جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

محاضرات في مقياس السياسات المالية للمؤسسة

موجهة لطلبة السنة ثالثة محاسبة ومالية

من إعداد الدكتور: زواويد لزهاري

السنة الجامعية: 2022-2023

جامعة غرداية

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

محاضرات في مقياس السياسات المالية للمؤسسة

موجهة لطلبة السنة ثالثة محاسبة ومالية

من إعداد الدكتور: زواويد لزهاري

السنة الجامعية: 2022-2023

تقديم المطبوعة

مطبوعة السياسات المالية للمؤسسة هي سلسلة من المحاضرات موجهة لطلبة السنة الثالثة محاسبة ومالية، وذلك ليتسنى لهم معرفة الجوانب والأساسيات المالية التي تحكم قرارات المؤسسة وإستراتيجيتها.

أهداف التعليم: من هذا المقياس يكتسب معارف جيدة فيما يخص الجوانب الهامة في المالية يسمح للطلبة بالتعرف على عموميات عن السياسات المالية، أنواعها وكيفية إعدادها، وكل ما يتعلق بمالية المؤسسة.

المعارف المسبقة المطلوبة: لكي يتمكن الطالب من مواصلة التعليم في هذا المقياس يجب أن يكون قد درس التسيير المالي بحيث يتمكن من أساسيات التحليل المالي فتعطيه القدرة على فهم المقياس.

محتوى المادة وفق المقرر الوزارة:

1- القرارات المالية في المؤسسة

قرارات الاستثمار

قرارات التمويل

قرارات توزيع أرباح السهم.

2- سياسة الاستثمار في المؤسسة

معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد

معايير اختيار الاستثمارات في حالة المخاطرة

معايير اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد.

3- سياسة التمويل في المؤسسة

أمثلية هيكل رأس مال المؤسسة وقيمة المؤسسة

النظرية التقليدية

نظرية Modigliani et Miller (1958) ونظرية (1963) في الحالتين وجود وغياب جباية المؤسسات.

نظرية Miller (1977) في حالة وجود جباية المؤسسات وجباية الأشخاص.

4- سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة

سياسة توزيع أرباح السهم ونظرية الاستدلال؛ (théorie du signal)

نظرية Modigliani et Miller (1961).

نظرية Lintner (1962).

قـائمة الجـداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	متغيرات السياسة المالية للمؤسسة	12
02	فترة الاسترداد في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية	20
03	حساب مؤشر الربحية للمشروعين	24
04	حساب معدل العائد الداخلي للمشروع	26
05	حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للبديلين الاستثماريين	29
06	حساب الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية للمشروعين الاستثماريين	31
07	المفاضلة بين بديلين استثماريين باستخدام أسلوب شجرة القرار	35
08	حساب معيار لابلاس Laplace للبدائل الاستثمارية	37
09	حساب معيار الأرباح الضائعة للبدائل الاستثمارية	42

قـائمة الأشـكال

رقم الشكل	عنـوان الشـكـل	الصفحة
01	شجرة القرار للمفاضلة بين بديلين استثماريين	35
02	منحنى يبين العلاقة بين تكلفة الأموال والرفع المالي حسب النظرية التقليدية	50
03	القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية	58
04	العلاقة بين معدل الاستحداث ونسبة الأرباح المحتجزة وفقا لنظرية عصفور في اليد	80
05	تقييم النظريات المفسرة للتوزيعات بالأسلوب البياني	84

فهرس المحتويات

العنصر	الصفحة
التقديم	04
قائمة الجداول	05
قائمة الأشكال	05
فهرس المحتويات	06
مقدمة	10
المحور الأول: القرارات المالية في المؤسسة	**11**
1- مفهوم السياسة المالية	11
1-1- تعريف السياسة المالية	11
1-2- الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة	11
1-3- متغيرات السياسة المالية للمؤسسة	11
2- قرارات الاستثمار	12
2-1- العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار	12
2-2- خصائص وسمات القرار الاستثماري	13
2-3- المقومات الأساسية لقرار الاستثمار	14
2-4- مراحل اتخاذ القرار الاستثماري	15
3- قرارات التمويل	15
3-1- مفهوم قرار التمويل	15
3-2- مصادر التمويل بالمؤسسة	16
3-3- العوامل المحددة لقرار التمويل	16
4- قرارات توزيع أرباح السهم	17
المحور الثاني: سياسة الاستثمار في المؤسسة	**18**
2-1- معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد	18
2-1-2- فترة الاسترداد	18
2-1-2- معدل العائد المحاسبي TRC	20
2-1-3- معيار صافي القيمة الحالية VAN	22
2-1-4- مؤشر الربحية (IP)	24

2-1-5- معيار معدل العائد الداخلي TRI	25
2-2- معايير اختيار الاستثمارات في حالة المخاطرة	27
2-2-1- معيار التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية	28
2-2-2- معيار الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية	29
2-2-3- معيار معامل الاختلاف Coefficient de Variation:(CV)	32
2-2-4- معيار تحليل الحساسية: Critère d'analyse de sensibilité	33
2-2-5- أسلوب شجرة القرارات	34
2-3- معايير اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد	36
2-3-1 معيار تساوي الاحتمالات لـ لابلاس (Laplace)	37
2-3-2- معيار أكبر الأرباح في أسوء الظروف Max- Min لـ والد (Wald) (معيار التشاؤم)	38
2-3-3- معيار أكبر الأرباح في أفضل الظروف Maxi-Max (التفاؤل)	39
2-3-4- معيار الواقعية لـ هارويكز (Hurwicz)	40
2-3-5- معيار الأرباح الضائعة لـ سافاج (Savage)	41
3- سياسة التمويل في المؤسسة	**42**
3-1- أمثلية هيكل رأس مال المؤسسة وقيمة المؤسسة	42
3-1-1- مفهوم هيكل رأس المال	42
3-1-2- مفهوم تكلفة رأس المال	43
3-1-3- مفهوم المخاطرة	45
3-1-4- مفهوم أثر الرافعة المالية	46
3-2- النظرية التقليدية	49
3-3- نظرية Modigliani et Miller (1958) ونظرية (1963) في الحالتين وجود وغياب جباية المؤسسات	51
3-3- 1- نظرية Modigliani et Miller (1958) في حالة غياب الضرائب	51
3-3- 2- نظرية Modigliani et Miller (1963) في حالة وجود الضرائب	54
3-4- نظرية (Miller1977) في حالة وجود جباية المؤسسات وجباية الأشخاص	55
3-5- تأثير نظريات العلاقة التوازنية، الإشارة والتمويل السلمي في اختيار الهيكل المالي	56
3-5-1- نظرية العلاقة التوازنية (تكلفة الإفلاس، تكلفة الوكالة)	56

3-5-2- نظرية الإشارة	59
3-5-3- نظرية التمويل السلمي- جوردن دونالدسون	60
المحور الرابع: سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة	**63**
4-1- مفهوم سياسة توزيع الأرباح	63
4-1-1- تعريف سياسة توزيع الأرباح	63
4-1-2- أساسيات توزيع الأرباح	63
4-1-3- العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح	65
4-1-3- أنواع وأشكال أخرى لسياسة توزيع الأرباح	68
4-1-3-1- أنواع سياسة توزيع الأرباح	69
4-1-3-2- أشكال أخرى لسياسة توزيع الأرباح	70
4-2- النماذج والنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح	72
4-2-1- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام	72
4-2-1-1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات لميلر ومديجلياني (1961 (MM	73
4-2-1-2- نظرية VAN HORNE 1989	74
4-2-1-3- نظرية جوردن (1962 (GORDON	76
4-2-2- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد	77
4-2-2-1- نظرية سياسة التوزيعات الشخصية Homemade dividend لكل من (MM)	77
4-2-2-2- نظرية عصفور في اليد Bird-In The Hand Theory لـ Gordon and Lintner (1962)	79
4-2-2-3- نظرية التفضيل الضريبي	81
4-3- تقييم النظريات	84
4-3-1- الأسلوب البياني	84
4-3-2- أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF	85
4-4- نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح	87
4-4-1- نظرية أثر محتوى المعلومات على المستثمرين (الإشارة)	88
4-4-2- نظرية المنظمة (الصفقات، الوكالة)	88
4-4-2-1- تكلفة الصفقات	88

4-4-2- 2- تكلفة الوكالة	89
4-4-3- نظرية اثر الزبون	90
خاتمة	91
قائمة المراجع	92

مقدمة:

يعتبر مقياس السياسات المالية للمؤسسة من المقاييس المهمة بالنسبة للطالب الجامعي، يهتم بتكوينه من ناحية العلوم المالية المتعلقة بالقرارات الإستراتيجية للمؤسسة باعتباره مختصا في مجاله ولكونها تندرج ضمن تخصصه، حيث أن الطالب في هذه المرحلة الجامعية ليس لديه دراية كافية عن السياسات المالية للمؤسسة، وليس لديه مهارة حساب واستخلاص إدارة القرارات المالية للمؤسسة ولا يكتسبها إلا من خلال دراسته في الجامعة، وبذلك يكون طالبا مدركا لهذه القرارات التي تهمه في مساره العلمي والعملي وفي دراسة مواضيع تخصصه مما تجعله قادرا على إضافة معارف جديدة إلى رصيد المعرفة الإنسانية.

فمن أجل تمكين الطالب من تعلم وفهم هذه القرارات والسياسات المالية في المؤسسة قسمنا هذه المطبوعة إلى أربعة وحدات تعليمية، حيث نتطرق في المحور الأول إلى القرارات المالية في المؤسسة من خلال التعرف على قرارات الاستثمار وقرارات التمويل وقرارات توزيع أرباح السهم، في المحور الثاني سنتطرق إلى سياسة الاستثمار في المؤسسة بالتطرق إلى معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد ومعايير اختيار الاستثمارات في حالة المخاطرة بالإضافة إلى معايير اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد. أما المحور الثالث فقد خصصناه لسياسة التمويل في المؤسسة من خلال التطرق إلى أمثلية هيكل رأس مال المؤسسة وقيمة المؤسسة وأهم النظريات المفسرة للهيكل المالي للمؤسسة، وفي المحور الرابع سنتطرق إلى سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة.

المحور الأول: القرارات المالية في المؤسسة

1- مفهوم السياسة المالية

1-1- تعريف السياسة المالية

تتعلق السياسة المالية للمؤسسة باتخاذ القرارات التي تسعى إلى تخصيص الموارد المالية بشكل فعّال، بهدف تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة وذلك وفقاً للقيود المالية المفروضة عليها. وتشمل هذه القرارات قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح. وفيما يتعلق بالموارد المالية للمؤسسة، فإنها تشمل التمويل الذاتي الذي يتمثل في استخدام الفائض النقدي المحقق من الأنشطة المالية للمؤسسة لتمويل النمو المستقبلي ورفع رأس المال. وبالإضافة إلى ذلك، تتوفر للمؤسسة خيارات أخرى مثل فتح رأس مال للمساهمة واللجوء إلى الاستدانة، وذلك لتأمين الموارد المالية اللازمة لتحقيق أهدافها.[1]

1-2- الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة: تتمثل الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة في:

- تمويل الاحتياجات المالية؛
- محاولة إيجاد مصادر التمويل المناسبة (سواء استثمار أو استغلال)؛
- تحقيق التوازن المالي وذلك من فعالية السياسة المالية؛
- تحقيق الأداء المالي وذلك بتحقيق المردودية المالية المنتظرة.

1-3- متغيرات السياسة المالية للمؤسسة: تتمثل متغيرات السياسة المالية للمؤسسة في:

- المردودية المالية؛
- الاستقلالية المالية؛
- النمو.

المردودية المالية: اللجوء إلى الاستدانة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة لغرض تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية (هناك علاقة طردية أو عكسية بين المتغيرين).

الاستقلالية المالية: عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة بسبب ارتفاع المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان.

النمو: تمويل النمو في النشاط يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة وهذا يؤدي إلى مخطر تركيبة رأس المال.[2]

ويمكن تلخيص ما سبق من خلال الجدول الآتي:

---

[1] أحمد عبد السلام دباس، **الإدارة : آراء ونظريات**، دار طلاس للدراسات والنشر، 1983، ص: 219.

[2] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية): دروس وتطبيقات**، ط 2، دار وائل للنشر، عمان، 2011، ص: 390.

الجدول 01: متغيرات السياسة المالية للمؤسسة

متغيرات السياسة المالية للمؤسسة	
المردودية المالية	اللجوء إلى الاستدانة لتمويل الاحتياجات المالية للمؤسسة لغرض تحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية (هناك علاقة طردية أو عكسية بين المتغيرين)
الاستقلالية المالية	عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة بسبب ارتفاع المخاطر المالية من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان.
النمو	تمويل النمو في النشاط يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الاستدانة وهذا يؤدي إلى مخطر تركيبة رأس المال.

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على ما سبق

2- قرارات الاستثمار

ترجع أهمية القرار الاستثماري لكونه يرهن المؤسسة على المدى المتوسط والطويل، فهو قرار بالغ التعقيد بالنظر لما يتطلبه من إحاطة بمجموعة من العناصر الكثيرة والمختلفة التي تتطلبها العملية الاستثمارية. ويمكن تحديد أهم الصعوبات التي يواجهها القرار الاستثماري فيما يلي:[3]

- صعوبة جمع كل المعلومات الرقمية المتعلقة بالاستثمار،
- صعوبة التنسيق بين مختلف الأجهزة الإدارية والمالية التي يتعامل معها المشروع الاستثماري،
- صعوبة تطبيق بعض الحسابات المالية خاصة فيما يتعلق بتكلفة رأس المال وتحديد هيكل التمويل الأمثل،
- صعوبة التحكم في المخاطر المحيطة بالمشروع.

2-1- العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار: تتعدد المتغيرات والعوامل التي تؤثر على طبيعة اتخاذ القرار الاستثماري وقد حدد بعض الكتاب تلك العوامل في أربعة عشر عاملا تشمل: فلسفة الإدارة، تحليل السوق، سلوك المنافسين، الفرص البديلة، الضرائب والاستهلاك، مصادر التمويل، مصادر شراء الآلات، رأس المال العامل، موازنة التدفقات النقدية، التغيرات في مستوى الأسعار، نمط الإنتاج، المخاطرة وعدم التأكد، توقيت اتخاذ القرار الاستثماري، الظروف الاقتصادية. ويمثل كل عامل من هذه العوامل أهمية كبيرة في اتخاذ القرار الاستثماري، فيجب عند اتخاذ القرار الاستثماري، أن يكون المشروع الاستثماري ناجح وله جدوى اقتصادية، إلا أن عدم توفر مصادر لتمويله قد يعوق من تنفيذه وهكذا بالنسبة للعوامل الأخرى التي تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري.

[3] K.Chiha, **Finance d'entreprise (approche stratégique)**, Houma édition, Alger, 2009, p 23.

وبالتالي تعتبر قرارات الاستثمار من أهم القرارات الإدارية واعقدها بالنسبة للمؤسسات، مما يتطلب الحرص على اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، والذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يعطي أكبر عائد استثماري من بين بديلين على الأقل أو أكثر والمبني على مجموعة من دراسات الجدوى التي تسبق عملية الاختيار وتمر بعدة مراحل تنتهي باختيار قابلية هذا البديل للتنفيذ في إطار منهجي معين وفقا لأهداف المشروع الاستثماري[4].

2-2- خصائص وسمات القرار الاستثماري: تتطلب القرارات الاستثمارية عادة النظر إلى الأجل الطويل، حيث يتم تخصيص مبالغ كبيرة لتمويل المشروع وتحقيق العوائد المستقبلية. ومن المهم الإشارة إلى أن الخطورة تشكل جزءًا أساسيًا من القرارات الاستثمارية، فقد يكون من الصعب استرداد المبالغ المستثمرة إذا فشل المشروع. ولذلك، فإن اتخاذ القرارات الاستثمارية يتطلب درجة عالية من التفكير والتخطيط، حيث يجب تحليل الأسواق والتنبؤ بالمستقبل وتقييم المخاطر المحتملة. وتعتبر الخصائص الرئيسية للقرارات الاستثمارية هي الأجل الطويل والمبالغ الكبيرة والخطورة، والتي تجعلها تمثل تحدًيا كبيرًا على حياة المشروع. وفيما يلي تبويب لهذه الخصائص والسمات التي تميز القرارات الاستثمارية:[5]

أولا- الخصائص التي تتعلق بالبعد الزمني: يُعَدُّ تخطيط قرارات الاستثمار من الأمور الحيوية والتي تمتد على المدى الطويل في إدارة المؤسسات، حيث يتطلب هذا النوع من التخطيط الدقة والتأني في اتخاذ القرارات الاستثمارية التي تتناسب مع إستراتيجية الشركة وأهدافها. وترتبط أهمية قرارات الاستثمار بشكل كبير بالتطور السريع في التكنولوجيا ووسائل الإنتاج والتسويق في العصر الحالي، الأمر الذي يجعل من الصعب اتخاذ القرارات الملائمة. وبالتالي، فإن القرارات الاستثمارية الصائبة تُعَدُّ عاملاً رئيسياً في نجاح المؤسسات واستمرارها في السوق.

ثانيا- الخصائص التي تتعلق بحالات الطبيعة: تُعَدُّ مخاطر اتخاذ القرار الاستثماري من أبرز العوامل المؤثرة في نجاح الاستثمار، إذ تتمثل هذه المخاطر في صعوبة الرجوع عن القرار دون تحقيق خسائر كبيرة. ولهذا السبب، ينبغي أن يخضع اتخاذ القرار الاستثماري لدراسات علمية متخصصة، تتضمن تقدير المخاطر والتكاليف المستقبلية، وتحديد معدل العائد على الاستثمار ومعدل تكلفة رأس المال. وبما أن قرارات الاستثمار تتطلب تنبؤًا بالمبيعات وتقديرًا للتكاليف لعدة سنوات مقبلة، فإن دراسات

---

[4] طويل آسيا، **محاضرات في السياسات المالية للمؤسسة**، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص: محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، 2018- 2019، ص: 18.

[5] محمد عزت الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، مكتبة العبيكان، مصر، 2015، ص: 74.

الاستثمار العلمية تعتبر أساسية لتحقيق النجاح في المستقبل. وفي ضوء ذلك، يجب توخي الحذر والدقة في اتخاذ القرار الاستثماري، واعتماد الخطوات العلمية والمتخصصة التي تكفل نجاح الاستثمار بصورة سليمة.

ثالثا- الخصائص التي تتعلق بالهيكل التمويلي: تتطلب معظم قرارات الاستثمار مبالغ ضخمة من الموارد الاقتصادية المتاحة، مما يمكن أن يؤثر على حياة المشروع، حيث يمتد العائد المتوقع من الاستثمار عادة لفترات زمنية طويلة. وبالتالي، يتطلب ذلك التنبؤ بالإيرادات والتكاليف المتوقعة على المدى الطويل. ويشمل القرار الاستثماري تخصيص جزء من الموارد الاقتصادية المتاحة حالياً بهدف إنشاء طاقات إنتاجية جديدة أو زيادة الطاقات الإنتاجية الحالية أو المحافظة عليها، على أمل الحصول على عائد طويل الأمد. ويمكن أن يؤدي اتخاذ القرار الاستثماري إلى إغراق جزء من أموال المؤسسة في أصول ثابتة متخصصة لفترة زمنية طويلة، وقد يتطلب هذا البحث عن مصادر للتمويل كالاقتراض. وعلاوة على ذلك، تؤدي القرارات الاستثمارية إلى تحمل المؤسسة في حالة التوسع أو الإحلال بتكاليف ثابتة يترتب عليها رفع حجم التعادل إلى مستوى أعلى من المستوى المعتاد لفترة زمنية طويلة.

2-3- المقومات الأساسية لقرار الاستثمار: يقوم القرار الاستثماري الإستراتيجي الناجح على مقومات أساسية وهي:[6]

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: تحتاج الاستثمارات الضخمة إلى النظر في العديد من البدائل الممكنة، ويفضل أن تكون هذه البدائل لا تقل عن ثلاثة خيارات مختلفة. يتيح هذا لمتخذ القرار الحصول على مزيد من المرونة في اتخاذ القرار الصائب.

- مبدأ الملائمة: ينبغي أن يتماشى المشروع الاستثماري المُختار مع القدرات المالية المتاحة لدى المؤسسة، حيث يعتبر ذلك أمرًا حيويًا لضمان النجاح المُستدام للمشروع.

- مبدأ الخبرة والكفاءة: لتحقيق نجاح المشروع، يتطلب الأمر توافر المؤهلات والخبرة اللازمة لإدارته لدى المستثمر، وإلا فإن الاستعانة بخبراء ومستشارين ذوي الكفاءة والخبرة الكافية يعد ضرورياً ومهماً لضمان تحقيق الأهداف المرجوة.

- مبدأ تنويع المخاطر الاستثمارية: تنويع الأدوات الاستثمارية يُعَدُّ إحدى الاستراتيجيات المهمة التي تُستخدم لتقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار، إذ يتم توزيع المبالغ المستثمرة على عدة أدوات استثمارية

[6] دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007، ص: 269.

مختلفة، بحيث يمكن تعويض الخسائر المحتملة في إحدى الأدوات عن طريق الأرباح المتوقعة في أدوات أخرى. وبهذه الطريقة، يتم تحقيق توازن بين العوائد المرتفعة والمخاطر المحدودة، ما يؤدي إلى تحقيق أهداف الاستثمار بشكل أكثر فعالية وأمان.

2-4- مراحل اتخاذ القرار الاستثماري: لابد أن تمر عملية اتخاذ القرار الاستثماري بالمراحل التالية:[7]

أولا- مرحلة تحضير المشاريع أو الفكرة الأولية للمشروع: تتمثل هذه المرحلة في تحديد الأهداف التي حددها المستثمر ويرغب في تحقيقها، حيث يتم اقتراح أفكار أولية للمشاريع التي تهدف إلى تحقيق هذه الأهداف، مثل زيادة الإنتاجية والتوسع في النطاق وغيرها من الأهداف المحددة مسبقًا.

ثانيا- مرحلة تقييم المشاريع: يتم في هذه المرحلة تقدير تكلفة الاستثمار والعائد المتوقع منه، بالإضافة إلى تحليل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة من المشروع على مدى عمره الاقتصادي، وذلك باستخدام مختلف المعايير الملائمة لاختيار المشروع الأمثل.

ثالثا- مرحلة اختيار المشروع: تتم في هذه المرحلة اختيار البديل الأمثل بناءً على مختلف طرق المفاضلة بين المشاريع المتاحة، وذلك بمراعاة مبدأ اختيار الاستثمار الذي يعود بمردودية رأس مال أعلى من تكلفة الاستثمار، وتحت شرط أن تكون المردودية المقبولة على الأقل مردودية محددة مسبقًا.

رابعا- مرحلة تنفيذ المشروع: في هذه المرحلة، يتم توفير جميع الموارد المطلوبة لتنفيذ المشروع المختار، وذلك من خلال تحديد الميزانية المناسبة له وإعداد جميع الموازنات المتعلقة به. بالإضافة إلى ذلك، يتم تحديد الوقت اللازم لتنفيذ وإنجاز المشروع، وكذلك مرحلة التشغيل التجريبي التي تتضمن اختبار وتقييم النتائج والعمليات المرتبطة بالمشروع.

3- قرارات التمويل

3-1- مفهوم قرار التمويل

يتمثل النواة الأساسية لأي مؤسسة في التمويل، حيث يتعلق الأمر بتوفير الموارد اللازمة لتغطية جميع المستحقات والنفقات الإنتاجية. ولذلك، حاول الباحثون التركيز على أهمية الوظيفة التمويلية وتأثيرها على عمل المؤسسات. فعندما نتحدث عن التمويل، فإننا نعني "توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع أو تطوير مشروع عام أو خاص". ومع ذلك، فإن النظرة التقليدية ترتكز على تحديد أفضل مصدر للأموال من بين العديد من المصادر المتاحة، من خلال دراسة تكلفة الفرصة البديلة. وبالتالي،

[7] محمد صالح الحناوي وآخرون، **أساسيات الإدارة المالية**، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص ص: 276- 277.

فإن الوظيفة التمويلية تمثل عنصرًا أساسيًا في نجاح أي مؤسسة، حيث يتعلق الأمر بتوفير الأموال اللازمة لتشغيل المشروع وتطويره.[8]

3-2- مصادر التمويل بالمؤسسة: يتوفر لدى المؤسسة العديد من البدائل للحصول على التمويل، مما يجعل اتخاذ القرار المناسب بشأن التمويل أمرًا صعبًا. فهناك مصادر داخلية متمثلة في التمويل الذاتي، وهناك مصادر خارجية متمثلة في الرفع من رأس المال أو الاستدانة. ولكل من هذه البدائل مزاياها وعيوبها، ويتوقف اختيار المصدر المناسب على الاحتياجات والأهداف المالية للمؤسسة. ومن المهم النظر في العوامل الداخلية والخارجية المؤثرة على القرار المتخذ، مثل التكلفة والمخاطر والتأثير على هيكل رأس المال والأداء المالي للمؤسسة.[9]

عادة ما تلجأ المؤسسات إلى ثلاث طرق وأساليب رئيسية للتمويل وهي:[10]

- **التمويل الذاتي:** يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الأكثر استعمالا في المؤسسات نظرا لما يوفره من مرونة في تلبية الاحتياجات التمويلية، وهو يتشكل في الأساس من أقساط الاهتلاك والاحتياطات بالإضافة إلى الأرباح المحتجزة.

- **التمويل بالقروض المصرفية:** هي لجوء المؤسسات إلى المصارف والمؤسسات المالية الأخرى مثل مؤسسات رأسمال المخاطر، مؤسسات التمويل الإيجاري، صناديق الاستثمار...، بهدف الحصول على القروض اللازمة لتمويل احتياجاتها وهو ما يعرف بالوساطة المالية، بحيث يكون المصرف أو المؤسسة المالية كوسيط بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي.

- **التمويل بالإصدارات:** وهو ما يعرف باللاوساطة المالية حيث يتم هذا التمويل في الأسواق المالية أين يكون التعامل بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب العجز المالي مباشرة، أي دون اللجوء إلى أي وسيط، وهذا من خلال قيام المتعاملين الاقتصاديين (المؤسسات) بإصدار الأوراق المالية المختلفة (أسهم، سندات،...) والتي يتم شراؤها مباشرة من طرف المستثمرين على مستوى السوق المالية.

3-3- العوامل المحددة لقرار التمويل: يتحدد قرار التمويل بتفاعل عدة عوامل نذكر منها:[11]

---

[8] Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, 2e édition, ems, France, 2000, p26.

[9] سفيان خليل المناصير، **القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الإستراتيجي**، ط 1، دار جليس الزمان، عمان، 2010، ص: 10.

[10] معيزة مسعود أمير، **محاضرات في مادة السياسة المالية للمؤسسة**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، 2015- 2016، ص: 2.

[11] طويل آسيا، **مرجع سبق ذكره**، 20.

أولا- السيطرة: يسعى أصحاب المشاريع أو المؤسسات دائمًا إلى الحفاظ على السيطرة على مؤسستهم، ولذلك يتجنبون استخدام أموال الملكية ويفضلون استخدام الأموال المقترضة بدلاً منها، حيث أن استخدام أموال الملكية سيؤدي إلى إضافة مساهمين جدد وبالتالي زيادة في مستوى السيطرة على المؤسسة.

ثانيا- توفر الأموال المرغوب فيها في الأسواق: يُعَدُّ هذا العامل محورياً في اتخاذ قرار التمويل، حيث ينشد أصحاب المشاريع الحصول على التمويل من مصادر معيّنة، كالقروض القصيرة الأجل من المصارف. وللأسف، وبسبب كبر حجم المبلغ المطلوب، يواجه المصرف صعوبة في تغطية قيمة القرض المطلوب، بالإضافة إلى أن الأموال المطلوبة ربما تكون بصورة زيادة في حصص المالكين عبر شراء أسهم جديدة، وهذا يعني أن الشركة يجب أن تلجأ إلى مصادر غير مرغوبة وقد تكون خارج نطاق ارادتها، وتخضع لتقلبات الاقتصاد السوقي.

ثالثا- الملائمة: ويعني هذا عامل التوافق والتلائم بين أنواع المال، والذي يتمثل في استخدام الأموال بناءً على أجلها واستخداماتها المختلفة. وبالتالي، يجب استخدام الأموال القصيرة الأجل لتلبية الاحتياجات القصيرة الأجل، فيما يجب استخدام الأموال طويلة الأجل لتلبية الاحتياجات الطويلة الأجل، مثل شراء الأصول الثابتة.

4- قرارات توزيع أرباح السهم

تُعَدُّ القراراتُ المتعلقة بالتصرف في الأرباحِ من بينِ أكثرِ الموضوعاتِ الأهمّ في الإدارةِ الماليةِ المعاصرةِ، فكما هو الحالُ مع بقيةِ القراراتِ الماليةِ، فقد وجدتْ الإدارةُ الماليةُ نفسَها بينَ وجهتين، إذ تنقسمُ الآراءُ بينَ وجهةٍ تؤيدُ توزيعَ الأرباحِ وأخرى تفضّلُ احتجاز الأرباحِ واستثمارَها.[12]

يتعلق قرار توزيع الأرباح بالجزء من الأرباح الصافية الذي سيوزع على المساهمين والجزء الذي سيُعاد استثماره، هذا القرار ينتج عن القرارين السابقين، فكلما كان قرار الاستثمار وقرار التمويل جيدان، كلما أمكن للمؤسسة توقع ارتفاع أرباحها بانتظام.

تُعد سياسة توزيع الأرباح من بين القرارات المالية الهامة التي تؤثر بشكل كبير على قيمة المؤسسة. ويمكن تحليل هذه السياسة من زاويتين: الزاوية الأولى تتعلق بتأثيرها على التمويل الذاتي للمؤسسة وتمويل الاستثمارات من مصدر منخفض التكلفة، فيما تتعلق الزاوية الثانية بتحليلها من

[12] مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، **دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية**، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 14-2009/04/15، ص: 3.

وجهة نظر السوق المالي وإشاراتها للمستثمرين الحاليين والمحتملين بشأن وضعية وأداء المؤسسة، وهذا يندرج في إطار نظرية الإشارة. بالإضافة إلى ذلك، فإن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على الخطط الاستثمارية والتمويلية للمؤسسة، مما يجعلها قرارًا مهمًا ليس فقط بالنسبة لمالكي المؤسسة ومسيريها، ولكن أيضًا بالنسبة لجمهور المستثمرين والمحللين الماليين. وتعتبر التوزيعات على شكل أرباح العائد الذي يتلقاه المستثمر عن استثماره في أسهم المؤسسة.

المحور الثاني: سياسة الاستثمار في المؤسسة

يُعَدّ الاستثمار قرارًا مهمًا وإستراتيجيًا للمؤسسات، حيث يترتب عليه تأثير كبير سواءً على أرباح المؤسسة من خلال زيادة الإنتاج وتحسينه، أو حتى على شكل المؤسسة وحجمها، إذ قد يتحول حجم المؤسسة من صغير إلى كبير بفضل استثمارات التوسع. وبسبب هذا التأثير الكبير، فإن الاستثمار يعتبر قرارًا هامًا جدًا يستدعي دراسات وإمكانيات هائلة من المؤسسة لاتخاذه بأفضل وجه. ويوجد نوعان من السياسات في الاستثمار: السياسة الموجهة للأعلى والتي تتضمن استنفاذ المحفظة الربحية وتنفيذ مشاريع تخفض من قيمتها التجارية، والسياسة الموجهة للأسفل والتي تتضمن عدم تنفيذ المشاريع الأفضل والتي تخفض عن القيمة التجارية للمؤسسة ودرجة تنافسيتها. وبناءً على وضعية المؤسسة ومحيطها وزبائنها، بالإضافة إلى الأهداف الشخصية لمالكيها، يتم اتخاذ القرار الصائب في الاستثمار في المشاريع سواءً كانت قصيرة المدى أو طويلة المدى.

2-1- معايير اختيار الاستثمارات في حالة التأكد

نتناول فيما يلي المعايير المختلفة لتقييم المشروعات الاستثمارية، وذلك بافتراض سريان ظروف التأكد، والتي على أساسها يتم المفاضلة بين المشروعات الاستثمارية واتخاذ القرار الاستثماري ببدء تنفيذ المشروع في حالة ثبوت جدواه.

*** الطرق التقليدية (طرق التقييم التي تتجاهل القيمة الزمنية لمنقود)**

يقصد بها تلك المعايير التقليدية المستعملة في التقييم، أو تلك المعايير التي لا تأخذ الزمن بعين الاعتبار، أو المعايير غير المخصومة، ونجد هنا طريقتين: فترة الاسترداد ومعدل العائد المحاسبي.

2-1-2- فترة الاسترداد

- **معيار فترة الاسترداد DR:** طبقا لهذه الطريقة يفضل المشروع الاستثماري الذي يمكن المشروع من استرداد تكاليفه الاستثمارية في أسرع وقت ممكن، ويقصد بفترة الاسترداد تلك الفترة الزمنية اللازمة لكي يسترد المشروع خلالها التكاليف الاستثمارية التي أنفقت على المشروع، وهنا نفرق بين حالتين:[13]

أ- **حالة التدفقات النقدية المتساوية:** في هذه الحالة يتم حساب فترة الاسترداد وفق العلاقة التالية:

فترة الاسترداد = الاستثمار للمبدئي للمشروع/ صافي التدفقات النقدية أو $DR = \frac{I_0}{CF\ Nette}$

حيث:

DR: تمثل فترة استرداد قيمة الاستثمار المبدئية أو الأصلية في أي مشروع

I_0: قيمة الاستثمار المبدئية أو الأصلية

CF: التدفق النقدي السنوي الثابت أو متوسط التدفقات النقدية

مثال: لنفترض أن هناك مشروعين استثماريين وكانت التكاليف الاستثمارية اللازمة لكل منهما هي كالتالي: 200000 (و.ن) وأن صافي التدفقات النقدية للمشروع الأول هي 40000 (و.ن) والثاني 20000 (و.ن) ومنه في هذه الحالة فترة الاسترداد للمشروعين تحسب كالتالي:

المشروع 1: سنوات $DR = \frac{200000}{40000} = 5$

المشروع 2: سنوات $DR = \frac{200000}{20000} = 10$

بما أن فترة استرداد المشروع الأول أقل من الثاني، فإن القرار يكون قبول المشروع الأول كونه صاحب أفضل مشروع.

ومنه نستنتج: أن فترة الاسترداد لا تستعمل لمعرفة المدة الزمنية فقط وإنما تستعمل في المفاضلة بين المشاريع كذلك.

ب- **حالة عدم تساوي التدفقات النقدية:** في هذه الحالة يتم تجميع التدفقات النقدية سنة بعد سنة حتى نتوصل إلى مجموع التعادل مع الاستثمار المبدئي. ويتم احتساب فترة الاسترداد وفق العلاقة التالية:

$$DR = \frac{\text{متوسط التدفقات الداخلية}}{\text{الإنفاق المبدئي } \left(\text{التدفق الخارجي}\right)}$$

تعتمد هذه الطريقة على اقتطاع رأس المال المستثمر من صافي التدفقات النقدي السنوي بصفة متوالية إلى غاية الحصول على القيمة المتبقية من الاقتطاع معدومة أو موجبة. وبذلك تحدد فترة الاسترداد عند هذه الوحدة الزمنية.[14]

---

[13] محمد فريد مصطفى، **دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية**، ط 2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص: 19.

[14] مصطفى طويطي، **اختيار الاستثمارات في المؤسسة**، النشر الجامعي الجديد، الجزائر، 2017، ص: 33.

مثال: مشروع استثماري قدرت تكاليفه ب 53600 (و.ن)، وكانت تدفقاته النقدية السنوية على النحو التالي:

حساب فترة الاسترداد في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية.

الجدول 02: فترة الاسترداد في حالة عدم تساوي التدفقات النقدية

السنوات	التدفقات النقدية	تدفقات نقدية متراكمة
1	15000	15000
2	14000	29000
3	13600	42600
4	11000	53600
5	13400	67000

من خلال الجدول أعلاه نستنتج أن: $DR = 4$

متوسط التدفقات النقدية $\frac{67000}{5} = 13400$

ومنه فترة الاسترداد تساوي: $\frac{53600}{13400} = 4$

عيوب ومزايا فترة الاسترداد DR:[15]

* من المزايا التي يحملها هذا المعيار نذكر ما يلي:

- سهلة الحساب مما يسهل في تطبيقه ويسهل في اتخاذ القرار؛
- السماح بالحصول على السيولة وعدم التعرض للمخاطرة؛
- يواكب التطور التكنولوجي
- يعطينا تقييم حدسي للمخاطرة، بحيث كلما كانت فترة الاسترجاع كبيرة كلما كانت المخاطرة كبيرة؛
- يقلل من مخاطر تقلبات الظروف الاقتصادية والطبيعية على المشاريع.

* ومن عيوب فترة الاسترداد نذكر ما يلي:[16]

- لا تأخذ بعين الاعتبار التغير في قيمة النقد؛
- تهمل التدفقات التي تأتي بعد مدة الاسترداد؛
- لا تأخذ في الحسبان العمر الإنتاجي للمشروع فهي لا تقيس الربحية بل تقيس سرعة الاسترداد.

2-1-2- معدل العائد المحاسبي *TRC*

[15] عبد المطلب عبد الحميد، **دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية**، الدار الجامعية، 2000، ص: 19.

[16] طاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، ط 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع ،عمان، 2012، ص: 175.

يصطلح عليه المردودية المتوسطة أو الطريقة المحاسبية على اعتبار أنها تعتمد على البيانات المحاسبية في عملية حساب متوسط العائد، حيث يعبر هذا المؤشر عن نسبة الربح الصافي السنوي المتوقع للمشروع المقيم مقارنة بالتكاليف التخمينية له بعد اقتطاع المستحق الضريبي، وبالتالي فهو يقيس مردودية الأموال المستثمرة اعتمادا على الوثائق المحاسبية، ويتم تقدير هذا المؤشر وفق الصيغة الرياضية التالية:[17]

$$TRC = \frac{\bar{R}}{I_0} \times 100$$

علما أن:

$\bar{R}$: تمثل متوسط صافي الربح بعد اقتطاع الضريبة، حيث تحتسب وفق المعادلة التالية:

$$\bar{R} = \frac{\sum_{t=1}^{T} R}{T}$$

مثال:[18] نظرا للانقطاع التكرر للكهرباء على المصنع، قررت الشركة شراء مولد كهربائي لتوليد الطاقة الكهربائية لمدة 5 سنوات، بتكلفة إجمالية تقدر بـ 60.000 دج، ومن المتوقع أن يجنب هذا المولد الشركة متوسط خسائر الانقطاع المتكرر للكهرباء سنوية بقيمة 12600 دج.

المطلوب: ما هو معدل العائد المحاسبي لهذا المشروع؟ وهل يعتبر مقبول التنفيذ إذا كانت تكلفة رأس المال تقدر بـ 15%؟

الحل: لدينا التكلفة الأولية لشراء المولد تقدر بـ 60.000 دج، وكذا متوسط العوائد السنوية المقدرة من قبل الخبراء بـ 12600 دج، والعمر الافتراضي للمشروع يعادل 5 سنوات.

– حساب معدل العائد المحاسبي: بتطبيق العلاقة الرياضية أعلاه، نحصل على النتيجة الآتية:

$$TRC = \frac{\bar{R}}{I_0} \times 100 \Rightarrow TRC = \frac{12600}{60000} \times 100 \Rightarrow TRC = 21\%$$

وعليه فإن معدل المردودية المتوسطة لهذا المشروع تقدر بـ 21%.

– مزايا وعيوب معدل العائد المحاسبي[19]

* مزايا معدل العائد المحاسبي:

– سهولة هذا المعيار وبساطته؛

– يعتبر من أحد الوسائل الرقابية الذاتية للمشروع؛

– يأخذ بعين الاعتبار الربحية المتوقعة من الاستثمار .

---

[17] مصطفى طويطي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 38.

[18] نفس المرجع، ص ص: 38، 39.

[19] سمير محمد عبد العزيز، **اقتصاديات الاستثمار – التمويل – التحميل المالي**، مركز الإسكندرية للكتاب، 2002، ص: 90.

* عيوب معدل العائد المحاسبي:

- لا يأخذ في الحسبان القيمة الزمنية لمنقود؛

- لا يمكن المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية التي تحقق عائد متساوي، بالرغم من وجود اختلاف بين صافي الربح المحقق لكل مشروع؛

- الاعتماد على الربح بدلا من التدفق النقدي مما لا يساعد المدير المالي الذي يهتم بالتدفق النقدي وليس بالربح.

*** الطرق الحديثة (طرق التقييم التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية لمنقود)**

2-1-3- معيار صافي القيمة الحالية VAN

يعتبر معيار VAN من أهم معايير التقييم والمفاضلة بين المشاريع التي تأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، فهو مرتبط ارتباطا مباشرا بمعدل التحيين (التأيين) المستخدم في تحيين التدفقات النقدية للقيمة الحالية الصافية.

القيمة الحالية الصافية هي الفرق بين مجموع التدفقات النقدية المتولدة عن الاستثمار والمحينة إلى زمن بداية النشاط ورأس المال المستثمر في المشروع.[20]

يُعبر رياضيا عن معادلة تقدير صافي القيمة الحالية للمشروع وفق الصيغة الآتية:[21]

$$VAN = CFA_{IN} - CFA_{EX}$$

علما أن:

CFA_{IN}: القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة؛

CFA_{EX}: القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة.

ولتقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية سواء الداخلة أو الخارجة، يجب التمييز بين التدفقات النقدية السنوية المتساوية وغير المتساوية في عملية التحيين وذلك على النحو الآتي: [22]

*** التدفقات النقدية المتساوية الدفعات:** إذا كان التدفق النقدي السنوي ثابت، فيتم تطبيق العلاقة الآتية في عملية تحيين التدفقات:

$$CFA = CF_t \left(\frac{1 - (1+k)^{-T}}{k} \right) - I_0$$

---

[20] بلقايد براهيم، **تقييم المشاريع: محاضرات مدعمة بأمثلة وتمارين محلولة**، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة قسم العلوم المالية والمحاسبة تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران 1، 2021- 2022، ص: 37.

[21] مصطفى طويطي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 62.

[22] نفس المرجع، نفس الصفحة.

مثال: يتوقع أن يدر مشروع تدفق نقدي خلال الثلاث سنوات الأولى كالآتي: 1000، 1000، و1000 دج، والمطلوب: حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع عند معدل خصم 10%؟

الحل: بما أن التدفقات النقدية السنوية متساوية فإن القيمة الحالية الموافقة لها تحسب كما يلي:

$$CFA = 1000\left(\frac{1-(1.1)^{-3}}{0.1}\right) \Rightarrow CFA = 2486.852$$

* **التدفقات النقدية غير متساوية الدفعات:** إذا كان التدفقات النقدية السنوية غير منتظمة، ففي هذه الحالة يتم الاعتماد على العلاقة الآتية:

$$CFA = \sum_{t=1}^{T} CF_t\,(1+k)^{-t} - I_0\ ;\ CFA = \sum_{t=1}^{T}\left(\frac{CF_t}{(1+k)^t}\right) - I_0$$

مثال: إذا فرضنا أن المشروع يتطلب مصاريف صيانة خلال الثلاث سنوات الأخيرة لعمره الإنتاجي، والتي من المتوقع أن تكون وفق الآتي:

السنوات	3	4	5
مبلغ الصيانة	800 دج	1000 دج	1200 دج

المطلوب: حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية لمصاريف الصيانة عند معدل خصم 10%؟

الحل: بما أن التدفقات النقدية السنوية غير منتظمة، فإن طريقة تقدير القيمة الحالية لهذه المصاريف تحسب كما يلي:

$$CFA = \sum_{t=3}^{5}\left(\frac{CF_t}{(1.1)^t}\right) \Rightarrow CFA = \left(\frac{800}{(1.1)^3}\right) + \left(\frac{1000}{(1.1)^4}\right) + \left(\frac{1200}{(1.1)^5}\right) \Rightarrow CFA = 2029$$

*** حالات القيمة الحالية الصافية VAN:**

VAN>0: استثمار جيد مقبول (العائد أكبر من رأس المال المستثمر).

VAN=0: استثمار بدون جدوى.

VAN<0: استثمار مرفوض وسيء.

- مزايا وعيوب صافي القيمة الحالية[23]

*** مزايا صافي القيمة الحالية:**

- تراعي التغير في القيمة الزمنية للنقود؛

- تعتبر أفضل الطرق المستخدمة في تقييم المشروعات لأنها تأخذ في الاعتبار المكاسب النقدية للمشروع.

*** عيوب صافي القيمة الحالية:**

[23] حسين إبراهيم بلوط، **إدارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية**، ط 1، دار النهضة العربية، بيروت، 2002، ص: 329

- لا يعطي ترتيبا سلميا للمشروعات الاستثمارية وذالك في حالة الاختلاف في قيمة الاستثمار؛
- يتجاهل عوامل عدم التأكد، وما يرتبط بها من مخاطر لها أثر على هذه القيمة؛
- صعوبة المقارنة بين صافي القيمة الحالية لكل مشروع.

2-1-4- مؤشر الربحية (IP)

يعتمد على حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية، ولكن بدلا من حساب صافي القيمة الحالية، نحسب التدفقات النقدية خلال عمر المشروع باستثناء التكلفة الأولية.

ويحسب وفق العلاقة التالية:[24]

$$IP = \frac{\text{القيمة الحالية الصافية للتدفقات}}{\text{التكلفة الاستثمارية الأولية}} - 1$$

أي:

$$IP = \frac{VAN}{I_0} - 1$$

ويمكن تفسير نتيجة هذا المعيار وفق 03 حالات:

الحالة الأولى: إذا كان مؤشر الربحية أكبر من الواحد فإن هذا المشروع مقبول تجاريا، وذو ربحية اقتصادية.

الحالة الثانية: إذا كان مؤشر الربحية مساوي للواحد يكون المشروع مقبول تجاريا.

الحالة الثالثة: إذا كان مؤشر الربحية أقل من الواحد يكون المشروع غير مقبول أي الإيرادات الصافية لا تغطي تكلفة الاستثمار وبالتالي لا يمكن قبوله.

مثال: يواجه مشروع اقتراحين رأس ماليين متعارضين، تبلغ التكلفة المبدئية للاقتراح الأول 27000 دج والثاني 36000 دج، يبلغ العمر الافتراضي لكل منهما 5 سنوات، وكانت تدفقاتهما النقدية خلال العمر كما يلي:

الجدول 03: حساب مؤشر الربحية للمشروعين

السنوات	المشروع الأول	المشروع الثاني
01	6000	10000
02	6000	10000
03	7000	10000
04	7000	10000

[24] عبد الكريم يعقوب، **دراسات جدوى المشروع**، ط 1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص: 113، 114.

05	7000	10000

إذا علمت أن سعر الخصم 5%، ففي أي الاقتراحين تنصح المشروع بأن يضع أمواله.

الحل: من خلال معيار مؤشر الربحية

المشروع الأول:

$$IP = \frac{6000}{(1.05)^1} + \frac{6000}{(1.05)^2} + \frac{7000}{(1.05)^3} + \frac{7000}{(1.05)^4} + \frac{7000}{(1.05)^5} \div 27000 = 1.05$$

المشروع الثاني:

$$IP = 10000\left(\frac{1-(1.05)^{-5}}{0.05}\right) \div 36000 = 1.20$$

نلاحظ أن IP للمشروعين أكبر من الواحد ومنه ينصح استعمال (تنفيذ) المشروع الثاني والذي مؤشر ربحيته أكبر من المشروع الأول.

- مزايا وعيوب مؤشر الربحية[25]

*** مزايا مؤشر الربحية**

- يعتبر معيار مؤشر الربحية جيدا لقياس الكفاءة الإنتاجية والاقتصادية للمشروع؛
- يراعي القيمة الزمنية للنقود وذلك عند خصم التدفقات النقدية؛
- يساعد في ترتيب البدائل الاستثمارية ذات الربحية والتي لها جدوى اقتصادية؛
- يساعد على مقارنة المشروعات غير المتماثلة في الحجم.

*** عيوب مؤشر الربحية**

- لا يعالج مشكلة المخاطر وعدم التأكد التي تصاحب التدفقات نقدية الداخلة والخارجة؛
- يعتمد على تحديد معدل الخصم مناسب لخصم التدفقات.

2-1-5- معيار معدل العائد الداخلي TRI

هو معدل الاستحداث الذي يجعل من صافي القيمة الحالية معدومة، أي يجعل التدفقات النقدية المتوقعة للاستثمار متساوية مع التكلفة الأولية في بداية الفترة.

بمعنى آخر معدل العائد الداخلي (TRI) هو معدل الفائدة (الخصم) الذي يساوي صافي القيمة الحالية (VAN) عنده صفر.[26]

---

[25] ثناء محمد طعيمة، **نظم المعلومات المحاسبية في تقييم المشروعات الاستثمارية**، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة،2002، ص: 83.

[26] الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ط 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004، ص: 169.

تتم مقارنة معدل العائد الداخلي للمشروع بالعائد المطلوب لتقييم مدى جدوى الاستثمار. وفي حال كان معدل العائد الداخلي أعلى من العائد المطلوب، فإن الاستثمار مقبول، أما إذا كان معدل العائد الداخلي أقل من العائد المطلوب فلا ينصح بالاستثمار.

يتم تحديد معدل العائد الداخلي من خلال الاعتماد على أسلوب التجربة والخطأ، وذلك من خلال استخدام معدلات خصم مفترضة للوصول إلى المعدل الذي يجعل من VAN تساوي الصفر.

$$TRI = Taux\ MIN + \left[Différence\ Taux\ \frac{VAN\ MAX}{VAN\ MAX + |VAN\ MIN|}\right]$$

مثال:[27] ترغب إحدى المؤسسات اتخاذ القرار بخصوص اقتناء مضخة بترولية ضخمة ذات سرعة عالية على أحد الآبار العاملة، أو الإبقاء على المضخة القديمة، حيث التدفقات النقدية السنوية الصافية يوضحها الجدول التالي:

السنوات	التدفقات النقدية السنوية الصافية
I_0	2.000
1	1.000
2	2.000

المطلوب: إذا علمت أن تكلفة رأس المال 10%، باستخدام معيار معدل العائد الداخلي TRI هل تنصح المؤسسة باقتناء المضخة أم لا؟

الحل:

الجدول 04: حساب معدل العائد الداخلي للمشروع

N	I_0	CF_t	معامل الخصم $(1+30\%)^{-n}$	$CF_{actualisé}$	معامل الخصم $(1+5\%)^{-n}$	$CF_{actualisé}$
0	2.000					
1		1.000	0.769	769	0.952	952
2		2.000	0.591	1.182	0.907	1.814
T	/	/	/	**1.951**	/	**2.766**

عند معدل الخصم $k_1 = 30\%$:

$$VAN_1 = \sum CF_{actualisé} - I_0 = -49$$

عند معدل الخصم $k_2 = 5\%$:

$$VAN_2 = \sum CF_{actualisé} - I_0 = 766$$

هذا يعني أن معدل العائد الداخلي TRI سيكون ما بين 5% و 30%

[27] بلقايد براهيم، **مرجع سبق ذكره**، ص: 46.

ولتحديد معدل العائد الداخلي TRI لهذا المشروع يمكن أن نتبع الطريقة التالية:

$$TRI = Taux\ MIN + \left[Différence\ Taux\ \frac{VAN\ MAX}{VAN\ MAX + |VAN\ MIN|}\right]$$

$$TRI = 5\% + \left[25\%\ \frac{766}{766 + |-49|}\right] = 5\% + 0.2349 = 28.49\%$$

- مزايا وعيوب استخدام معيار معدل العائد الداخلي[28]

*** مزايا استخدام معيار معدل العائد الداخلي**

- يراعي هذا المعيار القيمة الزمنية للنقود باستعماله للتدفقات النقدية المخصومة (محيّنة)؛
- يعتبر هذا المعيار مقياسا داخليا للمؤسسة، أي عند حسابه لا يستخدم متغيرات خارجية،
- يعطي هذا المعيار معلومات عن معدل الفائدة القصوى، الذي يمكن للمشروع تحمله في حالة تمويله بالاقتراض الكلي؛
- ينسجم مع هدف تعظيم القيمة السوقية حيث أنه يتم مقارنته بمعدل العائد المطلوب والذي يعني الحد الأدنى الذي يتوقعه المستثمرون على استثماراتهم.

*** عيوب استخدام معيار معدل العائد الداخلي**

- ظهور أكثر من معدل عائد داخلي لمشروع استثماري واحد ويحدث هذا خاصة عندما يتوقع أن تظهر تدفقات نقدية سالبة خلال العمر الافتراضي للمشروع، والذي تؤدي انخفاض القيمة الحالية للتدفقات النقدية للإيرادات المتوقعة بعد مستوى أعلى؛
- تعقد وطول عملية حسابه، خاصة مع زيادة مدة حياة المشروع كما قد لا يمكن حسابه في بعض الحالات؛
- عدم أخذ هذا المعيار بعين الاعتبار مشكل عدم التأكد وظروف المخاطرة؛
- يمكن أن يحدث تناقض في ترتيب المشاريع ما بين معياري القيمة الحالية الصافية ومعيار معدل العائد الداخلي، بل ويمكن أن يكون المشروع مرفوض وفق معيار المعدل الداخلي ومقبول وفق معيار القيمة الحالية الصافية.

2-2- معايير اختيار الاستثمارات في حالة المخاطرة

في ظل المخاطرة، يجد متخذ القرار نفسه بلا معلومات كافية، مما يجعله غير مطلع على الأحداث المحتملة التي قد تحدث. يعتمد في هذه الحالة على بعض الاحتمالات التي تستند إلى

[28] مجدوب خيرة، **محاضرات في مقياس تقييم المشاريع**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون - تيارت، 2017، ص ص: 46، 47.

أحداث سابقة ومماثلة للوضع الحالي في مؤسسات أو شركات مماثلة. ومن هذا المنطلق، يلجأ إلى استخدام قواعد الاحتمالات، وخاصة التوقع، لاتخاذ القرارات اللازمة.

2-2-1- معيار التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية

تعتمد هذه الطريقة على تحديد مفهوم القيمة المتوقعة والتي تعبر عن "متوسط التدفقات النقدية الداخلة مرجحا باحتمالات حدوثها"، وتعبر القيمة المتوقعة إحصائيا عن الأمل الرياضي للتدفقات النقدية المنتظرة لكل فترة، وتعطى بالعلاقة التالية:[29]

$$E(CF) = \sum_{i=1}^{i} d_i CF_i$$

حيث:

$E(CF)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الصافي.

CF_i : التدفقات النقدية المنتظرة في الفترة t.

d_i : الاحتمال المرتبط بحدوث التدفق النقدي في الفترة t.

بعد حساب القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الصافي لكل فترة يمكن بعدها حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية وإحصائيا هي عبارة عن الأمل الرياضي للقيمة الحالية الصافية، ويعبر عنها بالعلاقة التالية:

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

حيث:

I_0 : قيمة الاستثمار المبدئي.

$E_i(CF)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الصافي في الفترة t.

t: معدل الخصم

$E(VAN)$: القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية.

ويستخدم أسلوب التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية، حيث يتم اختيار البديل الذي يحقق أكبر قيمة لهذا المعيار.

مثال:[30] يرغب أحد المستثمرين في المفاضلة بين بديلين للاستثمار، الجدول التالي يقدم البيانات الخاصة لكل بديل:

---

[29] نفس المرجع السابق، ص: 67.

[30] نفس المرجع، ص: 68.

الجدول 05: حساب القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية للبديلين الاستثماريين

البيان	صافي التدفق النقدي للبديل الأول	الاحتمال	صافي التدفق النقدي للبديل الثاني	الاحتمال
حالة الرواج	17.000	0.3	20.000	0.3
حالة عادية	30.000	0.5	25.000	0.4
حالة انكماش	15.000	0.2	10.000	0.3
التكلفة الاستثمارية	100.000		100.000	
العمر المتوقع	10 سنوات		10 سنوات	
متوسط تكلفة الأموال	%12		%12	

المطلوب: باستخدام أسلوب القيمة المتوقعة فاضل بين المشروعين (1) و (2)؟

الحل:

البديل الأول:

القيمة المتوقعة للتدفقات = 17000 (0.3) + 30000 (0.5) + 15000 (0.2) = 23100 دج

وبما أن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية $E(VAN)$ كما يلي:

لدينا القيمة الحالية لدينار يتم تحصيله سنويا لمدة 10 سنوات بمعدل خصم %12 = 5.650

$$E(VAN) = -100000 + 23100 \times 5.650 = 130515$$

البديل الثاني:

القيمة المتوقعة للتدفقات = 20000 (0.3) + 25000 (0.4) + 10000 (0.3) = 19000 دج

وبما أن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية $E(VAN)$ كما يلي:

لدينا القيمة الحالية لدينار يتم تحصيله سنويا لمدة 10 سنوات بمعدل خصم %12 = 5.650

$$E(VAN) = -100000 + 19000 \times 5.650 = 7350$$

نلاحظ أن $E(VAN)$ للبديل الأول > $E(VAN)$ للبديل الثاني، وهذا يعني تفضيل البديل الأول عن البديل الثاني.

2-2-2- معيار الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية

كلما كان الانحراف المعياري للتوزيع الاحتمالي كبير، كلما دل ذلك إلى ارتفاع درجة المخاطرة والعكس صحيح، ولتحديده يتم إيجاد الفرق بين القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية وقيمة صافي

التدفقات تحت كل ظرف من الظروف المتوقعة مع ترجيح مربع الانحراف باحتمال الحدوث، واستخراج الجذر التربيعي للمجموع الناتج، وذلك وفق المعادلة التالية:[31]

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

حيث:

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

VAN_j: القيمة الحالية الصافية لكل حدث.

$E(VAN)$: القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية.

P_j: احتمال حدوث كل توقع.

كما يمكن حساب الانحراف المعياري للتدفقات النقدية الصافية من خلال المعادلة التالية:

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

حيث:

$\delta(NCF)_i$: قيمة الانحراف المعياري للتدفق النقدي الصافي للسنة i.

NCF_j: التدفق النقدي الصافي لكل حدث.

$E(NCF)$: القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الصافي.

P_j: احتمال حدوث كل توقع.

يمكن إيجاد علاقة تربط بين الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية $\delta(VAN)$ والانحرافات المعيارية للتدفقات النقدية لمختلف السنوات $\delta(NCF)$، وذلك وفق حالتين:

- حالة الاستقلال التام للتدفقات النقدية عبر الزمن[32]، نجد:

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

---

[31] ضيف أحمد، **ملخص محاضرات مقياس التقييم المالي للمشاريع**، موجهة لطلبة السنة أولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، 2020- 2021، ص: 39.

[32] الاستقلال التام يعني بأن التوزيعات الاحتمالية للفترات القادمة لا تعتمد على بعضها البعض.

- حالة الارتباط التام للتدفقات النقدية عبر الزمن[33]، نجد:

$$\delta(VAN) = \sqrt{\sum_{j=1}^{j=n} \frac{\delta(NCF)_i}{(1+t)^n}}$$

- حالة الارتباط غير التام للتدفقات النقدية عبر الزمن، لا يمكن حساب الانحراف المعياري للقيمة الحالة بالقانون السابق، وإنما يتم اللجوء إلى مفاهيم أخرى والمتمثلة في حالة عدم التأكد التي سنتطرق إليها لاحقا.

عند حساب الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية فإنه كلما كان الانحراف المعياري كبيرا كلما كانت المخاطرة كبيرة في المشروع والعكس صحيح.[34]

مثـــال:[35] يبـين الجـدول التـالي التـدفقات النقديـة السـنوية والاحتمـالات المرتبطـة بهـا للمشـروعين الاستثماريين A و B

الجدول 06: حساب الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية للمشروعين الاستثماريين

المشروع A	التدفقات النقدية	60	80	100	140
	الاحتمالات	0.1	0.2	0.3	0.4
المشروع B	التدفقات النقدية	80	80	120	/
	الاحتمالات	0.2	0.3	0.5	/

المطلوب: حساب الانحراف المعياري لكل مشروع استثماري؟

الحل:

الانحراف المعياري للمشروع A:

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

$$\delta(NCF)_A = \sqrt{0.1(60-108)^2 + 0.2(80-108)^2 + 0.3(100-108)^2 + 0.4(140-108)^2}$$

$= \sqrt{816} = \mathbf{28.56}$

الانحراف المعياري للمشروع B:

[33] الارتباط التام يعني أنه في حالة تباين (اختلاف) تلك التدفقات لفترة واحدة، فإن هذا ينطبق على نفس التباين أو الاختلاف للتدفقات النقدية للفترات القادمة.

[34] ضيف أحمد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 40.

[35] نفس المرجع، ص: 41.

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

$$\delta(NCF)_A = \sqrt{0.2(80-100)^2 + 0.3(80-100)^2 + 0.5(120-100)^2}$$

$=\sqrt{400}$ **=20**

2-2-3- معيار معامل الاختلاف Coefficient de Variation:(CV)

يعتبر معامل الاختلاف من بين الأدوات الإحصائية المستعملة في تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، وهو يعتبر أيضا من بين المقاييس النسبية للمخاطرة. وهو يمثل مقدار ما تتحمله كل وحدة نقدية واحدة من القيمة الحالية الصافية المتوقعة للمخاطرة. وبالتالي، فإنه كلما انخفض معامل الاختلاف، فإن المشروع يكون أحسن.

في حالة عدم تمكننا من الوصول إلى قرار بشأن الاختيار بين المشاريع الاستثمارية المقترحة، نظرا لتقارب النتائج وفق التوقع الرياضي والانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية، فإننا نلجأ إلى معامل الاختلاف حيث نختار المشروع ذو معامل الاختلاف أقل.[36]

يقوم هذا المعيار على أساس نسبة الانحراف المعياري للقيمة الحالية الصافية إلى التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية، ويحسب كما يلي:

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

المفاضلة بين المشاريع باستخدام معيار معامل الاختلاف (CV):[37]

أ- في حالة وجود مشروع واحد: كلما انخفض معامل الاختلاف كان ذلك مستحسنا للدلالة على انخفاض درجة المخاطر، لكن إذا معامل الاختلاف سالبا هذا يعني أن التوقع الرياضي للقيمة الحالية الصافية أقل من الصفر $(E(VAN)<0)$، وبالتالي فإن المشروع مرفوض.

ب- في حالة وجود عدة مشاريع: تتم عملية التقييم والمفاضلة بين المشاريع باختيار المشروع فيجب أن يكون معامل الاختلاف موجب، ثم أحسن مشروع هو الذي لديه أقل معامل الاختلاف.

مثال:[38] نفس معطيات المثال السابق، المطلوب: حساب معامل الاختلاف لكل مشروع استثماري؟

معامل الاختلاف للمشروع A:

$$CA_A = \frac{\delta(VAN)}{E(VAN)} = \frac{28.56}{108} = 0.2644$$

---

[36] بلقايد براهيم، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 81، 82.

[37] نفس المرجع، ص: 82.

[38] ضيف أحمد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 41.

معامل الاختلاف للمشروع B:

$$CA_B = \frac{\delta(VAN)}{E(VAN)} = \frac{20}{100} = 0.2$$

ومنه نجد $CA_B < CA_A$ وبالتالي المشروع B أفضل من المشروع A وفقا لمعامل الاختلاف.

2-2-4- معيار تحليل الحساسية: Critère d'analyse de sensibilité

يعتبر أحد الأساليب التحليلية الأكثر استخداما في تقييم المشاريع في ظل ظروف المخاطرة، ويهتم هذا الأسلوب بتحديد درجة استجابة أو حساسية القرار الاستثماري نتيجة للتغيرات المحتملة في قيم محدداته، فهو يبحث في مدى تغير صافي القيمة الحالية أو معدل العائد الداخلي نتيجة للتغير المحتمل لأحد العوامل التي تدخل في حساب التدفقات النقدية مثل: حجم المبيعات، سعر بيع الوحدة، تكلفة الوحدة،...الخ، ويتم دراسة هذه المتغيرات في ظل ظروف اقتصادية متباينة (تفاؤل، تشاؤم، أكثر حدوثا).

وعند استخدام أسلوب تحليل الحساسية يجب التركيز على المتغيرات الرئيسية التي تؤثر على القرار الاستثماري مثل التكلفة الاستثمارية، العمر المتوقع، معدل الخصم، صافي التدفق النقدي السنوي، وإذا أظهرت النتائج حساسية المشروع بدرجة ملحوظة لأحد تلك المتغيرات فهذا يعني أن هذا المتغير سوف ينطوي على درجة مخاطرة مرتفعة، مما يستوجب تركيز الجهود للحصول على تقديرات دقيقة عن هذا المتغير وإيجاد وسائل لتحسينه.[39]

مثال:[40] إليك المعلومات التالية حول المشروع المراد تقييمه، وذلك كما يلي:

- رأس المال المستثمر I_0: 85.000 و.ن
- العمر الإنتاجي للمشروع: 5 سنوات.
- التدفق النقدي السنوي المتوقع: 30.000 و.ن
- معدل الخصم أو التحيين: 12%.

المطلوب: تحديد حساسية المشروع اتجاه التغيرات المحتملة في حالة استخدام معيار القيمة الحالية الصافية VAN، وذلك بالنسبة للجوانب المتعلقة بما يلي:

1- التكاليف الاستثمارية.

2- التدفقات النقدية السنوية الصافية.

الحل:

---

[39] مجدوب خيرة، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 73، 74.

[40] بلقايد براهيم، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 83- 85.

1- بالنسبة للتغيرات المحتملة في قيمة التكاليف الاستثمارية

نقوم بحساب VAN:

$$VAN = CF[(1+i)^{-1} + \cdots + (1+i)^{-5}] - I_0$$
$$VAN = 30.000[(1+12\%)^{-1} + \cdots + (1+12\%)^{-5}] - 85.000$$
$$VAN = 30.000[3.605] - 85.000 = 23.150$$

ووفقا لأسلوب الحساسية يمكن مثلا أن نطرح السؤال التالي:

"ما هو المدى الذي يمكن أن ترتفع فيه التكاليف الاستثمارية دون أن يصبح صافي القيمة الحالية للمشروع سالبا، مع بقاء المعلومات الأخرى دون تغيير"

وهنا يكون لدينا ما يلي:

$$VAN = CF_{actualisé} - I_0 = 0$$

On a: $CF_{actualisé} = 30.000 \times 3.605 = 108.150$

إذن القيمة الحالية لتكلفة الاستثمار تساوي **108.150**

وهذا يعني أن التكاليف الاستثمارية يمكن أن ترتفع من قيمة 85.000 و.ن إلى قيمة تساوي 108.150 و.ن، أي بزيادة 23.150 و.ن، دون أن تتحول القيمة الحالية الصافية للمشروع إلى قيمة سالبة.

وبذلك فإذا حدث أي تغير في قيمة التكاليف الاستثمارية لهذا المشروع في الاتجاه غير المرغوب بما يعادل $\frac{23.150}{85.000}$= 27.2% أي $\frac{VAN}{I_0}$ فلن يؤثر ذلك على قرار المشروع.

2- بالنسبة للتغيرات المحتملة في قيمة التدفقات النقدية السنوية الصافية:

$$CF_{actualisé} - I_0 = 0$$
$$CF_{actualisé} = I_0 = 85.000$$
$$CF[3.605] = 85.000$$
$$CF_{annuelle} = \frac{85.000}{3.605} = 23.578$$

نستنتج مما سبق أنه في حالة انخفاض التدفقات النقدية السنوية الصافية بما يعادل نسبة $\frac{30.000-23.578}{30.000}$ = 21.4% والذي يمكن أن يتحقق إما نتيجة الانخفاض في قيمة المبيعات المتوقعة أو من خلال زيادة التكاليف فإن ذلك لن يؤثر على قرار قبول المشروع.

2-2-5- أسلوب شجرة القرارات

تفترض أساليب تقييم المخاطر وجود مستوى احتمالي واحد يناظر التدفقات النقدية من كل مشروع على حدا، وبقرار استثماري واحد، لكن قد يوجد للتقدير الواحد من التدفقات النقدية الداخلة أكثر من مستوى احتمالي، هذا ما يؤدي إلى ضرورة اتخاذ أكثر من قرار استثماري فرعي عند القيام بعملية المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية قبل الوصول إلى القرار النهائي، وتوضح شجرة القرارات لمتخذ

القرار الاستثماري كافة العوامل المتعلقة باتخاذ القرار، وكذا كافة البدائل، والعائد المتوقع لكل بديل في ظل كل حدث من الأحداث المتوقع حدوثها، لذا تعتبر شجرة القرارات من أفضل الأدوات التحليلية لاتخاذ القرارات في ظل ظروف المخاطرة، ويمر إعدادها بالخطوات التالية:

- تحديد نقاط القرار التي يتم عندها اتخاذ قرار البدء أو قرارات التحول المتتابعة.
- تحديد عدد البدائل الاستثمارية والممثلة بفروع رئيسية لشجرة القرارات.
- تحديد لكل فرع رئيسي عدد الفروع النهائية، تمثل حالات الطبيعة (رواج، ظروف طبيعية أو مستقرة، كساد)

واعتمادا على البيانات والمعلومات التي يتيحها هذا الأسلوب، يمكن إجراء عملية التقييم والمفاضلة بين البدائل المتاحة، وتكون بداية التقييم من نهاية الشجرة.[41]

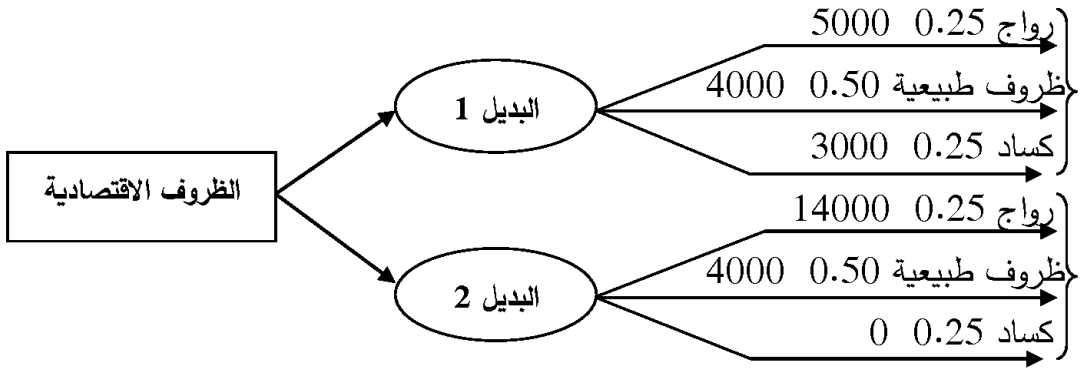
مثال:[42] تواجه إحدى الشركات مشكلة المفاضلة بين بديلين استثماريين لإنتاج معلبات مربى الفواكه، حيث تبلغ التكلفة المبدئية لكل منهما 8000 دج والعمر المتوقع لهما هو 03 سنوات، وبناءً على دراسات الطلب فإن التدفقات النقدية للبديلين في ظل الظروف الاقتصادية المختلفة واحتمالات تحقق هذه التدفقات كانت كالتالي:

الجدول 07: المفاضلة بين بديلين استثماريين باستخدام أسلوب شجرة القرار

الظروف الاقتصادية	احتمال التدفقات	تحقق التدفق النقدي للبديل 1	تحقق التدفق النقدي للبديل 2
رواج	0.25	5000	14000
ظروف طبيعية	0.50	4000	4000
كساد	0.25	3000	0

وعلى ضوء المعلومات السابقة يمكن تمثيل شجرة القرار كالتالي:

الشكل 01: شجرة القرار للمفاضلة بين بديلين استثماريين



[41] قلي محمد، **السياسات المالية للمؤسسة**، مطبوعة محاضرات ودروس، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة – بومرداس، الموسم الجامعي 2017– 2018، ص: 58.

[42] مجدوب خيرة، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 76، 77.

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

البديل 1:

VAN (رواج) = (2.487 × 5000) − 8000 = 4435

VAN (ظروف طبيعية) = (2.487 × 4000) − 8000 = 1948

VAN (كساد) = (2.487 × 3000) − 8000 = − 539

القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية:

E(VAN) = 4435 × (0.25) + 1948 × (0.5) − 539 × (0.25) = 1948

البديل 2:

VAN (رواج) = (2.487 × 14000) − 8000 = 26818

VAN (ظروف طبيعية) = (2.487 × 4000) − 8000 = 1948

VAN (كساد) = (2.487 × 0) − 8000 = − 8000

القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية:

E(VAN) = 26818 × (0.25) + 1948 × (0.5) − 8000 × (0.25) = 5678.5

عند إجراء المفاضلة يتم اختيار البديل الذي تكون قيمته المتوقعة لصافي القيمة الحالية أكبر، ولهذا البديل الثاني يعتبر أفضل بالنسبة للمؤسسة.

ومما سبق تتضح أهمية شجرة القرارات من خلال توفيرها لمتخذ القرار بيانات ومعلومات محددة، بالإضافة إلى إمكانية إدخال تحليل احتمالي للقرارات المختلفة. ومع ذلك، يعتبر استخدام هذه الطريقة صعباً في بعض الأحيان، خاصة إذا تم دمج الخيارات أو المتغيرات المترابطة مع بعضها البعض. وبالإضافة إلى ذلك، يستخدم هذا الأسلوب معدل خصم واحد للبدائل، الأمر الذي يفترض تساوي المخاطر بين الخيارات المختلفة، ولكن هذا لا ينطبق دائماً على الواقع.

2-3- معايير اختيار الاستثمارات في حالة عدم التأكد

تتسم حالة عدم التأكد بصعوبة كبيرة في اتخاذ قرارات الاستثمار، حيث يفتقر متخذ القرار إلى المعلومات التاريخية التي تمكّنه من توقع النتائج المستقبلية. في هذا السياق، يتوجب على متخذ القرار الاعتماد على خبراته وتجاربه ومهاراته المكتسبة لاتخاذ القرار المناسب في ظل هذه الظروف. وتشير حالة عدم التأكد إلى الوضع الطبيعي الذي يتعذر فيه التنبؤ بالأحداث واحتمالاتها بناءً على البيانات الكمية أو الإحصائية الفعلية، ولذلك يتوجب على متخذ القرار الاعتماد على حكمه الشخصي وميله إما إلى التفاؤل أو التشاؤم.

2-3-1 معيار تساوي الاحتمالات لـ لابلاس (Laplace)

يشير معيار لابلاس إلى أن متخذ القرار يفترض أن احتمال حدوث حالات الطبيعة المختلفة هي حالات متساوية، لذا فإنه تتم المفاضلة على أساس أفضل القيم المتوقعة، بحيث يتم اختيار البديل الذي يحقق أعلى ربحية عند المقارنة بين الأرباح والبديل الذي يحقق أدنى النتائج عند المقارنة بين التكاليف.[43]

وعليه، من الأفضل افتراض الاحتمالات المتساوية، ولاختيار أفضل بديل، نأخذ في العادة المتوسط الحسابي لكل القيم الاقتصادية a_{ij} المحصل عليها من كل X_i بديل، ومن ثم نختار البديل (المشروع) الذي يقابل أعلى متوسط حسابي في حالة الأرباح أو أقل متوسط حسابي في حالة التكاليف.

يعطى الاختيار الأمثل حسب معيار لابلاس Laplace حسب الصيغة الرياضية الموالية:[44]

$$Max\ X_i = \frac{ai1 + ai2 + \cdots + aij + ain}{m}$$

مثال: ليكن لدينا مصفوفة القرار لثلاثة بدائل حسب القيمة الحالية الصافية لها تبعا لثلاثة حالات طبيعية، كما هي موضحة في الجدول التالي:

الجدول 08: حساب معيار لابلاس Laplace للبدائل الاستثمارية

الحالات الطبيعية / Y / البدائل	الاستثمار في المنتوج الأول فقط	توزيع الاستثمارات بين المنتوجين	الاستثمار في المنتوج الثاني فقط
خفض سعر المنتوج	8	10.5	13
تقديم خدمات جديدة	9	14	11
تسهيل في الدفع	13	7.5	6.5

المطلوب: ما هو أفضل اختيار حسب معيار لابلاس Laplace؟

الحل:

حسب معيار لابلاس Laplace نقوم بحساب المتوسط الحسابي لكل بديل والذي يمثل هنا القيمة الحالية الصافية المتوسطة $E(VAN)$ ثم نأخذ أكبر قيمة $Max\ X_i$ كما يلي:

$$X_1: E(VAN) = \frac{8 + 10.5 + 13}{3} = 10.5$$

$$X_2: E(VAN) = \frac{9 + 14 + 11}{3} = 11.33$$

[43] طاهر حسن، **مقرر اتخاذ القرار وإدارة الأزمات**، كلية إدارة الأعمال، الجامعة السورية الخاصة، 2019، ص: 7.

[44] بلقايد براهيم، **مرجع سبق ذكره**، ص: 101.

$$X_3: E(VAN) = \frac{13 + 7.5 + 6.5}{3} = 9$$

$$Max\, X_i = X_2 = 11.33$$

إذن أفضل اختيار هو تقديم خدمة جديدة (X_2) مع توزيع الاستثمارات بالتساوي بين المنتوجين.

2-3-2- معيار أكبر الأرباح في أسوء الظروف Max- Min لـ والد (Wald) (معيار التشاؤم)

يعكس هذا العيار وجهة نظر متخذ القرار المتحفظ أو المتشائم. وطبقا لهذا المعيار فإنه يتم تحديد العناصر والمتغيرات المؤثرة في قيمة المشروع على أساس افتراض أن أسوا الظروف هي التي سوف تسود مستقبلا. ومن ثم فلإن متخذ القرار سوف يظهر الناتج الأسوأ المرتبط بكل مشروع وسوف يختار المشروع الذي يقدم أفضل هذه النتائج السيئة – بمعنى أنه سوف يختار أصغر القيم – وهناك قرار مرتبط هو معيار اختيار أقل القيم القصوى المرتبطة بكل إستراتيجيه ويكون هذا المعيار مناسبا عندما تكون جميع النتائج خسائر.[45]

وبالاعتماد على مصفوفة القرار يتخذ القرار على أساس هذا المعيار من خلال اختيار أسوء قيمة a_{ij} من كل بديل استثماري (مشروع X_i)، حسب الظروف المستقبلية Y_j، وبعدها يتم اختيار أفضل قيمة من بين القيم التي يتم اختيارها؛ وعليه سمي معيار أكبر الأرباح في أسوء الظروف.[46]

يمكن كتابة الصيغة الرياضية لمعيار والد (Wald) (معيار التشاؤم) كما يلي:

$$Max_i\left[\mathrm{Min}a_{ij}\right]_j$$

حيث: $i \in [1,n]$ و $j \in [1,m]$

مثال:[47] ليكن لدينا مصفوفة القرار التالية:

$$A_i \begin{bmatrix} a_{11} & a_{12} & a_{13} \\ a_{21} & a_{22} & a_{23} \\ a_{31} & a_{32} & a_{33} \end{bmatrix}$$

حسب معيار والد (Wald) (معيار التشاؤم)، يختار أفضل بديل كما يلي:

---

[45] أمين السيد لطفي، **تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة**، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص: 69.

[46] بن مسعود نصر الدين، **دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية**، رسالة ماجستير، تخصص: بحوث العمليات وتسيير المؤسسة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010، ص: 191.

[47] بلقايد براهيم، **مرجع سبق ذكره**، ص: 103.

مثال: وفقا لمعطيات المثال السابق، ما هو أفضل اختيار حسب معيار التشاؤم؟

الحل:

$$X_1: VAN_{minimum} = 8$$
$$X_2: VAN_{minimum} = 9$$
$$X_3: VAN_{minimum} = 6.5$$
$$Max_{\mathrm{i}}\left[\mathrm{Min}\ a_{\mathrm{ij}}\right]_j = \mathbf{9}$$

وعليه يتم اختيار أعظم قيمة وهي 9، وبالتالي فإن أفضل اختيار هو تخصيص كل الاستثمارات للمنتوج الأول مع تقديم خدمات جديدة (X_2).

2-3-3- معيار أكبر الأرباح في أفضل الظروف Maxi-Max (التفاؤل)

يشير معيار التفاؤل إلى أن متخذ القرار يفترض أن البيئة تعمل لصالحه ولذلك فإنه يختار البديل الذي يحقق له أعلى ربحية عند المقارنة بين الأرباح والبديل الذي يحقق أدنى تكلفة عند المقارنة بين التكاليف، دون الأخذ بعين الاعتبار للمخاطر أو الخسائر المحتملة.[48]

يمكن كتابة الصيغة الرياضية لمعيار التفاؤل كما يلي:

$$Max_{\mathrm{i}}\left[\mathrm{Max}\ a_{\mathrm{ij}}\right]_j$$

حيث: $i \in [1,n]$ و $j \in [1,m]$

مثال: وفقا لمعطيات المثال السابق، ما هو أفضل اختيار حسب معيار التفاؤل؟

الحل:

$$X_1: VAN_{maximum} = 13$$
$$X_2: VAN_{maximum} = 14$$
$$X_3: VAN_{maximum} = 13$$

[48] طاهر حسن، **مرجع سبق ذكره**، ص: 08.

$$Max_{\mathrm{i}}\left[\mathrm{Max}\, a_{\mathrm{ij}}\right]_j = \mathbf{14}$$

وعليه يتم اختيار أعظم قيمة وهي 14، وبالتالي فإن أفضل اختيار هو تقديم خدمة جديدة (X_2) مع توزيع الاستثمارات بالتساوي بين المنتوجين.

2-3-4- معيار الواقعية لـ هارويكز (Hurwicz)

يسمى معيار هارويكز Hurwics أيضا بمعيار الواقعية، حيث يعتبر هذا المعيار وسطا بين معيار المتفائل ومعيار المتشائم والد، ويستخدم لأجل تفادي نقائص المعيارين السابقين في عمليات التخطيط للمشاريع الاستثمارية، لأن حالة التفاؤل المفرط والتشاؤم المفرط أمر غير عقلاني، ويمكن أن يكون ذلك نادرا، ولتعديل هذه الحالة، يتم الاعتماد على معيار الواقعية هارويكز، وهذا بإدخال ما يسمى بمعامل التفاؤل أو الموازنة بين التفاؤل والتشاؤم وذلك باستعمال معامل الواقعية α حيث $1 > \alpha > 0$، فإذا كانت α تقترب من الواحد، فإن ذلك يعني أن صاحب القرار متفائلا، وفي هذه الحالة يقترب هذا المعيار من المعيار المتفائل، والعكس.[49]

ويمكن حساب القيمة الاقتصادية لكل مشروع بديل على أساس العلاقة التالية:

القيمة الاقتصادية لكل بديل = (القيمة في أحسن الظروف × α) + (القيمة في أحسن الظروف × $(1 - \alpha)$)

ثم نختار المشروع الذي يعطي أكبر قيمة اقتصادية مرجحة بمعامل التفاؤل.

يمكن كتابة الصيغة الرياضية لمعيار الواقعية لـ هارويكز (Hurwicz) كما يلي:[50]

$$Max_i = \left[\alpha.(Max_{aij}) + (\alpha - 1)Min_{aij}\right]_j$$

حيث: $i \in [1,n]$ و $j \in [1,m]$

مثال: وفقا لمعطيات المثال السابق، ما هو أفضل اختيار حسب معيار الواقعية لـ هارويكز (Hurwicz) وبافتراض أن معامل التفاؤل α=0,6؟

الحل: α=0,6 / 1- α=0,4

$$X_1: (0{,}6 \times 13) + (0{,}4 \times 8) = 11$$
$$X_2: (0{,}6 \times 14) + (0{,}4 \times 9) = 12$$
$$X_3: (0{,}6 \times 13) + (0{,}4 \times 6{,}5) = 10.5$$
$$Max_i = \left[\alpha.(Max_{aij}) + (\alpha - 1)Min_{aij}\right]_j = 12$$

---

[49] محمد صلاح، **تقييم المشروعات الاستثمارية: دروس وتمارين محلولة**، مطبوعة دروس موجهة لطلبة الليسانس والماستر في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف – المسيلة، 2018- 2019، ص ص: 75، 76.

[50] بلقايد براهيم، **مرجع سبق ذكره**، ص: 105.

وعليه يتم اختيار أعظم قيمة وهي 12، وبالتالي فإن أفضل اختيار هو تقديم خدمة جديدة (X_2) مع تخصيص كل الاستثمارات للمنتوج الثاني.

2-3-5- معيار الأرباح الضائعة لـ سافاج (Savage)

تتمثل فكرة هذا المعيار في المشروع الاستثماري الذي يخفض قيمة الأرباح الضائعة عن عدم اختيار المشاريع الاستثمارية البديلة لهذا المشروع، في حالة موارد مالية محدودة لاشك أن اختيار مشروع معين سيترتب عليه رفض مشروع بديل آخر، من ثم فهناك ربح ضائع قد يترتب على رفض ذلك البديل، فإذا تبين بعد تنفيذ المشروع المختار أن الأرباح المحققة منه أقل من أرباح البدائل الأخرى غير المختارة فهنا يشعر المستثمر بالندم أو الأسف لفقدان هذه الأرباح الضائعة.[51] ولتفادي ذلك، يختار صاحب القرار استخدام معيار سافاج الذي يهدف إلى تقليل الخسائر المترتبة عن القرار المتخذ، وذلك عن طريق استخدام مصفوفة الندم لتحليل البدائل المختلفة في كل سيناريو ممكن، ومقارنة الخسائر المحتملة فيما بينها، حيث يتم اختيار البديل الأفضل بناءً على تحقيق أقل قدر من الأسف أو الأرباح الضائعة.

باستعمال الأرباح الضائعة لـ سافاج (Savage)، فإنه يجب إنشاء مصفوفة الندم، وتعطى عناصر هذه المصفوفة بالصيغة الموالية:

$$D_{ij} = \mathrm{Max}_k a_{kj} - a_{ij}$$

حيث: $k \in [1, n]$

وبعد الحصول على مصفوفة الأرباح الضائعة وذلك باستخراج الخسائر الناتجة عن اختيار كل بديل (X_i) في كل ظرف من الظروف الممكنة (Y_j). بعدها نطبق معيار أفضل الأسوأ (MiniMax) حيث أن أصغر الأرقام هو الأفضل (في حالة الأرباح)، وأكبر الأرقام هو الأسوأ (في حالة التكاليف)، أي أنه يتم اختيار المشروع الذي يترتب عليه أقل أرباح ضائعة في أسوء الظروف.[52]

مثال: وفقا لمعطيات مثال السابق، ما هو أفضل اختيار حسب معيار الأرباح الضائعة لـ سافاج (Savage)؟

الحل: لبناء مصفوفة الندم نختار أعظم قيمة في كل عمود ونطرح منها باقي القيم الأخرى $D_{ij} = \mathrm{Max}_k a_{kj} - a_{ij}$، لنتحصل على الجدول التالي:

---

[51] أمين السيد لطفي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 70.

[52] بلقايد براهيم، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 106، 107.

الجدول 09: حساب معيار الأرباح الضائعة للبدائل الاستثمارية

الحالات الطبيعية / Y البدائل	Y_1	Y_2	Y_3
X_1	5	3.5	0
X_2	4	0	2
X_3	0	6.5	6.5

ومنه القيمة الدنيا للأسف أو الندم الأعظم هي: 2

وبالتالي فإن أفضل اختيار هو تقديم خدمة جديدة (X_2) مع تخصيص كل الاستثمارات للمنتوج الثاني.

3- سياسة التمويل في المؤسسة

3-1- أمثلية هيكل رأس مال المؤسسة وقيمة المؤسسة

قبل عام 1958، وهو العام الذي نُشر فيه نموذج Modigliani، كان هناك منظور تقليدي ينص على وجود معدل أمثل للمديونية في هيكل تمويل المؤسسة يستند إلى تقليل تكاليف التمويل باستخدام أساليب لا تعرض المؤسسة لمستويات عالية من المخاطرة. ومن وجهة نظر المساهمين، فإن للمديونية خاصيتين متضادتين؛ فهي تعني الإلزامية في سداد فوائد القروض بشكل منتظم، مما يمكن أن يؤدي إلى فقدان مكافآت رأس المال إذا كانت النتائج المحققة غير كافية. ومن ناحية أخرى، فإن الاستثمارات الممولة بواسطة القروض قد تحقق عوائد أعلى من تكلفة رأس المال المقترض، مما يعود بالفائدة على المساهمين.

وقبل أن نتحدث عن النظريات المفسرة لهيكل رأس المال وفق هذا المنظور، يجب أولاً توضيح بعض المفاهيم المتعلقة بهيكل رأس المال. ويتضمن هذا الجزء شرح بعض المصطلحات الأساسية المتعلقة بالهيكل، مثل تكلفة رأس المال والمخاطرة والرافعة المالية.

3-1-1- مفهوم هيكل رأس المال:[53]

عند الحديث عن هيكل المزيج التمويلي في مجال الأعمال، يمكن أن يختلف الأمر عند مقارنته بمفهوم هيكل رأس المال Capital Structure. فالهيكل المزيجي يشير إلى توزيع الأموال بين الديون

[53] حنفي عبد الغفار، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، مصر، 2002، ص ص: 334- 336.

وحقوق الملكية، بينما يشير هيكل رأس المال إلى الطريقة التي تتوزع بها ملكية الشركة بين المساهمين. وبالتالي، فإنه من المهم التأكيد على الاختلاف بين المفهومين وفهم الفروق بينهما.

يتعلق هيكل التمويل بالمصادر اللازمة لتمويل الأصول، حيث يمكن تمويل الأصول من مصادر متعددة، مثل رأس المال الخاص، الأرباح المحتجزة، القروض الطويلة الأجل، الائتمان المصرفي أو التجاري. ويعكس هيكل التمويل مكونات الأموال التي يمكن بموجبها تمويل الأصول في المشروع. بالإضافة إلى ذلك، يتضمن هيكل رأس المال تركيب الأموال للمشروع، وقد يتمثل هذا الهيكل في تركيب الأموال الدائمة، مثل الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل. يترجم الهيكل المالي للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، وتختلف تكلفة التمويل من مورد مالي لآخر حسب الطبيعة. يمكن أن يتسبب مصدر التمويل في مخاطرة المؤسسة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة، فإن المؤسسة في وضع مخاطرة، ويمكن القول إنها أمام تكلفة الاستدانة، في حين أن مصدر التمويل الخاص يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة. كما يمكن أن يكون مصدر تمويل المؤسسة مزيجًا من الموردين السابقين، وفي هذه الحالة تتحمل المؤسسة تكلفة رأس المال، وهي تكلفة ترتبط بكل من تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة.

يمكن ملاحظة وجود عدة أشكال مختلفة من التمويل، وهذا يعني أن درجة المخاطر تتباين بين هذه الأشكال. ولذلك، يتعين على المؤسسات اختيار هيكلها المالي بحكمة، وذلك عن طريق ترشيد سياسة المؤسسة المالية. وبناءً على هذا، يمكن طرح السؤال: كيف يمكن للمؤسسة الحصول على هيكل مالي مثالي؟

ويتفق الخبراء في إدارة المال على أن الهيكل المالي المثالي هو الذي يؤدي إلى تقليل تكلفة رأس المال إلى أدنى مستوى ممكن، وهذا يتطلب تحليل مفهوم تكلفة رأس المال.

3-1-2- مفهوم تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفة رأس المال هي المعدل الأدنى للعائد المتوقع الذي يجب تحقيقه على المصادر التمويلية التي تستخدمها المؤسسة. وهذا يعني أنه يجب على المؤسسة، كحد أدنى، استعادة تلك التكاليف، نظراً لأن كل مصدر تمويلي يتطلب تكلفة معينة. بناءً على هذا، يمكن اعتبار تكلفة رأس المال هي المعدل الذي يسمح بالحفاظ على قيمة الأموال التي تم استخدامها من قبل المستثمر، وهي المعدل الأدنى للعائد المطلوب تحقيقه من المشاريع الاستثمارية بحيث يمكن مقارنة أداء هذه المشاريع بأداء مشاريع أخرى مماثلة في السوق. كما يمكن أيضًا تحديد معدل مردودية محدد مسبقًا كمعيار لتحقيق الأداء المطلوب.[54]

[54] Vernimmen Pierre, **Finance d'entreprise**, 3ème édition, Edition Dalloz, Paris, 1998, p 487.

تُعَدُّ تكلفة رأس المال أحد المؤشرات الهامة في عمليات الاستثمار، حيث تُعَدُّ هذه التكلفة الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يمكن للمؤسسة الاعتماد عليه لتحقيق أرباح من أي استثمار جديد. ومن ناحية متخذ القرار الاستثماري، تُعَدُّ تكلفة رأس المال متوسط معدل المردودية الذي يلتزم به المستثمرون عند الحصول على التمويل اللازم لتحقيق مشاريعهم الاستثمارية. وعلى مستوى الاقتصاد الكلي، يُمْكِنُ اعتبار تكلفة رأس المال على أنَّها المعدَّل الذي يحقِّق التوازُن بين عملية الاستثمار وعملية الادخار، ويُمْكِنُ استخدامها كمقياسٍ لتقييم عائد الاستثمار وكتكلفة للحصول على التمويل اللازم لتحقيق المشاريع الاستثمارية.[55]

عند النظر إلى مكونات هيكل رأس المال الذي تتبعه معظم الشركات، يمكننا ملاحظة أنه يتضمن قروضًا طويلة الأجل، وأسهمًا عادية وممتازة، وأرباحًا محتجزة. وبالتالي، يتم احتساب تكلفة رأس المال باستخدام التكلفة المتوسطة المرجحة لكل مكون في الهيكل بوزنه النسبي. وبما أننا نستخدم هذه التكلفة المرجحة لرأس المال، فإنه يجب حساب تكلفة كل مكون منفردًا للوصول إلى هذه التكلفة. وتُرمز للتكلفة المرجحة لرأس المال بالرمز "WACC" أو " Weighted Average Cost of Capital".[56]

تهدف كل مؤسسة إلى تحقيق أقصى قيمة لها في السوق، وتتبع سياسة مالية تهدف إلى تخفيض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال لتحقيق هذه الغاية. ومع وجود تحديات تعترض طريق تحقيق هذا الهدف، تتمثل المشكلة الرئيسية في تحديد تكلفة التمويل وهيكلة رأس المال والبنية التحتية المالية المتعلقة به.

هناك آراء مختلفة بين الاقتصاديين حول العلاقة بين هيكلة رأس المال وتكلفته. فمنهم من يرون أن هذه الهيكلة مستقلة تماما عن التكلفة، وبالتالي يستثنون كل المؤثرات الخارجية في سوق المال وتوقعاتها. بينما يرى آخرون أن هناك علاقة متينة بين تكلفة رأس المال والهيكلة المالية للمؤسسة الاقتصادية. وعلى هذا الأساس، يمكن تخفيض تكلفة رأس المال من خلال استخدام الديون بشكل منظم ومحكم في السياسة المالية للمؤسسة. ومع ذلك، يجب الانتباه إلى أنه بعد بلوغ حد معين، ستزداد المخاطر المالية بسبب ارتفاع حجم المديونية، وسيؤدي ذلك إلى ارتفاع التكلفة. لذلك، يجب الحفاظ على توازن مناسب بين هيكلة رأس المال وتكلفتها في المؤسسة الاقتصادية.

---

[55] Jean-Luc Arregle, Eric Cauvin & Michel Ghertman, **Les nouvelles approches de la gestion des organisations**, Edition Economica, Paris 2000, p 49.

[56] Jenkinson Tim, **regulation and the cost of capital**, edited by Michael Crew & David Parker, Edward Elgar, 2006, p 2.

3-1-3- مفهوم المخاطرة

يمكن تعريف المخاطرة بأنها تمثل الانحراف عن ما هو متوقع وتعد المخاطر مرادفًا لعدم التأكد من الحدوث، حيث تشمل عدم تأكد المستثمر من نجاح مشروعه أو عدم تحقيق العائد المتوقع. ويمكن أيضًا تعريف المخاطر بأنها كل عملية تتم تحت عدم التأكد وتنتج عنها ربحًا أو خسارة باحتمال معين. وبما أن كل قرارات المؤسسة تحمل مخاطر معينة، فإن المخاطر تعتبر جزءًا أساسيًا من نشاط المؤسسات، وبالتالي يجب على المستثمر أن يتقبل مخاطر عدم نجاح مشروعه قبل الشروع فيه، ولا يجب أن تتجاوز درجة المخاطر المتعلقة بالاستثمار الحدود التي يعتبرها المستثمر مقبولة له.[57]
وتنقسم المخاطر إلى ثلاثة أنواع أساسية: [58]

أ- مخاطر منتظمة Systematic risks:

وهي المخاطر "العامة" التي تتعرض لها جميع المؤسسات بالسوق بصرف النظر عن خصائص المؤسسة من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية... إلخ. وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات لها صفة العمومية، مثل الظروف الاقتصادية أو السياسية، ولذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنويع، ولذا تسمى أيضا المخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنويع Undiversifiable risks، أو مخاطر السوق Market risks.

ويشير Francis, J., 1986 إلى أن المؤسسات التي تتسم بارتفاع المخاطر المنتظمة لعائد أسهمها، هي التي تنتج سلعاً أساسية مثل شركات إنتاج المعدات، وشركات مقاولات إنشاء الطرق، والشركات التي يتميز هيكلها المالي بارتفاع نسبة الاقتراض، في الوقت الذي تتسم فيه مبيعاتها بالموسمية، مثل شركات الطيران، إضافة إلى المؤسسات الصغيرة نسبياً التي تنتج سلعاً يحتمل أن تتعرض بسرعة للتقادم، مثل شركات إنتاج الكمبيوتر، ففي مثل هذه المؤسسات تكون المبيعات والأرباح وأسعار الأسهم مسايرة للمستوى العام للنشاط الاقتصادي، ومن هنا ترتفع نسبة المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها مثل تلك المؤسسات.

ب- مخاطر غير منتظمة Unsystematic risks:

---

[57] الزبيدي حمزة محمود، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص: 541.

[58] ريم بونوالة، **محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية**، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2018- 2019، ص ص: 5، 6.

وهي المخاطر "الخاصة" التي تواجه مؤسسة معينة، نتيجة لخصائصها وظروفها، ويمكن تخفيض أو تجنب تلك المخاطر بالاعتماد على استراتيجية التنويع، ولذلك تسمى أيضا المخاطر التي يمكن تجنبها
بالتنويع Diversifiable risks، أو المخاطر الفريدة Unique risks حيث أنها تخص مؤسسة معينة risk specific firm.

ونجد في مقدمة المؤسسات التي تتسم بانخفاض نسبة المخاطر المنتظمة، وارتفاع نسبة المخاطر غير المنتظمة، تلك المؤسسات التي تنتج سلعاً غير معمرة، ففي مثل هذه المؤسسات يكون الارتباط ضعيف بين كل من المبيعات والأرباح وأسعار الأسهم وبين المستوى العام للنشاط الاقتصادي.

ج- المخاطر الكلية:

المخاطر الكلية هي التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في السوق المالية أو في مجال استثماري آخر عند جمع المخاطر المنتظمة مع المخاطر غير المنتظمة ستشكل المخاطر الكلية أو مخاطر المحفظة وهذه المخاطر هي التي سيتحملها المستثمر في الأوراق المالية، وبينما يستطيع المستثمر التأثير على المخاطر غير المنتظمة من خلال التنويع فإنه لا يستطيع التأثير على المخاطر المنتظمة.

3-1-4- مفهوم أثر الرافعة المالية

يعتمد مبدأ أثر الرافعة المالية على مبدأ بسيط يتمثل في المرونة المكافئة لرأس المال الخارجي عن المؤسسة، أي الديون. فإذا كانت مردودية الأصول الاقتصادية تتجاوز تكاليف الديون، فإن الفائض يتحول إلى فائدة للمساهمين، ويحدث ذلك عندما يكون أثر الرافعة المالية إيجابياً. وعلى العكس، إذا كانت تكلفة الديون تتجاوز مردودية الأصول، فإن مردودية المساهمين ستنخفض، ويصبح أثر الرافعة المالية سلبياً.

بالتالي، يمكن فهم أثر الرافعة المالية بتفسير معدل مردودية الأصول الاقتصادية مقابل تكلفة الدين. وفي حال تجاوزت مردودية الأصول التكلفة الرأسمالية للدين، يتم تحقيق أثر إيجابي، بينما يحدث تأثير سلبي عند عدم تحقيق هذا الشرط.[59]

يتمثل مبدأ أثر الرافعة إذا أنه عندما تقوم المؤسسة بالاستدانة واستثمار الأموال المقترضة في مجال نشاطها الصناعي والتجاري فإنها تحصل من جراء ذلك على نتيجة اقتصادية التي تكون من المفروض أعلى من التكاليف المالية للمديونية، ففي هذه الحالة تحقق المؤسسة فوائض، تتمثل في

[59] Vernimmen Pièrre, **Op. cit**, 1998, p 233.

الفرق بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الأموال المقترضة، هذا الفائض سوف يعود على المساهمين ويرفع بذلك مردودية الأموال الخاصة، فأثر رافعة المديونية يرفع مردودية الأموال الخاصة ومن هذه الخاصية سمي بأثر الرافعة.

فالمديونية يمكن لها أن ترفع من مردودية الأموال الخاصة للمؤسسة دون أن تغير من المردودية الاقتصادية، لكن الفرضية الأساسية لهذه الآلية، تحقق جدلية أن المردودية المالية ترتفع عندما تزيد المؤسسة من مديونيتها، هو أنه يجب أن تكون المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة، وفي خلاف ذلك، أي عندما تستدين المؤسسة بمعدل تكلفة أعلى من المردودية التي يمكن أن تحصل عليها من استثمار الأموال المقترضة، ويكون هناك عجز سيحمل على مردودية الأموال الخاصة، لأن النتيجة تنخفض وتصبح مردودية الأموال الخاصة أقل من المردودية الاقتصادية. إذا عندما تصبح المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، فإن أثر رافعة المديونية ينعكس فتنخفض مردودية الأموال الخاصة التي تصبح أقل من المردودية الاقتصادية.[60]

✓ **الصيغة الرياضية لأثر الرافعة المالية:[61]**

يمكن تحديد أثر الرافعة المالية، انطلاقا من المعطيات التالية:

$\mathrm{R_E}$: نتيجة الاستغلال.

R_{net}: النتيجة الصافية.

R_{e}: المردودية الاقتصادية.

R_{CP}: مردودية الأموال الخاصة.

CP: الأموال الخاصة.

D: الاستدانة الصافية.

i: تكلفة الاستدانة.

IS: معدل الضريبة على أرباح الشركات.

لدينا ما يلي: نحدد النتيجة الصافية بدلالة نتيجة الاستغلال:

$$R_{\mathrm{net}} = (\mathrm{R_E} - i.\mathrm{D})(1 - \mathrm{IS})$$

وبقسمة طرفي المعادلة السابقة على الأموال الخاصة CP نجد:

$$R_{CP} = \frac{R_{net}}{CP} = \frac{(R_E - i.D)(1 - \mathrm{IS})}{CP}$$

$$= \frac{(R_{\mathrm{E}} - i.D)(1 - \mathrm{IS})}{\mathrm{CP} + \mathrm{D}} . \frac{\mathrm{CP} + \mathrm{D}}{\mathrm{CP}}$$

[60] قلي محمد، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 49، 50.

[61] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 286، 287.

$$= \left(R_{\mathrm{e}} \cdot \frac{\mathrm{CP}}{\mathrm{CP}} + \mathrm{R_e} \cdot \frac{\mathrm{D}}{\mathrm{CP}} - i \cdot \frac{D}{CP}\right)(1 - \mathrm{IS})$$

وبالتالي يمكن صياغة أثر الرافعة المالية رياضيا كالتالي:

$$R_{\mathrm{CP}} = \left(\mathrm{R_e} + (\mathrm{R_e} - i)\frac{\mathrm{D}}{\mathrm{CP}}\right)(1 - \mathrm{IS})$$

حيث:

$(\mathrm{R_e} - i)$: الهامش بين المردودية الاقتصادية وتكلفة الإستدانة.

$\frac{\mathrm{D}}{\mathrm{CP}}$: الرافعة المالية وتقيس تركيبة الهيكل المالي.

$(\mathrm{R_e} - i)\frac{\mathrm{D}}{\mathrm{CP}}$: أثر الرافعة المالية.

- حالات أثر الرافعة المالية

كغيرها من المؤشرات المالية تتعدّد حالات أثر الرافعة المالية بتغيّر مكوناتها وتأثر المردودية المالية بذلك، وعلى هذا الأساس تُستخدم كأداة مساعدة على اتخاذ القرارات المالية، وذلك وفقا للحالات التالية:[62]

* **أثر الرافعة المالية موجب:** وتُدعى كذلك بأثر الرفع المالي الناتج عن الانعكاس الإيجابي للجوء المؤسسة للاستدانة على مردودية المساهمين، وتتحقق عندما تُحقق المؤسسة مردودية اقتصادية تفوق تكلفة اللجوء إلى الاستدانة، والقرار المالي المناسب هو الرفع من معدلات الاستدانة، وذلك لما يخلفه من أثر إيجابي على المردودية المالية.

* **أثر الرافعة المالية معدوم:** ويتحقق ذلك في عدة حالات من بينها حالة تساوي المردوية الاقتصادية مع تكلفة الاستدانة، وفي هذه الحالة يكون للرافعة المالية أثر حيادي، وبالتالي لا يمكن الاعتماد على هذه الآلية لاتخاذ قرار مالي مناسب، لأن الهيكل المالي مستقل تماما عن المردودية المالية، ويمكن للمسير المالي اللجوء إلى مؤشرات أخرى كنسبة الاستقلالية المالية.

* **أثر الرافعة المالية سالب:** ويُدعى بأثر المطرقة ويتحقق عندما تكون المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة، وفي هذه الحالة فإن أي زيادة في الاستدانة سيكون لها أثر سلبي على المردودية المالية، وبالتالي فالقرار المالي المناسب هو التقليل من الاستدانة واللجوء إلى موارد مالية بديلة.

مثال:[63] أحسب أثر الرافعة المالية لكل سنة انطلاقا من الجدول التالي:

---

[62] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية): أحوبة تمارين وحلول (الجزء الثاني)**، ط 2، دار وائل للنشر، عمان، 2011، ص ص: 218، 219.

[63] نفس المرجع، ص: 221.

البيان	1	2	3	4	5
الأموال الخاصة	100	115	320	300	240
الديون المتوسطة وطويلة الأجل	123	180	540	640	680
النتيجة الصافية	14	16	20 -	60 -	40 -
المصاريف المالية قبل الضريبة	11	18.5	29	63	83
معدل الضريبة على الربح	0.35	0.35	0.35	0.35	0.35

وذلك إذا علمت أن قيمة الضريبة تحسب بالعلاقة التالية:

قيمة الضريبة = (النتيجة الصافية × IS) / (1−IS)

الحل: نقدم في الجدول التالي العناصر الضرورية لحساب أثر الرافعة المالية للمؤسسات الخمس، وذلك على النحو التالي:

البيان	1	2	3	4	5
قيمة الضريبة على أرباح الشركات	7.53	8.61	0	0	0
نتيجة الاستغلال	32.53	43.1	9	3	43
المردودية الاقتصادية بعد الضريبة (%)	9.48	9.49	0.68	0.2	3.03
تكلفة الاستدانة بعد الضريبة (%)	5.81	6.68	4.79	9.6	9.99
الرافعة المالية	1.23	1.57	1.69	2.13	2.83
أثر الرافعة المالية (%)	4.6	3.6	7.2 -	20.53 -	21 -
المردودية المالية (%)	14	13.91	6.25 -	20 -	16.67 -

ومن خلال هذا الجدول نستنتج أنّ المؤسسات التي حققت أثر رافعة مالية سالب (هذا مع العلم أنها حققت خسارة) هي تلك التي كانت لديها ديون أكبر، فكلّما ارتفعت نسبة الهيكل المالي متمثلة هنا في مستوى الرافعة المالية كلّما أدّى ذلك إلى ارتفاع تكلفة الاستدانة إلى أن تصل إلى مستوى لا تتمكن المؤسسة عنده وبعده من تغطيته باستخدام المردودية الاقتصادية فيصبح عندها هامش الرافعة المالية سالب، وهو ما يؤثر على قيمة أثر الرّافعة المالية سلبا فتنخفض المردودية المالية نتيجة لذلك وتزداد انخفاضا كلما زاد مستوى الدّيون مقارنة بالأموال الخاصة.

3-2- النظرية التقليدية

تعتبر نظرية الربح الصافي Net Income Theory (NI) التي طورت من طرف David Durand، والتي تم نشرها عام 1952، أولى النظريات التي اهتمت بتفسير الهيكل المالي للمؤسسة وتحليل أثر ذلك على قيمة المؤسسة.

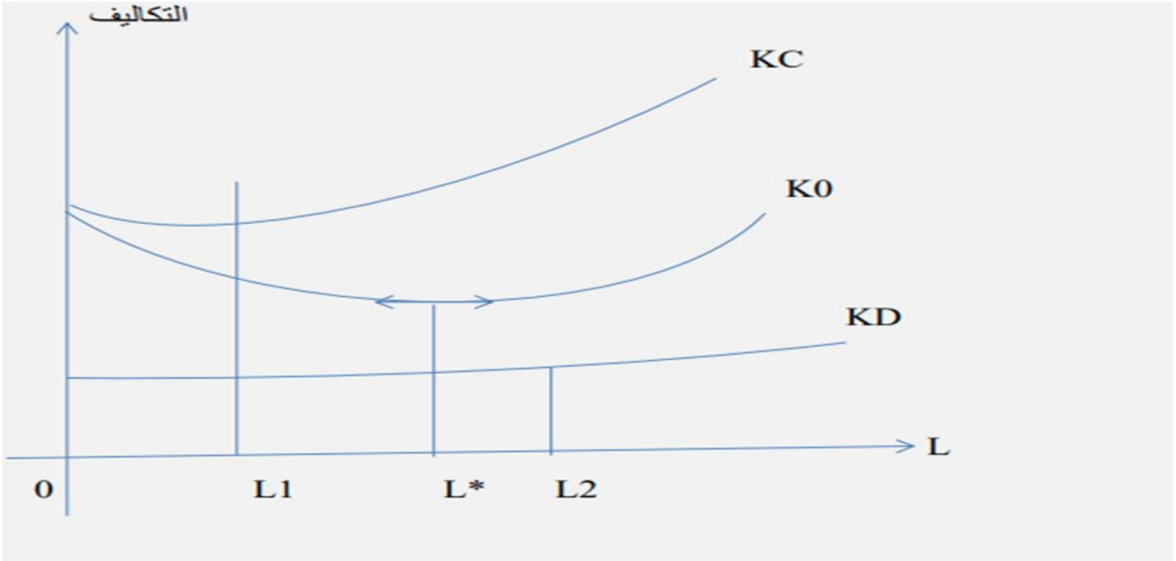
يؤكد David Durand أنه بالإمكان التأثير على القيمة السوقية للمؤسسة وتكلفة الأموال المرجحة بواسطة التغير في نسبة الرافعة المالية، فزيادة التمويل بواسطة الديون ذات التكلفة الأقل سوف تضمن انخفاض في تكلفة الأموال المرجحة والتي بالضرورة تؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة.[64]

وفقاً لوجهة النظر التقليدية فإن قيمة المؤسسة يمكن أن ترتفع، ويمكن أن تنخفض تكلفة الأموال في نفس الوقت، عن طريق تشكيلة مميزة من الأموال الخاصة والقروض، إذ أن التكلفة الكلية للأموال يمكن أن تصل إلى أدنى حد لها عند مستويات مقبولة من الاقتراض تسمى بنسبة الاقتراض المثلي، وعلى ذلك فإنهم يؤيدون فكرة وجود هيكل تمويلي أمثل من شأنه أن يجعل القيمة السوقية المؤسسة في أقصى قيمة لها، وتكلفة الأموال في أدنى حد لها.

وبرهانهم في ذلك أن تكلفة الأموال الخاصة أعلى من تكلفة الاقتراض، بمعنى أن المخاطرة المتأتية من الأموال الخاصة أعلى من المخاطرة المتأتية من القروض من جهة، ومن جهة أخرى فإن تكلفة القروض (والتي تندرج ضمن المصاريف المالية) لها خاصية الاقتصاد في الضريبة، ويبرز ذلك في تخفيض الوعاء الضريبي (الضريبة على الأرباح)، وهذا ما لا تتميز به العوائد المتأتية من الأموال الخاصة.[65]

ويمكن تفسير سلوك تكلفة الأموال في هذا المدخل من خلال الشكل التالي

الشكل 02: منحنى يبين العلاقة بين تكلفة الأموال والرفع المالي حسب النظرية التقليدية



Source: J. Barreau, J. Delahaye, Gestion financière: Manuel et applications, 12eme édition, Dunod, 2003, p 373.

[64] قلي محمد، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 50.

[65] سالم صلال الحسناوي، **الإدارة المالية الحديثة**، دار الرضوان للنشر والتوزيع، عمان، 2018، ص: 119.

ويشير الشكل أعلاه إلى أن تكلفة الأموال تنخفض مع أي زيادة في نسبة الاقتراض، إلى أن تصل الى النقطة (*L) عندما تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع.

وتفسير ذلك هو أن الاعتماد على الاقتراض يخفض من تكلفة الأموال؛ لأن هذا المصدر يعد مصدراً منخفض التكلفة، وعلى الرغم من أن تكلفة الأموال الخاصة ترتفع مع زيادة القروض، إلا أن الاقتراض لا يزال يساهم في تخفيض التكلفة الكلية للأموال.

وعند الوصول إلى النقطة (*L) تكون تكلفة الأموال في أدنى حد لها، وبالطبع قيمة المؤسسة في أقصى حد لها. ولكن بعد هذه النقطة تبدأ تكلفة الأموال الكلية في الارتفاع؛ لأن المكافأة المطلوبة من المساهمين أصبحت تفوق التكلفة المنخفضة للاقتراض بسبب زيادة الخطر. بحيث تبدأ تكلفة الأموال الخاصة ترتفع بمعدلات كبيرة. ومن هنا خلصت النظرية التقليدية إلى أن المغالاة في الاعتماد على الاقتراض يؤدي إلى الزيادة في تكلفة الأموال الخاصة بمقدار يفوق الوفورات المتأتية من زيادة الاعتماد على الاقتراض ذات التكلفة المنخفضة، وهذا ما يجعل تكلفة رأس المال ترتفع. أي أن الهيكل التمويلي الأمثل هو الذي تكون فيه نسبة الاقتراض في النقطة (*L)، وهي التي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى أقصاها وتصل تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى.[66]

ووجهت لهذه النظرية عدة انتقادات منها، تجاهل الضرائب، تجاهل تكاليف الإفلاس والمراقبة وتجاهل المخاطر المالية الناتجة عن الديون، وثبات معدل العائد المطلوب من المساهمين، وهذا غير واقعي فالمساهمون لا ينتظرون المستوى الأقصى للديون للمطالبة بعلاوات المخاطرة تعوضهم عن الخسائر المحتملة.

3-3- نظرية Modigliani et Miller (1958) ونظرية (1963) في الحالتين وجود وغياب جباية المؤسسات.

قدم كل من Modigliani & Miller (MM) نموذجاً حول السلوك التمويلي للمؤسسات يهتم بالهيكل التمويلي لها، إذ أسهما كثيراً بمقالاتهم في النظرية المالية الحديثة.

ولقد أثبت كل من (MM) عدم وجود هيكل تمويلي أمثل للمؤسسة، وهذا عبر اقتراحين الأول في حالة غياب الضرائب والثاني في حالة وجود الضرائب.

3-3- 1- نظرية Modigliani et Miller (1958) في حالة غياب الضرائب

[66] نفس المرجع، ص: 122.

يرى كل من (MM) أنه في ظل غياب الضرائب فإن القيمة السوقية للسهم (قيمة المؤسسة) وتكلفة رأس المال مستقلان تماماً عن الهيكل التمويلي أي عن تغيرات نسبة الافتراض (الاستدانة). ولقد أستند كل من (MM) على مجموعة من الفرضيات التي شكلت الأساس لنظريتهم وهي:[67]

- الأسواق المالية هي أسواق كاملة، والمعلومات متاحة لجميع المستثمرين بدون تكاليف؛
- لا توجد تكاليف للمعاملات المالية؛
- سلوك المستثمر عقلاني في السوق المالي؛
- تصنيف المؤسسات إلى فئات متجانسة المخاطرة، ومنه فكل مؤسسة داخل كل فئة تتعرض إلى نفس درجة المخاطرة؛
- سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها المؤسسة تقضي بتوزيع كل أرباحها؛
- غياب تضارب المصالح (المسيرون يديرون المؤسسة حسب مصلحة مساهميها)؛
- إمكانية قيام المستثمرين بالإقراض والاقتراض بنفس أسعار الفائدة ونفس الشروط التي تحصل فيها المؤسسة على القروض (الديون).

جوهر النظرية يعتمد على فكرة أساسية مفادها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها (أصولها الاقتصادية)، وبعبارة أخرى مهما كان المزيج الذي يتكون منه الهيكل التمويلي فإن قيمة المؤسسة لا ينبغي أن تقل أو تزيد عن قيمة استثماراتها، والتي تتحدد بدورها في ضوء كل من العائد المتوقع الحصول عليه من تلك الاستثمارات، والمخاطر المرتبطة بذلك العائد.[68]

توصل كل من (MM) أن القرار التمويلي للمؤسسة من حيث الاختيار بين الاقتراض (الاستدانة) والأموال الخاصة لتمويل استثماراتها سوف لن يؤثر بأي حال من الأحوال على قيمة المؤسسة والمهم هو تمويل برنامجها الاستثماري دون مراعاة طبيعة مصدره، وهذا الاستنتاج يبقى صحيحاً في ظل غياب الضرائب على أرباح المؤسسات.

---

[67] تبر زغود، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية- دراسة ميدانية**، رسالة ماجستير، علوم التسيير، تخصص: مالية مؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2009، ص: 66.

[68] لزهاري زواويد، **دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة: دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2009-2011**، مذكرة ماستر، علوم التسيير، تخصص: مالية مؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2012، ص: 58.

خلصت هذه الدراسة إلى أنه في حالة تماثل مؤسستين في حجم الدخل المحقق مع انتمائهما لنفس فئة الخطر واختلافهما من حيث الهيكل التمويلي الخاص بهما، فلا بد أن تتساوى قيمتاهما في هذه الحالة[69].

ولكي يوضح كل من (MM) فكرتهما استخدما أسلوب المراجحة بين المؤسسات التي تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة (تضم الأسهم العادية والأسهم الممتازة والتمويل الذاتي المتضمن الإحتياطات + مخصصات الإهتلاك والمؤونات) في تمويل استثماراتها من جهة، وبين المؤسسات التي تعتمد في ذلك على مزيج متكون من الأموال الخاصة والقروض من جهة أخرى.

فبافتراض أن هناك مؤسستين تنتميان لنفس درجة المخاطر ولهم خصائص اقتصادية متشابهة، إلا أنهما مختلفتان من حيث الهيكل التمويلي، حيث أن الأولى تعتمد على الأموال الخاصة فقط في التمويل، والثانية تعتمد على القروض إلى جانب الأموال الخاصة، وبالتالي حسب كل من (MM) لا بدّ أن يكون لهاتين المؤسستين نفس القيمة في السوق المالي.

في البداية نفرض أن قيمة المؤسسة 2 أكبر من قيمة المؤسسة 1 (V2>V1).
ونفرض أيضا أنه لدينا مساهم في المؤسسة 2 يريد بيع أسهمه أو جزء منها بغية شراء نفس عدد الأسهم السابق امتلاكها بالمؤسسة 2 في المؤسسة 1 مع حصوله على الفرق بين القيمتين في شكل نقود سائلة، أو يقوم بحالة عكسية وهي شراء عدد من الأسهم من المؤسسة 1 يفوق عددها ما يمتلكه في المؤسسة 2، ويتحقق هذا من خلال ما يسمى **بالرافعة المالية الشخصية*** التي تتساوى نسبتها مع الهيكل التمويلي للمؤسسة الثانية[70].

ومنه فالمستثمر من خلال أسلوب المراجحة سيحقق عائد أعلى دون أن يتحمل مخاطر إضافية، وهذا نظراً لتساوي نسبة الاقتراض (الاستدانة) في الرافعة المالية الشخصية مع الرافعة المالية للمؤسسة المستدينة.

وعلى اعتبار أن باقي المستثمرين يمارسون أسلوب المراحجة وبفعل قوى العرض والطلب في السوق المالي، ستنخفض قيمة أسهم المؤسسة المستدينة (المؤسسة 2) وعليه تنخفض قيمتها السوقية،

---

[69] هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودوره في إتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008، ص: 204.

* وهي نسبة تقيس الديون إلى الأموال الخاصة بالنسبة للمستثمر.

[70] تبر زغود، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 69-71 [بتصرف].

مقابل ارتفاع قيمة أسهم المؤسسة غير المستدينة وبالتالي ارتفاع قيمتها السوقية إلى أن تصبح V2 = V1.

وخلاصة القول هو أنه في حالة وجود مؤسستان تنتميان إلى نفس فئة المخاطرة، ومتماثلتان في نفس الخصائص عدا هيكلهما التمويلي، فإن أسلوب المراجحة كفيل بتحقيق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين مهما اختلف هيكلهما التمويلي[71].

3-3- 2- نظرية Modigliani et Miller (1963) في حالة وجود الضرائب

في مقال لهما نشر سنة 1963 قدم كل من (MM) طرحهما الثاني للنظرية محاولان استدراك الانتقادات التي وُجهت لنموذجهما خاصة تلك المتعلقة بتجاهلهما للضريبة على ربح المؤسسة والضريبة على دخل المستثمر الشخصي.[72]

انطلقا في تحليلهما من فكرة أن الضرائب ينتج عنها ما يعرف بالوفرات الضريبية والتي تعني تقليص الضريبة على أرباح المؤسسة، فلو أخذنا فكرة المثال السابق لمؤسستين متماثلتين في الخصائص عدا في الهيكل التمويلي، الأولى تعتمد على التمويل بالأموال الخاصة والثانية تعتمد على الأموال الخاصة والاقتراض في تمويلها، فإن قيمة المؤسسة الثانية تكون أكبر من قيمة المؤسسة الأولى وهذا بمقدار القيمة الحالية للوفرات الضريبية.[73]

في ظل فئة مخاطر معينة تزداد قيمة المؤسسة كلما زاد اعتمادها على الاقتراض (الديون) ليصبح هيكلها التمويلي الأمثل هو ذلك المعتمد بشكل مطلق على الديون كونه يحقق لها أدنى تكلفة رأس مال ممكنة ويؤدي إلى تعظيم قيمة المؤسسة إلى حد كبير[74].

النتيجة التي توصلا إليها هي أنه في حالة وجود الضرائب فإن التمويل عن طريق الديون يصبح أكبر جاذبية من التمويل عن طريق الأموال الخاصة وذلك نظرا للوفورات الضريبية الناجمة عن الاستدانة. فمن بين الميزات التي تتيحها الاستدانة، أنها تعتبر من بين التكاليف التي يمكن تخفيضها عند حساب الضريبة على الأرباح، ومن ثم فإن خضوع ربح المؤسسة للضريبة يعني أن المؤسسة التي يتكون هيكلها المالي من القروض إلى جانب الأموال الخاصة تستطيع تحقيق وفورات ضريبية.[75]

---

[71] **نفس المرجع** ، ص:71.

[72] إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية): دروس وتطبيقات (الجزء الأول)**، مرجع سبق ذكره 2011، ص: 406.

[73] تبر زغود، **مرجع سبق ذكره**، ص:77. [بتصرف]

[74] هواري سويسي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 205.

[75] قلي محمد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 58.

ويمكن صياغة قيمة المؤسسة المعتمدة في هيكلها التمويلي على الأموال الخاصة والاقتراض وفق المعادلة الرياضية التالية:[76]

$$VE= VN+TD$$

حيث:

VE: القيمة السوقية لمؤسسة مستدينة (تعتمد على الأموال الخاصة والديون في التمويل) ؛

VN: القيمة السوقية لمؤسسة غير مستدينة (تعتمد على الأموال الخاصة فقط في التمويل) ؛

T: تمثل معدل الضريبة على أرباح المؤسسات؛

D: تمثل قيمة الأموال المقترضة؛

TD: تمثل القيمة الحالية للوفرات الضريبية وتحسب وفق المعادلة التالية:

TD = قيمة الفوائد × معدل الضريبة / سعر الفائدة على القروض

ويستعمل سعر الفائدة كمعدل استحداث يتم وفقه استحداث الوفرات الضريبية (الاقتصاد في الضريبة) السنوية المتوقعة، كونه تم افتراض أن السندات ليس لها تاريخ استحقاق مثل الأسهم، واستخدام تكلفة الاقتراض كمعدل للخصم باعتبار أنه لا توجد تكلفة للإفلاس مما يجعل من ثبات معدل المردودية المطلوب على الاستثمار في تلك القروض (معدل الاستحداث) مساويا لسعر الفائدة على القروض.

3-4- نظرية Miller (1977) في حالة وجود جباية المؤسسات وجباية الأشخاص.

قدم Miller افتراضا مغايرا لما أتى به Modigliani et Miller بخصوص قرار الاقتراض وما يترتب عنه، فقد قدم في سنة 1977 طرحا جديدا مفاده أن قرار الاقتراض لا يترتب عليه وفورات ضريبية هذا بسبب الضريبة الشخصية التي يتحملها المساهمون على الدخل من هذه الأسهم. ويتضح ذلك من ملاحظاته على اقتراضات مماثلة تتعلق بصافي الثروة في عشرينيات وخمسينيات القرن الماضي، رغم أن معدل الضريبة في المرحلة الأولى كان يتراوح بين 10٪ و 11٪، بينما بلغ المعدل الثاني 52٪. مع زيادة المدخرات الضريبية مع زيادة الديون، من المتوقع أن ترتفع نسبة الاقتراض في الخمسينيات. وقال أيضًا إنه إذا كانت هناك وفورات ضريبية، فلن يكون هناك سوى موقف واحد حيث لن يتم فرض ضرائب على الدخل الشخصي للمساهمين على دخل أسهمهم.[77]

---

[76] لزهاري زواويد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 59.

[77] Swanson Zane, et.al, **The capital structure paradigm: evolution of debt/equity choices**, Praeger/Greenwood, 2003, p: 49.

كانت النتائج التي توصل إليها Miller مبنية أساسا على مدى اختلاف معدل الضريبة الشخصية على أرباح الأسهم عن تلك المفروضة على كوبونات السّندات، ففي حالة معدلات ضريبة متساوية على كل من عوائد الأسهم والسندات فإن الاقتراض يزيد من قيمة المؤسسة رغم وجود الضريبة الشخصية على كل من الأرباح الموزعة والكوبونات. لكن بالرجوع إلى الواقع، نجد أن المؤسسات لا تقوم بتوزيع الأرباح على المساهمين، بل عادة ما يخصص جزء منها للاحتياطات أو لإعادة شراء الأسهم. وعليه فإن نسبة الضريبة الشخصية الفعلية على حصص الأرباح تكون أقل من تلك المفروضة على العمليات المالية الأخرى (إقراض واقتراض، شراء وبيع السندات، إلخ).

وفي حالة معدل الضريبة الشخصية على الأرباح أقل منه على كوبونات السندات فإن قيمة المؤسسة غير المقترضة أعلى منها مقارنة بالمقترضة، وهي نتيجة معاكسة تماما لما تم التوصل إليه في الحالة السابقة وكذا في الأدبيات المتعلقة بمسألة الوفر الضريبي الناتج عن الديون. مما يعني أن طبيعة تأثير وجود الديون في هيكل تمويل المؤسسة مرتبط بمدى اختلاف معدلات الضريبة الشخصية المفروضة على عوائد كل من المساهمين والمقرضين.

3-5- تأثير نظريات العلاقة التوازنية، الإشارة والتمويل السلمي في اختيار الهيكل المالي

3-5-1- نظرية العلاقة التوازنية (تكلفة الإفلاس، تكلفة الوكالة):

تقضي هذه النظرية بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض، هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفرات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.[78]

وقبل التطرق لفحوى نظرية العلاقة التوازنية، نستعرض أولا تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة لتبسيط فهم النظرية.

*** تكلفة الإفلاس:**

تكلفة الإفلاس هي التكلفة الناتجة عن عجز المؤسسة في سداد التزاماتها عند تواريخ استحقاقها (الفوائد، أصل القرض)، هذا ما يؤدي بها إلى إجراء قانوني يعلن إفلاسها، ويخص ذلك الإجراء المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة والاقتراض في تمويلها، في حين المؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة فقط في تمويلها غير ملزمة بإرجاع قيمة السهم، أو دفع التوزيعات إذا لم تقرر ذلك، ما يجعلها لا تتعرض لمثل هذه الإجراءات.

[78] منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأة المعارف، مصر، 2003، ص295.

وتتمثل تكلفة الإفلاس في مختلف التكاليف التي قد تتحملها المؤسسة عند الإفلاس سواء كانت مباشرة (مختلف المصاريف كأتعاب المحامين، تعويضات تسريح العمال، مصاريف إدارية...) أو غير مباشرة (عدم إمكانية الحصول عن تمويلات تخفيض قروض الموردين،....).[79]

ويزداد مخطر الإفلاس كلما زاد ثقل الاقتراض (الديون) في حجم الهيكل التمويلي، الأمر الذي يجعل من ممولي المؤسسة (دائنين أو مساهمين) يطالبون بمعدل مردودية مرتفع يعكس حجم الخطر (علاوة المخاطر)، مما ينعكس طردياً على تكلفة رأس المال، ومن ثم ينعكس سلبياً على القيمة السوقية للمؤسسة.

*** تكلفة الوكالـة**

استنادا لنظريات المنظمات (نظرية تكلفة الصفقات، نظرية تكلفة الوكالة) فإن المؤسسة عبارة عن مركز للتعاقد سواء كانت عقود مكتوبة أو غير مكتوبة، وعلى المسير تسيير هذه العقود وتكاليفها، فنظرية تكلفة الوكالة هي نتيجة لمشكل الرشادة المحدودة وخصوصية المعلومة.[80]

تعرف الوكالة لغويا التفويض والاعتماد، أما اصطلاحا فهي تفويض حق من حقوق الملكية من المالك (الموكِل) لشخص آخر (الموكَل) كحق الاستعمال أو التصرف.

تعتبر هذه النظرية أن الإدارة عبارة عن وكيل عن المساهم وهذا الوكيل انتهازي وذو رشادة محدودة، على عكس ما كان يعتقد سابقا بأنه ذو رشادة غير محدودة، قد يهدف هذا الوكيل إلى تعظيم منفعته على حساب الموكل.[81]

ووفقا لفرض هذه النظرية فإن المساهمون يلجأون إلى متابعة الأمور التي تجري داخل المؤسسة بأنفسهم أو بواسطة وكلاء عنهم، ما يترتب عليهم تحمل هذه المهمة التي تدفع بهم إلى الرفع من معدل المردودية المطلوب، ما ينعكس أثره على ارتفاع تكلفة رأس المال، ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.[82]

وبعد التعرف على نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة يمكن إبراز القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية من خلال الشكل التالي:

---

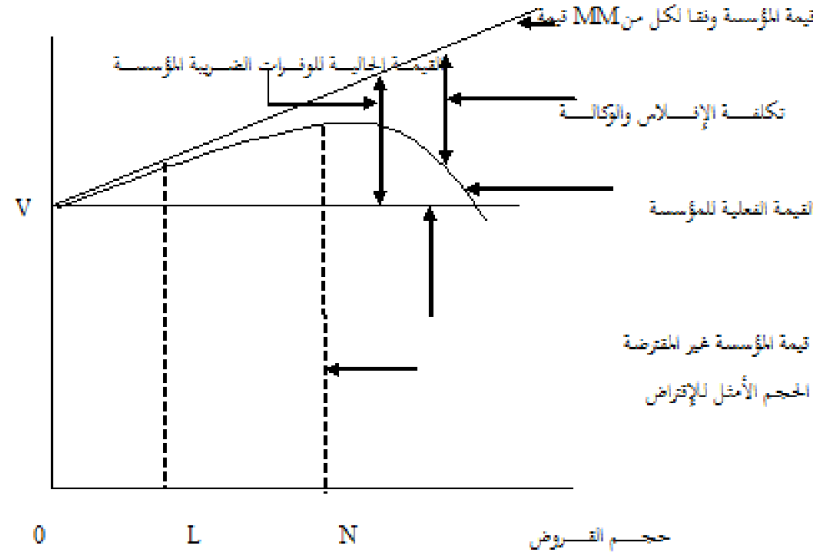
[79] Pierre vernimmen,op.Cit, P644.

[80] Michel Albouy et al, **les grand auteurs en finance,** EMS, paris, 2003, P128.

[81] منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص178.

[82] هواري سويسي، **مرجع سبق ذكره**، ص207.

الشكل 03: القيمة السوقية للمؤسسة في ظل نظرية العلاقة التوازنية



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص296.

من خلال الشكل أعلاه يبدو أنه كلما زادت نسبة الأموال المقترضة ارتفعت القيمة السوقية للمؤسسة وهذا ما يعكسه ميل الخط المستقيم، غير أنه من ناحية أخرى يترتب على زيادة نسبة الأموال المقترضة عن حد معين (النقطة L) ظهور الآثار السلبية ممثلة في القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس والوكالة، وإن كان حجمها أقل من القيمة الحالية للوفرات الضريبية، وكنتيجة لذلك تظل القيمة السوقية للمؤسسة متجهة نحو الارتفاع وإن كان ذلك بمعدلات متناقصة كما هو مبين على المنحنى، ويظل الحال كذلك حتى بلوغ نسبة الأموال المقترضة النقطة N التي عندها تتساوى الوفرات الضريبية مع تكلفة الإفلاس والوكالة، ولتصبح النقطة N ممثلة لحجم الأموال المقترضة، وبعد النقطة N تصبح تكلفة الإفلاس والوكالة أكبر من الوفرات الضريبية مما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة ستتجه نحو الانخفاض.

تبدو آثار تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة على القيمة السوقية للمؤسسة واضحة، وذلك بمقارنة المنحنى بالخط المستقيم الذي يكشف عن العلاقة بين الأموال المقترضة والقيمة السوقية للمؤسسة في ظل فكر كل من (MM)، أي في ظل إفتراض غياب تكلفة الإفلاس والوكالة وأيضا في ظل غياب الضريبة الشخصية على دخل المستثمر، وبين النقطتين L وN ترتفع قيمة المؤسسة السوقية بمعدل متناقص، ثم تنخفض بعد النقطة N تحت تأثير تكلفة الإفلاس والوكالة، أما في ظل مدخل (MM) فترتفع القيمة السوقية للمؤسسة باضطراد مع زيادة في الاعتماد على الأموال المقترضة.[83]

[83] منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 296،297.

3-5-2- نظرية الإشارة:

مفاد هذه النظرية هو عدم تماثل المعلومات داخل السوق المالي، وأنه ليس بالضرورة المعلومات التي تنشرها المؤسسات تكون صادقة، وانطلاقا من هذا فبإمكان مديري المؤسسات الجديدة إصدار إشارات خاصة تميزها عن باقي المؤسسات الأخرى الأقل أداء منها.

ميزة هذه الإشارة أنها صعبة التقليد من طرف الغير، وتقوم هذه النظرية على فكرتين هما:
- نفس المعلومة، غير موزعة في جميع الاتجاهات، أي أن المعلومات لا تكون متوفرة لدى جميع المستثمرين؛
- المعلومات لا تفهم وهي غامضة، يصعب إدراكها حتى وإن كانت متوفرة لدى الجميع.[84]

الإشارات المستخدمة عديدة نذكر أهمها: هيكل رأس المال، سياسة مكافأة رأس المال، أو اللجوء إلى أوراق مالية معقدة (مركبة)،....إلخ.

تقترح هذه النظرية نموذجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلها التمويلي فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق المالي إلى صنفان A و B.
بحيث المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من مؤسسات الصنف B.
ومن أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A و B، يحدد المستثمرين في السوق مستوى من المديونية (الاقتراض) D* يسمى المديونية الحرجة، بحيث المؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها قدرة على الاستدانة أعلى من D* وهكذا.[85]

وإذا أراد مسيرو المؤسسة A التدليل على أن مؤسستهم ذات مردودية عالية فعليهم إصدار المزيد من الديون، ومن شأن هذه العملية أن ترفع من القيمة السوقية للمؤسسة (تأثير إيجابي على أسعار الأسهم)، هذا على عكس مسيري المؤسسة الأقل أداءً الذين لا يستطيعون تقليد المؤسسة B بإصدار المزيد من الديون.

وخلصت النظرية من جانب الهيكل التمويلي كإشارة للتدليل عن المؤسسة، أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين قيمة المؤسسة ونسبة الاستدانة في الهيكل التمويلي، وكذلك وجود علاقة ارتباط

---

[84] عبد الوهاب دادن، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل التمويلي – الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث**، جامعة ورقلة، العدد04، 2006، ص112.

[85] يوسف قريشي، **سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005، ص ص 166،167.

إيجابية بين كل من القيمة السوقية للمؤسسة ومستوى الديون واحتمال تعرض المؤسسة للإفلاس وأن أهمية تكلفة الإفلاس من شأنها تخفيض مستوى الديون.[86]

وقد تتبع المؤسسة سياسة توزيع الأرباح كإشارة للتدليل عنها في السوق المالي، حيث يؤدي إعلان إدارة المؤسسة عن توقعاتها بزيادة مقدار الأرباح الموزعة للسهم إلى زيادة القيمة السوقية لأسهمها في السوق المالي (البورصة)، ونفس التأثير يحدث عند التوزيع الفعلي للأرباح، غير أن التوقعات الصادرة من المؤسسة بما فيها ما يتعلق بالتوزيعات هو الأمر الذي يحدد القيمة السوقية للسهم (القيمة انعكاس للمستقبل).[87]

وفي الواقع العملي، تقوم المؤسسات المدرجة بالبورصة في كثير من الحالات بإعلان توقعاتها بشأن الأرباح، كما قد تقوم بإعادة تصحيح تلك التوقعات، فهذا الإجراء من شأنه أن يؤثر على قيمة المؤسسة السوقية بالارتفاع في حالة الزيادة، وما يفسر لجوء المؤسسة لذلك إنما يقع في خانة هذه النظرية التي يقصد منها إعطاء إشارة للسوق.[88]

3-5-3- نظرية التمويل السلمي- جوردن دونالدسون:

وتسمى بنظرية الالتقاط التدريجي لمصادر التمويل (نظرية التمويل التسلسلي) وتعتبر من بين أهم النظريات الحديثة المفسرة للسلوك التمويلي للمؤسسة ظهرت منتصف الثمانينات، وتفترض وجود ترتيب بين مختلف مصادر التمويل.[89]

كان الميلاد الحقيقي للنظرية على يد Donaldson حيث أجرى 172 دراسة ميدانية على عينة من المؤسسات الأمريكية، وتتلخص أبعاد هذه النظرية فيما يلي:[90]

- المؤسسات تفضل الاعتماد على التمويل الداخلي (الذاتي)، المتمثل في الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهتلاك؛
- تأخذ المؤسسات في الحسبان عند تحديد نسب الأرباح الموزعة، أن تكون الأرباح المحتجزة ومخصصات الإهتلاك كافية – في الظروف العادية- لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة؛
- تتبع المؤسسات سياسات توزيع ثابتة للأرباح، بغية تجنب التغيرات المفاجئة خاصة تلك التي تنطوي على إنقاص في قيمة الأرباح الموزعة؛

---

[86] تبر زغود، **مرجع سبق ذكره**، ص102.

[87] هواري سويسي، **مرجع سبق ذكره**، ص210.

[88] **نفس المرجع**، ص211.

[89] تبر زغود، **مرجع سبق ذكره**، ص103.

[90] منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 301، 302.

– إذا لم تكف حصيلة بيع الأوراق المالية إلى جانب التمويل الذاتي لمواجهة الاحتياجات المالية، فإن المؤسسة ستلجأ إلى الاقتراض مباشرة أو إصدار سندات، ثم يأتي بعد ذلك إمكانية إصدار سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، وفي النهاية يأتي دور إصدار أسهم عادية.

ومن خلال ما سبق ترى هذه النظرية أن السلم التمويلي للمؤسسات يكون كالآتي:

1- التمويل الذاتي؛

2- الاقتراض (الاستدانة)؛

3- في حالات استثنائية التمويل بالأسهم.

شهدت نظرية التمويل التسلسلي ثلاث نماذج من قبل مؤيديها، نستعرضهم باختصار فيما يلي:[91]

✓ **نموذج Myers & Majluf 1984**

افترض Myers & Majluf أن مسيري المؤسسة يملكون معلومات ليست متاحة للغير (عدم تماثل المعلومات)، وأنهم يعملون وفقا لمصلحة المساهمين.

وأن مستقبل المؤسسة غير مبشر، حينما يتوقع أن يسعى المسيرون لإصدار أسهم عادية جديدة قصد جلب المزيد من المستثمرين ليتحملوا جزءً من الآثار السلبية المحتملة وبالتالي تخفيف العبء على الأملاك، وبهذا سيبدو أن إصدار أسهم جديدة يرتبط في أذهان المستثمرين المستقبلين بأنه فال غير حسن.

ومنه خلصوا إلى أنه إذا كان مسيري المؤسسة يعملوا وفقاً لمصلحة المساهمين فإنهم لن يقوموا بإصدار أسهم جديدة، وبدل ذلك يستخدموا إصدار ديون خالية من الخطر لتمويل الاستثمار المقترح وبالتالي لا تنخفض أسعار الأسهم في السوق المالي.

وانتهى النموذج إلى أن المؤسسة تلجأ عند تمويل استثماراتها الجديدة إلى المصادر الداخلية (التمويل الذاتي)، ثم الديون الأقل مخاطرة وفي النهاية إصدار أسهم عادية.

✓ **نموذج Williamson**

يفترض هذا النموذج أن أطراف التعاقد (المساهمين، المسيرين والمدينين) ذو رشادة محدودة في التفكير والحساب وأن الأطراف الأخرى التي ستتعاقد معها سيغيرون سلوكهم ليصب في مصلحتهم بعد إمضاء العقد.

[91] لزهاري زواويد، **مرجع سبق ذكره**، ص: 65.

وإذا كان العقد متعلق بالتمويل فإن درجة خصوصية الأصل المراد تمويله هي الفيصل في اختيار مصدر التمويل، فإذا كان الأصل الخاص المراد تمويله هو مشروع بحث وتطوير، فإنه سيلقى القبول من قبل المساهمين أكثر من المقرضين، كونه لا يولد مردودية منتظرة في المواعيد المقدرة، وبالتالي سيمول عن طريق الرفع في رأس المال بإصدار أسهم جديدة لا يكون حجمها كبير.
وبالمقابل إذا كان الأصل المراد تمويله غير خاص، يكون الاقتراض مصدرا ملائما لتمويله لأنه بسيط والعوائد المترتبة عنه تكون بشكل منتظم.

وبالتالي حسب Williamson فإن درجة الخصوصية تظل العامل المحوري الذي يفسر أخيرا نمط التمويل.[92]

✓ **نموذج Myers 1990**

ضمن هذا النموذج يفترض Myers أن المسيرين يسعون إلى تعظيم ثروة المؤسسة، وهذا من خلال زيادة الأموال الخاصة، وبالتالي يكون الرفع في رأس المال أفضل من الاستدانة إذا كان من الضروري اللجوء إلى التمويل الخارجي.

بالتالي ومن أجل الاستثمارات تفضل المؤسسة احتجاز الأرباح بدلا من اللجوء إلى الزيادة في رأس المال التي تفرض توزيع مكافآت رأس المال إضافية، ومنه يفضل التمويل الذاتي على رفع رأس المال.

وعليه ترتب أولوية مصادر التمويل وفق نموذج Myers حسب التسلسل التالي: التمويل الذاتي، زيادة رأس المال وأخيرا الاستدانة.[93]

---

[92] يوسف قريشي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص 167،168.

[93] تبر زغود، **مرجع سبق ذكره**، ص108.

4- سياسة توزيع أرباح السهم في المؤسسة

4-1- مفهوم سياسة توزيع الأرباح

4-1-1- تعريف سياسة توزيع الأرباح

توجد عدة تعاريف للأرباح الموزعة، لعلّ أبرزها:

- التوزيعات هي تلك الدفعات النقدية المقرر توزيعها على حملة الأسهم العادية وفقاً لربحية المؤسسة و سيولتها[94].

- الأرباح الموزعة هي مجموعة النقود المدفوعة لحملة الأسهم في المؤسسة من الأرباح، و يدفع هذا المقسوم عندما تحقق أرباحاً حالية، أو أن يتم دفعه من الأرباح المحتجزة عن فترة سابقة[95].

- التوزيعات هي عبارة عن تعيين جزء من الأرباح الجارية أو المحجوزة مع توافر النية لتوزيع قيمة مماثلة من أصول المشروع على حملة الأسهم أو من لهم الحق في هذه التوزيعات[96].

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف سياسة توزيع الأرباح على أنها: النهج الذي تتبعه المؤسسة من حيث التوزيع للأرباح واحتجاز تلك الأرباح لإعادة استثمارها، وتتمثل السياسة المثلى للتوزيعات في تلك التي تعمل على الموازنة بين التوزيعات الحالية والأرباح المستقبلية والتي ينتج عنها تعظيم سعر السهم.

4-1-2- أساسيات توزيع الأرباح

بعد أن عرفنا سياسة توزيع الأرباح، سنحاول في هذا الجزء التطرق إلى أساسيات توزيع الأرباح وهذا من خلال إجراءات التوزيع، المبلغ، التاريخ وغيرها.

إن توزيعات الأرباح النقدية المتوقعة هي العامل الرئيسي الذي يعتمد عليه المساهمون والمستثمرون من أجل تقييم سعر سهم المؤسسة في السوق ولذلك فإن هناك أمور يجب الاتفاق عليها بين المساهمين ومجلس إدارة المؤسسة، وأبرزها:

---

[94] علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة "دراسة حالة"**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2009، ص: 156.

[95] خديجة خوخي، **دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة "دراسة حالة"**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2011، ص: 42.

[96] أمجد إبراهيم البراجنة، **اختبار العلاقة بين توزيع الارباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للاسهم المتداولة في سوق فلسطين للاوراق المالية**، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية - غزة، 2009، ص: 16.

أ- إجراء توزيع الأرباح النقدية

بمعنى متى وبأية مبالغ سيتم دفع توزيعات الأرباح النقدية للمساهمين في المؤسسة؟
وهو قرار يتخذ من مجلس إدارة المؤسسة في اجتماعاتهم السنوية أو نصف السنوية أو ربع السنوية.
ويعتبر كل من الأداء المالي للمؤسسة وتوزيع الأرباح النقدية السابقة ومستقبل المؤسسة من العوامل الرئيسة التي تؤثر على قرار مجلس الإدارة في ما يتعلق بتوزيعات الأرباح.
يجدر الإشارة إلى أن هذه الإجراءات قد تختلف من بلد إلى أخر.

ب- مبلغ توزيعات الأرباح

إن قرار تحديد مبلغ أو كمية توزيعات الأرباح هو قرار مهم جداً ويعتمد على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة؛ فمعظم المؤسسات لديها سياسة محددة تتبعها فيما يتعلق بكمية التوزيعات.
لكن يمكن لمجلس إدارة المؤسسة تغيير هذه الكمية بناءً على الزيادة أو النقص في الأرباح التي حققتها المؤسسة.

ج- تواريخ توزيعات الأرباح

إذا قام مجلس إدارة المؤسسة بالإعلان عن توزيعات الأرباح، فإنهم غالباً ما يصدرون إعلاناً يبينوا فيه قرار توزيع الأرباح، والموعد النهائي لأسماء المساهمين المسجلين في سجلات المؤسسة والذين يحق لهم الحصول على هذه التوزيعات وموعد الدفع، هذا الإعلان ينشر عادة في الصحف اليومية والصحف التي تختص بالأخبار المالية.

د- تاريخ التسجيل

وهو التاريخ الذي يتم وضعه من قبل مجلس إدارة المؤسسة، ويقوم المساهمون والأشخاص المعنيون بالتوزيعات بتسجيل أسمائهم في هذا التاريخ بغية الحصول على توزيعات الأرباح المعلنة في فترة محددة في المستقبل.

هـ- تاريخ الدفع

ويقرر من قبل مجلس إدارة المؤسسة، وهو اليوم الفعلي الذي تبدأ فيه المؤسسة بالقيام بدفع توزيعات الأرباح للمساهمين المسجلين في تاريخ التسجيل.

و- خطط إعادة استثمار توزيعات الأرباح

العديد من المؤسسات العالمية اليوم تقدم لمساهميها خطط لإعادة استثمار أرباحهم، والتي تمكن المساهمين باستثمار توزيعات الأرباح التي حصلوا عليها من أجل تملك أسهم إضافية بدون تحمل تكاليف للمعاملات.[97]

[97] فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثانية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص: 300- 304.

4-1-3- العوامل المؤثرة على سياسة توزيع الأرباح

يجب على المسير المالي أن يأخذ في الحسبان مختلف العوامل المؤثرة عندما يشكل أو يرسم مستوى التوزيعات الحالية أو يخطط سياسة التوزيعات المستقبلية ومن أهم هذه العوامل ما يلي:

أ- ربحية أو عائد الفرص الاستثمارية المتاحة أمام المؤسسة:

إذا لم تكن المؤسسة ترغب في استثمار أرباحها في شراء استثمارات أو زيادة أصولها المتداولة أو أنها لا ترغب في استهلاك ديونها، فإنه يمكن توزيع هذه الأرباح نقداً، ومن ناحية أخرى إذا ما توافر لدى المؤسسة فرصة استثمارية مربحة، فإنه يمكن استخدام هذه الأرباح في تمويلها.
ومن الشائع أو المألوف أن المؤسسات النامية أو التي تنمو بسرعة و التي تتاح أمامها فرص استثمارية عالية تتردد في استخدام الأرباح في تمويلها، رغم أنها لا تستطيع أن تجري توزيعات بصفة كلية وإنما تفضل تمويل الاستثمارات من الأرباح (تمويل ذاتي أو داخلي) بدلاً من توزيع الجزء الأكبر منها واللجوء للتمويل الخارجي عن طريق إصدار أسهم جديدة أو سندات، كون هذا التمويل يحملها تكلفة تسمى بتكلفة التعاملات المالية وهي المتعلقة بإصدار وبيع الأسهم أو السندات، ويمكن تجنب هذه التكلفة بالكامل إذا ما تم استخدام الأرباح في التمويل.

ولهذا ينصح باستثمار الأرباح الحالية في أصول أكثر سيولة (الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي) وهذا يعني إمكانية الحصول على هذه الأموال وتوجيهها في الوقت المناسب إلى الاستثمارات أو الفرص الاستثمارية المربحة.

ب- الشروط والاعتبارات التعاقدية:

قد تتضمن الاتفاقات والعقود المبرمة بين المؤسسة والدائنين أو بينها وبين أصحاب الأسهم الممتازة بعض الشروط تحد من تصرف المؤسسة، حماية للدائنين وأصحاب الأسهم الممتازة، حيث قد يشترط الدائنون أن لا يتم إجراء أي توزيعات نقدية على أصحاب الأسهم العادية إلا بعد أن يتم الوفاء بالشروط الاتفاقية، حيث قد يشترط الحفاظ على مستوى ملائم من رأس المال العامل أو قيوداً على الاستثمارات، وقد يشترط حملة الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح ألا يتم دفع أو إجراء أي توزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد دفع توزيعات الأسهم الممتازة المستحقة حالياً أو عن سنوات سابقة.[98]

[98] عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 2004، ص ص: 402 - 405.

ج- القيود القانونية:

بهدف حماية مجموعة المقرضين الذين أقرضوا المؤسسة ووفروا مصادر التمويل، تقوم المؤسسات التشريعية بوضع قيود على المؤسسة بحيث لا تفوق المبالغ المخصصة للتوزيع (على حملة الأسهم) مجموع أرباح السنة والأرباح المحتجزة، ولكن القانون يسمح بالمقابل أن تكون توزيعات الأرباح أكبر من أرباح السنة لوحدها.

أما إذا كانت على المؤسسة التزامات ومطلوبات مستحقة أو تتعرض لمشاكل مالية قد تقودها إلى الإفلاس، فإن الكثير من التشريعات القانونية في معظم الدول تمنع مثل هذه المؤسسات من توزيع الأرباح، وبالمقابل تسعى بعض المؤسسات لحماية المالكين من ضريبة الدخل الواجبة الدفع في حالة توزيعها أرباح نقدية، فإذا تبين للجهات القانونية والضريبية أن مؤسسة معينة تماطل في دفع الأرباح للمالكين لهذا الغرض فإنها تكون عرضة للمساءلة القانونية والغرامة.

د- القيود الداخلية:

إن المتطلبات المالية للمؤسسة مرتبطة بشكل مباشر بمعدل النمو المتوقع وكذلك بحجم الموجودات المطلوب شراؤها في المستقبل، وعند اتخاذ قرارات الموازنة الرأسمالية يجب أن تحدد المؤسسة مدى قدرتها في الحصول على التمويل من المصادر الخارجية، فمثلا المؤسسات الكبيرة ذات النمو السريع تستطيع الحصول على المبالغ اللازمة خارجياً بشكل سريع وميسر عكس المؤسسات الصغيرة التي يكون توزيع الأرباح فيها قليل مقارنة بالمؤسسات الكبيرة.

هـ- اعتبارات سوقية:

يضع المسؤولون في الإدارة المالية سياسة توزيع الأرباح بالمؤسسة وفقاً لطبيعة الاستجابة المتوقعة لحملة الأسهم، ذلك أن حملة الأسهم يتخذون قراراتهم في شراء الأسهم بناءً على معايير منها طبيعة سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة، والمؤسسات عموماً تختلف في نظرهم وفقاً لسياسة توزيع الأرباح، فهناك مؤسسات تقوم بتوزيع نسبة ثابتة أو متزايدة من الأرباح، في حين أن هناك مؤسسات تتبع سياسة توزيع أرباح متقلبة، كما ينظر البعض إلى أن المؤسسة التي تعتمد على سياسة توزيع أرباح ثابتة أقل مخاطرة، ذلك أن التدفقات النقدية المستقبلية يمكن التنبوء بها وبالتالي مخاطرتها

متدنية وهذا ينعكس على تخفيض معدل الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية وتقييم السهم وبالتالي زيادة قيمة السهم وارتفاع ثروة المساهمين.[99]

و- توفير السيولة:

يتطلب توزيع الأرباح على المساهمين توفر السيولة النقدية الكافية لدى المؤسسة، فقد تكون المؤسسة رابحة بالفعل وحققت أرباح وفيرة خلال السنوات السابقة ولكن نظراً لاحتجاز هذه الأرباح واستعمالها لتمويل وتوسعة العمليات التشغيلية للمؤسسة فإنه لا تتوفر السيولة الكافية لدى المؤسسة لتوزيع أرباح عالية على المساهمين وبالتالي فإن توفير السيولة لدى المؤسسة يلعب دوراً في تحديد سياسة توزيع الأرباح لدى المؤسسة.

ز- الاعتبارات الضريبية:

إن الموقف الضريبي للمساهمين يؤثر بشكل كبير على الرغبة في التوزيعات، فعلى سبيل المثال نجد أن المؤسسة التي يملكها عدد محدود من الأفراد الذين يخضعون لمعدلات ضريبية عالية من الأرجح أن يدفع لهم توزيعات أرباح منخفضة نسبياً، فالمساهمون يفضلون الحصول على دخلهم في شكل فائض قيمة بدلاً من أن تكون في شكل توزيعات، والتي تكون معرضة لمعدلات عالية لضريبة الدخل الشخصية، ومع ذلك فإن المساهمين الذين يخضعون لمعدلات ضريبية منخفضة، قد يرغبوا في الحصول على توزيعات أرباح مرتفعة.

ح- تكلفة المعاملات المالية:

يتحمل المستثمر تكلفة عند قيامه بأي معاملة مالية، فلو تؤخذ هذه التكلفة في الاعتبار فإن المستثمر الذي بحاجة إلى التمويل لمواجهة نفقاته الجارية، يفضل التوزيعات على فائض القيمة لنفس المبلغ.

ومن ناحية أخرى قد يفضل المستثمر ترك أمواله مستثمرة، فإذا أجرت المؤسسة التوزيعات فقد يقوم المساهم باستثمارها بنفسه ويتحمل السمسرة المترتبة على هذه العملية المالية.[100]
ولكن إذا فضلت المؤسسة احتجاز التوزيعات واستثمارها، فإن المساهم سوف يحصل على الدخل الإضافي أي فائض القيمة دون تحمل نفقات وتكاليف.

---

[99] أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص: 273- 275 .

[100] خديجة خوخي، **مرجع سبق ذكره** ، ص ص: 48- 50.

ط- التأثير على قيمة السهم واستقرار التداول على أسهم المؤسسة:

تستخدم المؤسسات عادةً وسائل متعددة بهدف جذب المستثمرين، ومن هذه الوسائل توزيع الأرباح بهدف تحقيق المنافسة مع المؤسسات، مما يتطلب من المؤسسة أن تحدد مقدار العائد على أسهمها بمعدل قليل من معدل السهم بالمؤسسات الأخرى بالسوق وخاصة المماثلة والعاملة في نفس القطاع حتى تتمكن من المنافسة.

إن عملية توزيع الأرباح تؤدي إلى المحافظة على قيمة السهم بالسوق المالي

قيمة السهم = عائد السهم / تكلفة رأس المال

فإذا فرضنا أن تكلفة رأس المال 10% وعائد السهم 1 فإن قيمة السهم = 10 دينار.[101]

وسياسة التوزيع هذه تحافظ على استقرار المستثمرين والتصاقهم في سهم المؤسسة وعدم البحث عن بدائل أخرى.

ي- الضريبة على المبالغة في حجز الأرباح:

هل يمكن للمؤسسة ألا تجري أي توزيعات نقدية وتحتجز الأرباح التي تتحقق، وتتيح للمستثمر إمكانية الحصول على الدخل من خلال المكاسب الرأسمالية؟

يمكن تحقيق هذه الغاية بشرط إذا ما استخدمت هذه الأموال في شراء أصول إنتاجية وألا تقتصر على عملية الاحتجاز في شكل نقدي أو بدائل النقدية فقط (أسهم، سندات، أذونات الخزانة،....)، فإذا تراكم لدى المؤسسة استثمارات شبه سائلة نتيجة حجز الأرباح، وتجاوز هذا الحجز المستوى المقبول فقد تلجأ بعض الأنظمة لفرض ضريبة إضافية على ذلك الجزء من التراكمات في هذه الأصول والمتجاوز للمستوى المقبول، وعلى الرغم أن هذا الإجراء غير مستحب تطبيقه إلا أنه أداة فعالة للحيلولة دون لجوء المؤسسات لمثل هذه الأساليب لتجنب توزيع الأرباح.[102]

4-1-3- أنواع وأشكال أخرى لسياسة توزيع الأرباح

سنحاول في هذا الجزء التعرض لأهم أنواع وأشكال سياسة توزيع الأرباح، فهناك عدة بدائل وخيارات أمام المؤسسة يمكن أن تتبناها في توزيعات الأرباح، بحيث يمكن أن تكون على شكل نقدي، أو على شكل عيني أو قد توزع كلياً، أو قد تحتجز، أو غير ذلك.

---

[101] دريد كامل آل شبيب، **إدارة مالية: الشركات المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص ص: 227،228.

[102] أمجد إبراهيم البراجنة، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 20،21.

4-1-3-1- أنواع سياسة توزيع الأرباح:

أ- سياسة تعتمد نسبة مقسوم ثابتة: Constant-Payout-Ratio Dividend Policy

ويقصد بنسبة مقسوم الأرباح هي النسبة المئوية (من كل وحدة نقدية ربح) سيتم توزيعها على المساهمين على شكل نقد، وتحسب بقسمة مقدار مقسوم أرباح السهم الواحد (Dps) على ربحية السهم الواحد (Eps).

$$Pay\text{-}out\text{-}Ratio = Dps / Eps$$

حيث:

EPS: ربحية السهم الواحد = صافي الربح (القابل للتوزيع وليس المقرر توزيعه كمقسوم أرباح)/عدد الأسهم المصدرة.

إن سياسة توزيع الأرباح التي تعتمد على نسبة ثابتة (كنسبة مقسوم أرباح) تقوم على تثبيت هذه النسبة في كل فترة يتم فيها اتخاذ قرار بتوزيع أرباح على المساهمين.[103]

وما يعاب على هذه السياسة هو أن المؤسسة إذا ما حققت أرباح منخفضة في فترة من الفترات وعند التزامها بنسبة ثابتة لمقسوم الأرباح، فإن حصة السهم الواحد من الأرباح التي سيتم توزيعها ستكون صغيرة جداً، أو قد تحقق المؤسسة خسائر في إحدى الفترات، وتتوقف عن توزيع الأرباح، وبما أن الأرباح الموزعة تعتبر مؤشراً لحالة المؤسسة مستقبلاً من وجهة نظر المستثمرين فإن سعر سهم المؤسسة سوف يتأثر سلبياً ويتعرض للانخفاض في السوق المالي.

ب- سياسة توزيع أرباح منتظمة:

هذه السياسة مبنية على دفع توزيعات أرباح ثابتة في كل فترة زمنية. بشكل عام، يعتبر المساهمين هذه السياسة بأنها سياسة إيجابية تخفض من درجة عدم التأكد لديهم فيما يتعلق بتوزيعات الأرباح المستقبلية. وغالباً ما تقوم المؤسسات التي تتبع مثل هذه السياسة بزيادة توزيعات الأرباح كلما تأكدت من زيادة أرباحها وتحت هذه السياسة فإن توزيعات الأرباح لا تنخفض أبداً.

---

[103] أسعد حميد العلي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 376.

ج- سياسة توزيع أرباح منتظمة منخفضة ومتزايدة:

تقوم هذه السياسة على دفع توزيعات أرباح ثابتة ولكن بمبالغ منخفضة، وتقوم المؤسسة بزيادة هذه التوزيعات حين تحقق أرباح أعلى من أرباحها العادية في فترة زمنية معينة، هذه السياسة مستخدمة بشكل كبير في المؤسسات التي تواجه تذبذبات موسمية في أرباحها[104].

المؤسسات التي تستخدم هذه السياسة يجب أن تقوم بزيادة دفع توزيعات الأرباح الثابتة حين تتأكد من زيادة أرباحها.

4-1-3-2- أشكال أخرى لسياسة توزيع الأرباح

أ- توزيع الأرباح على شكل أسهم وتجزئة الأسهم:

تقوم العديد من المؤسسات بتوزيع أسهم مجانية أو منحة بدلاً من توزيع أرباح نقدية على المستثمرين، وتقوم المؤسسات بهذه العملية لعدة أسباب منها:

- زيادة رأسمال المؤسسة وعدم توسيع قاعدة المساهمين؛
- الاحتفاظ بالأرباح وعدم توزيعها بهدف استثمارها؛
- زيادة الطلب على أسهم المؤسسة في السوق وذلك نتيجة لزيادة سيولتها الناتجة عن انخفاض سعر السهم بعد التوزيع؛
- إرضاء رغبات المستثمرين وجعلهم يتمسكون بسهم المؤسسة في حالة عدم توزيع أرباح نقدية، نتيجة لعدة أسباب منها عدم توفر سيولة كافية لتوزيع أرباح نقدية.

وينظر المستثمرون إلى توزيع الأسهم المجانية (المنحة) على أنه مؤشر إيجابي، وأن المؤسسة قامت بهذه العملية نتيجة لتوقعها نمو الأرباح التي ستتحقق في المستقبل.[105]

وتعتبر عملية تجزئة السهم عملية مشابهة لعملية توزيع الأسهم المجانية من ناحية تأثيرها على سعر السهم ومن ناحية توقعات المستثمرين، والفرق الوحيد أنه في حالة عملية تجزئة السهم يتم تفتيت القيمة الاسمية للسهم.

ب- معكوس الاشتقاق:

ويقصد بمعكوس الاشتقاق هو عملية تخفيض عدد الأسهم، فقد تتخذ المؤسسة قرار باستبدال مجموعة من الأسهم بسهم واحد، ومن مبررات سياسة تخفيض عدد الأسهم ما يلي:

---

[104] فايز سليم حداد, **مرجع سبق ذكره**، ص: 314.

[105] عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم**، مجلة هيئة الأوراق المالية والسلع, أبوظبي- الإمارات العربية المتحدة, فبراير/ مارس، 2006، ص: 72.

- قد تلجأ المؤسسة إلى ذلك عندما تنخفض القيمة السوقية للسهم إلى درجة كبيرة، بسبب مشكلات خاصة تعاني منها، أو بسبب كساد عصف بالصناعة التي تنتمي إليها؛
- رغبة المؤسسة في تخفيض القيمة النسبية لعمولة السمسرة التي تتسم بها الأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر, وهو ما يترك أثر إيجابي على سيولة السهم.[106]

الهدف من هذه الإجراءات هو زيادة القيمة السوقية للسهم.

ج- التوزيعات الإضافية:

تستخدم بعض المؤسسات خليط من التوزيعات أي في شكل توزيعات منتظمة مع توزيعات نقدية إضافية فمثلاً قد يقرر مجلس الإدارة إجراء توزيعات منتظمة على أساس ربح سنوي لكل سهم بواقع 50 دينار للسهم ويتم المحافظة على هذا المستوى بصرف النظر عن الظروف، وإذا ما انتهى العام واتضح أن مستوى الأرباح مرضي فإن المجلس يقرر إجراء توزيعات إضافية بالإضافة إلى التوزيعات المنتظمة وبذلك نجد أن هذه التوزيعات الإضافية تتوقف على أرباح المؤسسة واحتياجاتها من الأموال وهو ما تتبعه مؤسسة جنرال موتورز.[107]

د- إعادة شراء الأسهم العادية:

قد تلجأ المؤسسة في بعض الظروف إلى إعادة شراء أسهمها العادية التي أصدرتها، ومثل هذا الإجراء يؤدي إلى خلق ما يسمى بالأسهم النقدية Treasury Stock وهي عبارة عن سهم سبق إصداره ثم أعيد شراءه بأحد الطريقتين:

أ- السوق المفتوحة: حيث يتاح لأي مستثمر شراء الأسهم التي يرغب فيها؛

ب- المناقصات: وفيها يتم شراء عدد من الأسهم بسعر محدد, وبصفة عامة تحدث عملية إعادة الشراء إذا كان سعر السهم السوقي أقل من قيمته الحقيقية الاقتصادية[108].

إلى جانب أشكال سياسة توزيع الأرباح المذكورة سابقاً، هناك أشكال أخرى غير أنها تقتصر على بعض المؤسسات وأبرز هذه الأشكال:

- الأرباح المقدمة Advance Dividend

وتقوم هذه الطريقة على دفع جزء من الأرباح المستقبلية مقدماً من طرف المؤسسة لصالح المساهمين، وهذا بناءً على القرار الذي يتخذه مجلس إدارة المؤسسة.

---

[106] خديجة خوخي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 45.

[107] علي حنفي، **المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة: التحليل المالي واقتصاديات الإستثمار والتمويل**، دار الكتاب الحديث, القاهرة- مصر، 2008، ص: 231.

[108] **نفس المرجع**, ص 237.

بحيث يدفع المقدم من الأرباح عموماً إما في شهر ديسمبر أو شهر جانفي (بين كل حصتي دفع سنوياً) ويمثل مابين ربع ونصف توزيعات الأرباح سنوياً[109].
الهدف الرئيسي من دفع الأرباح مقدماً هو كسب ثقة المستثمرين في أسهم المؤسسة.

- الأرباح الممتازة (المفضلة) Preferential Dividend

تقوم بعض المؤسسات بمكافأة حملة الأسهم (المساهمين) المخلصين والذين تمسكوا بأسهمهم لأكثر من عامين من خلال ما يسمى بالأرباح الممتازة والتي تؤسس فقط من خلال قرار يتخذ في لقاء استثنائي على مستوى مجلس إدارة المؤسسة، وكمثال لذلك مؤسسة Air Liquide التي خصصت هذه الأرباح للمخلصين لأسهمها.

يتم هذا القرار عندما تصدر المؤسسة أوراق مالية جديدة. مثل: سندات التحويل، أو الضمانات التي يمكن أن تؤدي إلى ارتفاع الأسهم الجديدة[110].

4-2- النماذج والنظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح

بعد أن تطرقنا لعرض المفاهيم الأساسية لسياسة توزيع الأرباح، وذلك من خلال المفهوم، والأساسيات والعوامل المؤثرة فيها وكذا الأنواع والأشكال التي تكون عليها، سنخصص هذا الجزء من المحور لأهم النماذج والنظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح، وقد تم تقسيمه إلى أربعة عناصر، نتناول في الأول أهم النظريات في ظل ظروف التأكد التام، وفي الثاني النظريات في ظل ظروف عدم التأكد، وفي المطلب الثالث تقييم للنظريات، في حين نتناول في العنصر الرابع نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح.

4-2-1- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف التأكد التام

سنتطرق في هذا الجزء لأهم نظريات ظروف التأكد التام، وأبرزها نظرية كل من ميلر ومديجلياني (MM)، وجوردن (GORDON)، وفان هورن (VAN HORN)، ونعني بظروف التأكد التام أن الأرباح والاستثمارات المحققة معروفة مسبقاً ودون وجود مخاطر. وهذا يندرج تحت فرضية السوق الكفئة.

---

[109] Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 6emedition, DALLOZ, Paris, 2006, p804.

[110] Pierre Vernimmen, **Corporate Finance**, Second Edition, John Wiley & sons.Ltd, United Kingdom,2009, p797.

4-2-1- 1- نظرية عدم ملائمة التوزيعات لميلر ومديجلياني (MM) 1961:

قدم هذه النظرية كل من ميلر ومديجلياني حيث يرى كل منهما في ظل هذه النظرية عدم وجود علاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر الأسهم وتكلفة الأموال للمؤسسة، أي أن سياسة توزيع الأرباح غير ملائمة لتحديد سعر الأسهم، و بعبارة أخرى أن قيام المؤسسة باحتجاز الأرباح أو توزيعها هو أمر لا يهم المستثمر.[111]

وبالتالي فان سعر السهم يتحدد حتما للقدرة الإيرادية للمؤسسة ووفقا لمخاطر أعمال المؤسسة وهذا ما يجعل من سعر أثر الأرباح الناتجة عن أعمال المؤسسة وليس للطريقة التي تقسم بها تلك الأرباح بين التوزيعات والاحتجاز.

ومن الأسس الافتراضية التي تقوم عليها هذه النظرية ما يلي:[112]

- عدم وجود ضرائب على المؤسسات أو ضرائب شخصية على الدخل؛
- عدم وجود نفقات للتعامل في الأسهم (مثل عمولات الوسطاء)؛
- ليس للرافعة المالية أثر على تكلفة رأس المال؛
- للمدراء و المتعاملين نفس المعلومات حول مستقبل المؤسسة؛
- ليس لتقسيم الربح بين الاحتجاز والتوزيع أثر في الأموال المملوكة؛
- سياسة تخطيط الإنفاق الرأسمالي مستقلة عن التوزيعات.

غياب عامل المخاطرة، أي أن المؤسسة تعمل في ظروف تأكد تام بمعنى أن المستثمر يستطيع التبوء بالتوزيعات والأسعار المستقبلية بشكل مؤكد، أي يوجد معدل خصم واحد ملائم لجميع المؤسسات في السوق.[113]

***الصيغة الرياضية للنظرية:**

---

[111] محمد زرقون، **أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الإقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، العدد 08، 2010، ص 86.

[112] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية: النظرية والتطبيق**، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 455.

[113] محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية- مصر، 2008، ص: 334.

تبنى هذه النظرية على فرضية أن الهيكل المالي للمؤسسة يتكون فقط من الأموال الخاصة في التمويل، ولذلك فإن قيمة السهم السوقية حاليا في بداية الاستثمار مساوية للقيمة الحالية لتوزيع الأرباح المدفوعة نهاية الفترة مضافا إليها قيمة السهم الجديدة في نهاية الفترة. والمعادلة توضح ذلك:

$$N.\ DPA = \Delta N.P_1 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots (1-1)$$

حيث:

N: عدد الأسهم الجديدة التي تم إصدارها؛

DPA: توزيعات السهم الواحد؛

NP_1: سعر السهم بعد دفع التوزيعات نهاية الفترة.

بما أننا في حالة التأكد المطلق، والأرباح ثابتة، وبنفس درجة المخاطرة، تساوي قيمة الأموال الخاصة ما يلي:

$$N.P_0 = (N + \Delta N).\ P1$$

$$N.P_0 = N.P_1 + \Delta N.\ P_1 \quad \Longrightarrow \quad N.\ P_0 = N.\ P_1 + N.DPA$$

$$\Longrightarrow N(P_0 - P_1) = N.DPA$$

$$P_0 - P_1 = DPA \quad \ldots (2-1)$$

نلاحظ من المعادلة الأخيرة، أن التوزيعات مساوية تماما للتغير في القيمة السوقية، فأي زيادة/ تخفيض في التوزيعات سوف يصاحبه انخفاض/ زيادة في القيمة السوقية للأموال الخاصة بنفس المقدار.[114]

4-2-1-2- نظرية 1989 (VAN HORNE):

قدم فان هورن (VAN HORNE)، نموذجا يؤكد فيه على أن سياسة توزيع الأرباح لا يمكن أن تكون من بين المتغيرات التي تحدد قيمة السهم في بداية الفترة، تساوي القيمة الحالية للتدفقات المتولدة عنه خلال الفترة، وتتمثل هذه التدفقات في التوزيعات التي يحصل عليها حامل السهم في بداية الفترة. والمعادلة التالية توضح ذلك كما يلي:

$$P_0 = (DPA + P_1)\ /(K+1) \quad \ldots\ldots (1-3)$$

حيث:

K: معدل الاستحداث أو معدل المرد ودية المطلوب.

على افتراض أن المؤسسة تعتمد في تمويلها على الأموال الخاصة فقط، وكان عدد الأسهم العادية في

[114] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص:141.

بداية الفترة هو N سهم، وأن المؤسسة أصدرت أسهم عادية جديدة خلال الفترة عددها N* سهم، فإن المعادلة تصبح ما يلي:

$$P_0 = (N . DPA + (N + N^*) P_1 - N^* . P_1) 1 / K+1 \ldots\ldots (1-4)$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تتمثل في القيمة الحالية للتوزيعات التي يحصل عليها المساهمين في نهاية الفترة، مضافا إليها القيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مطروحا منها القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم الجديدة في نهاية الفترة، حيث أن قيمة الأسهم الجديدة هي القيمة التي تتساوى فيها الموارد المالية للمؤسسة مع الاحتياجات المالية المطلوبة فان اقتصرت الموارد المالية على الأرباح التي تتحقق خلال الفترة بالإضافة إلى متحصلات بيع الأسهم الجديدة والاستخدامات على التوزيعات والاستثمارات التي تم تنفيذها في بداية الفترة فان القيمة السوقية للأسهم الجديدة تتحدد وفق المعادلة التالية:

$$Rnet + N^*.P_1 = I + N. DPA \ldots. (1 - 5)$$

حيث:

Rnet: تمثل النتيجة الصافية، الأرباح المحققة.

I: الاستثمارات المقرر تنفيذها.

وعليه فان:

$$N^*.P_1 = DPA. N + I - Rnet \ldots. (1 - 6)$$

بالتعويض في المعادلة السابقة نجد:

$$P_0 = 1 / 1+K (N_0. DPA + (N^*+ N) P_1 + Rnet - I - N. DPA)$$

$$NP_0 = (N^*+ N) P_1 + Rnet - I / (1 + K) \ldots\ldots\ldots (1 - 7)$$

أي أن القيمة السوقية للأسهم القديمة في بداية الفترة تساوي القيمة الحالية للقيمة السوقية للأسهم القديمة والجديدة في نهاية الفترة مضافا إليها قيمة الأرباح المحققة مطروحا منها الاستثمارات التي نفذت خلال الفترة[115].

نرى من خلال ما سبق أن كلا من MM و VAN HORN في ظل ظروف التأكد التام توصلوا إلى نتيجة واحدة مفادها أنه لا يوجد تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، في حين

[115] خديجة خوخي، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 53- 55.

توصل (GORDON) في نفس الظروف إلى نتيجة مخالفة لهم وأن هناك تأثير لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، وهذا ما سنعرضه في النقطة التالية.

4-2-1- 3- نظرية جوردن (GORDON) 1962:

يختلف فكر مايرون جوردن (MYRON GORDON) اختلافا جوهريا عن فكر ميلر ومديجلياني (MM) وكذا VAN HORN، إذ يعتقد أن سياسة توزيع الأرباح تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وقبل أن نتناول الإثبات الرياضي لوجهة النظر هذه يجب أن نعرض الفرضيات التي قامت عليها النظرية، وتتمثل فيما يلي:[116]

- لايوجد تمويل خارجي، أي أن المؤسسة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة في تمويل استثماراتها؛
- معدل المردودية (العائد) المتوقع على استثمارات المؤسسة ثابت*K؛
- معدل المردودية المطلوب على الاستثمارات ثابتK؛
- لا يخضع دخل المؤسسة أو دخل المستثمر للضريبة؛
- معدل نمو المؤسسة ثابت g يساوي نسبة الأرباح المحتجزة TNDIV مضروبا في معدل المردودية المتوقع؛
- معدل المردودية المطلوب على الاستثمار أكبر من معدل النمو؛
- نسبة الأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية الثابتة لا تتغير DIV.

انطلق برهان GORDON لإثبات هذه المقاربة من نموذج خصم التوزيعات في حالة النمو، وهو كالأتي:

$$V_0 = DIV_1 / (K - g) \ldots\ldots (1 - 8)$$

بما أن التوزيعات تتمثل في قيمة الأرباح المتوقعة مضروبا في (1-TNDIV)، ومنه القيمة تساوي:

$$V_0 = R^* (1 - T_{NDIV}) / (K - g) \ldots\ldots (1 - 9)$$

بتعويض g= (1-TNDIV.K*) في المعادلة السابقة نجد:

$$V_0 = R^*(1 - T_{NDIV}) / (K - K^*. T_{NDIV}) \ldots\ldots (1 - 10)$$

بما أن k=k* يمكن تبسيط المعادلة لتصبح: $V_0=R^*/K$

$$V_0 = R^* / K \ldots\ldots (1 - 11)$$

[116] منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 325.

تبدو القيمة من المعادلة الأخيرة مستقلة تماما عن سياسة توزيع الأرباح، حيث لم يظهر أي متغير من المتغيرات سياسة التوزيعات في دالة القيمة، بل نلاحظ أن دالة القيمة تابعة للأرباح ومعدل المردودية الذي يعكس درجة المخاطرة[117].

مما سبق نجد أن القيمة السوقية للسهم سوف تتأثر بالتغيرات الحاصلة في توزيعات الأرباح، إذ كلما زادت التوزيعات كلما انعكس ذلك إيجابا على القيمة السوقية للسهم الواحد.

4-2-2- النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد

نحاول في هذا الجزء عرض أهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح في ظل ظروف عدم التأكد، وهذا مع البقاء تحت فرضية الكفاءة التامة للسوق المالي في النظريتين الأولتين، والنظرية الثالثة تحت فرضية السوق المالي غير كفء.

4-2-2-1- نظرية سياسة التوزيعات الشخصية Homemade dividend لكل من (MM)

يصر ميلر ومديجلياني (MM) على وجهة نظرهما السابقة بشأن سياسة توزيع الأرباح حتى في ظروف عدم التأكد، فيرى كل منهما أنه في ظل هذا المناخ يستطيع المستثمر أن يشكل لنفسه سياسة التوزيع التي تناسبه Homemade dividend وهنا المستثمر لا يراعي لسياسة التوزيع المنتهجة من قبل المؤسسة، فإذا كانت التوزيعات التي تقررها المؤسسة لا تكفي لتزويده بالدخل الذي يحتاجه، فيمكنه أن يبيع جزءً من الأسهم التي يمتلكها بما يضمن تلك الاحتياجات، فيمكنه استخدام الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة.[118]

***الصيغة الرياضية للنظرية:**

- يفترض النموذج أن النتيجة المحققة هي Rnet لهذه السنة ومبلغ الاستثمار خلال السنة الحالية هو I؛

- مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة هي إما الأرباح المحتجزة أو إصدار أسهم عادية أو طرح سندات جديدة أو الحصول على التمويل من مصادر خارجية D إذا لم يكفي ما تبقى من الأرباح المتولدة في العام السابق Rnet لتمويل الاستثمارات I والتوزيعات المعتمدة Div.

ويمكن توضيح هذا وفق المعادلة التالية:

$$Rnet + D_0 = I + DIV \ldots\ldots (1 - 12)$$

---

[117] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص: 145.

[118] منير إبراهيم الهندي، **الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية- مصر، 2003، ص: 708.

$$DIV = Rnet - I + D \ldots\ldots (1-13)$$

حيث:

Rnet: الأرباح المحققة أو النتيجة الصافية؛

D: التمويل بمصادر خارجية؛

(D+Rnet): الموارد المالية(داخلية وخارجية)؛

I: الاستثمار المنفذ من طرف المؤسسة؛

Div: التوزيعات المعتمدة؛

Div+1: الاستخدامات المالية.

إن حصول المؤسسة على أموال من مصادر خارجية سوف يترتب عليها مصاريف مالية تتمثل في تكلفة هذه الأموال، هذه الأخيرة أعباء غير مؤكدة.[119]

لتصبح المعادلة بالشكل:

$$DIV = Rnet - FF_1 \ldots\ldots (1-14)$$

نقوم بافتراض أن المؤسسة سوف يتم تصنيفها بنهاية العام الحالي، أين يتم توزيع حصيلة التصفية آنذاك $Rnet_1$ بين المساهمون على ما قيمته $Dive_1$ وبين مصادر التمويل الجديدة التي ستحصل على قيمة D_1 وفق المعادلة التالية:

$$P_0 = D_0 + P_1 = D_0 + D_1 / 1 + K \ldots..(1-15)$$

$$P_1 = (DIV_1 - P.\ R.\ COV\ (DIV_1.\ R_M)) / (1 + R_{SR}) \ldots\ldots (1-16)$$

حيث:

PR: تمثل بدل المخاطرة، والمتمثل في نسبة الفرق بين مردودية السوق ومردودية الأصل بدون مخطر إلى تباين السوق؛

$COV(DIV_1.RM)$: التباين المشترك بين عائد التوزيعات DIV_1 ومردودية السوق RM؛

RSR: معدل المردودية بدون مخطر.

بتعويض المعادلة (14-1) في (16-1) نجد:

$$P_1 = (Rnet_1 - (FF_1) - PR.\ COV\ ((Rnet_1 - FF_1)\ .\ RM\ ))\ /(Rsr+1\ )\ldots(1-17)$$

$$COV\ ((\ FF_1 - R1)\ .RM) = COV\ (\ R_1.\ RM\ ) - COV\ (FF_1.\ RM\ )\ldots(1-18)$$

---

[119] خديجة خوخي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 57.

بالتعويض نجد:

$$P_1= (R_1-PRCOV(R_1.RM)) /(1+R_{SR}) - (FF_1-PRCOV(FF_1. RM)/(1+Rsr)...(1-19)$$

يتمثل جزء من قيمة السهم الحالية للمصاريف المالية، والتي لا تخرج عن كونها قيمة الديون D وبتعويضها نجد:

$$P_1= (R_1-PRCOV(R_1.RM) /(1+R_{SR}) - D .....(1-20)$$

إذا رجعنا إلى قيمة السهم في الزمن 0، والمتمثلة في المعادلة (1-14) نجد:

$$P_0=D_0+P_1=D_0+D_1/ (1+K) =D_0+ (R_1-PRCOV (R_1. R_{SR}))/ (1+R_{SR})..... (1-21)$$

بتعويض المعادلة نجد:

$$P_0= (R_1-PR.COV (R_1.RM))/(1+R_{SR})+R_0-I ..... (1-22)$$

ومن خلال المعادلة الأخيرة نلاحظ أنه لا يوجد أي متغير من متغيرات سياسة التوزيع (لا التوزيعات الحالية ولا المستقبلية) وهي دليل على حيادية واستقلالية سياسة توزيع الأرباح، والمتغيرات المتحكمة في قيمة السهم السوقية هنا هي قرار الاستثمار بدليل I، وما يترتب عليه من نتيجة حالية ومستقبلية R_1، R_0 وعلاوة المخاطرة المقابلة للمردودية.[120]

وفي الأخير يمكن القول أن كل من MM يؤكدان استقلالية وعدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم، فالمؤسسة لها الحق في اتخاذ السياسة التي ترغب في نهجها، ولا تبالي بردود أفعال المساهمين.

أما في النظرية الموالية لكل من LINTNER et GORDON فسنرى أن هذا النموذج لـMM لا يتوافق ونظرية عصفور في اليد.

4-2-2-2- نظرية عصفور في اليد Bird-In The Hand Theory لـ Gordon and Lintner (1962):

ترى هذه النظرية أن المستثمرين في ظل ظروف عدم التأكد يميلون إلى خصم (استحداث) التوزيعات التي تحدث بعد فترة طويلة بمعدل استحداث K أعلى من تلك التي تحدث بعد فترة قصيرة، نظرا لأن سلوك المستثمرين يتصف بالرشادة، ومن ثم يتجنبون المخاطر، ونتيجة لذلك سوف يفضلون التوزيعات القريبة عن التوزيعات البعيدة في المستقبل.[121]

---

[120] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص:147.

[121] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2002، ص: 376.

***الصيغة الرياضية للنظرية:**

تفترض هذه النظرية أن المؤسسة ممولة بالكامل من الأموال الخاصة، وأن معدل الاستحداث يكون في تزايد من سنة لأخرى، كون المستثمر يتحمل مخاطرة متزايدة بسبب زيادة الأرباح المحتجزة ونكتب:

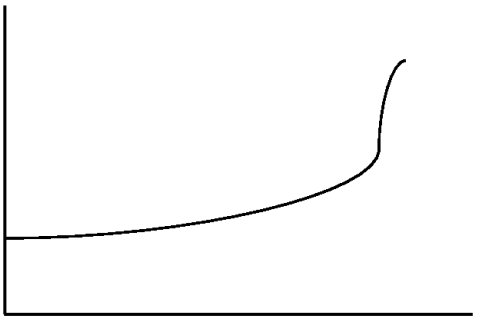
$$K_\infty \ldots\ldots (1-23) < \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots < K_2 < K_1$$

ونتيجة العلاقة العكسية بين معدل الاستحداث، وقيمة السهم فإن هذه الأخيرة في تناقص، والمعبر عنه بالمعادلة التالي:[122]

$$V=\sum_{i}^{\infty} (DIV_i\ (1+K_i)^{-i})=VIN_1(1+K_1)+DIV_2/\ (1+K_2)^2+\ldots+DIV_\infty/(1+K_\infty)^\infty \ldots(1-24)$$

ومنه يمكن القول أن معدل الاستحداث الملائم سوف يزداد كلما زادت نسبة الأرباح المحتجزة وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل 04: العلاقة بين معدل الاستحداث ونسبة الأرباح المحتجزة وفقا لنظرية عصفور في اليد



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **مرجع سبق ذكره**، ص:377.

نلاحظ من الشكل(1-1) أن معدل الاستحداث سوف يزداد بنسبة التوزيعات التي تأتي في المستقبل، فالواقع يشير إلى أنه بزيادة درجة عدم التأكد ونتيجة لأن المستثمر يتجنب المخاطر فسوف يطلب معدل أعلى كلما زادت درجة التأكد، وبمعنى آخر فإن معدل الاستحداث الملائم سوف يزداد كلما زادت الأرباح المحتجزة.[123]

استند كل من Lintner وGordon من خلال هذه النظرية القائمة على العلاقة الطردية بين الزمن وحالة عدم التأكد أن سياسة توزيع سوف تؤثر على القيمة السوقية للسهم، ليس هذا فحسب بل

---

[122] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص: 148.

[123] محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **مرجع سبق ذكره**، ص:377.

إن المستثمرين سوف يفضلون الحصول على فوائض القيم الناجمة عن نمو التوزيعات، ومن ثم ارتفاع سعر السهم في المستقبل غير المؤكد[124].

4-2-2-3- نظرية التفضيل الضريبي

بعد أن تطرقنا في النظريتين السابقتين إلى سياسة توزيع الأرباح لكل منMM، جوردن ولنتر على التوالي، سنحاول في هذه النقطة التطرق إلى نظرية التفضيل الضريبي التي أسقطت فرض عدم وجود الضرائب وتجانسها أي في ظل سوق مالي غير كفء.

ونقصد بالضرائب هنا، الضريبة ما بعد (IBS) المتمثلة في الضرائب على التوزيعات وليس تلك الضرائب المطروحة على النتيجة المحققة (IBS) وكذلك الضرائب على الأرباح غير العادية (فوائض القيم) حيث هناك ثلاثة أسباب للتفكير بأن المستثمرين يفضلون التوزيعات القليلة على التوزيعات العالية وهي:[125]

- في العادة ضريبة فوائض القيم أقل من ضريبة الأرباح الموزعة (في أمريكا الحد الأعلى لضريبة فوائض القيم 28 % بينما هي 35% على الأرباح الموزعة) وبالتالي فإن المستثمرين الأثرياء (الذين يملكون معظم الأسهم ويستلمون معظم التوزيعات) قد يفضلون قيام المؤسسات بحجز الأرباح وإعادة استثمارها في المؤسسات نفسها، ومنه فإن احتجاز الأرباح قد يؤدي إلى زيادة سعر السهم، حيث يتم استبدال العوائد الجارية ذات الضريبة الأعلى بفوائض القيم ذات الضريبة الأقل؛

- إن الضرائب المستحقة على فوائض القيم لا تدفع إلا في حالة بيع السهم، وبسبب القيمة الزمنية للنقود، فإن تكلفة الدينار المدفوع كضريبة مستقبلا أقل من تكلفة الدينار المدفوع كضريبة حالا؛

- إذا تم الاحتفاظ بسهم معين من قبل مستثمر حتى وافته، فإن الورثة لن يدفعوا ضريبة فوائض القيم لأن قيمة السهم في تاريخ الوفاة بالنسبة لهم هي بمثابة تكلفة حصولهم على أسهم.

ومن خلال ما سبق سنناقش هذه النقطة في حالتين وهما حالة تساوي بين معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم، وحالة الاختلاف بينهما.

أ _ حالة وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم

اعتقد كل من MM أنه لا تأثير لسياسة التوزيعات على القيم السوقية للسهم، وهذا عكس ما أكده كل من جوردن ولتنر أي أن لسياسة التوزيع أثر على القيمة السوقية للسهم، في حين أن نظرية

---

[124] خديجة خوخي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 59.

[125] عدنان تايه النعيمي وآخرون، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 456، 457.

التفضيل الضريبي تختلف عنهم فهي تقضي بأن احتجاز الأرباح وليس توزيعها هو الذي يساهم في تعظيم ثروة الملاك، وبافتراض أنه لدينا مؤسستين متماثلتين عدا في سياسة توزيع الأرباح فلإيجاد الفرق بين هاتين المؤسستين نعرض المقاربات التالية:

1- مقاربة Farrar et Selwyn 1967

يترتب على تباين المعدلين بطبيعة الحال تباين في ثروة المساهمين لمؤسستين بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، وبالتالي للمساواة بين القيمتين على المؤسسة الدافعة للتوزيعات أن تحقق نتيجة صافية قبل الضريبة على التوزيعات أكبر من النتيجة الصافية للمؤسسة المحتجزة للأرباح بمقدار القيمة الحالية للاقتصاد في الضريبة، وهي ظاهرة تسمى بظاهرة ظلة التوزيعات Dividende tilt.[126]

2- مقاربة Brennan 1970

يرى Brennan أن معدل المردودية الذي يطلبه المستثمر في ظل مؤسستين متماثلتين تتعرضان لنفس درجة المخاطر، ينبغي أن يكون واحد بصرف النظر عن سياسة التوزيعات المتبعة، هذا يعني أنه إذا كانت سياسة التوزيعات المتبعة تقضي بتوزيع نسبة كبيرة من الأرباح المتولدة مما قد يترتب عليه دفع المستثمر ضرائب كبيرة، مقارنة بما كان سيدفعه في حالة تملكه لسهم المؤسسة المماثلة ولكنها تجري توزيعات أقل، فإن القيمة السوقية للسهم الذي يملكه سوف تنخفض[127].

ونكتب:[128]

$$V_{END} = V_{ED} + (irj.\ DIV - ipv.\ NDIV)/K \ldots\ldots\ldots (1-25)$$

حيث:

V_{END}: قيمة المؤسسة غير الموزعة للأرباح؛

V_{ED}: قيمة المؤسسة الموزعة للأرباح؛

DIV : التوزيعات؛

irg : معدل الضريبة على التوزيعات؛

ipv : معدل الضريبة على فائض القيمة؛

ndiv: الأرباح غير الموزعة؛

k : تكلفة رأس المال.

---

[126] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص: 155.

[127] منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 358.

[128] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص: 156.

3- مقاربة Miller et Sholes 1978

يرى كل من ميلر وشولز بأنه يمكن أن يكون لاحتجاز الأرباح جاذبية، في ظل النظام الضريبي الذي يميز فائض القيمة والتوزيعات، غير أنهما يؤكدان على وجود ضريبة يمكن للمستثمر – إذا ما استخدمها– أن يحقق ميزة ضريبية على العائد المتمثل في التوزيعات، ومن أهم المزايا المعروفة التي يمكن أن تتحقق من خلال الأرباح المحتجزة هو تأجيل سداد الضريبة عن نصيب المستثمر في الأرباح.

وفي هذه الحالة يمكن للمستثمر الراغب في التوزيعات اللجوء للرافعة المالية الشخصية، وذلك بافتراض مبلغ يسد احتياجاته، والفوائد عليه متجانسة تماما مع التوزيعات من حيث القيمة، وتاريخ الحدوث، واستثمار المبلغ المقترض في شراء كمية من أسهم المؤسسة الدافعة للتوزيعات. [129]

ومما سبق نجد أن النظريات اعترفت بوجود أثر لسياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم وذلك في ظل تباين معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على فائض القيمة.

ب _ حالة عدم وجود اختلاف بين معدل الضريبة على التوزيعات والضريبة على فوائض القيم

إن الهدف الأساسي للمؤسسة لا يتغير حتى في حالة تساوي معدل الضريبة على التوزيعات ومعدل الضريبة على فوائض القيم، ويبقى لاحتجاز الأرباح الأثر المرغوب على القيمة السوقية للسهم، بحيث أن الاحتجاز للأرباح بدلا من التوزيع يعطي مرونة للمستثمر إذ يتيح له إمكانية تأجيل دفع الضريبة على فائض القيمة.

في حالة احتفاظ المستثمر بالسهم وعدم بيعه، فكلما زادت فترة الاحتفاظ بالسهم انخفض المعدل الفعلي للضريبة وانخفضت القيمة الحالية للضرائب المدفوعة بسبب القيمة الزمنية للنقود، وبالتالي يؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم زيادة جاذبية بالنسبة للمستثمر، إلا أن مزايا احتجاز الأرباح أصبحت أقل مما كانت عليه، لكن قد يكون الأمر عكس ذلك في بعض الحالات الخاصة، أو تبعا لبعض التشريعات الجبائية، وتصبح التوزيعات أحسن من الأرباح غير العادية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية 80 % من التوزيعات التي تحصل عليها مؤسسة ما من استثماراتها في رأس مال مؤسسة أخرى تعفى من الضرائب، وفي هذه الحالة من صالح المؤسسات تحصيل التوزيعات بدلا من الأرباح غير العادية.

---

[129] خديجة خوخي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 66.

4-3- تقييم النظريات

بعد أن تناولنا في الجزء السابق أهم نظريات سياسة توزيع الأرباح في ظل حالة عدم التأكد، سنتطرق في هذا الجزء إلى تقييم تلك النظريات من خلال الأسلوب البياني ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ومتابعة قيمة السهم بعد تاريخ الدفع.

4-3-1- الأسلوب البياني

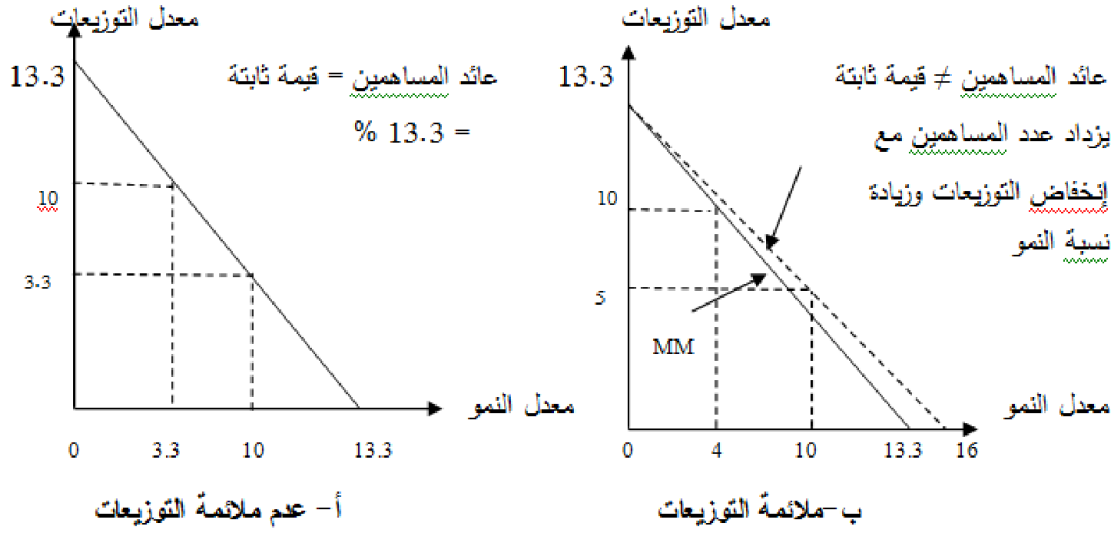
استخدم الأسلوب البياني في دراسة بريجهام وجوردن 1968، وهي دراسة أجريت على عينة من مؤسسات تتبع سياسات توزيع تختلف فيما بينها من حيث غلة التوزيعات Dividend Yield ومعدل النمو Growth rate.

يعتقد كل من MM أن العائد الذي يطلبه المساهمون يتصف بالثبات، في حين يعتقد جوردن ولنتر في أنه يتصف بعدم الثبات، حيث يزداد كلما انخفضت نسبة الأرباح الموزعة، وذلك بسبب عدم التأكد بشأن الحصول على نصيبهم فيما أحتجز من الأرباح.

أما في ظل نظرية التفضيل الضريبي فيتوقع أن ينخفض معدل العائد المطلوب كلما انخفضت التوزيعات، وذلك بسبب الوفورات الضريبية.

تشير الدراسة إلى أنه لو تم الوقوف على معدل التوزيعات، ومعدل النمو لعينة من المؤسسات تتبع سياسات توزيع مختلفة فإن العلاقة ستكون على النحو الموضح في الشكل التالي:[130]

الشكل 05: تقييم النظريات المفسرة للتوزيعات بالأسلوب البياني



[130] منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 374.

المصدر: منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص 376.

نلاحظ من الشكل (2-1) ما يلي:[131]

أنه إذا كان موقع النقط على الخط الموضح في الشكل الأيسر "أ" عدم ملائمة التوزيعات الذي فيه معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين في إجراء التوزيعات لكافة الأرباح المساوية في الشكل لـ 13.3% وهي القيمة على المحور العمودي تساوي معدل العائد الذي يطلبونه في حالة احتجاز كافة الأرباح التي تساوي في الشكل 13.3 % وهي القيمة على المحور الأفقي، بما يعكس ميل لخط الانحدار قدره (-1).

وهذا يعد بمثابة تأييد لفكر MM أي عدم وجود أثر التوزيعات على القيمة السوقية للسهم، مهما كان التوزيع أي توزيع الأرباح كلها أو جزء منها أم عدم توزيعها إطلاقا، لأن العائد يبلغ 13.3% في جميع الحالات.

ومن ناحية أخرى لو أن موقع النقط كان على الخط المتقطع في الشكل "ب" "ملائمة التوزيعات" الذي يعكس أعلى عائد يطلبه المستثمرين وهو 16%، وهذا في حالة احتجاز الأرباح (المحور الأفقي)، وأقل عائد بقيمة 13.3% وهذا في حالة توزيع الأرباح (المحور العمودي)، بما يعكس ميل اكبر من (-1)، وهذا يعد بمثابة تأييد لفكر جوردون ولنتر، أي تأييد لنظرية عصفور في اليد.

أما إذا كان موقع النقط على الخط المتقطع الذي فيه ميل الخط أقل من (-1)، يعني ذلك أن العائد الذي يطلبه المستثمرون يكون أقل من 11% وهذا في حالة احتجاز الأرباح، وأكبر من 13.3%، في حالة توزيعها.

وهذا يعني بمثابة تأييد لنظرية التفضيل الضريبي.

وجهت إلى هذا المنهج المستخدم انتقادات جوهرية، ومن أبرزها:

- لم يتم تثبيت العوامل الأخرى المؤثرة على معدل العائد المطلوب على الاستثمار.
- القياس الدقيق لمعدل النمو المتوقع في قيمة السهم هي مسألة صعبة.

4-3-2- أسلوب نموذج تسعير الأصول الرأسمالية MEDAF:

يقوم هذا الاختبار على فرض جوهري مفاده أن معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون هو محصلة للمخاطر العامة التي تصيب الاقتصاد ككل، وبالتالي تؤثر على عوائد أسهم كافة المؤسسات، كما أنه محصلة لمعدل التوزيعات Divident yield[132]، والصيغة الرياضية لهذا النموذج، هي كالتالي:

---

[131] **نفس المرجع**، ص ص: 375، 376.

[132] منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 377.

$$R_t = R_{SR} + \beta (R_M - R_{SR}) + \lambda (TD_t - TD_M) \ldots\ldots (1-26)$$

حيث:

λ: معدل ثابت يقيس درجة حساسية معدل المردودية المفروض للتوزيعات

TD_t: معدل توزيعات السهم t؛

TD_M: معدل توزيعات محفظة السوق؛

β : معامل بيتا، لقياس المخاطر النظامية؛

R_M: معدل عائد محفظة السوق؛

R_t: معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون؛

R_{SR}: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

وقد اختبرت هذه المعادلة باستخدام تحليل الانحدار، على أساس بيانات تاريخية للمتغيرات R_t، R_M ، R_{SR}، TD_t، TD_M وذلك على أساس أنه لو اتضح أن قيمة معامل التوزيعات λ مساوية للصفر، فيعد ذلك بمثابة تأييد لفكر MM، أي تأييد لنظرية عدم وجود تأثير للتوزيعات على معدل العائد الذي يطلبه المستثمرين.

أما إذا اتضح أن قيمة المعامل سالبة، فيعد هذا بمثابة تأييد لفكر جوردون ولتنر، أي تأييد لنظرية عصفور في اليد التي تقضي بأن المستثمرين يطلبون عائد أقل كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة أي كلما زادت غلة التوزيعات[133].

في حين لو اتضح أن قيمة المعامل موجبة، فإن هذا يعد بمثابة تأييد لنظرية التفضيل الضريبي التي تقضي بأن المساهمين يطلبون عائد أكبر كلما زادت نسبة الأرباح الموزعة.

وقد كشفت الدراسات التي استخدمت هذا الأسلوب عن نتائج متضاربة فيما بينها، فبعضها يؤيد نظرية MM أي عدم وجود تأثير لسياسة التوزيعات، و بعضها يؤيد نظرية عصفور في اليد، والبعض الأخر يؤيد نظرية التفضيل الضريبي، ومن أهم الانتقادات الموجهة لهذا الأسلوب:

- أنه يعتمد على بيانات تاريخية، في حين أن هذه الأخيرة قد لا تعكس ما ستكون عليه تلك البيانات في المستقبل.
- السوق المالي كفء، والذي يعتبر حالة غير واقعية.[134]

4-3-3- قيمة السهم بعد تاريخ الدفع

---

[133] خديجة خوخي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 63.

[134] منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، **مرجع سبق ذكره**، ص: 378.

كما ذكرنا سابقا تاريخ الدفع هو التاريخ الذي يكون فيه الحق بالتوزيعات لمن هو مسجل في سجلات المؤسسة في تاريخ التسجيل.

– فمثلا لو باع مستثمر ما أسهم مؤسسة معينة لمستثمر أخر قبل تاريخ الدفع، فإن التوزيعات تصبح من حق البائع، بينما لو أجريت العملية في تاريخ الدفع فستكون التوزيعات من حق المشتري .

– على اعتبار أننا في عالم لا تفرض فيه ضرائب على دخول المستثمرين، حينئذ يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية للسهم بعد تاريخ الدفع، و ذلك بمقدار نصيب السهم من التوزيعات التي أجريت، وهذا هو فكر MM.

– أما في العالم الذي تفرض فيه ضرائب على دخول المستثمرين، فإن الصورة ستختلف، بحيث المشتري الذي يشتري السهم قبل تاريخ الدفع و أصبح له الحق في التوزيعات، يدرك أن عليه أن يدفع على ما حصل عليه منها.

– وإذا ما انتظر واشترى إلى ما بعد تاريخ الدفع، فستكون التوزيعات من حق البائع، و من ثم لن يدفع المشتري أي ضرائب عليها، وهنا خلصت بعض الدراسات إلى أنه لو صحت نظرية التفضيل الضريبي، التي تقوم على أساس أن معدل الضريبة على فوائض القيم أقل من معدلها على التوزيعات، فإنه يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية للسهم بعد تاريخ الدفع بأقل من قيمة التوزيعات وذلك بفارق الضرائب المدفوعة و إلا لن يقوم البائع ببيع السهم.

وبالطبع لو أن المؤسسة لم تجر توزيعات، لظلت القيمة السوقية للسهم بعد تاريخ الدفع كما كانت عليه قبله.

هذا هو تأثير الضريبة الذي لم يتناوله كل من MM، وهو ما سمح لهما باستنتاج أن القيمة السوقية للسهم قبل تاريخ الدفع ستنخفض بعده بقيمة نصيب السهم من التوزيعات.

أما السبب في ذلك فهو أن دراستهما انصرفت لعالم لا تفرض فيه ضريبة على دخول حملة الأسهم.[135]

4-4- نظريات أخرى مفسرة لسياسة توزيع الأرباح

في هذا الجزء سوف نتناول بعض النظريات الأخرى المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، ومن أبرزها نظرية أثر محتوى المعلومات على المستثمرين (الإشارة)، نظرية المنظمات ونظرية أثر الزبون.

4-4-1- نظرية أثر محتوى المعلومات على المستثمرين (الإشارة)

[135] **نفس المرجع**، ص ص: 378،379.

تبعا لهذه النظرية، يرى المستثمرون أن أي تغير في سياسة توزيع الأرباح من قبل المؤسسة هو بمثابة إشارة لتوقع الربح بواسطة إدارة المؤسسة، فالتوزيع الأعلى يعطي إشارة للمستثمرين بأن تنبؤ المؤسسة للأرباح المستقبلية يكون ايجابيا، بمعنى أخر، لو كان المستثمرون يتوقعون من المؤسسة أنها ستوزع نسبة منخفضة من التوزيعات – بينما قامت بالفعل بدفع نسبة أعلى – فإن سعر السهم سوف يرتفع، والعكس صحيح، أي أنه لو توقع المستثمرون نسبة عالية من توزيعات الأرباح، بينما دفعت المؤسسة نسبة أقل بكثير، فإن سعر السهم سوف ينخفض في سوق رأس المال.

ومع ذلك فان كل من MM يؤكدان أن زيادة التوزيع في الأرباح بشكل استثنائي هو إشارة من إدارة المؤسسة على أنها تتوقع نموا كبيرا في أرباحها، والعكس صحيح في حالة انخفاض توزيعات الأرباح بشكل استثنائي أيضا، أي أن المعلومات هذه عن التوزيع أو الاحتجاز لتحقيق النمو لا تؤثر في سعر السهم.

ويشير (MC Menamin.1999) إلى أن التغير في دفع توزيعات الأرباح يمكن أن يفسر كإشارة إلى حملة الأسهم والمستثمرين حول دلائل الأرباح المستقبلية للمؤسسة، وعلى العموم فإن ارتفاع دفع توزيعات الأرباح ينظر له كإشارة موجبة، ويكشف معلومات إيجابية حول الأرباح المستقبلية للمؤسسة و التي تؤدي إلى زيادة في سعر السهم. وبالعكس فان الانخفاض في دفع التوزيعات ينظر إليه كإشارة سالبة حول دلائل الأرباح المستقبلية، تؤدي إلى انخفاض في سعر السهم.[136]

4-4-2- نظرية المنظمة (الصفقات، الوكالة)

4-4-2- 1- تكلفة الصفقات:

اقترح كل من MM فكرة إمكانية تشكيل سياسة التوزيعات الشخصية الخاصة بكل فرد، وهذا في حالة ما إذا كانت التوزيعات تزيد عن احتياجات المستثمر واستخدامه الفائض في شراء المزيد من أسهم المؤسسة، وفي حالة أنه لم تكف التوزيعات التي تجريها المؤسسة لتلبية احتياجات المستثمر فإنه يمكنه بيع جزء من الأسهم التي يمتلكها.

غير أن هناك أسباب تدعو إلى الاعتقاد بأن فرصة المستثمر لسياسة التوزيعات الشخصية تعتبر ضئيلة وهي:[137]

---

[136] صباح أسامة على شراب، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 67 . 68.

[137] خديجة خوخي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 67.

– وجود تكلفة الصفقات Transaction Costas التي سيدفعها المستثمر للسماسرة في كل مرة يقوم فيها بشراء أو بيع أوراق مالية، و في هذه الحالة من الأفضل للمستثمر أن تتبع المؤسسة سياسة توزيع تناسبها، وذلك بدلا من قيامه بنفسه بتشكيل هذه السياسة، بسبب تكلفة الصفقة؛

– وجود حد أدنى لصفقات بيع أو شراء الأوراق المالية، هذا يعني أن المستثمر قد يجد نفسه مضطراً لبيع جزء من الاستثمارات يفوق احتياجاته، كما قد لا يستطيع شراء مزيد من الاستثمارات إذا كان الفائض من التوزيعات قد يقل عن الحد الأدنى لقيمة صفقة الشراء؛

– قد يحجم المستثمر عن فكرة الاعتماد على سياسة التوزيعات الشخصية، كبديل عن سياسة التوزيع التي تتبعها المؤسسة وذلك لعوامل نفسية.

فقد تؤدي تلك السياسة إلى بيع جزء من الاستثمارات الأصلية، بغرض تغطية احتياجاته المالية، وهو أمر قد يرفضه.

4-4-2- 2- تكلفة الوكالة:

في بداية إنشاء وتكوين مؤسسة تتفق أطراف عديدة مثل المساهمون والمقرضون وإدارة المؤسسة على إنشاء مؤسسة، وذلك من أجل المصالح المشتركة والمتوقعة في إنشاء المؤسسة ولكن في المراحل اللاحقة نجد أن كل طرف يرغب في أن يحقق مكاسب على حساب الأطراف الأخرى، و أبرز مثال على ذلك هو الصراع المحتمل بين حملة الأسهم والمقرضون، فالمقرضون يرغبون دائما أن تحتفظ المؤسسة بأكبر قدر من السيولة من أجل تسديد إلتزاماتهم، أما حملة الأسهم يرغبون أن تقوم المؤسسة بتوظف معظم أموالها في مشروعات تحقق لها معدلات عائد عالية يكون لهم النصيب الأكبر فيها.

ومن هنا يأتي دور إدارة المؤسسة والذي من الطبيعي أن تكون توجهاتهم هي لخدمة المالكين أكثر من خدمة المقرضين.[138]

ففي حالة دفع توزيعات و المؤسسة في حالة صعوبات مالية، يخشى المقرضون ضياع حقوقهم مما يؤدي إلى تحمل تكاليف للرقابة حول أسباب هذا الإجراء الذي قد يكون هدفه السيطرة أو تشتيت الملكية.[139]

فقد توصل عام 1982 kalay في دراسة له حول سياسة توزيع الأرباح، و نظرية الوكالة إلى أن دفع التوزيعات في حالة السعر المالي الذي تشهده المؤسسة يسمح بنقل الثروة من المقرضين الى المساهمين.[140]

---

[138] **نفس المرجع**، ص: 68.

[139] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص: 158.

[3] BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d'entreprise**, 2ème édition, Economica, Paris, 2003, P 131.

تعتبر تكاليف الصفقات، والوكالة ناتج لقيود خارجية مفروضة من السوق، أو من طبيعة الملكية وتركيزها، لكن هناك قيود داخلية ترتبط بالمستثمر في حد ذاته مثل التفصيلات ، والجانب النفسي له وهو ما تناولته نظرية أثر الزبون.

4-4-3- نظرية اثر الزبون

ويقصد به قيام المؤسسات بتبني سياسة توزيع أرباح معينة تجتذب فئة من الزبائن تتكون من مجموعة مستثمرين تعجبهم تلك السياسة وتتماشى وتفضيلاتهم فيما يتعلق بالاستثمار والاستهلاك[141].

والمستثمرون فئات، فمثلا هناك فئة المستثمرون المتقاعدون الذين يفضلون التوزيعات النقدية، هذه الفئة إذا كانت مستثمرة في أسهم بها توزيعات مخالفة لاحتياجاتهم فسوف تنخفض قيمة تلك الأوراق المالية نتيجة للسلوك المعاكس لاحتياجاتهم.

وهناك فئة أخرى تفضل احتجاز الأرباح، سوف تطلب هذه الأخيرة الأسهم التي ليس بها توزيعات، ومنه ترتفع قيمة السهم لزيادة الطلب عليه، و بالتالي يتضح أنه بإمكان كل مستثمر أن يشتري الأسهم الموافقة لاحتياجاته، وللمؤسسة أن تختار السياسة التي تناسبها، لكن هذا في ظل ظروف معينة، ففي ظل وجود تكاليف للمعاملات فالعملية غير مشجعة.

نجد من بين الدراسات في هذا الجانب دراسة عام statman 1985 ، والذي استخدم نظرية سلوك الأفراد، واختياراتهم من اجل إثبات أن المستثمرين يفضلون استلام التوزيعات النقدية في ظل وجود ضرائب مرتفعة.[142]

بعد تطرقنا لأهم النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح، وجدنا أن هناك اختلاف في هذه النظريات فمنها من يؤيد تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة السهم السوقية و منها من يعارض هذا التأثير، ولكل نظرية إثباتاتها الخاصة، ليبقى التساؤل المطروح هو ما مدى صحة هذه النظريات في الجانب العملي وعلى أرض الواقع؟

---

[141] محمد زرقون، **مرجع سبق ذكره**، ص: 87 .

[142] علي بن الضب، **مرجع سبق ذكره**، ص 158.

خاتمة

حاولنا من خلال هذه المطبوعة تسليط الضوء على أهم الجوانب المتعلقة بمقياس السياسات المالية للمؤسسة التي يجب أن يُلم بها الطالب في تخصصه، وذلك لأن السياسات المالية علم شاسع ومتشعب يصعب الإلمام بكل جوانبه، وتُعد هذه المادة متطلب علمي وأكاديمي بالنسبة للطالب والباحث أيضا وأداة هامة في تنمية متطلباته المكتسبة.

وعليه فإن السياسات المالية للمؤسسة تتعلق بكيفية التسيير والتحكم الأمثل في الموارد المالية التي تتوفر لدى الإدارة المالية بالمؤسسة. تتضمن هذه السياسات العديد من المجالات والقرارات، مثل تحديد الميزانية وهيكلها المالي وإدارتها وتحديد الاستثمارات وإدارة الديون والقروض، وغيرها من القرارات المالية الحيوية على غرار سياسة توزيعات الأرباح.

إجمالا فإن السياسات المالية للمؤسسة تهدف إلى تعزيز الاستقرار المالي للمؤسسة وتعزيز النمو وتحسين أدائها وتوسيع نطاقها. بالإضافة إلى ذلك، فإن هذه السياسات تهدف إلى تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة وتوجيه استخدام الموارد المالية بشكل يخدم أفضل مصلحة للمؤسسة مما يسهم في الرفع من قيمة سهمها في السوق المالي. كما تعد السياسات المالية جزءًا هامًا من خطة الأعمال الشاملة للمؤسسة، وتساعد في توجيه القرارات الحيوية التي تتعلق بالمالية. وبشكل عام، فإنه يمكن الاستفادة من النظريات المتعلقة بهذا المقياس والمرتبطة أساسا بسياسة التمويل وتوزيع الأرباح من أجل بلورتها في أرض الواقع لبناء السياسات المالية الصحيحة والفعّالة التي تساعد المؤسسة على النجاح والنمو المستدام، وتعزز الثقة لدى العملاء والمستثمرين والشركاء في الأعمال.

قائمة المراجع

1/ قائمة الكتب العربية:

1- أحمد عبد السلام دباس، **الإدارة: آراء ونظريات**، دار طلاس للدراسات والنشر، 1983.

2- أسعد حميد العلي، **الإدارة المالية: الأسس العلمية والتطبيقية**، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

3- الزبيدي حمزة محمود، **الإدارة المالية المتقدمة**، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2004.

4- الطاهر لطرش، **تقنيات البنوك**، ط 3، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2004.

5- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية): أجوبة تمارين وحلول (الجزء الثاني)**، ط 2، دار وائل للنشر، عمان، 2011.

6- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، **التسيير المالي (الإدارة المالية): دروس وتطبيقات (الجزء الأول)**، ط 2، دار وائل للنشر، عمان، 2011.

7- أمين السيد لطفي، **تقييم المشروعات الاستثمارية باستخدام مونت كارلو للمحاكاة**، الدار الجامعية للطباعة والنشر والتوزيع، مصر، 2005.

8- ثناء محمد طعيمة، **نظم المعلومات المحاسبية في تقييم المشروعات الاستثمارية**، إيتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة،2002.

9- حسين إبراهيم بلوط، **إدارة المشاريع ودراسة جدواها الاقتصادية**، ط 1، دار النهضة العربية، بيروت، 2002.

10- حنفي عبد الغفار، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، دار الجامعة الجديدة، القاهرة، مصر، 2002.

11- دريد كامل آل شبيب، **إدارة مالية: الشركات المتقدمة**، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

12- دريد كامل آل شبيب، **مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة**، الطبعة الأولى، دار المسيرة، عمان، 2007.

13- سالم صلال الحسناوي، **الإدارة المالية الحديثة**، دار الرضوان للنشر والتوزيع، عمان، 2018.

14- سفيان خليل المناصير، **القرارات المالية وأثرها في تحديد القرار الإستراتيجي**، ط 1، دار جليس الزمان، عمان، 2010.

15- سمير محمد عبد العزيز، **اقتصاديات الاستثمار- التمويل - التحميل المالي**، مركز الإسكندرية للكتاب، 2002.

16- طاهر حردان، **أساسيات الاستثمار**، ط 1، دار المستقبل للنشر والتوزيع ،عمان، 2012.

17- طاهر حسن، **مقرر اتخاذ القرار وإدارة الأزمات**، كلية إدارة الأعمال، الجامعة السورية الخاصة، 2019.

18- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، **أساسيات التمويل والإدارة المالية**، الدار الجامعية، الإسكندرية – مصر، 2004.

19- عبد الكريم يعقوب، **دراسات جدوى المشروع**، ط 1، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.

20- عبد المطلب عبد الحميد، **دراسة الجدوى الاقتصادية لاتخاذ القرارات الاستثمارية**، الدار الجامعية، 2000.

21- عدنان تايه النعيمي وآخرون، **الإدارة المالية: النظرية والتطبيق**، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

22- علي حنفي، **المدخل إلى الإدارة المالية الحديثة: التحليل المالي واقتصاديات الإستثمار والتمويل**، دار الكتاب الحديث, القاهرة- مصر، 2008.

23- فايز سليم حداد، **الإدارة المالية**، الطبعة الثانية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

24- محمد صالح الحناوي وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001.

25- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، **الإدارة المالية: مدخل القيمة واتخاذ القرارات**، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2002.

26- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، **الإدارة المالية: التحليل المالي لمشروعات الأعمال**، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية- مصر، 2008.

27- محمد عزت الميداني، **الإدارة التمويلية في الشركات**، مكتبة العبيكان، مصر، 2015.

28- محمد فريد مصطفى، **دراسة الجدوى الاقتصادية للمشروعات الاستثمارية**، ط 2، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.

29- مصطفى طويطي، **اختيار الاستثمارات في المؤسسة**، النشر الجامعي الجديد، الجزائر، 2017.

30- منير إبراهيم الهندي، **الإدارة المالية: مدخل تحليلي معاصر**، الطبعة الخامسة، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية- مصر، 2003.

31- منير إبراهيم الهندي، **الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات**، منشأة المعارف، مصر، 2003.

2/ البحوث الجامعية:

أ- أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير:

1- أمجد إبراهيم البراجنة، **اختبار العلاقة بين توزيع الارباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للاسهم المتداولة في سوق فلسطين للاوراق المالية**، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية – غزة، 2009.

2- بن مسعود نصر الدين، **دراسة وتقييم المشاريع الاستثمارية**، رسالة ماجستير، تخصص: بحوث العمليات وتسيير المؤسسة، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010.

3- تبر زغود، **محددات سياسة التمويل للمؤسسة الإقتصادية الجزائرية- دراسة ميدانية**، رسالة ماجستير، علوم التسيير، تخصص: مالية مؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2009.

4- علي بن الضب، **دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الإقتصادية المدرجة بالبورصة "دراسة حالة"**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2009.

5- هواري سويسي، **تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2008.

6- يوسف قريشي، **سياسات تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر**، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الإقتصادية، غير منشورة، جامعة الجزائر، 2005.

ب- مذكرات الماستر:

1- خديجة خوخي، **دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة "دراسة حالة"**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير، تخصص: مالية المؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة- الجزائر، 2011.

2- لزهاري زواويد، **دراسة تأثير سياسة توزيع الأرباح على السلوك التمويلي للمؤسسة الاقتصادية المدرجة في البورصة: دراسة عينة من المؤسسات المدرجة بسوق دبي المالي خلال الفترة 2009-2011**، مذكرة ماستر، علوم التسيير، تخصص: مالية مؤسسة، غير منشورة، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، 2012.

3/ المجلات والمنشورات:

1- عبد الرؤوف ربابعة، سامي حطاب، **التحليل المالي وتقييم الأسهم**، مجلة هيئة الأوراق المالية والسلع, أبوظبي- الإمارات العربية المتحدة, فبراير/ مارس، 2006.

2- عبد الوهاب دادن، **تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل التمويلي – الإسهامات النظرية الأساسية، مجلة الباحث**، جامعة ورقلة، العدد04، 2006.

3- محمد زرقون، **أثر الإكتتاب العام على سياسة توزيع الأرباح في المؤسسة الإقتصادية المسعرة في البورصة، مجلة الباحث**، جامعة قاصدي مرباح- ورقلة، العدد 08، 2010.

4/ المؤلفات البيداغوجية (المطبوعات)

1- بلقايد براهيم، **تقييم المشاريع: محاضرات مدعمة بأمثلة وتمارين محلولة**، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة قسم العلوم المالية والمحاسبة تخصص: مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة وهران 1، 2021- 2022.

2- ريم بونوالة، **محاضرات في مقياس إدارة المخاطر المالية**، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة جيجل، 2018-2019.

3- ضيف أحمد، **ملخص محاضرات مقياس التقييم المالي للمشاريع**، موجهة لطلبة السنة أولى ماستر اقتصاد نقدي وبنكي، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة البويرة، 2020- 2021.

4- طويل آسيا، **محاضرات في السياسات المالية للمؤسسة**، مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص: محاسبة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة البليدة 2، 2018- 2019.

5- قلي محمد، **السياسات المالية للمؤسسة**، مطبوعة محاضرات ودروس، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، جامعة أمحمد بوقرة - بومرداس، الموسم الجامعي 2017- 2018.

6- مجدوب خيرة، **محاضرات في مقياس تقييم المشاريع**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون - تيارت، 2017.

7- محمد صلاح، **تقييم المشروعات الاستثمارية: دروس وتمارين محلولة**، مطبوعة دروس موجهة لطلبة الليسانس والماستر في ميدان العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، 2018- 2019.

8- معيزة مسعود أمير، **محاضرات في مادة السياسة المالية للمؤسسة**، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس - سطيف 1، 2015- 2016.

5/ الأوراق البحثية (ملتقيات)

- مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، **دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية**، ورقة بحثية مقدمة إلى الملتقى الدولي حول: صنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، 14-2009/04/15.

6/ كتب باللغة الأجنبية:

1- BELLALAH Mondher, **Finance Moderne d'entreprise**, 2éme édition, Economica, Paris, 2003.

.2- Gérard Charreaux, **Finance d'entreprise**, 2e édition, ems, France, 2000

3- J. Barreau, J. Delahaye, **Gestion financière: Manuel et applications**, 12eme édition, Dunod, 2003.

4- Jean-Luc Arregle, Eric Cauvin & Michel Ghertman, **Les nouvelles approches de la gestion des organisations**, Edition Economica, Paris 2000.

5- Jenkinson Tim, **regulation and the cost of capital**, edited by Michael Crew & David Parker, Edward Elgar, 2006.

6- K.Chiha, **Finance d'entreprise (approche stratégique)**, Houma édition, Alger, 2009.

7- Michel Albouy et al**, les grand auteurs en finance,** EMS, paris, 2003.

8- Pierre Vernimmen, **Corporate Finance**, Second Edition, John Wiley & sons.Ltd, United Kingdom,2009.

9- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, 6emedition, DALLOZ, Paris, 2006.

10- Swanson Zane, et.al, **The capital structure paradigm: evolution of debt/equity choices**, Praeger/Greenwood, 2003.

11- Vernimmen Pierre, **Finance d'entreprise**, 3ème édition, Edition Dalloz, Paris, 1998.