الدفاع عن حقوقهم القانونية كما ينبغي أن تتاح لكافة المساهمين في حالة انتهاك

حقوقهم فرصة الحصول على تعويض فعلي وكذلك حقهم في الإطلاع على كافة المعلومات

سواءً مع المديرين التنفيذيين أو مع أعضاء مجلس الإدارة.

المبدأ الرابع: دور أصحاب المصلحة في الحوكمة

وتشمل احترام حقوق أصحاب المصالح كما هي محدّدة في القانون وتعويضهم في

حالة أي انتهاك لحقوقهم أيضاً التعاون الفعال بن الشركات وأصحاب المصالح بالشركة

وحصولهم على المعلومات الكافية والموثوق فيها.

* أصحاب المصلحة هم (المصارف والعاملين وحملة السندات والموردين والعملاء)

المبدأ الخامس: الإفصاح والشفافية

يؤكد هذا المبدأ على الإفصاح عن كافة المعلومات الهامة والدقيقة خاصّة تلك

المتعلّقة بالأمر المادية للشركة، فينبغي أن يشمل الإفصاح المعلومات التالية¹:

✓ أهداف الشركة.

✓ النتائج الاستثمارية ونتائج التشغيل الخاصّة بالشركة

¹ علاء فرحان طالب، إيمان شيخان المشهداني، مرجع سبق ذكره، ص40.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- ✓ حقوق التصويت وملكية أغلبية الأسهم
 - ✓ مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين والمعلومات الخاصة، بمؤهلاتهم وكيفية اختيارهم ومدى استقلالهم
 - ✓ المخاطر المتوقعة
 - ✓ الاستناد على المعايير المحاسبية عالية الجودة لإعداد المعلومات المالية وغير المالية المفصح عنها
- وفي الأخير يجب إجراء تدقيق سنوي لحسابات الشركة بمساعدة مدقق مؤهل ومستقل.

المبدأ السادس: مسؤوليات مجلس الإدارة

يشمل هذا المبدأ هيكل مجلس الإدارة وواجباته القانونية، إذ يجب على مجلس الإدارة أن يعمل على تحقيق المساواة بين جميع المساهمين، اتّخاذ القرار بصفة إيجابية ومتابعة المهام والوظائف الأساسية والإشراف على الإدارة التنفيذية بصفة عامّة.

إنّ هذه المبادئ الستة الصادرة عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) عام 1999 والتي تمّ تعديلها أفريل 2004، تنطبق في المقام الأوّل على شركات المساهمة والمقيّدة في بورصة الأوراق المالية، كذلك تنطبق على وجه الخصوص على الشركات الممّولة من طرف المصارف.

5- محدداتحوكمة الشركات

إنّ التطبيق الجيّد والمحكم لحوكمة الشركات يتوقّف على مجموعتين أساسيتين وهي المحدّات الداخلية الخارجية:
- المحدّات الداخلية:

تمثّل هذه المحدّات، الضوابط الأساسية لضمان فعالية تطبيق الحوكمة وتشمل كلّ من مجلس الإدارة، المساهمون، أصحاب المصالح... وتشير إلى مجموعة القواعد والأسس التي تطبّق داخل المؤسسة والتي تحدّد كيفية اتّخاذ القرارات وتوزيع السلطات داخل الشركة بين

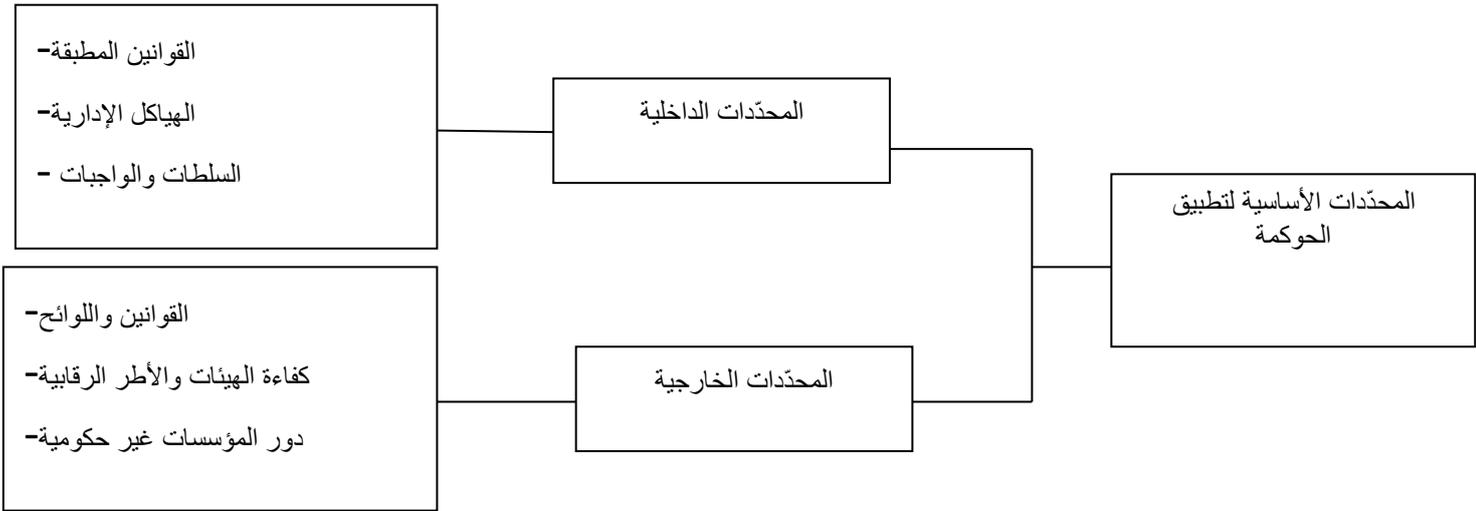
محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

مجلس الإدارة والأطراف المعنية وهذا من أجل تحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل، مع مراعاة مصالح الأطراف المعنية (الجمعية العامة، مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية).

- المحددات الخارجية:

ويشمل المناخ العام للاستثمار لأي دولة، بعبارة أخرى، تشير المحددات الخارجية إلى مجموعة القوانين والضوابط التي تضمن حسن إدارة المؤسسة مثل قوانين سوق رأس المال والشركات، وقوانين تمنع الفساد الإداري والإفلاس المالي.

الشكل 6 محدّدات تطبيق حوكمة الشركات



المصدر : من إعداد الأستاذة بناءً على المعلومات السابقة

المحاضرة 4: اتخاذ القرارات المالية في المؤسسة - قرارات الاستثمار -

يُعدّ الاستثمار قرارًا مهمًا بالنسبة للمؤسسة، لذا يجب عليها الاهتمام بهذا القرار والتركيز عليه. تهدف إلى تعظيم المردودية، فهو يحدّد مستقبل المؤسسة، سبل نموّها وبقاءها، يركز القرار الاستشاري على عدّة دراسات أهمّها دراسة الجدوى والتي بدورها تمرّ بعدّة مراحل وهي: تقدير كل التكاليف المتعلقة بالمشروع، تقدير المصادر التمويلية، وتقدير العوائد المالية المنتظرة والمخاطرة.

الهدف من هذه المحاضرة هو دراسة اهم المعايير الاساسية التي تبنى عليها قرارات الاستثمار في حالات عدم التأكد, عدم التأكد النسبي و المخاطرة و التي تهدف على ضوئها إلى تعظيم الربح والسيولة، الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة , تعظيم ثروة المساهمين و القيمة السوقية للمؤسسة ...

1- تعريف القرار الاستثماري

يرتكز مفهوم القرار الاستثماري على مبدأ الرشادة الاقتصادية، والمرونة يتأقلم مع كل المتغيرات البيئية الخارجية، وكثرة التقلبات الاقتصادية. فقد عرّفه Simon⁽¹⁾ بأنه اختيار بديل من بين البدائل المتاحة لإيجاد الحلّ المناسب لمشكلة ناجمة عن عالم متغيّر.

بكل بساطة، فالقرار الاستثماري هو أن يتعرّف المستثمر على الصعوبات والمعوقات التي ستقف أمام تحقيق الهدف والمقارنة بين الفرص الاستثمارية المتوفرة واختيار البديل الأنسب أو ينجز عن هذا القرار تحديد المبالغ المالية الضرورية التي تريد المؤسسة استثمارها.

2- مفهوم دراسة الجدوى الاقتصادية

(1) - دريد كامل شيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار اليازوري، الأردن، 2009، ص32-33.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

هي عبارة عن دراسة عملية شاملة لكافة جوانب المشاريع المقترحة، يمكن من خلالها التوصل إلى اختيار البديل من بين عدّة بدائل أو فرصة استشارية مقترحة وأيضاً التأكد من أنّ مخرجات المشروع أكبر من مدخلاته أو على الأقل مساوية له وتكمن أهميته في كونه يساعد على الإجابة على مختلف الأسئلة المساعدة لاتخاذ القرار الاستثماري أهمّها:

✓ لماذا تمّ اختيار هذا المشروع دون غيره؟

✓ أين يتمّ إقامة هذا المشروع؟

✓ ما هو أفضل وقت لإقامة المشروع؟

✓ ما هي الفئة المستهدفة في هذا المشروع؟

✓ ما مدى حاجة المشروع للعمّال والآلات؟

✓ هل سوف يحقق أرباح أم لا؟

بالإضافة إلى مجموعة من الأسئلة التي تساعد المستثمر من التقليل من احتمالية الفشل وأيضاً المفاضلة بين المشاريع المتاحة.

3- مبادئ وأنواع القرار الاستثماري

يقوم القرار الاستثماري على ثلاثة أسس أساسية تبدأ بدراسة الجدوى والتي يتمّ على أساسها اختيار البديل الأفضل، أيضاً المدخلات والتي تعتبر كأساس متمثلة في مختلف المعلومات الداخلية والتغيّرات وتقديراتها، وفي الأخير، المخرجات وهي مختلف القرارات أو القرار الذي يخرج به متخذ القرار الاستثماري.

هذه الأسس يتمّ اتخاذها على أساس أربعة مبادئ أساسية وهي: (1)

3-1- بدأ الاختيار

يجب على المستثمر أن يبحث على الفرص الاستثمارية ويختار أنسبها بناءً على استشارة أصحاب الاختصاص.

3-2 مبدأ المقارنة

(1) - طلال العداوي، "تقسيم القرارات الاستثمارية"، دار اليازوري الأردن، 2008، ص 19-20.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

يعني أنه لدى المستثمر أكثر من بديل ووجب عليه المقارنة أو المفاضلة بينهم واختيار أنسبها بعد التحليل والدراسة.

3-3- مبدأ الملاءمة

يجب على المستثمر اختيار المشروع الأكثر ملاءمة له من حيث مثلاً الميول والرغبات وتوفر رأس المال...

في هذا المبدأ يجب مراعاة ثلاثة عناصر أساسية وهي:

معدّل العائد على الاستثمار، درجة المخاطرة، مقدار السيولة المتوفرة

3-4- مبدأ التنوع

يجب على المستثمر توزيع رأس المال على عدّة مشاريع بهدف الحدّ من المخاطر الاستثمارية.

يرتبط قرار الاستثمار بالعائد والمخاطرة، فعلى المؤسسة التنبأ بالصعوبات التي من الممكن أن تواجهها بناءً على دراسة خاصّة المبحث الخارجي.

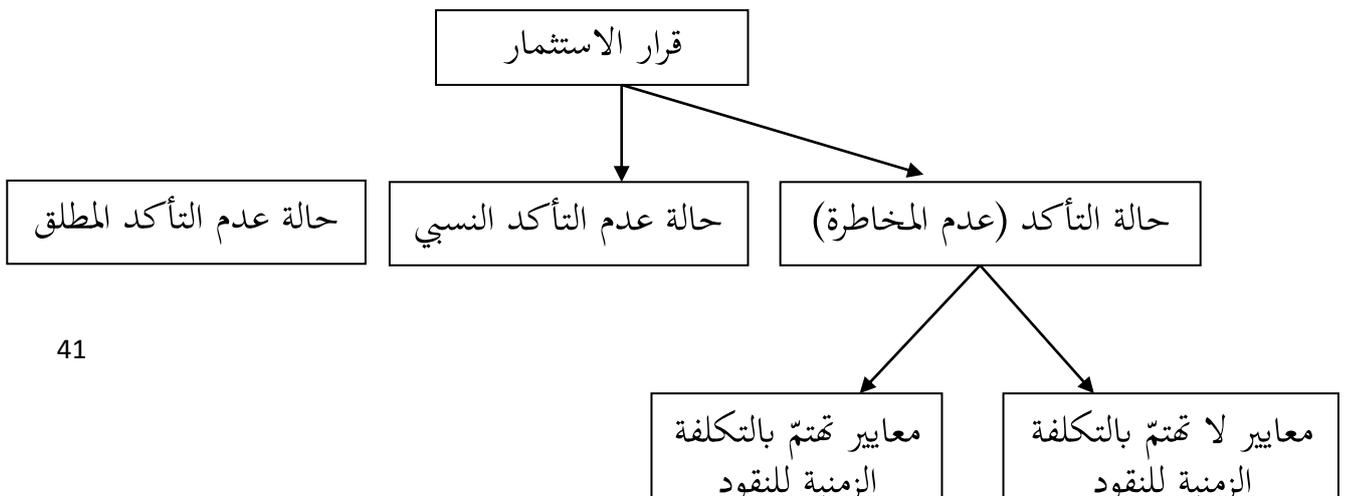
يمكن تصنيف ظروف المحيط إلى ثلاثة أصناف وهي :

ظروف التأكد، ظروف المخاطرة، وحالة عدم التأكد.

4- معايير اختيار الاستثمار في حالة التأكد

تشير حالة التأكد أنّها الظروف التي تكون فيها كل البيانات والمعلومات المتعلقة بالتدفقات المستقبلية للمشروع الاستثماري معروفة بصفة دقيقة، وتكون البدائل والمعلومات لحلّ المشكلة معروفة. ويكون متّخذ القرار في هذه الحالة على علم تام بالتدفقات النقدية المستقبلية للمشروع الاستثماري.

4-1- المعايير التي لا تأخذ القيمة الزمنية للنقود



لدينا معيارين أساسيين لاختيار الاستثمار في حالة التأكد والتي لا تعتمد على تحيين التدفقات النقدية. أي تتعامل مع مجمل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة دون القيام بالخصم، وهي: معيار فترة الاسترداد، معيار معدّل العائد المحاسبي

4-1-1- معيار فترة الاسترداد (DR)

يشير هذا المعيار إلى الفترة الزمنية التي يستردّ فيها المشروع استثماراته ويكون في عتبة مردوديته (لا يحقق لا ربح ولا خسارة).

بعبارة أخرى، فترة الاسترداد هي المدّة الزمنية التي تُغطّي فيها التدفقات النقدية للمشروع CF_t التكلفة الأولية لمشروع I_0 ، ويكون فيها بالتالي CFC_t متساوي مع I_0 :

$$CFC_t = \sum_{t=1}^T CF_t$$

مع:

CFC_t : التدفق النقدي المتراكم للفترة t .

CF_t : التدفق النقدي للفترة t .

I_0 : المبلغ الأولي المستثمر في $t = 0$

t : مؤشر السنة

مع T يمثل عمر المشروع الاستثماري

ويتمّ حسابها كما يلي:

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- في حالة ما إذا كانت التدفقات المعونة متساوية:

$$DR = I_0 / C_F$$

- في حالة عدم تساوي التدفقات السنوية الصافية، ففترة الاسترداد تحسب مباشرة من

توزيع التدفقات النقدية الصافية للمشروع M

إذن بصفة عامة: فترة الاسترداد المستحدثة هي تلك السنة التي يساوي فيها التدفق النقدي

المتراكم مع تكلفة الاستثمار:

$$DR: t^* \Rightarrow CFC_t = I_0$$

يتم اختيار المشروع بالمقارنة مع فترة الاسترداد المعيارية للمؤسسة، فيقبل المشروع إذا كانت

فترة الاسترداد للمشروع أقل من فترة الاسترداد المعيارية للمؤسسة.

وأما في حالة ما إذا كان هناك مجموعة من المشاريع المنافسة فنختار المشروع الذي لديه أقل

فترة استرداد.

فترة الاسترداد DR > فترة الاسترداد المعيارية ← يقبل المشروع

مثال 1: لديك التدفقات المتعلقة بمشروع استثماري قيد الدراسة:

t = 0	I ₀ = -235
t = 1	CF ₁ = 50
t = 2	CF ₂ = 75
t = 3	CF ₃ = 80
t = 4	CF ₄ = 90
t = 5	CF ₅ = 95

المطلوب: - أحسب فترة استرداد المشروع الاستثماري.

- هل يُقبل المشروع علمًا أن فترة الاسترداد المعيارية للمؤسسة 3 سنوات.

الحل:

1- حساب فترة الاسترداد DR

CFC _{t=0,1,,5}	CF _t	T
50	50	1

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

125	75	2
205	80	3
295	90	4
390	95	5

علمًا أن:

$$\begin{aligned} CFC_1 &= 50 + D \\ CFC_2 &= CFC_1 + CF_2 \\ &= 50 + 75 \end{aligned}$$

$$CFC_5 = CF_5 + CF_4$$

يجب أن نبحت في أي زمن (t) يكون:

$$CFC_t = I_0 = -235$$

أي:

$$I_0 - CFC_t = 0$$

نلاحظ من الجدول أن (235) محصورة بين 3 و CFC_4 أي:

$$\begin{cases} CFC_3 = 205 < 235 \\ CFC_4 = 295 > 235 \end{cases}$$

إذن فترة الاسترداد هي 3 سنوات و؟

$$DR = 3ans + ? mois$$

خلال 3 سنوات الأولى يمكن للمؤسسة استرداد قيمة 205 ون أي يتبقى قيمة

$$205 - 235 = -30 \text{ ون لاسترداد المبلغ الأولي المستثمر.}$$

السنة الرابعة

تستعمل في هذه الحالة عملية ثلاثية:

$$\left. \begin{array}{l} \text{12 شهر} \rightarrow 90 \text{ وحدة نقدية} \\ \text{30 ون} \rightarrow ? \end{array} \right\}$$

$$\frac{30 \times 12}{90} = 4 \text{ mois}$$

إذن فترة الاسترداد هي: 3 سنوات و 4 أشهر

2- بما أن فترة الاسترداد المعيارية للمشروع أقل من فترة الاسترداد إذن لا نقبل المشروع

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

مثال 2: لديك التدفقات النقدية والمتعلقة بمشروعين قيد الدراسة.

المشروع B CF_B	المشروع A CF_A	T
$I_0^B = -600$	$I_0^A = -400$	0
160	120	1
160	120	2
160	120	3

المطلوب: أحسب D_R

المشروع A:

$$D_R = 400/120 = 3,33$$

$$0,33 \times 12 = 4$$

إذن: $D_R = 3$ سنوات و 4 أشهر

المشروع B:

$$D_R = 600/160 = 3,75$$

$$0,75 \times 12 = 9$$

إذن: $D_R = 3$ سنوات و 9 أشهر

إذن نقبل المشروع A

2-1-4: معيار معدل العائد المحاسبي (TRC)

يشير هذا المعيار إلى متوسط عدد الوحدات النقدية الناتجة من الربح المحاسبي الصافي

مقابل كل وحدة نقدية تم استثمارها في المشروع.

$$TRC = \frac{\frac{1}{T} \sum BNCT}{I_0}$$

مع:

BNCT: الربح المحاسبي الصافي للزمن T

T: العمر الكلي للمشروع

I_0 : تكاليف الاستثمار الأولية.

ويتمّ احتساب العوائد السنوية الصافية بالأخذ بعين الاعتبار كل أقساط الاهتلاك السنوي والضريبة على الربح الإجمالي السنوي.
في حال وجود (VR) باعتبارها المبلغ المتبقي منه المشروع الاستثماري، معدّل العائد المحاسبي يصبح:

$$TRC = \frac{\frac{1}{T} \sum BNCT}{(I_0 + VR)/2}$$

- قبول أو رفض المشروع، يتعلّق بمعدّل العائد المحاسبي المعياري.
إذا كان معدّل العائد المحاسبي للمشروع أكبر من معدّل العائد المحاسبي المعياري ← يقبل المشروع.
مميزاته:

يتميّز هذا المعيار بالبساطة والسهولة في التطبيق، بحيث أخذ بعين الاعتبار عامل الربحية في الاستثمار مقارنة مع معيار فترة الاسترداد.⁽¹⁾
إلاّ أنّه يُعابُ عليه أنّه يعتمد على المعطيات المحاسبية فقط أيضاً يعتمد على مفهوم صافي الربح المحاسبي بدل التدفقات الحقيقية، أي لا يفرق بين العبء والنفقة.
مثال:

لدينا البيانات التالية والمتعلّقة بمشروع استثماري قيد الدّراسة:

- المبلغ المستثمر هو 60 000 ون (مبلغ النفقات الاستثمارية).

- عمر المشروع: 3 سنوات.

- طريقة الاهتلاك: ثابت.

- معدّل الضريبة على الأرباح 25%.

(1) - محمود حسين الوادي، حسين مجّد سمحان، إبراهيم مجّد خرينس "دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر

والتوزيع، الأردن، 2010، ص196-197.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- المبيعات السنوية المتوقعة هي:

130 000 ون، 100 000 ون، 60 000 ون على التوالي.

- المصاريف السنوية هي:

50 000 ون، 40 000 ون، 30 000 ون على التوالي.

المطلوب:

1- أحسب معدّل العائد المحاسبي للمشروع؟

2- كيف يتمّ معالجة العيب المتعلق بالاعتماد على مفهوم الربح الصافي؟

الحل:

$$TRC = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T BNCT$$

$$I_0$$

1- نحتاج لحساب الربح الصافي المحاسبي لكلّ سنة

t	المبيعات السنوية (Rt)	مصاريف السنوية خارج الاهتلاك Ct	الاهتلاك At	الربح المحاسبي الإجمالي قبل ال BBR	مبلغ الضريبة على الأرباح BST	الربح المحاسبي الصافي
1	130 000	50 000	20 000	60 000	15 000	45 000
2	100 000	40 000	20 000	40 000	10 000	30 000
3	60 000	30 000	20 000	10 000	2 500	7 500

المبلغ المستثمر: $t = 0 \leftarrow 60.000$

$$- A_t = \frac{\text{المبلغ المستثمر } (I_0)}{\text{عدد السنوات } (t)} = \frac{60000}{3} = 20\ 000$$

$$- BB_t \left(\text{ربح قبل الضريبة} \right) = R_t - C_t - A_t$$

$$- IBS_t = BB_t \times 0,25$$

محاضرات في مقياس تسيير و استراتجية مالية-دروس و تمارين-

$$- BNC_t = BB_t - IB_s$$

إذن:

$$TR_C = \frac{\frac{1}{3}(45000 + 30000 + 7500)}{60.000}$$

$$TR_C \approx 0,4583 = 45,83\%$$

إذن معدّل العائد المحاسبي يساوي **45,83%**

2- مفهوم الربح الصافي يُعتمد عليه في احتساب معيار **TRC** بدل التدفقات الحقيقية، فمثلاً هذا المعيار لا يفرق بين العبء والنفقة، فمخصّصات الاهتلاك عبء وليست نفقة. لذلك يتم معالجة هذا العيب بإدراج مخصّصات الاهتلاك في حساب معدّل العائد المحاسبي، فالاهتلاك هو عبارة عن تكلفة وهمية لأنها يُسجّل ضمن التكاليف ولكن في الحقيقة المؤسسة أصلاً لم تنفقه.

استرجاع أقساط الاهتلاك:

CF_t	A_t	BNC_t	t
65 000	(+) 20 000	45 000	1
50 000	(+) 20 000	30 000	2
27 500	(+) 20 000	7 500	3

مع CF_t : التدفقات النقدية الحقيقية.

$$CF_t = BNC_t + A_t$$

CF_t	t
65 000	1
50 000	2
27 500	3

إذن:

$$TRC = \frac{\frac{1}{3}(65000 + 50000 + 27500)}{60000}$$

$$TRC = 0,7916 = 79,16\%$$

أو بطريقة اخرى

$$TRC = \frac{\frac{1}{3}(45000 + 30000 + 7500) + \sum At(60000)}{60000}$$

$$TRC = 79,16\%$$

2-4- المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود

يوجد العديد من المعايير التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وذلك بالاستعانة بمعامل التحيين. أهمها:

- معيار فترة الاسترداد المستحدثة.

- معيار القيمة المالية الصافية.

- معيار المعدل العائد الداخلي.

- معيار مؤشر الربحية

تسمح هذه المعايير بمقارنة تدفق مالي في الزمن الحالي بقيمته في لحظة زمنية مستقبلية وحتماً تكون لا تساويه وذلك لغياب المخاطرة والقيمة الزمنية للنقود تتغير من وقت لآخر.

1-2-4- معيار فترة الاسترداد المستحدثة DRA

يمثل هذا المعيار الفترة الزمنية التي يصبح فيها التدفق النقدي المستقبلي المستحدث قادراً على تغطية التكاليف الأولية للمشروع.

$$CFA_t = \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

CF_t : التدفق النقدي للزمن t.

k: معامل التحيين.

CFA_t : التدفق النقدي المستحدث للزمن t.

مع:

$$CFCA_t = \sum CFA_t$$

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

$CFCA_t$: التدفق النقدي المستحدث المتراكم للزمن t .

فترة الاسترداد المستحدثة هي تلك الفترة (t^*) التي يتساوى فيها التدفق النقدي المستحدث المتراكم مع التكلفة الأولية للمشروع.

$$t^* \rightarrow CFAC_t = I_0$$

يتم قبول المشروع إذا كانت فترة الاسترداد المستحدثة للمشروع أقل من فترة الاسترداد المستحدثة لمعيارية المؤسسة.

مثال: لدينا بيانات حول التدفق النقدي لمدة أربع سنوات للمشروع الاستثماري التالي:

T	0	1	2	3	4
CF_t	-700	+50	+150	+250	+400

المطلوب: أحسب فترة الاسترداد المستحدثة للمشروع، مع معامل التحيين ($k = 5\%$)

الحل:

T	CF_t	CFA_t	$CFAC_t$
1	50	47,62	47,62
2	150	136,05	183,67
3	250	216,08	399,75
4	400	329,08	728,83

لدينا

$$CFA_t = \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

لدينا: $-700 = I_0$

أيضا:

$$DRA: t^* \Rightarrow CFCA_t = I_0$$

من الجدول نلاحظ أنّ قيمة التكلفة الأولية للمشروع (-700) تحققت ما بين الزمنين (3 و4).

إذن: خلال السنة الثالثة حقق المشروع قيمة 399,75 وبقي له قيمة 300,25 ون وحتى يغطّي قيمة تكلفة المشروع الأولية.

$$\text{ون } 700 - 399,75 = 300,25$$

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- خلال السنة الرابعة يمكن للمؤسسة استرداد قيمة 329,08 وقيمة 300,25؟
إذن:

$$\left. \begin{array}{l} 329,08 \rightarrow 12 \text{ شهر} \\ 300,25 \rightarrow Z? \end{array} \right\} z = \frac{300,25 \times 12}{329,08}$$

$$\Rightarrow z \approx 11 \text{ mois } t^*$$

إذن فترة الاسترداد المستحدثة للمشروع:

$$DRA = 3 \text{ans et } 11 \text{ mois}$$

ولقبول أو رفض المشروع ينبغي مقارنتها مع فترة الاسترداد المعيارية المستحدثة للمؤسسة.

4-2-2 القيمة الحالية الصافية (VAN)

يمثل هذا المعيار الفرق بين مجموع القيم المستحدثة للتدفقات النقدية المستقبلية الموجبة والسالبة.

$$VAN = \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^T} \right] - \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{I_t}{(1+k)^t} \right]$$

VAN: القيمة الحالية الصافية.

T: عمر المشروع الاستثماري

CF_t: التدفق السنوي

VR: القيمة المتبقية للاستثمار

k: معامل التحيين

I_t: مبلغ النفقات الاستثمارية في السنة t

يشير معيار القيمة الحالية الصافية أيضاً للفرق بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة (تكلفة الاستثمار).

فإذا كان: $0 < VAN$ ← المشروع مقبلو ويؤدي إلى تعظيم ثروة المساهمين.

$0 \geq VAN$ ← المشروع مرفوض ويؤدي إلى خسارة في ثروة المساهمين.

$$VAN > 0 \Rightarrow \underbrace{\left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^T} \right]}_{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة}} > \underbrace{\left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{I_t}{(1+k)^t} \right]}_{\text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية}}$$

وعندما يكون هناك عدّة مشاريع موجبة نختار الأكبر بينهم.

مثال 1: أمامك المشروع الاستثماري التالي لمدة خمس سنوات

السنة	1	2	3	4	5
التدفق النقدي	20 000	30 000	40 000	70 000	70 000
القيمة المتبقية	-	-	-	-	15000

1- أحسب القيمة المالية الصافية لهذا المشروع علماً أن التكلفة الأولية للمشروع

(ون $I_0 = 20\,000$) ومعامل التحيين $k = 5\%$

الحل:

لدينا:

$$VAN = \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^T} \right] - \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{I_t}{(1+k)^t} \right]$$

$$\Rightarrow VAN = \left(\frac{20000}{(1,05)^1} + \frac{30000}{(1,05)^2} + \frac{40000}{(1,05)^3} + \frac{70000}{(1,05)^4} + \frac{70000}{(1,05)^5} + \frac{15000}{(1,05)^6} \right) - \frac{20000}{(1,05)^0}$$

$$\Rightarrow VAN = 185\,004,332\,DA$$

بما أنه $VAN > 0$ إذن يتم قبول المشروع فهو مشروع مربح.

مثال 2: لديك المعلومات التالية حول مشروعين استثماريين A و B :

السنة	A	B
1	41 000	110 000
2	80 000	110 000
3	120 000	110 000

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

110 000	150 000	4
110 000	220 000	5

1- أحسب صافي القيمة المالية بالنسبة للمشروعين إذا علمت أن التكلفة الأولية للاستثمار هي 400 000 دج بمعدل تجميع $k = 10\%$

لدينا:

$$VAN = \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^T} \right] - \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{I_0}{(1+k)^t} \right]$$

$$\Rightarrow VAN_A = \left(\frac{41000}{(1,1)^1} + \frac{80000}{(1,1)^2} + \frac{120000}{(1,1)^3} + \frac{150000}{(1,1)^4} + \frac{220000}{(1,1)^5} \right) - \frac{400000}{(1,1)^0}$$

$$\Rightarrow VAN_A = 32\ 602\ DA > 0$$

$$VAN_B = \left(\frac{110000}{(1,1)^1} + \frac{110000}{(1,1)^2} + \frac{110000}{(1,1)^3} + \frac{110000}{(1,1)^4} + \frac{110000}{(1,1)^5} \right) - \frac{400000}{(1,1)^0}$$

$$\Rightarrow VAN_B = 16\ 987\ DA > 0$$

القرار:

كلاً من المشروعين مقبولين لأنهما يعظمان من ثروة المساهمين، لكن عند المفاضلة بينهما فإن من الطبيعي المستثمر سيختار المشروع (1) لأن $VAN_A > VAN_B$

3-2-4 معيار معدل العائد الداخلي (TRI)

هو ذلك المعدل الذي تنعدم فيه القيمة المالية الصافية

$$K \rightarrow TRI \Rightarrow VAN = 0$$

أي:

$$VAN = 0 \Rightarrow \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{CF_t}{(1+TRI)^t} + \frac{VR}{(1+TRI)^T} \right] = \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{I_t}{(1+TRI)^t} \right]$$

$$TRI \Rightarrow VAN = 0 \Rightarrow CASHFLOW(C_i) = I_0$$

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

فهو المعدل الذي تتساوى من خلاله القيمة الحالية للتدفقات النقدية الواردة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصادرة المتوقعة.

-حساب معدّل العائد الداخلي (TRI):

إذا كانت التدفقات النقدية السنوية هي نفسها لكل سنة من عمر المشروع (T)، فيمكن حساب معدّل العائد الداخلي عن طريق:

- يتم تقسيم الاستثمار على التدفق النقدي الأولي

- وفي حالة ما إذا كانت التدفقات النقدية غير متساوية خلال سنوات عمر المشروع، فيتم حساب معدّل العائد الداخلي عن طريق حساب صافي القيمة المالية، باستخدام معدّلات مختلفة وتقريبها حتى إيجاد المعدل الذي يكون فيه صافي القيمة المالية يساوي الصفر، وعندئذ يتم حساب المعدل العائد الداخلي الذي يقع بينهما كما هي مبينة في الصيغة الموالية:

إذن:

$$TRI = k_1 + \left[(k_2 - k_1) \times \frac{|VAN_1|}{|VAN_1| + |VAN_2|} \right]$$

يتم قبول المشروع في حالة ما إذا كان معدّل العائد الداخلي للمشروع أكبر من تكلفة الأموال المستثمرة.

معدّل العائد الداخلي < التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ← قبول المشروع.

معدّل العائد الداخلي يتم مقارنته مع معدّل التحيين (k_1, k_2, \dots, k_n) والذي يكون مساويا للتكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المشروع.

مثال:

إليك المعلومات التالية حول مشروع استثماري معيّن: $I_0 = 87 \text{ UMO}$ ، مدّة استغلال المشروع يساوي (T=15 سنة) والتدفق السنوي المتوقع يساوي $CF_t = 15,63 \text{ UMO}$

1- أحسب القيمة الحالية الصافية في حالة : - $k = 6\%$

- $k = 13\%$

الحل:

1/ لدينا:

$$VAN = \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{CF_t}{(1+k)^t} + \frac{VR}{(1+k)^T} \right] - \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{I_t}{(1+k)^t} \right]$$

* في حالة ما إذا كانت التدفقات النقدية متساوية خلال سنوات المشروع يمكن استعمال القانون مباشرة

$$VAN = CF \times \left(\frac{1 - (1+k)^{-T}}{k} \right) - I_0$$

1/ k = 6%

$$VAN = 15,63 \times \left(\frac{1 - (1 + 0,06)^{-20}}{0,06} \right) - 8.7$$

$$VAN_1 = 92,224 \text{ UMO}$$

2/ k = 13%

$$VAN = 15,63 \times \left(\frac{1 - (1 + 0,13)^{-20}}{0,13} \right) - 8.7$$

$$VAN_2 = 22,796 \text{ UMO}$$

إذن يتم قبول المشروع في حالة k = 6% لأنّ

$$\left. \begin{array}{l} VAN_1 > 0 \\ VAN_2 > 0 \end{array} \right\} \rightarrow VAN_1 > VAN_2$$

2- حساب معدّل العائد الداخلي TRI

لدينا:

$$TRI = k_1 + \left[(k_2 - k_1) \times \frac{|VAN_1|}{|VAN_1| + |VAN_2|} \right]$$

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

$$\Rightarrow TRI = 0,06 + (0,13 - 0,06) \times \frac{92,22}{92,22 + 22,79}$$

$$\Rightarrow TRI = 0,1161$$

$$\Rightarrow TRI = 11,61\%$$

4-2-4 معيار مؤشر الربحية IP

يقيس هذا المعيار مردودية كل وحدة نقدية مستمرة في مشروع ما أو يمكن القول بأنه يقيس نسبة ربحية المؤسسة

$$\left| \frac{VAN + I}{I_0} \right|$$

أو

$$IP = \frac{\sum CFI_t \times (1 + k)^{-t}}{\sum CFO_t \times (1 + k)^{-t}}$$

مع:

CFI_t : التدفق النقدي الداخل (Cash Inflows)

CFO_t : التدفق النقدي الخارج (Cash Outflows)

k : معامل التحيين

يتم قبول المشروع في حالة ما إذا كان مؤشر الربحية أكبر مؤشر الربحية المعياري والذي يجب

أن يكون على الأقل يساوي 1

أي:

$$IP \geq 1 \Rightarrow \sum CFI \times (1 + k)^{-t} > \sum CFO \times (1 + k)^{-t}$$

5- معايير اختيار الاستثمار في حالة المخاطرة

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

تستند مقاييس المخاطرة⁽¹⁾ إلى مقاييس إحصائية مثل التباين الانحراف المعياري، الارتباط، التوقع الرياضي...

تتميز البيئة التي تنشط فيها المؤسسة بالتغيير المستمر الأمر الذي يُعقد من عمل المؤسسة ويصعب عليها التنبأ بكلّ التغييرات المحتملة والذي يؤثر من شأنها على طبيعة القرارات المتخذة وبالتالي يؤثر على التدفقات النقدية للمشروع.

1-5 مقارنة التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية E(VAN)

تشير هذه المقاربة⁽²⁾ إلى متوسط قيم المتغير العشوائي مرجحة احتمالات وقوع المخاطر، خلال سنة (t) هناك تدفقات نقدية متوقعة مرفقة باحتمالات الوقوع؟

$$E(CF_t) = \sum_{j=1}^{j=N} CF_t^j \times P_j$$

مع:

P_j : يشير إلى احتمال الوقوع لكلّ حالة طبيعية j $\sum P_j = 1$

CF_t^j : مجموع التدفقات النقدية للسنة t

يمكن استعمال القيم المخصومة بمعدّل تكلفة رأس المال للتدفقات النقدية للحصول على التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية.

بالنسبة للقيمة المتبقية للمشروع:

$$E(V_R) = \sum VR_t^j \times P_i$$

إذن: التوقع الرياضي للقيمة المالية الصافية:

(1) - قام العالم الاقتصادي الشهير بالفصل بين مفهوم المخاطرة ومفهوم عدم التأكد « Frank knight » من خلال نظرية المخاطرة في

كتابه الشهير « Risk, Uncertainty and profit »

Sharpe William (1964), « capital asset price : A theory of market equilibrium under conditions of visit Journal of finance, vol, 19, N°03 pp : 425-442

(2) - هذه المقاربة مستوحاة من نظرية المحفظة والتي هي من تأسيس العالم الاقتصادي الشهير Markowitz (1952) والتي تعتمد على

معياري إحصائيين وهما التوقع الرياضي والتباين لقياس كل من العائد المتوقع من التدفق النقدي مقابل المخاطرة

Harry Markowitz, « Foundations of portfolio theory, the journal of finance, vol XLVL n°2, Jun 1991, P470.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

$$E(VAN) = \left[\sum_{t=1}^{t=T} \frac{E(CF_t)}{(1+k_t)} + \frac{E(V_R)}{(1+k)^T} \right] - \left[\sum_{t=0}^{t=T} \frac{I_t}{(1+k)^t} \right]$$

مثال:

إليك المعلومات التالية حول مشروعين استثماريين (A,B) لهما نفس حجم الاستثمار $I_0 = 175 \text{ UMO}$ ، ومعدل التحيين $k = 15\%$ لمدة ثلاثة سنوات، مع اعتبار أنّ التدفّقات النقدية تعتبر مستقبلة عن بعضها البعض.

السنوات	A		B	
	$P_1 = 0,25$	$P_2 = 0,25$	$P_1 = 0,25$	$P_2 = 0,25$
t = 1	45	45	135	115
t = 2	60	65	173	186
t = 3	135	75	159	193

المطلوب: أحسب القيمة المالية الصافية للمشاريع الاستثمارية

$$E(VAN) = ?$$

الحل:

1- حساب $E(CF_t)$ للمشروع (A)

$$E(CF_t) = \sum_{j=1}^{j=N} CF_t^j \times P_j$$

$$E(CF_1) = (CF_1^1 \times P_1) + (CF_1^2 \times P_2) \Rightarrow E(CF_1)$$

$$= (45 \times 0,25) + (45 \times 0,25)$$

$$\Rightarrow E(CF_1) = 22,5 \text{ UMO}$$

$$E(CF_2) = (60 \times 0,25) + (65 \times 0,25)$$

$$\Rightarrow E(CF_2) = 31,25 \text{ UMO}$$

$$E(CF_3) = (135 \times 0,25) + (75 \times 0,25)$$

$$\Rightarrow E(CF_3) = 52,5 \text{ UMO}$$

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

$$E(VAN_A) = \left[\frac{22,5}{(1,15)^1} + \frac{31,25}{(1,15)^2} + \frac{52,5}{(1,15)^3} \right] - \frac{175}{(1,15)^0}$$

$$\Rightarrow E(VAN_A) = -97,285 \text{ UMO} < 0$$

وبالتالي المشروع (A) مرفوض

2- حساب $E(CF_t)$ للمشروع B:

$$E(CF_t) = \sum_{j=1}^{j=N} CF_t^j \times P_j$$

$$E(CF_1) = (135 \times 0,25) + (115 \times 0,25) \Rightarrow E(CF_1) = 62,5 \text{ UMO}$$

$$E(CF_2) = (173 \times 0,25) + (186 \times 0,25) \Rightarrow E(CF_2) = 89,75 \text{ UMO}$$

$$E(CF_3) = (159 \times 0,25) + (193 \times 0,25) \Rightarrow E(CF_3) = 88 \text{ UMO}$$

إذن:

$$E(VAN_B) = \left[\frac{62,5}{(1,15)^1} + \frac{89,75}{(1,15)^2} + \frac{88}{(1,15)^3} \right] - 175$$

$$\Rightarrow E(VAN_B) = 5,073 \text{ UMO} > 0$$

إذن: نختار المشروع (B) باعتبار التوقع الرياضي للمشروع موجبة

2-5 تباين القيمة الحالية الصافية $VAR(VAN)$

يقيس هذا المعيار انحراف القيم للمتغير العشوائي (x) والذي يمثل التدفقات النقدية للزمن t:

$$VAR(CF_t) = E(CF_t^2) - E(CF_t^j)^2$$

أي:

$$VAR(CF_t) = \left[\sum_{j=1}^{j=N} (CF_t \cdot P_j)^2 \right] - \left[\sum_{j=1}^{j=N} (CF_t^j \cdot P_j) \right]^2$$

يمكن أيضا حساب تباين القيمة المتبقية للمشروع

$$VAR(VR) = E(VR^2) - E(VR)^2$$

إذن

$$VAR(VAN) = \left[VAR \frac{CF_1}{(1+k)^1} + VAR \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \dots + VAR \frac{VR}{(1+k)^t} \right]$$

$$- VAR \left[I_0 + \frac{I_1}{(1+k_1)} + \dots + \frac{I_t}{(1+k)^t} \right]$$

$$VAR(VAN) = VAR \left[\sum \frac{CF_t}{(1+k)^{2t}} + \frac{VR}{(1+k)^{2t}} \right] - \left[\sum \frac{I_t}{(1+k)^{2t}} \right]$$

مثال: إليك المعلومات التالية حول مشروعين استثماريين X و Y ، بحيث تدفقاتهما النقدية

غير أكيدة ولفترة ثلاثة سنوات، والتكلفة الأولية للمشروعين متساوية $I_0 = 5000UMO$

المشروع Y						المشروع X					
t=3		t=2		t=1		t=3		t=2		t=1	
P _j	CF _j										
0,3	5000	0,2	5000	0,1	5000	0,3	1000	0,2	1000	0,1	1000
0,2	2000	0,1	2000	0,3	2000	0,4	2000	0,3	2000	0,2	2000
0,1	5000	0,3	4000	0,2	8000	0,2	3000	0,1	4000	0,4	4000

المطلوب:

أحسب التوقع الرياضي وتباين القيمة المالية الصافية لكلا المشروعين إذا كان معدل الاستحداث هو 10%

قيم المشروعين؟

الحل:

1/ E(VAN) للمشروع X:

$$E(CF_j) = \sum_{j=1}^{J=N} CF_t^j \times P_j$$

$$E(CF_1) = (1000 \times 0,1) + (2000 \times 0,2) + (4000 \times 0,4) = 2100UMO$$

$$E(CF_2) = (1000 \times 0,2) + (2000 \times 0,3) + (4000 \times 0,1) = 1200UMO$$

$$E(CF_3) = (1000 \times 0,3) + (2000 \times 0,4) + (3000 \times 0,2) = 1700UMO$$

إذن:

$$E(VAN) = -5000 + \left[\frac{2100}{(1,1)^1} + \frac{1200}{(1,1)^2} + \frac{1700}{(1,1)^3} \right]$$

مشروع مرفوض

$$\Rightarrow E(VAN) = -821,93 < 0$$

2- حساب VAR(VAN) للمشروع X:

لدينا:

$$VAR(VAN) = VAR \left(\sum \frac{CF_t}{(1+k)^{2t}} + \frac{VR}{(1+k)^{2t}} \right) - \sum \frac{I_t}{(1+k)^{2T}}$$

$$VAR(CF_t) = E(CF_t^2) - E(CF_t)^2$$

$$E(CF_t) = \sum (CF_t^j)^2 \times P_j$$

VAR

$$VAR(CF_1) = (0,1 \times 1000^2) + (2000^2 \times 0,2) + (0,4 \times 4000^2) - (2100)^2$$

$$\Rightarrow VAR(CF_1) = 3090000 \text{ UMO}$$

$$VAR(CF_2) = (0,2 \times 1000^2) + (0,3 \times 2000^2) + (4000^2 \times 0,1) - (1200)^2$$

$$\Rightarrow VAR(CF_2) = 1560000 \text{ UMO}$$

$$VAR(CF_3) = (0,3 \times 1000^2) + (0,4 \times 2000^2) + (3000^2 \times 0,2) - (1700)^2$$

$$\Rightarrow VAR(CF_3) = 810000 \text{ UMO}$$

$$\Rightarrow VAR(VAN) = \frac{3\,090\,000}{(1,1)^2} + \frac{1\,560\,000}{(1,1)^4} + \frac{810\,000}{(1,1)^6}$$

$$\Rightarrow VAR(VAN) = 4\,076\,443,88$$

تقييم المشروع X:

نعلم أن المستثمر العقلاني يسعى دائماً لتعظيم الربح والعائد المتوقع في ظل حالة عدم التأكد من أجل مستوى معين من المخاطرة، إذن كلما كان التباين كبير كانت القيم الممكنة متباعدة عن التوقع الرياضي وهذا ما يمثل مخاطرة مرتفعة بالنسبة لعوائد الاستثمار.

/2 المشروع Y:

* حساب E(VAN)

$$E(CF_j) = \sum_{j=1}^{J=N} CF_t^j \times P_j$$

$$E(CF_1) = (5000 \times 0,1) + (2000 \times 0,3) + (5000 \times 0,2) = 2100UMO$$

$$E(CF_2) = (5000 \times 0,2) + (2000 \times 0,1) + (4000 \times 0,3) = 2400UMO$$

$$E(CF_3) = (5000 \times 0,3) + (2000 \times 0,2) + (5000 \times 0,1) = 2400UMO$$

$$\begin{aligned} E(VAN_y) &= -I_0 + \left[\sum \frac{CF_t}{(1+k)^t} \right] \\ &= -5000 + \left[\frac{2100}{(1,1)^1} + \frac{2400}{(1,1)^2} + \frac{2400}{(1,1)^3} \right] \\ &\Rightarrow E(VAN_Y) = 695,717 > 0 \end{aligned}$$

المشروع يعظم ثروة الساهمين.

المشروع Y هو أفضل مشروع $\Rightarrow E(VAN)_Y > E(VAN)_X$

2/ حساب VAR(VAN)

لدينا:

$$VAR(VAN) = VAR \left(\sum \frac{CF_t}{(1+k)^{2t}} + \frac{VR}{(1+k)^{2t}} \right) - \left(\sum \frac{I_t}{(1+k)^{2t}} \right)$$

$$VAR(CF_t) = ?$$

$$VAR(CF_t) = E(CF_t^2) - E(CF_t)^2$$

$$= E(P_j CF_t^2) - E(CF_t)^2$$

$$VAR(CF_1) = (0,1 \times 5000^2) + (0,3 \times 2000^2) + (0,2 \times 5000^2) - (2100)^2 =$$

$$VAR(CF_2) = (0,2 \times 5000^2) + (0,1 \times 2000^2) + (0,3 \times 4000^2) - (2400)^2 =$$

$$VAR(CF_3) = (0,3 \times 5000^2) + (0,2 \times 2000^2) + (0,1 \times 5000^2) - (2400)^2 =$$

$$\Rightarrow VAR(CF_1) = 4.290.000$$

$$VAR(CF_2) = 4.440.000$$

$$VAR(CF_3) = 5.040.000$$

$$VAR(VAN) = \frac{4.290.000}{(1,1)^2} + \frac{4.440.000}{(1,1)^4} + \frac{5.040.000}{(1,1)^6}$$

$$\Rightarrow VAR(VAN) = 9.422.982,89$$

3-5- أسلوب الانحراف المعياري

يقوم هذا الأسلوب على قياس الانحراف المحتمل لكلّ تدفق نقدي عن القيمة المتوقعة، فهو يقيس مدى الاختلاف بين كل من القيمة المتوقعة واحتمال حدوث انحراف للتدفقات النقدية المحتملة.

كلّما كان الانحراف المعياري للتوزيع الاحتمالي كبير، كلّما دلّ على ارتفاع درجة المخاطرة. ويتمّ قياسه كما يلي:

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

مع:

$\delta(VAN)$: قيمة الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية.

$E(VAN_j)$: القيمة المتوقعة لـ VAN .

P_j : احتمال حدوث كل توقع.

أيضا يمكن حساب قيمة الانحراف المعياري للتدفق النقدي الصافي

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

مع:

$\delta(CF_j)$: قيمة الانحراف المعياري للتدفق النقدي الصافي.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

$E(CF_j)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي.

P_j : احتمال حدوث كل توقع.

إذن يمكن حساب $\delta(VAN)$ بالعلاقة التالية:

$$\delta(VAN) = \sqrt{\sum_{j=1}^i \frac{\delta(CF_j)^2}{(1+t)^{2i}}}$$

مثال: لديك معلومات حول مشروعين (A) و (B) استثماريين للتدفقات النقدية السنوية والاحتمالات المتعلقة بها.

المشروع (B)		المشروع (A)	
P_j	CF_j	P_j	CF_j
0,1	75	0,1	45
0,2	79	0,2	79
0,4	135	0,3	110
0,3	190	0,4	155

مع: $I_0 = 100$

$k = 10\%$

مع العلم أن كلا من المشروعين لهما نفس مدّة الحياة $T = 4ans$ والتدفقات النقدية المستقبلية ثابتة ومستقلة.

المطلوب:

- أحسب التوقع الرياضي للتدفق النقدي.
- أحسب تباين القيمة الحالية لكل مشروع.
- أحسب عامل الاختلاف لكل مشروع.
- أي المشروعين يختار مستثمر شديد الكره للمخاطرة.

حل المثال:

1- حساب التوقع الرياضي

لدينا:

$$E(CF_t) = \sum_{j=1}^{j=N} CF_t^j \times P_j$$

$$E(CF_A) = (45 \times 0,1) + (79 \times 0,2) + (110 \times 0,3) + (155 \times 0,4)$$

$$\Rightarrow E(CF_A) = 115,3 \text{ UMO}$$

$$E(CF_B) = (45 \times 0,1) + (79 \times 0,2) + (135 \times 0,4) + (190 \times 0,3)$$

$$\Rightarrow E(CF_B) = 134,3 \text{ UMO}$$

2- حساب التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية للمشروعين:

لدينا:

$$E(VAN_A) = \frac{-I_0}{(1+k)^t} + \left[\sum \frac{E(CF_t)}{(1+k)^t} \right]$$

لكن بما أنه في هذه الحالة لدينا التدفقات النقدية المستقبلية وثابتة طيلة مدة حياة المشروع

إذن يصبح:

$$E(VAN) = E(CF_t) \times \frac{1 - (1+k)^{-T}}{k} - I_0$$

$$\Rightarrow E(VAN_A) = 115,3 \times \frac{1 - (1+0,1)^{-4}}{0,1} - 100 = 8,469$$

$$\Rightarrow E(VAN_A) = 8,469$$

$$\Rightarrow E(VAN_B) = 134,3 \times \frac{1 - (1+0,1)^{-4}}{0,1} - 100 = 27,47$$

$$\Rightarrow E(VAN_B) = 27,47$$

3- حساب تباين القيمة الحالية الصافية لكلا المشروعين:

$$VAR(VAN) = ?$$

لدينا:

$$VAR(VAN_A) = \left[\sum_{j=1}^{j=n} \frac{VAR(CF_t^2)}{(1+k)^{2t}} \right]$$

مع:

$$\begin{aligned} VAR(CF_A) &= \left[\sum_{j=1}^{j=n} (CF_t^2 \times P_j) \right] - \left[\sum CF_t^j \times P_j \right]^2 \\ &= [(45^2 \times 0,1) + (79^2 \times 0,2) + (110^2 \times 0,3) + (115^2 \times 0,4)] \\ &\quad - 115,3^2 \\ &\Rightarrow VAR(CF_A) = 1396,61 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} VAR(VAN_A) &= \frac{1396,61}{(1,1)^2} + \frac{1396,61}{(1,1)^4} + \frac{1396,61}{(1,1)^6} + \frac{1396,61}{(1,1)^8} \\ &\Rightarrow VAR(VAN_A) = 3548,0053 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} VAR(CF_B) &= [(75^2 \times 0,1) + (79^2 \times 0,2) + (135^2 \times 0,4) + (190^2 \times 0,3)] \\ &\quad - 134,32^2 \\ &\Rightarrow VAR(CF_B) = 1894,21 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} VAR(VAN_B) &= \frac{1894,21}{(1,1)^2} + \frac{1894,21}{(1,1)^4} + \frac{1894,21}{(1,1)^6} + \frac{1894,21}{(1,1)^8} \\ &\Rightarrow VAR(VAN_B) = 4812,13 \end{aligned}$$

إذن يمكن حساب الانحراف المعياري لكلا المشروعين:

$$\delta(VAN_A) = \sqrt{VAR(VAN_A)} = \sqrt{3548,005} = 59,56$$

$$\delta(VAN_B) = \sqrt{VAR(VAN_B)} = \sqrt{4812,13} = 69,36$$

نلاحظ المشروع (A) أقلّ مخاطرة من المشروع (B) لأنّ $\delta(B) > \delta(VAN_A)$

إذن بما أنّ المستثمر شديد الكره للمخاطرة فننصحه باختيار المشروع (A)

خلاصة:

يعتبر قرار الاستثمار من بين أهمّ القرارات المالية التي وجب على المؤسسة الاهتمام بها للوصول إلى أهدافها المالية وهذا إلى جانب قرارات التمويل وقرارات توزيع الأرباح. قرارات اختيار استثمارات تكون سواءً في حالة التأكد أين تكون كل المعلومات متوفرة حول المشروع سواءً في حالة غياب معامل التحيين (لا تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود) أو في حالة وجود معامل الاستحداث (الأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود). أيضاً يمكن أن يكون صاحب القرار الاستثماري في حالة تتميز بعدم التأكد من ناحية نقص المعلومات الخاصة بالتدفق النقدي في ظلّ التغيّر المستمرّ في البيئتين الداخلية والخارجية.

وبهذا يكون صاحب القرار سواءً في حالة مخاطرة، أين يمكن له أن يحدّد إستراتيجيته وفي المقابل يحدّد البدائل الممكنة بناءً على المعلومات والبيانات التاريخية المتوفرة. أو يكون في حالة عدم التأكد المطلق بسبب افتقاره لأهمّ المعلومات والبيانات التاريخية.

المحاضرة 5: مخطط التمويل *سياسة التمويل للمشروع الاستثماري*

إنّ الهدف الرئيسي لأي مؤسسة هو تعظيم قيمتها السوقية من خلال قراراتها الاستثمارية والتمويلية.

يعتبر قرار التمويل من بين أهمّ القرارات التي تهتمّ بها المؤسسة لما لها من تأثير بالغ على مختلف نشاط المؤسسة، ولهذا تجد نفسها أمام المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل، وكيفية تشكيل توليفة الهيكل المالي الأمثل والذي يمكنها من الوصول إلى استراتيجياتها المالية من أموال خاصة أو ديون...

إذن الهدف من هذه المحاضرة هو التطرق الى فكرة أمثلية الهيكل للمؤسسة و تناول أهم النظريات المفسرة لذلك من التقليدية إلى المعاصرة, بالإضافة الى اهم المعايير الاساسية التي تبنى عليها القرارات المالية قرارات التمويل.

1- الهيكل المالية للمؤسسة وتكلفة رأس المال

يعتبر التمويل من بين أهمّ القرارات المالية التي تتخذها المؤسسة لتحقيق أهدافها التشغيلية والتمويلية وبالتالي الوصول إلى أهدافها الإستراتيجية المالية.

يمكن تحقيق ذلك من خلال تحديد التوليفة الأمثل لهيكل رأس المال والذي يشكل أدنى تكلفة مالية ممكنة وأعظم مردودية.

يُقصد بالهيكل المالي هو كيفية اختيار المؤسسة لمختلف مصادرها الداخلية والخارجية.

1-1- مصادر التمويل الداخلي

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

يقصد بالتمويل الداخلي بمجموعة الموارد الداخلية لدى المؤسسة (التمويل الذاتي) دون اللجوء إلى الموارد الخارجية، لتمويل نشاطاتها، وتتمثل أساساً في الأرباح بعد دفع العوائد لدى المساهمين والإدخارات المتراكمة.

التمويل الذاتي = مخصصات الاهتلاكات + المؤونات ذات الطابع الاحتياطي + الأرباح غير الموزعة.

2-1- مصادر التمويل الخارجي

تلجأ المؤسسة إلى هذا النوع من المصادر في حال عدم كفاية مصادرها الداخلية لتغطية متطلّباتها المالية.

فيمكن لها أن تلجأ إلى تمويل طويل الأجل كأموال الملكية، والاقتراض طويل الأجل، أو متوسط الأجل كالقروض المصرفية وقروض الإيجار... أو قصيرة الأجل كالاتئمان المصرفي التجاري وهذا حسب متطلّباتها المالية لتمويل مشروعها الاستثماري.

3-1- مفهوم الهيكل المالي للمؤسسة

يشير مفهوم الهيكل المالي لدى المؤسسة إلى التوليفة المتمثلة في الأموال الخاصّة (التمويل الداخلي، التمويل الخارجي) والمديونية (قروض بنكية طويلة الأجل (5-7 سنوات)، قرض سندي ، قرض إيجاري...).

إذ بكل بساطة، هيكل رأس المال هو ذلك المزيج بين الأموال الخاصّة والمديونية، الذي يسمح بتعظيم مردودية المؤسسة وتحقيق الميزة التنافسية داخل السوق، لكن شرط أن تكون لها القدرة على تحديد النسبة المثلى للمديونية.⁽¹⁾

$$\left(\frac{D}{E}\right)^* \rightarrow \text{MAX} (V = E + D)$$

مع:

V: قيمة المؤسسة.

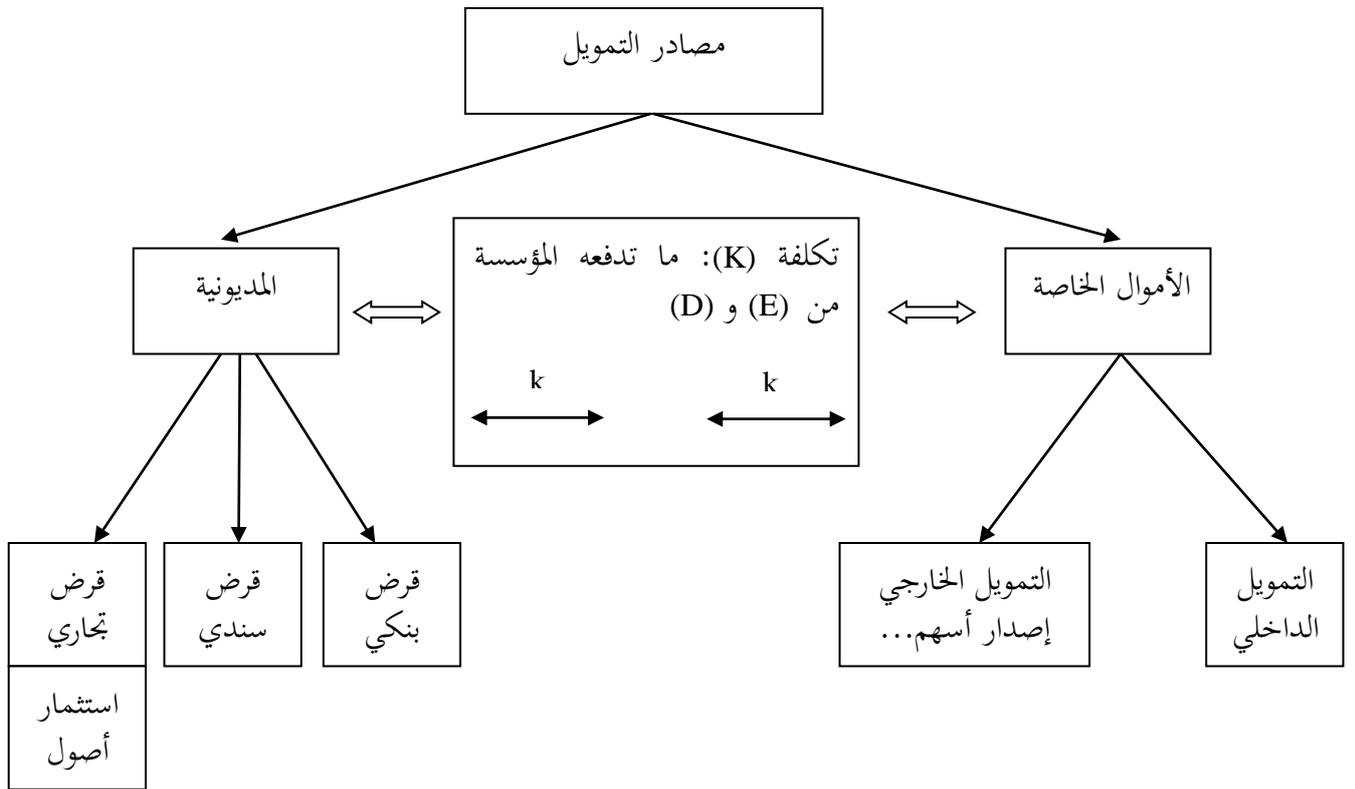
⁽¹⁾ – Durand David (1952) « Costs of debt and equity funds of business: trend's and problems of measurement », conference of Research in Business finance, pp-22-250.

E: الأموال الخاصة.

D: المديونية.

$\left(\frac{D}{E}\right)^*$: النسبة المثلى للمديونية.

الشكل 7: مصادر التمويل لدى المؤسسة



المصدر: من إعداد الباحث

إذن بعد تحديد مختلف مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة يلجأ المسير المالي إلى اختيار المزيج التمويلي الأنسب استناداً إلى عدّة معايير على رأسها: التكلفة، المردودية والمخاطرة. وهذا بالتفاوض مع الجهات الممولة سواء ، بنوك أو مساهمين. عندئذ يمكن القول أن المؤسسة أمام دفع تكاليف الأموال التي تحصلت عليها، فهي إذن معرضة لخطر تحقيق مردودية أقلّ أو يساوي من تكلفة الاستدانة أو الأموال الخاصة.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

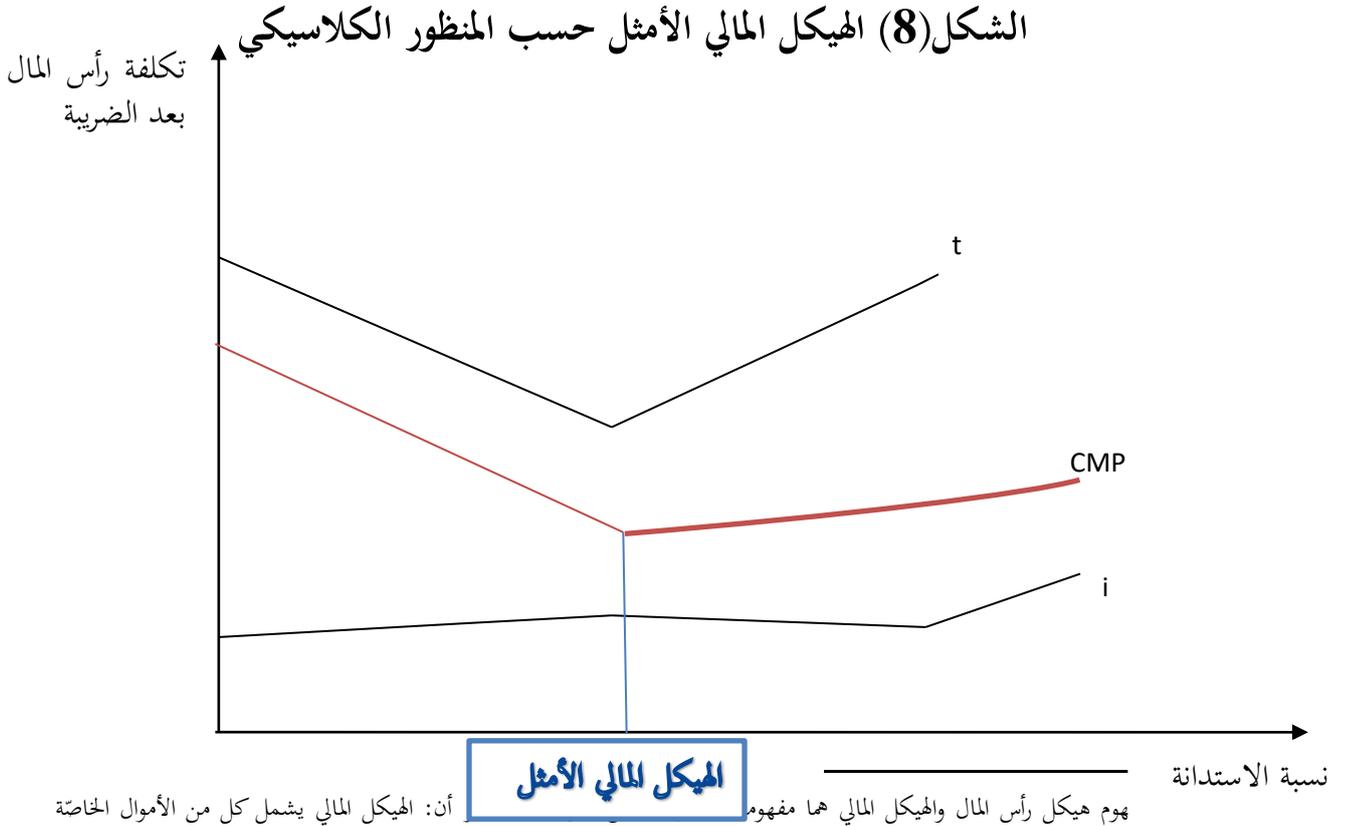
ومنه فالإشكالية المطروحة هي: هل يوجد هيكل رأس مالي أمثل⁽¹⁾؟
للإجابة على هذه الإشكالية، يجب التطرق إلى مختلف النظريات المؤيدة لفكرة وجود هيكل مالي أمثل.

2- النظريات المؤيدة لفكرة وجود هيكل مالي أمثل

هناك العديد من النظريات المفسرة والمؤيدة لأمثلية الهيكل وبالمقابل يوجد بعض نظريات التي لا تؤيد فكرة أنّ هناك هيكل مالي أمثل بالنسبة للمؤسسة.

1-2- المنظور الكلاسيكي

الكلاسيك مثلاً يجيبون بـ نعم، وذلك حسب رأيهم أن تكلفة الأموال الخاصة (k_e) أكبر من تكلفة الاستدانة (k_d) بشكل أدق، تكلفة الاستدانة أو الاقتراض لها خاصية الاقتصاد في الضريبة، بينما تكلفة عوائد رأس المال الناجمة عن التمويل بالأموال الخاصة لكونها تأتي بعد حساب النتيجة.



أن: الهيكل المالي يشمل كل من الأموال الخاصة

الهيكل المالي الأمثل

هو هيكل رأس المال والهيكل المالي هما مفهوم

والديون أما هيكل رأس المال فيقتصر فقط على مصادر التمويل طويلة الأجل والدائمة.

karamakar Petra, « Accounting and finance for managers » Setups and sons, New Delhi, 2016 p237.

المصدر:

Josette Peyard « gestion financière internationale », Vuibert 5^{ème} édition Paris, 1999, P33 -32

من خلال الشكل نلاحظ أن تكلفة رأس المال المرجحة (CMP) تتناقص مع زيادة تكلفة الاستدانة تحت تأثير الوفورات الضريبية، فحسب رأيهم هناك نسبة معينة من الاقتراض تنخفض عندها تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة تصل إلى حدّها الأقصى، وعند اختفاء أثر وفورات الضريبة نلاحظ أن (CMP) يتزايد مرّة أخرى بعد ثباته بسبب ارتفاع الديون.

2-2- المنظور الحديث

من خلال هذا المنظور نشير إلى كل من نظرية موديقلياني وميلر ونظرية التوازن.

2-2-1- نظرية (Modigliani & Miller)

على عكس المنظور الكلاسيكي، فهذان الاقصاديان الأمريكيان يُجيبان بـ لا حول أمثلية الهيكل المالي.

فحسب رأيهما لا يوجد علاقة بين تكلفة رأس المال (CMP) وقيمة المؤسسة (V) والهيكل المالي للمؤسسة.

فقد قاما بتحليل علاقة قيمة المؤسسة بهيكلها التمويلي من خلال نموذجين الأول يخلو من الضرائب 1958 والثاني سنة 1963 في محيط به ضرائب.

النموذج الأول في ظل غياب الضرائب على الأرباح 1958

يرى هذان الاقصاديان أنّه في حالة غياب الضرائب، لا يوجد هيكل مالي أمثل يؤثر على قيمة المؤسسة، بل يؤثر فقط على توزيع النتائج.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

أيضا من خلال هذا النموذج لم يُهمل الأثر الإيجابي للرافعة المالية. وتكتب في هذه الحالة الصيغة العامة لأثر الرافعة المالية كما يلي: (1)

$$R_F = R_e + (R_e - i) \cdot D / C_P \dots \dots \dots (1)$$

مع

R_F : معدّل مردودية الأموال الخاصة المفروض من طرف المساهمين (تكلفة الأموال الخاصة).

مع العلم أن:

$$CMP = R_F \left[C_P / (C_P + D) \right] + i \left[D / (C_P + D) \right] \dots \dots \dots (2)$$

↓
تكلفة الأموال
المرجحة

من العلاقة (1) و (2) نجد أنّ:

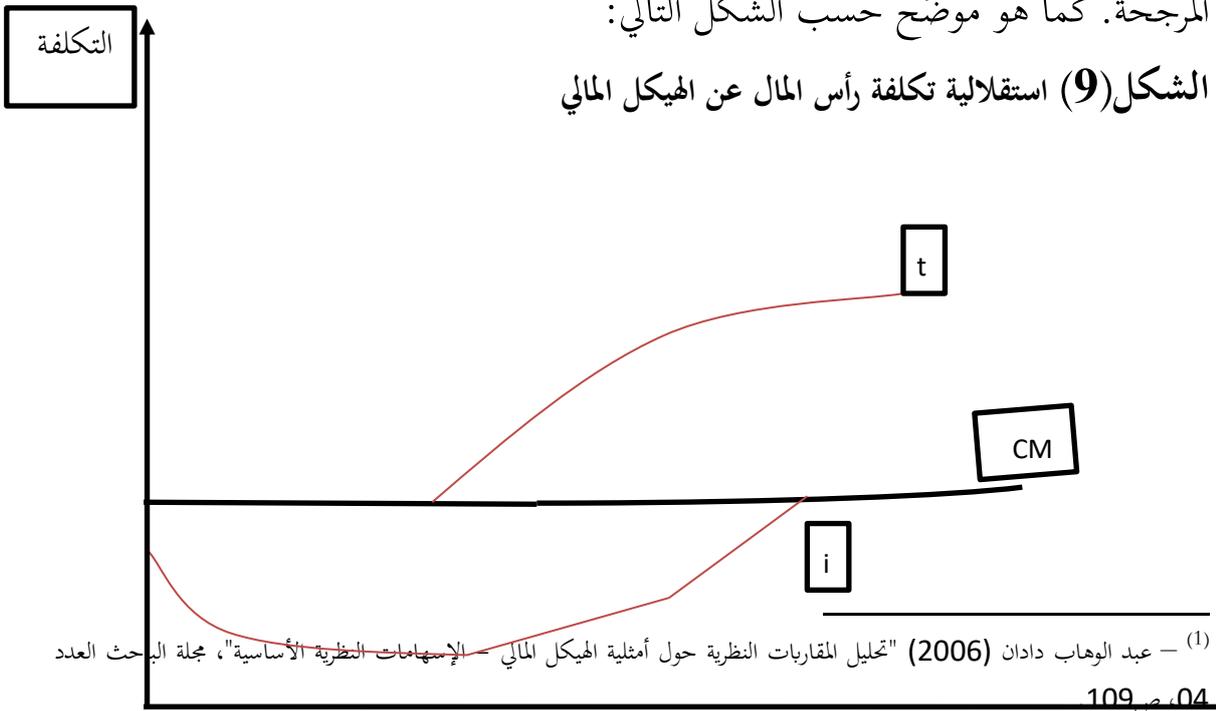
$$CMP = R_e$$

والتي تدلّ على أن الهيكل المالي لا يؤثر على تكلفة رأس مال المؤسسة، وبالتالي لا يؤثر على قيمة المؤسسة.

وفي المقابل فزيادة نسبة الاستدانة داخل لمؤسسة يؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال

المرجحة. كما هو موضح حسب الشكل التالي:

الشكل (9) استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي



(1) - عبد الوهاب دادان (2006) "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة البحث العدد

المصدر:

Pierre Vernimmen « finance d'entreprise », 3ème édition Dalloz, Paris, 1998, P487-488

فمن خلال الشكل نلاحظ التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ثابتة لا تتأثر بطبيعة الهيكل المالي للمؤسسة.

النموذج الثاني في ظل وجود الضرائب (1963)

في هذا النموذج أخذ هذان الاقتصاديان بعين الاعتبار نسبة المديونية في التمويل، وذلك لأنها تساهم في التخفيض من نسبة الضرائب، والرفع من قيمة المؤسسة، بينما التكلفة المتوسطة لرأس المال المؤسسة بعد الضرائب أقل من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المؤسسة التي ليس لها ضرائب. كما هو موضح في العلاقة التالية:

$$V_d = \left[R_E \cdot \frac{1-T}{k_C} \right] + D \cdot T_C$$

مع:

R_E : نتيجة الاستغلال.

T_C : معدّل الضرائب.

k_C : معدّل الرسكلة للمؤسسة ليس لها دين.

V_d : قيمة المؤسسة المستدينة.

D : ديون.

T : معدّل الضرائب.

وبالتالي يمكن تمثيل العلاقة بين قيمة المؤسسة وهيكل المؤسسة بالصيغة التالية:

$$V_d = V_s + DT_C$$

كخلاصة:

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

توصل هذان الاقتصاديان من خلال نموذجيهما أنه لا يوجد هيكل مالي أمثل (في ظلّ عدم وجود الضرائب)، وفي حالة وجود الضرائب فإنّ قيمة المؤسسة تتأثر بشكل مباشر بنسبة الاستدانة لدى المؤسسة.

لكن فكرة عدم وجود الضرائب انتقدت بشدّة لما لها من فوائد (الضرائب) للمساهمين.

2-2-2- نظرية التوازن

تُسند هذه النظرية إلى أعمال **Myers (1984)** استنبط أفكاره من أعمال موديقلياني وميلر وأضاف عليها أثر التكلفة الإفلاس (Trade-off static)، هذا في المرحلة الأولى وفي المرحلة الثانية قام بتعديل نموذج المرحلة الأولى مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة.

المرحلة 1:

بعد إدخال أثر تكلفة الإفلاس على نموذج موديقلياني وميلر M & M ، نتج عنه تحديد نسبة مديونية مثلى دون أن يؤثر على قيمة المؤسسة، وتكلفة الإفلاس هي التي تؤثر على قيمة المؤسسة بشكل سلبي.

المرحلة 2:

انطلاقاً من الانتقادات الموجهة للمرحلة الأولى، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفة الوكالة والتي تشمل تكاليف وكالة الأموال الخاصّة وتكاليف وكالة الديون.⁽¹⁾ فحسب رأيه لجوء المؤسسة إلى الاستدانة بهدف تخفيض وكالة الأموال الخاصّة والرفع من قيمة المؤسسة، لكن في نفس الوقت هذه قيمة المديونية تولد تكاليف وكالة المديون والذي يخفض من قيمة المؤسسة. فإذاً هناك أثريّن متناقضين للمديونية⁽²⁾.

2-3- النظريات المعاصرة المفسرة للهيكلة المالية للمؤسسة

(1) - تكاليف وكالة الأموال الخاصّة: هي عبارة مجموع من النفقات التي يتحمّلها المساهمين من أجل معالجة الانحرافات.

تكاليف وكالة الديون: هي عبارة عن مجموع من النفقات التي يتحمّلها المدينين من أجل ردع المساهمين.

(2) - باكرية علي، بوخاري مجّد (2017)، "الآليات المتحكّمة في السياسة المالية للمؤسسة"، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة ص75.

هناك عدّة نظريات مفسّرة للهيكلّة الماليّة للمؤسسة على رأسهم نظرية الإشارة، ونظرية التمويل السلمي.

2-3-1- نظرية الإشارة

تقوم هذه النظرية على فكرة عدم تماثل المعلومات والتي تتّصف به الأسواق الماليّة بالدّرجة الأولى وتعود إلى الباحث (1977) Stephen Ross. ترتكز هذه النظرية على فكرتين أساسيتين وهما:

- المعلومة غير متوفرة لجميع العاملين بحيث نجد أن المسيرين والمدراء يملكون معلومات دقيقة ليست متوفّرة لدى المستثمرين.
- ترجمة مختلفة للمعلومة حتّى وإن توفّرت لمختلف الأطراف سواءً المستثمرين، المساهمين أو حتى المقرضين أي لا تفهم بنفس الأسلوب.

وهذا ما يؤدّي إلى سوء تقدير قيمة المؤسسة من قبل المستثمرين. سوء تقدير هذه الأخيرة يدفع بالمسيّرين إلى رفع رأس مال المؤسسة. إمّا يعود بالسّلب على الوضعي الماليّة للمساهمين، وبالتالي عدم قدرتها على انتهاز الفرص الاستثمارية.

أيضاً، في حالة رغبة المسيرين في إخفاء المعلومات حول المؤسسة خاصّة الجانب المالي، تلجأ هذه الأخيرة إلى سياسة الاستدانة كإشارة على وجود المشاريع الاستثمارية وقدرتها على تحقيق مردودية عالية لإرضاء المستثمرين. وعليه يصبح المسيرون في هذه الحالة مجبرين على مراعاة كلّ من الجانب المالي وحتّى المعلوماتي، لرسم الصورة الإيجابية لدى المؤسسة وإقناع المتدخّلين في السوق.

إذن الفكرة الأساسية لهذه النظرية هو تحفيز المسيرين على نشر المعلومة بشكل دقيق وواضح حول المؤسسة (إتباع مبادئ الحوكمة) داخل السوق، ما يسمح بالتقدير الجيد والحقيقي لقيمة المؤسسة.

2-3-2- نظرية التمويل السلمي

ظهرت هذه النظرية في منتصف الثمانينات على يد "مايزر" تتحدث هذه النظرية حول إمكانية ترتيب أفضلية مصادر التمويل (الداخلي والخارجي، (ديون وأسهم عادية)).
ففي الحالة العامة، يفضل المديرون التمويل الداخلي أو الذاتي لكونه مصدرًا موثوقًا به ويجنبهم من السعي وراء البحث عن مستثمرين أو مساهمين...، كما يجنبهم مشكل إصدار الأسهم، والذي يعطي أثرًا عكسيًا على القيمة السوقية للسهم، في حالة إصداره بكمية كبيرة.

الفكرة الرئيسية لهذه النظرية هو إعطاء فكرة للمدير والمسير المالي ترتيب أفضلية مصادر التمويل لتغطية احتياجات المؤسسة ووصولها إلى هدفها المالي.

3- التشخيص المالي واتخاذ قرارات التمويل

تعتبر قرارات التمويل من أهم القرارات الاستراتيجية التي تبنى في المؤسسة الوصول إلى إستراتيجياتها المالية، والتي هي عبارة عن زيادة أو تعظيم ثروات المساهمين في الشركة.
تبنى القرارات المالية على أساس اختيار الهيكل المالي الأمثل، كيفية اختيار سياسة توزيع الأرباح سواء إعادة الاستثمار أو توزيع الأرباح وفي الأخير الاختيار بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

بشكل أدق؛ قرارات التمويل هي عنصر من عناصر الإستراتيجية المالية لدى المؤسسة إلى جانب قرارات الاستثمار، قرارات توزيع الأرباح، وفي الأخير إدارة المخاطر لتجنبّ مشكل تضارب مصالح أصحاب الشركة.
فقرارات التمويل تتكوّن من:

- تكلفة رأس المال.
- تكلفة الدين.
- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

1-3- تكلفة رأس المال في (الأموال الخاصّة) WACC

يُشير تكلفة رأس المال أو التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال إلى معدّل العائد المطلوب من طرف المساهمين أو حتى مقرضين لقبولهم تمويل المؤسسة أي هو العلاقة بين تكلفة الأموال الخاصّة وتكلفة الدين.

فهو نموذج تقييم الأصول الرأسمالية يرمز إليه ب CAPM⁽¹⁾

Capital Asset Pressing Model

يستعمل لتقدير العائد المطلوب لكلّ شركة.

$$E(r_i) = R_F + \beta(E(R_m) - R_F)$$

يتمّ حساب هذه التكلفة بالاعتماد على نموذج MEDAF

(Modèle d'évaluation des Actifs Financiers)

مع:

$E(r_i)$: العائد الذي يتوقّعه أو يطلبه المساهم من الاستثمار في السهم المعني.

R_F : معدّل العائد الآمن (الخالي من المخاطر) (الصكوك، السندات الحكومية).

β : قياس المخاطر المنهجية الخاصّة بالاستثمار (المنتظمة).

(1) - قُدّم هذا النموذج من طرف العالم « William F. Sharpe » (1964) في نظرية توازن السوق في ظل المخاطرة.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

R_m : معدّل العائد الذي يطلبه المستثمر من السوق M
 $E(R_m) - R_F$: علاوة السوق المخاطرة وهو مقدار العائد الإضافي أو المكافأة التي سيحصل عليها المستثمر زيادة على العائد الخالي من المخاطر.
m: محفظة السوق (مؤشر البورصة).
يقيس المعامل β ⁽¹⁾ مدى حساسية الشركة والتغيرات في السوق من ناحية تغيرات عائد السهم وردّة فعله للتغيرات في السوق.

$$\beta = \frac{COV(R_i, R_m)}{V(R_m)}$$

- معامل β لمجمل السوق هو 1,0 أمّا الأسهم المتداولة فيه فتختلف:
- عندما تكون $\beta < 1$ ← ردّة فعل السهم أضعف من السوق ولكن في نفس الاتجاه.
 - $\beta > 1$ ← ردّة فعل السهم أخفّ من السوق ولكن في نفس الاتجاه.
 - $\beta = 0$ ← السهم خالي من مخاطر تقلب السوق.
 - $\beta > 0$ (سالبة) ← السهم متقلب بعنف واتجاهه عكس اتجاه السوق تماماً.

مثال:

إذا كان معامل β الخاص بالشركة هو 0,5 ومعدّل العائد الذي يطلبه المستثمرين من السوق هو 5,7% ومعدّل العائد الآمن هو 3%.

- أحسب معدّل العائد الذي يطلبه المستثمر من سهم هذه الشركة؟

الحل:

(1) - لدينا نوعان من المخاطر:

- غير منهجية: يتم إدارته عن طريق تنويع المحفظة الاستثمارية وهو متعلّق بشركة معيّنة.
- خطر منهجي: هو خطر يتعلّق بجميع السوق (التضخّم، سعر الفائدة، الاستقرار، الضرائب...) ويقاس بمعامل B.

لدينا:

$$E(r) = R_F + \beta(E(R_m) - R_F)$$

$$E(r) = 3 + 0,5 (5,7 - 3)$$

$$\Rightarrow E(r) = 4,35\%$$

إذن معدّل العائد المطلوب من طرف المستثمرين هو 4,35%

تمرين 1: إليك المعلومات التالية حول مستثمر يرغب في تكوين محفظة مالية استثمارية.

السهم	التكلفة	بيتا β
A	70.000	1,5
B	23.000	0,8

مع: معدّل العائد في السوق يساوي 5%، ومعدّل عائد أتونات الخزينة هو 4%

المطلوب:

- 1- أحسب معدّل العائد المطلوب للمحفظة ρ
- 2- إذا كان معدّل العائد الفعلي على المحفظة 8%، فهل سيكون من صالح المستثمر تكوين هذه المحفظة أم لا؟ بم تنصحه.

حلّ التمرين

1- حساب معدّل العائد المطلوب:

لدينا:

$$E(r_i) = R_F + \beta(E(R_m) - R_F)$$

يجب إيجاد في البداية قيمة β للمحفظة ρ

لدينا:

$$\beta_{\rho} = \sum_{I=1}^N W_I B_I \dots \dots \dots (1)$$

مع:

W_I : الوزن النسبي لكل سهم داخل المحفظة.

$$\text{الوزن النسبي للورقة المالية} = \frac{\text{المبلغ المستثمر في الورقة المالية } I}{\text{إجمالي المبلغ المستثمر في المحفظة } \rho}$$

لدينا: المبلغ الإجمالي المستثمر في المحفظة $\rho = 23.000 + 70.000$

$$93.000 \text{ DA} = \rho$$

$$A \text{ للسهمة} = \frac{70.000}{93.000} \times 100 = 75,26\%$$

$$B \text{ للسهمة} = \frac{23.000}{93.000} \times 100 = 24,73\%$$

بالتعويض في المعادلة الأولى نجد:

$$\beta_{\rho} = (0,7526 \times 1,5) + (0,2473 \times 0,8)$$

$$\Rightarrow \beta_{\rho} = 1,32 \text{ وحدة}$$

$$\Rightarrow E(r_i) = 0,04 + 1,32 (0,05 - 0,04)$$

$$\Rightarrow E(r_i) = 0,0532 \Rightarrow E(r_i) = 5,32\% \quad \text{معدل العائد المطلوب:}$$

2- إذا كان معدل العائد الفعلي للمحفظة 8%، أي أعلى من معدل العائد المطلوب والمقدّر بـ 5,32%، فننصح المستثمر بتكوين هذه المحفظة لأنها تدر فعليا أكبر من المطلوب الذي يجب أن تحققه.

3-2- تكلفة الدين

تمثل تكلفة الدين معدل العائد المطلوب من طرف المقرضين والذي هو في الأصل سعر الفائدة المعمول به في السوق.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

$$k_d = (1 - t\%) \times \text{الفائدة (الربح)}$$

مثال: إذا كانت شركة استثمارية تقترض مبلغ 500.000 دج وتدفع ضرائب على أرباحها

بنسبة 15% ، بسعر فائدة 3%

- أحسب تكلفة هذا التمويل

الحل:

$$k_d = \text{Interet } \% (1 - t)$$

$$k_d = 0,03 (1 - 0,15) \Rightarrow k_d = 0,025 = 2,55\%$$

إذن ستدفع الشركة مبلغ (500000 × 3%) أي 15000 دج في السنة للمصرف،

فيكون بذلك إضافة لمصاريف شركة ما سيقفل الربح الضريبي بقيمة = (15000 × 15%)

2250 دج

أي أن صافي تكلفة هذا التمويل على الشركة هو 12750 دج

3-3- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC

Weighted Average Cost of Capital

يشير هذا المعدل إلى متوسط الحد الأدنى الذي يجب أن تكسبه الشركة على أصولها. فهي

تمثل العلاقة بين تكلفة رأس المال وتكلفة الدين ويمكن صياغتها بالمعادلة التالية:

$$WACC_k = \left[\left(\frac{E}{E + D} \right) k_e \right] + \left[k_d \left(\left(\frac{D}{E + D} \right) (1 - t) \right) \right]$$

مع:

k: متوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

k_e : تكلفة رأس المال الخاص في الشركة وهو معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين.

k_d : تكلفة الدين وهو معدل العائد المطلوب من طرف المقرضين.

E: القيمة السوقية للأسهم العادية (الأموال الخاصة).

D: القيمة السوقية للدين (قبل الفوائد).

$\frac{E}{E+D}$: نسبة حقوق الملكية من إجمالي التمويل.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

$\frac{D}{E+D}$: نسبة الدين من إجمالي التمويل.

فيمكن للمديونية بتخفيض تكلفة رأس المال:

$$K = \left[k_e \left(\frac{E}{E+D} \right) \right] + \left[k_d (1-t) \left(\frac{D}{E+D} \right) \right]$$

$$\Rightarrow K = \underbrace{\left[k_e \left(\frac{E}{E+D} \right) \right] + \left[k_d \left(\frac{D}{E+D} \right) \right]}_{\text{قبل الضريبة}} - \underbrace{\left[t k_d \left(\frac{D}{E+D} \right) \right]}_{\text{بعد الضريبة}}$$

بعد الضريبة قبل الضريبة

بالحد (1): يمثل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال قبل الضريبة.

الحد (2): يمثل الاقتصاد الضريبي الناتج عن المديونية.

مثال

إذا كانت القيمة السوقية رأس المال في شركة ذات دين يقدر بـ 750.000 دج والقيمة السوقية للدين لهذه الشركة هو 200.000 دج، تكلفة حقوق الملكية هي 3% وتكلفة الدين هو 5% وتدفع ضريبة على الأرباح 25%.

المطلوب: أحسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

الحل:

لدينا:

$$NACC \Rightarrow K = \left[\left(\frac{E}{E+D} \right) k_e \right] + \left[k_d (1-t) \left(\frac{D}{E+D} \right) \right]$$

$$\Rightarrow K = \left[\left(\frac{750000}{750000 + 200000} \right) \cdot 0,03 \right] + \left[0,05(1 - 0,25) \left(\frac{200000}{750000 + 200000} \right) \right]$$

$$\Rightarrow K = 0,0314 \quad \Rightarrow k \approx 3,15\%$$

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

القرار: أي مشروع تستثمر فيه الشركة يجب أن تحقق أرباح لا تقل بل يجب أن تزيد عن 3,15%.

تمرين: إليك المعلومات التالية حول مشروع معين

مصدر التمويل	المبلغ	كلفة العنصر
الديون	210.000	5,5% (بعد الضرائب)
أسهم عادية	120.000	9%
أسهم ممتازة	600.000	12%
الأرباح المحتجزة	100.000	13%
المجموع	1.030.000	/

المطلوب: أحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال WACC

المصدر (1)	المبلغ (2)	% (3)	كلفة العنصر (4)	$k = ?$ $(5) = (3) \times (4)$
الديون	210.000	$\frac{210000}{1030000}$ $= 20,38\%$	5,5%	1,12 %

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

1,048 %	%9	11,65%	120.000	أسهم عادية
6,99%	%12	58,25%	600.000	أسهم ممتازة
1,26%	%13	9,7%	100.000	الأرباح المحتجزة
10,418%	/	/	1.030.000	المجموع

تمرين 2: يظهر في الجدول الموالي مختلف تغيّرات معدّل عائد سهم الشركة ومعدّل عائد السوق المدرجة فيه لمدة خمس سنوات.

السنة	معدّل عائد لسهم (1)	معدّل عائد السوق (M)
2016	%6	%10
2017	%11	%13
2018	%13	%18
2019	%13	%24
2020	%18	%29

المطلوب:

أحسب مخاطر الشركة مع التفسير (معامل بيتا β)

الحل:

نعلم أنّ:

$$\beta = \frac{Cov(A, M)}{Var M}$$

1- حساب $Cov(A, M)$

لدينا:

$$Cov(A, M) = \frac{\sum_{j=1}^n (R_{A_j} - \bar{R}_A)(R_{M_j} - \bar{R}_M)}{n - 1}$$

بما أن: عدد المشاهدات (السنوات أقل من 30 ← نضع n-1

حساب \bar{R}_M و \bar{R}_A

$$\text{On a } \bar{R}_A = \frac{\sum_{j=1}^n R_{A_j}}{n} = \frac{61}{5} = 12,2\%$$

$$\bar{R}_M = \frac{\sum_{j=1}^n R_{M_j}}{n} = \frac{94}{5} = 18,8\%$$

- حساب Cov (A,M)

السنوات	R_{A_i}	\bar{R}_A	$(R_{A_i} - \bar{R}_A)$	R_{M_i}	\bar{R}_M	$(R_{M_i} - \bar{R}_M)$	$(R_{A_i} - \bar{R}_A) \times (R_{M_i} - \bar{R}_M)$
1	0,06	0,122	-0,062	0,1	0,188	-0,088	0,0054
2	0,11	0,122	-0,012	0,13	0,188	-0,058	0,00069
3	0,13	0,122	0,008	0,18	0,188	-,008	0,000064
4	0,13	0,122	0,008	0,24	0,188	0,052	0,00041
5	0,18	0,122	0,058	0,29	0,188	0,102	0,0059
							$\sum = 0,0124$ $= 1,24\%$

$$\Rightarrow Cov(A, M) = \frac{1,24\%}{4} = 0,31\%$$

حساب VAR_M :

لدينا:

$$VAR_M = \frac{\sum_{i=1}^n (R_{M_i} - \bar{R}_M)^2}{n - 1}$$

السنوات	1	2	3	4	5
$(R_{M_i} - \bar{R}_M)^2$	0,0077	0,0033	0,000064	0,0027	0,0104
$\sum = 0,023 = 2,38 \%$					

$$\Rightarrow VAR_M = \frac{2,382}{4} = 0,595\%$$

$$\beta = \frac{0,31\%}{0,595\%} = 0,521 \text{ وحدة}$$

التفسير:

معامل β يبين أنه إذا تغير عائد محفظة السوق سواءً بالزيادة أو النقصان بوحدة واحدة فإنّ عائد الشركة (A) يتغير ب **0,521** وحدة (1,52%) في نفس الاتجاه ($\beta > 1$)، وعليه فإن الشركة (A) مخاطرة منهجية (نظامية) أقلّ من مخاطر محفظة السوق.

4- تقييم أداء المنشأة - سياسة توزيع الأرباح

تتمثل سياسة توزيع الأرباح في الفصل في قرار المؤسسة بشأن توزيع الأرباح على المساهمين أو احتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها. فيمكن القول أن قرار توزيع الأرباح من القرارات المالية المهمة إلى جانب كل من قرار التمويل وقرار الاستثمار، والتي تظهر جلياً من خلال مختلف النظريات المالية المفسرة لهذه السياسة. ولتقييم أداء المنظمة يتم احتساب غالباً كل من نسب الربحية ونسب المساهم المستثمر.

1-4- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

هناك عدّة نظريات تطرقت إلى موضوع توزيع الأرباح، لكن يتناول كل منهم العلاقة بين مقدار العائد الموزع من جهة وبين سعر السهم ومعدّل العائد على الاستثمار من جهة أخرى.

1-1-4- نظرية حيادية سياسة توزيع الأرباح

ترجع هذه النظرية إلى العالمين "موديقلاني وميلر" 1961 في عام 1961. تنص على أن قرار توزيع الأرباح ليس له أثر على سعر السهم، وإنما القيمة السوقية للشركة هو انعكاس لقرارات الاستثمار وقدرة الإدارة المالية باستغلال تلك الاستثمارات. ما يجعل قرارات استثمار هي الوحيدة المؤثرة عليها من خلال العوائد والتدفقات المستقبلية.

2-1-4- نظرية التفضيل الضريبي

تنصّ هذه النظرية على أنّه إذا كانت الضرائب التي تدفعها الشركة أقلّ من الضرائب التي يدفعها المساهم على التوزيعات النقدية، فإنّه في هذه الحالة يفضل المساهم توزيعات أقلّ وإعادة استثمار الجزء الأكبر من الأرباح، أما إذا كان العكس، فإنّ المستثمر يفضل في هذه الحالة الحصول على توزيعات أكبر من الأرباح.

3-1-4- نظرية العصفور في اليد

جاءت هذه النظرية على يد العالم Gordon 1951، انتقاداً لنظرية Modigliani & Miller الفكرة الأساسية لهذه النظرية هي أنّ توزيعات الأرباح لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للأسهم، وذلك أنّ توزيع أرباح أسهم لتقديم السيولة للمساهمين، أفضل من التوزيع على الأرباح الرأسمالية المستقبلية والتي هي غير مؤكدة هذا من جهة، ولكن الأرباح الموزعة

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

تعتبر كفرصة ضائعة في الزيادة في الاستثمارات ما يؤدي إلى تخفيض في القيمة السوقية للمؤسسة، أيضا فالعائد المطلوب من طرف المساهمين يرتفع في حال انخفاض أرباح أسهم، وهذا ما يتفق مع نموذج والتر، الذي صاغ معادلة :

$$P = \frac{D}{WACC} + \frac{RS(R - D)}{WACC}$$

2-4- العوامل المؤثرة على سياسات توزيع الأرباح

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرار توزيع الأرباح ويمكن إجمالها في: (1)

1- المحتوى المعلوماتي

يقصد بها أن المستثمر الذي لديه استثمارات في الشركة يتوقع نهاية كل سنة توزيعات نقدية من قبل الشركة المستثمر بها، وتكون لديه عادة معلومات، فإذا كانت هذه النسبة التي توقعوها هي نفس النسبة التي حصلوا عليها، فإنه في هذه الحالة المحتوى المعلوماتي ليس له أي أثر على سعر السهم في السوق لعدم وجود مشكل عدم تماثل المعلومات.

ولكن إن كان هناك العكس وكانت التوزيعات النقدية أقل مما كان متوقع، فسينخفض سعر السهم.

2- الأثر الزبائني

من الصعب إتباع سياسة توزيع الأرباح تخدم الجميع وذلك لوجود مشكل تضارب المصالح بين المساهمين خاصة في الشركات ذات الفروع المتعددة وهذا نتيجة للموقف الضريبي للمساهم، والتي تكونت في الأغلب مرتفعة على الأرباح الموزعة بالنسبة للمفروضة على الأرباح الرأسمالية، لهذا نجد المساهم يفضل احتجاز أرباحه بدلاً من توزيعها.

(1) – Amarjit G, Nahum. B and Rajendra T “ Determinants of Dividend payout Ratios : Evidence from United States” The open Business Journal 2010, p11-13

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

في تقييم أداء المؤسسة هناك أربعة أنواع من النسب وهي الربحية، والسيولة، الاستدانة. نسب المساهم المستثمر، لكن في الأغلب يتم احتساب كل من نسب الربحية ونسب المساهم المستثمر.

4-2- تقييم أداء المؤسسة بحساب نسب الربحية

تعكس هذه النسبة الأداء الكلي للشركة فهي مقياس لنجاعة سياسات الشركة الاستثمارية والتمويلية.

- العائد على رأس المال العامل: **Return On Capital Employed (ROCE)**

$$ROCE = \frac{PBIT}{Capital\ employed} - \frac{PBIT}{Revenue} \times \frac{Revenue}{Capital\ employed}$$

أو:

$$\frac{\text{الأرباح قبل خصم الفوائد و الضرائب (EBIT)}}{\text{رأس المال العامل}} = ROCE$$

مع: رأس المال العامل = حقوق المساهمين + التمويل طويل الأجل.

أو رأس المال العامل = إجمالي الأصول - المطلوبات الحالية.

EBIT = الأرباح قبل الفوائد والضرائب

فإذا تم احتساب العائد على رأس المال العامل بعد الضريبة (ROCE) فيمكن مقارنته مع (WACC) متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال بعد الضريبة لمعرفة ما إذا كان العائد المقدم للمستثمر كافي أم لا.

4-3- حساب نسب المساهمين

هو مؤشر مالي يستعمل لقياس فعالية استخدام رأس المال في توليد الأرباح، فهو يعبر عن العائد الذي تحقّقه الشركة.

فيحسب بالصيغة التالية: أربعة نسب أساسية

1/ إجمالي العائد للمستثمر = نسبة الأرباح الموزعة + الأرباح أو الخسائر الرأسمالية.

مع: نسبة الأرباح الموزعة = الأرباح الموزعة لكلّ سهم + سعر السهم.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

الأرباح (الخسائر) = الأرباح (الخسائر) + سعر السهم بداية الفترة.
فيمكن مقارنة هذا المؤشر مع تكلفة حقوق المساهمين (CAPM) لتقييم ما إذا كان العائد المقدم للمستثمر كافٍ أو لا.

2/ العائد على حقوق الملكية (ROE) = الأرباح + حقوق أصحاب الملكية (بداية الفترة)

3/ الربح لكل سهم EPS = الأرباح القابلة للتوزيع لأصحاب الأسهم العادية + الأسهم العادية الصادرة.

4/ نسبة السعر مقارنة بالربح P/E = القيمة السوقية للسهم + الربح لكل سهم.

تمارين متنوعة حول قرارات الاستثمار - التمويل توزيع - الأرباح (شاملة)

التمرين الأول:

لديك المعلومات التالية حول إمكانية اختيار مؤسسة لأحد المشروعين الاستثماريين (مشروع بناء)

السنوات	1	2	3	4
(A)	16447	16447	16447	16447
(B)	0	0	0	73206

مع العلم أن التكلفة الابتدائية للاستثمار $I_0 = 50.000$ ، وتكلفة رأس المال 6%

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

المطلوب:

- 1- أوجد صافي القيمة المالية للمشروعين (VAN)
- 2- أوجد معدّل العائد الداخلي للمشروعين (TIR)
- 3- أحسب فترة الاسترداد بطريقتين للمشروعين
ما هو القرار الواجب اتخاذه من طرف المؤسسة في كل حالة؟

التمرين 2:

لنفترض أن مؤسسة ما قرّرت تمويل مشروع استثماري ويجب عليها تكوين هيكلها المالي، الجدول الموالي يمثّل مختلف البيانات عن مصادر التمويل الخاصّ بالشركة.

مصادر التمويل	القيمة السوقية	تكلفة العنصر
القروض	600000	4,6%
الأسهم الممتازة	200000	11%
الأسهم العادية	650000	12,6%
الأرباح المحتجزة	500000	15%
المجموع	1950000	

المطلوب:

- 1- أحسب تكلفة الأموال الخاصّة بواسطة CAPM
- 2- أحسب تكلفة الدين لهذه الشركة
- 3- أحسب متوسط التكلفة المرجحة للأموال

التمرين 3:

تظهر حقوق الملكية لإحدى الشركات في بداية الفترة على النحو التالي: قيمة الأسهم العادية تساوي 500000 دج

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

فائض الإصدار يعادل ← 3000000 دج، أيضاً الأرباح المحتجزة تقدّر ب ← 5000000 دج، وإجمالي حقوق الملكية يعادل 9000000 دج. في حال افتراض أن الشركة قرّرت توزيع الأرباح على صورة أسهم بنسبة 15% وسعرة بالسوق يعادل 25 دج المطلوب:- كيف تصبح حقوق الملكية بعد إجراء التوزيعات على الأرباح (نهاية الفترة).

المحاضرة 6- إعادة الهيكلة المالية و الإستراتيجيات والسياسات المالية طويلة الأجل - الاندماج - الاستحواذ -

إنّ هدف أي مؤسسة هو خلق القيمة وتعظيم ثروة المساهمين لضمان بقاء واستمرارية المؤسسة، وفي هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى تبني سياسات مالية وإستراتيجيات طويلة الأجل للزيادة من حجمها، وهذا بعد تقييم الحالة المالية للمؤسسة. الهدف بالنسبة لهذه المحاضرة هو مناقشة امثلة عن بعض الاستراتيجيات و السياسات المالية الطويلة الاجل التي وجب على المسير التخطيط لها و هي عمليات الاندماج و الاستحواذ بالإضافة الى عملية اعادة الهيكلة المالية التي تلجئ لها المؤسسة للتأقلم مع التغيرات البيئية الداخلية و الخارجية.

1- تقييم المؤسسة

تعتبر عملية التقييم عملية دقيقة وجدّ معقّدة تختلف من مؤسسة لأخرى حسب حجم المنشأة، قطاع النشاط، طرق التسيير... فلا بدّ على المقيّم أن يكون على اطلاع كامل بالمؤسسة المراد تقييمها، لأنّ مختلف طرق التقييم تعتمد على ذلك⁽¹⁾. نجد طرق تركز على مقارنة الذمة وأخرى تركز على مقارنة التدفقات، وفي الأخير طرق تركز على مفهوم فائض القيمة.

1-1- مراحل تقييم المؤسسة

(1) - بن سعد وسيلة، "تقييم المؤسسة ودوره في تحقيق الميزة التنافسية" مذكرة لنيل شهادة ماجستير في علوم التسيير جامعة الجليلي الياس بسيدي بلعباس ص 59.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

يقوم تقييم المؤسسة على أربعة مراحل أساسية:

أولاً: جمع المعلومات

تعتبر هذه المرحلة جدّ مهمّة في عملية التقييم، وتتمثل في جمع عدد كبير من الوثائق والمعطيات الخاصّة بالمؤسسة (معلومات اقتصادية، مالية، قانونية، جبائية...) والتي تستخدم كمعلومات تنفيذ هذه المرحلة.

هذه المعلومات المجمّعة حول المؤسسة تهّم كلّ من المسيرين، المساهمين، والراغبين في تملكها.

يوجد نوعان من المعلومات للتقييم، فتكون سواءً رقمية مثلاً الحالية المالية للسنوات الأخيرة (ميزانيات، جدول النتائج.... جدول الأجرور الخاصّة بكلّ الموظفين، طرق اهتلاكات الأصول الثابتة، تقييم رأس المال الاجتماعي...).

أو تكون نوعية مثل التنظيم الداخلي للمؤسسة، طرق إدارة الأعمال والتسيير، كفاءات الموظفين، ظروف العمل، العلاقات مع الموردّين العقود...

ثانياً: مرحلة التشخيص

بالاعتماد على المرحلة السابقة يتمّ تحليل جوانب القوّة والضعف للمؤسسة، فهو يقتصر على تحديد أسباب الداء ومحاولة إيجاد الحلول، ويمكن تقسيمه إلى مستويين:

تشخيص إستراتيجي، وتشخيص مالي (تحليل مالي)

فالتشخيص الإستراتيجي هو عبارة عن إستراتيجيات تسمح باستغلال الفرص وتفادي التهديدات الخارجية (تحليل SWOT) بهدف مراقبة السوق وتحليل شدّة المنافسة.

أمّا التشخيص المالي فهو ترجمة لكم الهائل من البيانات والأرقام التاريخية الموجودة في القوائم المالية إلى كمّ أقلّ من المعلومات لتقييم جانبها المالي.

ثالثاً: الاختيار بين مختلف طرق التقييم

هنا ثلاثة طرق أساسية تعتمد عليها في عملية التقييم وهي:

- طرق التقييم التي تركز على مدخل الذمة المالية

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- طرق التقييم التي تركز على مدخل القيمة.
- طرق التقييم التي تعتمد على فائض القيمة GW

رابعاً: المفاضلة بين طرق التقييم

تختلف كل مؤسسة على أخرى في خصائصها والتي تساعدها في عملية المفاضلة بين مختلف الطرق.

- ✓ قطاع النشاط
- ✓ الاندماج أم لا في الأسواق المالية
- ✓ حجم المؤسسة (رقم أعمالها، عدد العمال ، فروعها...)
- ✓ سياسة توزيع الأرباح....

من خلال هذه الخصائص يمكن تعريف المنشأة على أنّها: (1)

- مجموعة من الفروع المالكة للحصص.
- محفظة الأنشطة + الأصول المادية والعنوية +
- منظمة تقوم بعملية تقييم الأرباح.
- منظمة تولد تدفقات نقدية.
- مجموعة من المشاريع

فعلى أساس هذه التعاريف تفرض على المقيّم استعمال طريقة التقييم المناسبة.

مثلاً: في الحالة الأولى يتم استخدام طريقة التقييم التي تركز على مدخل الذمة المالية بالضبط

طريقة الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC).

أمّا في الحالة الثانية فيتمّ استعمال طريقة فائض القيمة (GW).

في الحالة الرابعة (تولد تدفقات نقدية) فيمكن تطبيق طرق التقييم التي تعتمد على قيم المردودية.

(1) – Jean Etienne P. Frank Imbert, « guide pratique d'évaluation d'entreprise », Edition, eytolle 2013 , p 28-29.

خامسًا: التفاوض وتحديد السعر

تعتبر المرحلة الأخيرة من مراحل التقييم، إذ يتم فيها التفاهم بين الطرفين بما لديهما من مهارات الاتصال اللفظي وتبادل الحوار من أجل نقل ملكية المنظمة.

1-2- طرق تقييم المؤسسة

الطريقة الأولى: المرتكزة على الذمة المالية

تعتبر من أبسط الطرق، إذ تشمل على الصفة التاريخية وليس الصفة التقديرية للمؤسسة، فهي عبارة عن قراءة بسيطة لمجموع الممتلكات الخاصة بالمؤسسة، ونحصل عليه بطرح قيمة الديون من إجمالي الأصول، ويمكن شملها في طريقتين أساسيتين:

* طريقة الأصول الصافية المحاسبية

تعتمد على القيمة الدفترية لكل من الأصول والخصوم، ونحصل عليه باستعمال الطريقة التالية:

$$\text{الديون} - \text{إجمالي الأصول} = \text{VE (قيمة المؤسسة)}$$

ولكن ما يعاب عليها أنها لا تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الاقتصادية الحاصلة، وتعتمد على التكاليف التاريخية فقط، مع العلم أنّ جزءًا كبيرًا قد اهتلك.

* طريق الأصول الصافية المحاسبية المصححة (ANCC)

تحسب هذه الطريقة بالصيغة التالية:

$$\text{الأصل الصافي المصحح} = \text{الأصل المصحح} - \text{الخصم المستحق المصحح.}$$

$$\text{قيمة المؤسسة} = \text{الأصل الصافي المصحح} - \text{مجموع الديون}$$

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

بشكل عام تقوم هذه الطريقة على تقييم منفصل لمختلف عناصر الأصول والخصوم المؤسسة، مع الأخذ بعين الاعتبار كل التغيرات التي يمكن أن تتعرض لها القيمة الدفترية.

الطريقة الثانية: مقارنة التدفقات

ما يعاب على الطريقة السابقة أنها تتجاهل التدفقات النقدية المستقبلية، الأمر الذي أدى إلى استعمال هذه الطريقة وتدارك النقائص.

تعتمد الطريقة أساساً على النتيجة المحاسبية بإضافة الربح، التوزيعات والتدفقات النقدية.

الطريقة الثالثة: مدخل فائض القيمة: Good will

باختصار هذه الطريقة تعتمد على تقييم الأصول المعنوية للمؤسسة (استثمار غير مادي)، باعتباره محددًا للميزة التنافسية في المؤسسة، ك (طريقة شهرة المحل، كفاءة العمال سمعة المؤسسة، التكنولوجيا...).

يمكن استعمال طريقتين لحساب فائض القيمة.

*الطريقة غير المباشرة

تفترض هذه الطريقة أن قيمة المؤسسة تساوي المتوسط الحسابي بين قيمة المؤسسة حسب طريقة ANCC وقيمة نفس المؤسسة حسب طريقة التدفقات النقدية. فهي طريقة مختلطة تمزج الطريقتين معًا.

$$V = ANCC + GW \text{ (قيمة المؤسسة)}$$

$$\Rightarrow GW = V - ANCC$$

$$\Rightarrow GW = \frac{1}{2} \left(\frac{\beta}{I} - ANCC \right)$$

مع: β : الربح الصافي

I: معدل التحيين

الطرق المباشرة:

تعتمد هذه الطريقة على طريقة فائض الربح الناتجة عن استغلال الأصول المعنوية.

$$GW = \frac{\text{Rente de GW}}{k_{GW}}$$

k_{GW} : معدّل التحيين الخاص

$$\text{Rente de GW} = \text{RPE} - \text{RPT} \quad \text{مع:}$$

RPE: النتيجة التقديرية لاستغلال كل الأصول.

RPT: النتيجة التقديرية النظرية.

فعلى الخبير إذن اختيار إحدى الطرق الثلاث الأساسية في تقييم المؤسسة تتماشى وخصائص المؤسسة المراد تقييمها.

1-3- دوافع عملية التقييم

العديد من الخبراء والمحليين الاقتصاديين يلجؤون إلى تقييم المنشأة للوصول إلى قيمة ممتلكات مؤسسة ما. أي معرفة تموقع المؤسسة وقيمتها في السوق وهذا بالإضافة إلى عدّة دوافع يمكن تلخيص أهمّها في النقاط التالية:

- شراء وبيع السندات والأسهم للمستثمرين الماليين.
- إعادة التقييم الصحيح لميزانية المؤسسة لتكون المعلومة واضحة أمام سواءا المسيّرين، الملاك، البنوك إدارة الضرائب.. (الأطراف الداخلية والخارجية).
- معرفة قيمة أصول المؤسسة في حالة إفلاسها بغية تسديد مستحقات الدائنين أو حتى الاستحواذ عليها.
- الاندماج والاستحواذ بين المؤسسات في حال معرفة قيمة أصول المؤسسة أو حتى تقديم جزئي للأصول.
- إعادة الهيكلة للمؤسسة.

2- فتح رأس المال في ظل عملية الاندماج والاستحواذ

تسعى غالباً الكيانات لزيادة قدرتها التنافسية وتوسيع حجم رقم أعمالها، وهذا يتضح من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ والتي كانت سبباً في ظهور شركات عملاقة من خلال تبني قرار عدم بقاء على رؤوس أموال ثابتة وصغيرة.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

فعمليات الاندماج والاستحواذ عرفت نمواً كبيراً عبر أنحاء العالم خاصة بعد الأزمة المالية العالمية.

ويتمّ عادة استخدام لفظي "الاندماج والاستحواذ" كمترادفين في القرارات الاستثمارية الإستراتيجية، وعليه فإنّ من الضروري التمييز بين هذين المصطلحين. فمنذ ظهور شركات المساهمة واستقرارها في شكلها القانوني، وهي تسعى إلى اكتساح الأسواق عن طريق السيطرة على بعضها البعض سواءً بطريقة عدائية أو سلمية. وبالتالي زيادة حجم المنشأة وتحقيق مردودية أكبر وإغراء المستثمرين.

1-2- مفهوم الاندماج والاستحواذ

تعتبر كل من عملية الاندماج والاستحواذ من القرارات الاستثمارية والإستراتيجية التي تتخذها المؤسسة لزيادة تدفقات رؤوس الأموال.

فالاندماج بصفة عامة هو اتحاد للمصالح بين شركتين أو أكثر ينتج عنه ظهور "كيان جديد" أو قيام أحد الشركات.

فهي عبارة عن وسيلة تتخذها المؤسسة للتوسّع في عملياتها ويتمّ تمويل هذه العملية سواء نقداً أو عن طريق تبادل الأسهم أو مزيج بينهما.

أصبح التمييز بين الاندماج والاستحواذ غير واضح، خاصة من حيث الأثر النهائي على الاقتصاد.

فالاستحواذ هو عملية الشراء الذي تقوم به شركة واحدة (المستحوذ) من جزء كبير من الأصول أو الأوراق المالية لشركة أخرى (المستهدفة) وقد يكون الشراء جزءاً معيّناً من الشركة المستهدفة أو جزء كبير. أو جميع الشركة المستهدفة.⁽¹⁾

في حين أن الاندماج هو أن تكون الأصول والالتزامات للشركة الداخلة مملوكة لشركة أخرى (الشركة المدججة)، ويصبح مساهمي الشركة الداخلة مساهمين في الشركة المدججة.⁽¹⁾

⁽¹⁾ – Malikov, k, Man son, S, and Coakley.J (2018), « Earning managements using classification shifting of revenues, The British Accounting Review, 50(3), 291-305.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

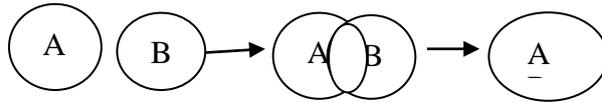
بالنسبة للمشرع الجزائري فقد قنن عمليات الاندماج والاستحواذ على أن يمكن الشركة أن تُدمج مع شركة أخرى حتى ولو كانت في حالة التصفية (المادة 744 من القانون التجاري الجزائري)

2-2- طرق وأساليب عمليات الاندماج والاستحواذ

لتحقيق عمليات الاندماج تلجأ المؤسسة إلى إحدى الطرق والتي هي ثلاثة: أما الاستحواذ فيكون عن طريق شراء الأسهم، شراء الأصول.⁽²⁾

*الاندماج الأفقي

تتمثل في تقارب مؤسستين تعملان في نفس النشاط الاقتصادي لتحقيق اقتصاديات الحجم وزيادة الحصة السوقية للمنظمة وبالتالي خلق قوى احتكارية للشركة المدمجة.



*عمليات الاندماج الرأسي

هذا النوع من الاندماج يحدث بين مؤسستين أو أكثر تعملان في أنشطة اقتصادية مكتملة لتحقيق اقتصاديات التقنية الحديثة.

⁽¹⁾ – Vazirani. N (2015), « A literature Review o Mergers Acquisitions waves and Theories » Sies Journal of Management , 11(1), pp -20-21.

⁽²⁾ – Kumar 2019, « Research Meterodology : Astep-by-step quide for Beginners vol (4) sage publication limiters pp17.

مثلا: مؤخرًا شركة آبل لجأت إلى انتهاج هذه الإستراتيجية من خلال إنتاج "لآيبود" والتي تقوم ببيعها في محلات تابعة لها "آبل ستور" ويقوم المستعمل لهذا الجهاز بتحميل الموسيقى من تطبيق "أي تيونز"

*الاندماج المتنوع (التجمع أو التكتل)

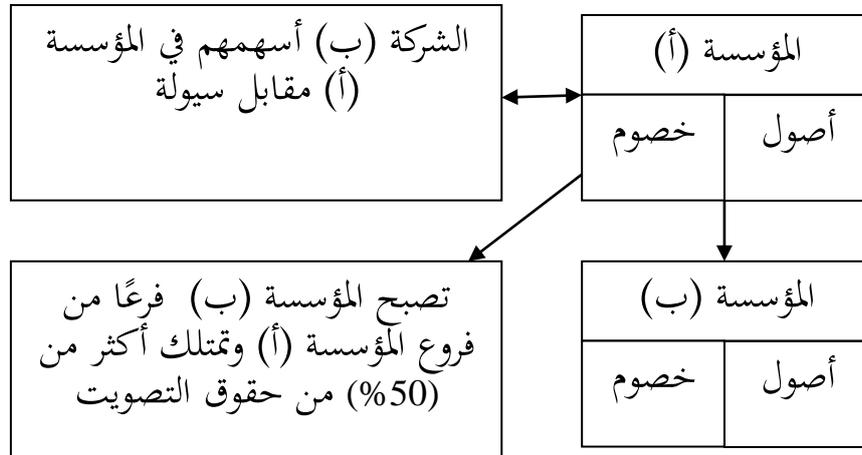
الهدف من هذه العملية هو اندماج شركات تعمل في قطاعات مختلفة وهذا بهدف تنوع الأنشطة الاقتصادية. ويكون سواءً عن طريق التكتل مع مؤسسات أخرى أو بالتركيز على شركات شبيهة للشركة من حيث نشاطها الأساسي.

بالنسبة للاستحواذ فيكون إما عن طريق:

*شراء الأسهم

تتم عملية الاستحواذ في هذه الحالة عن طريق قيام المؤسسة سواءً المستحوذ أو الدامجة بشراء أسهم الشركة المستهدفة عن طريق أسواق رأس المال.

الشكل 9: الاستحواذ عن طريق شراء الأسهم



المصدر:

Olivier. M, Guilleume. S, « Fusions Acquisition Stratégie », finance Management, 3ème édition Dunod, Paris 2009, p62

*شراء الأصول

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

ويتمّ في هذه الحالة في الاستحواذ على أصول الشركة المستهدفة باللجوء إلى أسواق رأس المال.

3-2- دوافع اللجوء إلى عمليات الاندماج - الاستحواذ

السؤال المطروح دائما هو لماذا تلجأ الشركات أو أصحاب الأعمال إلى الاستحواذ أو الاندماجات؟

والجواب هو أنّه تتم الاندماجات والاستحواذات بهدف تحقيق عدّة أهداف يمكن حصرها في النقاط التالية:

- ❖ الدخول في نشاط جديد قد يكون له علاقة بالنشاط الحالي وقد لا يكون له علاقة.
 - ❖ التركيز على تحفيز النمو: بمعنى أن الشركة لها خطة إستراتيجية توسعية لاقتحام نشاط معيّن وإما تُؤسس كيان جديد أو تستحوذ على كيان.
 - ❖ التنوع ، وذلك بأنّه غالبا ما يكون الهدف من الاندماج هو التنوع في نشاطاتها التجارية من خلال سواء الانخراط في أسواق إضافية أو طرح منتجات جديدة.
 - ❖ اقتصاديات التشغيل واقتصاديات الحجم الأوسع.
 - ❖ الاستحواذ على الأصول وذلك لأنّه لا يمكن الحصول على أصول معيّنة إلاّ من خلال عمليات الاندماج والاستحواذ.
 - ❖ قد يكون الدافع من وراء تبني هذه الإستراتيجيات الطويلة الأجل التوسع في الأسواق وتحقيق الميزة التنافسية كلّ هذه الأسباب يمكن حصرها في ثلاثة نقاط أساسية وهي:
 - ✓ الوصول إلى أثر التآزر العمليّاتي، كمالّي والجبائي
 - ✓ التقييم الخاطئ للشركة المستهدفة (تقييم الأوراق المالية بأقل قيمتها، التقييم الخاطئ للأصول، عدم كفاءة المسيرين)
 - ✓ الزيادة في الحصة السوقية للشركة المستحوذة وتنويع أنشطتها.
- *تحقيق أثر التآزر (التقارب)

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

يسمح التقارب بين شركتين إلى الرفع من رقم أعمال الكيان الجديد، ما يؤدي إلى زيادة قيمته.

$$V_{A+B} > V_A + V_B$$

وتخفيض تكاليف الكيان الجديد وبالتالي الزيادة من أرباحه

$$\text{الربح الصافي} = V_{A+B} - V_A - V_B$$

هذا التقارب بين الشركتين يؤدي أيضاً إلى تحقيق وفورات الحجم، توسيع الأنشطة والوظائف كالتسويق، البحث والتطوير التبادل في الخبرات والمهارات....) وهذا ما يسمى بالتآزر العملياتي يساعد أيضاً إلى الرفع من رؤوس الأموال لدى الكيان الجديد وهذا ما يسمى بالتآزر المالي. أي أن كل شركة منفصلة تكون في مراحل مختلفة من دورة حياتها، فالأولى مثلاً تكون تولد تدفقات نقدية في مرحلة تراجع نشاطها الاستثماري، والثانية في مرحلة النمو والتوسع تحتاج إلى رؤوس الأموال لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

* ناتجة عن التقييم الخاطئ

في بعض الحالات تعاني الشركات من مشكل سوء التسيير، ما يجعلها محل الاستهداف من طرف شركات أخرى بسبب تقييمها بأقل من قيمتها، فيتم بذلك السيطرة عليها بغية تحسين وضعيتها في المستقبل والحصول على أصولها بأقل تكلفة.

* دوافع أخرى

قد يكون الهدف من وراء هذه العملية هو الرفع من القيمة المضافة لدى الكيان الجديد، وبالتالي توسيع أنشطتها بغية التقليل من ضغط المنافسين، واحتكار السوق من خلال التنوع في المحفظة الاستثمارية والزيادة في المخاطرة.

2-4- إجراءات وطرق تقييم عمليات الاندماج والاستحواذ

يتم تقييم الشركات عادة من خلال:

أ: نسبة تبادل الأسهم

✓ تأثير فوري على أرباح الأسهم.

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

✓ التأثير على مكاسب الأسهم المستقبلية.

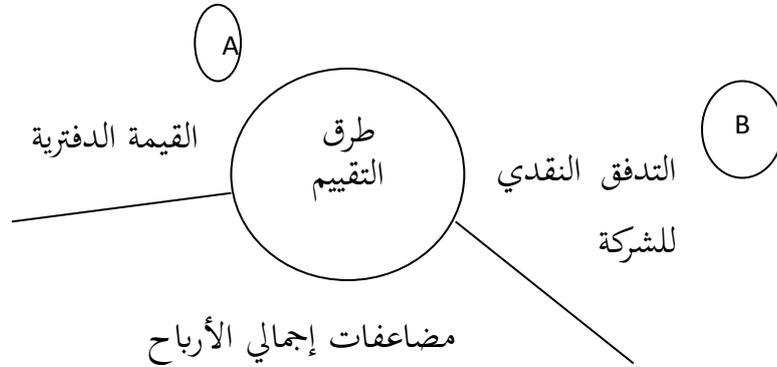
✓ التأثير على القيمة السوقية للسهم.

ب- القيمة الدفترية: أي القيمة الدفترية لأصول وممتلكات الشركة

ج- التدفق النقدي للشركة

د- مضاعفات إجمالي الأرباح: ويتم احتسابه قبل الضرائب والاهتلاك مضروباً في عامل معين عادة 10 أضعاف.

ويتم اعتماد وزن معين لكل طريقة من طرق التقييم حسب نوع النشاط ويسجل الشركة خلال السنوات الأخيرة.



المصدر: من إعداد الأستاذة

في الأخير يمكن القول بأنه جمع المحللون والخبراء الماليون والاستثمار على المكاسب الكبيرة التي تتحقق من اندماج الشركات من مختلف القطاعات واستحوادها على بعضها البعض.

فالشركة ممكن أن تلجأ إلى إعادة الهيكلة لتراجع الإيرادات من المبيعات، كثرة الديون وعدم قدرتها على المنافسة وهذا تحضيراً لبيع أصول الشركة، الاستحواذ أو الاندماج.

3- إعادة الهيكلة المالية والتصحيح

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

مصطلح إعادة الهيكلة المالية يظهر لأول مرة في بداية التسعينات من القرن 20، عندما واجه (بيل كلنتون) مشاكل في القطاع العام بالولايات المتحدة الأمريكية. فالعديد من الاقتصاديين حاولوا إعطاء فكرة حول مفهوم مصطلح إعادة الهيكلة المالية والأسباب الرئيسية التي تؤدي بالمؤسسة إلى القيام بها. فقد عرفها **Kotler**⁽¹⁾، بأنها وسيلة لتحقيق أهداف المنظمة بكفاءة وفاعلية بهدف إيجاد توافق أفضل بين البناء التنظيمي واستخدام وسائل حديثة ومتطورة وفعالة. بصفة عامة إعادة الهيكلة المالية هي سياسة تصحيحية للهيكل المالي الممول لاستثمارات المؤسسة في حدوث أي خلل أو انحراف لتفادي هاجس الفشل.

3-1- التعثر المالي

في حال عجز الشركة عن تحقيق عائد مالي إيجابي على رأس المال المستثمر وإذا لم يتم معالجته في نفس الوقت، سيتم تراكم هذا العجز ويؤدي بالشركة إلى الفشل المالي وعدم قدرة الشركة على الالتزام بسداد مستحقاتها. فقد يحصل مشكل التعثر المالي مع مختلف الشركات الداخلة في عالم الأعمال. لهذا نجد الشركة المتعثرة تسارع لحل هذه المشكلة التي تؤثر على سمعتها بشكل سلبي عن طريق، القيام بإعادة الهيكلة المالية.

3-2- أسباب التعثر المالي

تتعدد الأسباب التي أوصلت بالشركة لحدّ تعثرها ماليًا يمكن تحديدها في النقاط التالية:

- انخفاض الدّخل وارتفاع التكاليف بسبب فشل في المبيعات.

- فشل في إدارة الأصول وهذا بسبب الاستثمار في تقنيات غير ناجحة.

- مشاكل متعلقة بالتدفقات النقدية.

- مشاكل متعلقة بكفاءة الإدارة وحسن تصرفها ونزاهتها.

(1) – Kotler, p(2000), « Marketing , management » The millennium edition , person prentice, p 53.

-الزيادة في حجم الديون المتأخر تسديدها للبنوك والدائون.
-مشاكل متعلقة بأحداث مستقبلية كعدم تناسب الموارد المالية مع توسع نشاطات المؤسسة.

فيمكن معرفة أنّ هذه المؤسسة متعثرة ماليا من خلال تحليل بعض مؤشرات كالعائد على رأس المال المستخدم، وفترة تحصيل مديونية العملاء المرجية....

3-3- طرق علاج التعثر المالي

سبق وذكرنا أن من أسباب التعثر المالي هو عدم قدرة المؤسسة على الموازنة في هيكلها المالي (تكلفة الأموال الخاصة مع الديون) وعدم قدرتها على الإيفاء بمسئولياتها. ومن بين طرق علاج هذا التعثر هو القيام بإعادة الهيكلة المالية للشركة التي تتضمن:⁽¹⁾

- إعادة تقييم الأصول التي تعكس قيمتها السوقية.
 - إعادة هيكلة الديون.
 - مبادلة المديونية بالملكية.
 - الزيادة في رأس مال الشركة عن طريق إصدار أسهم جديدة.
 - الزيادة في التدفقات النقدية الداخلة من خلال تبني العديد من الإستراتيجيات على رأسها الزيادة في المبيعات لزيادة إيرادات المؤسسة.
 - خفض التدفقات النقدية الخارجة من خلال مدفوعاتها النقدية أو الاتفاق مع الدائنين على تأجيل سداد بعض الأقساط وفوائد الدين مثلاً.
- وهذا بالإضافة إلى طرق أخرى كالتطهير المالي، الاندماج وتغيير الشكل القانوني.⁽²⁾
- بصفة عامة تلجأ المؤسسة إلى إعادة الهيكلة لأسباب سبق ذكرها حسب إستراتيجياتها فقد يكون سبب فشلها المالي أو قد يكون لها هدف الاندماج مع شركة

(1) - انتصار سليمان، "التنبؤ بالتعثر المالي في المؤسسات الاقتصادية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه 2016 جامعة باتنة 1، ص 27.

(2) - وهيبه بوخدوني، "التطهير المالي وخصوصية المؤسسات العمومية" ملتقى دولي حول "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغرى والمتوسطة، جامعة شلف 2016.

أخرى وتحقيق أرباح لهذا تقوم بإعادة تنظيم ممتلكاتها وتصحيح الانحرافات في حال وجودها.

قائمة المراجع

- Amarjit G, Nahum. B and Rajendra T “ Determinants of Dividend payout Ratios : Evidence from United States” The open Business Journal 2010
- Alfred chaudler « stratégies et structures de l’entreprise », paris, édition d’organisation 1989.
- Aloin J etChristoine. L « Développement durable vers une nouvelle gouvernance des entreprises », AfnoedFrance 2003.
- Alamgir M, « Corporate governance: A Risk perspective », paper presented to corporate and Reform : paving the way to financial stability and developpement, a conference organized by the Egyptian banking Institute ; Cairo, may 2007
- Berle, A and Means, G(1932) »the modern corporation and private property, New York
- Henry Mintzberg andal, « strategy safari a guided tour through the wildsof strategic managment », the free press, new York – USA, 1998
- Harry Markowitz, « Foundations of portfolio theory, the journal of finance, vol XLVL n°2, Jun 1991.
- Josette Peyard « gestion financière internationale », Vuibert 5^{ème} édition Paris, 1999
- Jean Etienne P. Frank Imbert, « guide pratique d’évaluation d’entreprise », Edition, eytolle 2013 ,
- karamakar Petra, « Accounting and finance for managers » Setups and sons, New Delhi, 2016.
- Kumar 2019, « Research Meterodology : Astep-by-step guide for Beginners vol (4) sage publication limiters

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- Kotler, p(2000), « Marketing , management » The millennium edition , person prentice
- Malikov, k, Man son, S, and Coakley.J (2018), « Earning managements using classification shifting of revenues, The British Accounting Review, 50(3).
- Michel porter, « L'avantage concurrentiel », Edition Dunod, France 2000
- Pierre Vernimen « finance d'entreprise », 3ème édition Dalloz, Paris, 1998
- Pascal Quiry et Yarn F. Pierre. V « finance d'entré poise », 2013
- Olivier. M, Guilleume. S, « Fusions Acquisition Stratégie », finance Management, 3ème édition Dunod, Paris 2009
- Robins. J and Whersena, Mangement F, « Assures based approach to multi business firm : Analysis of profile interrelationship and corporate financial performance”, strategic management journal, vol, 16 N° 4 may 1995
- Sharpe William (1964), « capital asset price : A theory of market equilibrium under conditions of visit Journal of finance, vol, 19, N°03
- Vankatraman, N. and Ramanujam v. « Measurement of business performance in strategy research : A comparison Approaches” Academy of management Review, vol 11, n°04, 1986.
- Vazirani. N (2015), « A literature Review o Mergers Acquisitions waves and Theories » Sies Journal of Management , 11(1)
- wheelen T, and Hunger (2012) “Strategic Management, and Business policy : toward global sustainability » new Jersey , person Education.

المراجع باللغة العربية

- انتصار سليمان، "التنبؤ بالتعثر المالي في المؤسسات الاقتصادية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه 2016 جامعة باتنة
- باكرية علي، بوخ انتصار سليمان، "التنبؤ بالتعثر المالي في المؤسسات الاقتصادية"، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه 2016 جامعة باتنة اري مُجد (2017)، "الآليات المتحكمة في السياسة المالية للمؤسسة"، مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة
- دريد كامل شيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، دار اليازوري، الأردن، 2009
- حاكم محسن الربيعي، حصد عبد الحميد راضي "حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة"، دار أليا زوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، عمان الطبعة الأولى، 2011
- طلال العداوي، "تقسيم القرارات الاستثمارية"، دار اليازوري الأردن، 2008

محاضرات في مقياس تسيير و استراتيجية مالية-دروس و تمارين-

- طاهر محسن منصور الغالي، وائل مُجد صبحي إدريس، "الإدارة الإستراتيجية: منظور منهجي متكامل، دار وائل، الأردن 2007
- عبد الوهاب دادان (2006) "تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي - الإسهامات النظرية الأساسية"، مجلة الباحث العدد 04
- عبد القادر شلال، د.قرومي حميد "محاضرات في مادة الإستراتيجية والتخطيط المالي "قسم علوم التسيير" جامعة البويرة 2017/2016.
- علاء فرحان طالب، إيمان شيخان الشهداني، "الحوكمة المؤسسية والأداء المالي الإستراتيجي للمصارف"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2011
- عبد اللطيف مصلح مُجد، أ. نبيل على الغربي، "أثر التخطيط الإستراتيجي في نجاح البنوك الإسلامية اليمنية"، مجلّة الدراسات الإجتماعية العدد (46) أكتوبر - ديسمبر 2015
- علاء فرحان طالب، إيمان شيخان المشهداني "الحوكمة المؤسسية، الأداء المالي الإستراتيجي للمصارف"، دار صفاء للنشر والتوزيع ، الطبعة الأولى، 2011،
- محمود حسين الوادي، حسين مُجد سمحان، إبراهيم مُجد خرينس "دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية"، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010
- وهيبة بوخذوني، "التطهير المالي وخصوصة المؤسسات العمومية" ملتقى دولي حول "متطلبات تأهيل المؤسسات الصغرى والمتوسطة، جامعة شلف 2016
- Krasniq --Mikra "حوكمة الشركات في الأسواق الناشئة، مركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، نصائح إرشادية لتحقيق الإصلاح" أوت 2008.