

المحور الأول:
مدخل إلى السياسات
والقرارات المالية في
المؤسسة

مقدمة

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

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

1. مفهوم السياسة المالية:

تحدد السياسة المالية بناء على توجهات السياسة العامة للمؤسسة والتي تركز على مخطط استراتيجي بعيد المدى، حيث تعتبر السياسة المالية إحدى التكتيكات الأساسية لتنفيذ إستراتيجية المؤسسة.

1.1 تعريف السياسة المالية:

تعرف السياسة المالية على أنها تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية، وذلك ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية المتوفرة للمؤسسة تقوم السياسة المالية للمؤسسة على التوفيق بين تغطية الاحتياجات المالية وتحقيق الأهداف الاستراتيجية، وذلك عن طريق الاستجابة للقيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية وعناصر المحيط المالي، حيث تتمكن المؤسسة من التكيف معها عن طريق إيجاد التوفيق المناسبة من القرارات التمويلية المندرجة تحت مجموعة من الأولويات التي تمثل الإطار العام لاستراتيجية المؤسسة

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

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

2.1 أهداف السياسة المالية

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

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

3.1 متغيرات السياسة المالية للمؤسسة

تعتبر متغيرات السياسة المالية للمؤسسة عن تلك العناصر الواجب أخذها بعين الاعتبار عن إتخاذ أي قرار يمس الجانب المالي للمؤسسة، تتمثل هذه المتغيرات في كل من المردودية (R) (نصيب كل وحدة واحدة مستثمرة من النتائج النهائية المحصلة)، الإستقلالية المالية (I) (تخفيض المؤسسة من إتمادها على الديون ضمن هيكلها المالي)،

(C) النمو) الزيادة في حجم المؤسسة عبر الزمن، ويقاس حجم المؤسسة بالعديد من المؤشرات من أبرزها عدد العاملين، كمية المدخلات والمخرجات المؤشرات المالية كحجم المبيعات ورأس المال... إلخ، الهيكل التنظيمي، وغيرها وترتبط هذه المتغيرات الثلاثة بمجموعة من القيود والتحديات هي:

- عدم إمكانية اللجوء المطلق إلى الاستدانة بسبب المخاطر المالية (مخاطر الرفع المالي من جهة ومنطق الهيكل المالي الذي يأخذ في الحسبان الإستقلالية المالية وتكاليف الإستدانة؛
- تمويل النمو الذي يؤدي إلى تزايد اللجوء إلى الإستدانة ما يؤدي إلى مخاطر تركيبة رأس المال؛
- اللجوء إلى الإستدانة يخضع لقيود لتحسين المردودية بواسطة أثر الرافعة المالية؛
- توزيع أرباح الأسهم لمكافحة التمويل الذاتي يساهم في تعزيز الأموال الخاصة وعندها تتحسن قدرة المؤسسة على اللجوء للإستدانة.

4.1. بدائل السياسة المالية للمؤسسة:

لإيجاد البديل الأمثل للسياسة المالية للمؤسسة وتحقيق الأهداف المسطرة يتم دمج القيود السالفة الذكر مع الأهداف المالية، وهذا لا يعني تحقيق جميع الأهداف بل تحقيقها في إطار مرتب حسب درجة الأولوية، كما أن هناك حدودا للسياسة العامة تضع إطارا محددًا للسياسة المالية للمؤسسة، حيث تنطوي السياسة العامة على ثلاث متغيرات أساسية هي الأخرى تتمثل في الربح (P)، الأمان (S) والنمو (D) وبدمج هذه المتغيرات نجد هناك ستة بدائل للسياسة العامة للمؤسسة، في كل بديل يوجد أولوية يتعين تحقيقها ضمن ترتيب محدد، هذه البدائل الستة للسياسة العامة تحدد بدائل السياسة المالية للمؤسسة كما هو موضح في الجدول التالي:

الأولوية	المضمون
PSD : RIC	سياسة (المردودية، الاستقلالية المالية، النمو): تطبق في المدى القصير بتركيز هدف المؤسسة نحو تحقيق أرباح في الأجل القصير والبحث عن أعلى مستويات مردودية الأموال الخاصة والتخلي عن خيار النمو، اللجوء إلى الاستدانة ضمن الأولوية الثانية يعمل تحسين مردودية الأموال الخاصة من خلال أثر الرفع المالي مع أدنى مستويات الاستدانة وأعلى درجات الاستقلالية سياسة الاستثمار لا تتوجه نحو تدعيم وتوسيع استثمارات الاستغلال، بل يتم التنازل عن بعض الاستثمارات التي ليس لها ارتباط مباشر بالاستغلال، مع البحث عن استثمارات ذات مردودية موجبة وسريعة.
PDS : RCI	سياسة (المردودية، النمو، الاستقلالية المالية): هي أكثر انسجاما في تحقيق أهدافها، فتحقيق مردودية عالية يساهم بشكل مباشر في تحقيق معدلات نمو مرتفعة ولتحقيق ذلك تلجأ إلى الاستدانة عن طريق القروض البنكية متوسطة وطويلة الأجل الموردون الذي يمنحون آجال طويلة للتسديد الذي له أثر سلبي على الاستقلالية المالية، لكن يساهم في توفير الأموال الضرورية لتمويل نمو المؤسسة.

<p>سياسة (الاستقلالية المالية، المردودية، النمو): يتطلب إعطاء الأولوية للاستقلالية المالية التحسين المستمر للمردودية من أجل ضمان تمويل احتياجات المؤسسة من المصادر الداخلية للتقليل من اللجوء إلى الاستدانة، تؤدي هذه السياسة إلى ازدياد مخاطر التوقف عن النشاط والخروج من السوق بسبب تدهور الوضعية التنافسية للمؤسسة بسبب توفيت فرص النمو ويتم اللجوء إلى هذه السياسة عند الاعتماد على استراتيجية الانسحاب من نشاط معين أو تشبع السوق بمنتج المؤسسة الحالي.</p>	<p>SPD : IRC</p>
<p>سياسة (الاستقلالية المالية، النمو، المردودية): بسبب محدودية اللجوء إلى الاستدانة وخيار النمو تواجه المؤسسة صعوبات مالية بسبب محدودية التمويل الذاتي الناجم عن التخلي عن هدف المردودية، لذا تقدم على التنازل عن بعض أصولها، وتتجه السياسة المالية إلى تمويل المنتجات الجديدة (النمو) من الفوائض التي تحققها النشاطات التي تحتل وضعية البقرة الحلوب والتخلي عن المنتجات التي تحتل وضعية المأزق</p>	<p>SDP : ICR</p>
<p>سياسة (النمو، المردودية، الاستقلالية المالية): أولوية النمو تفرض وجود مصادر تمويل طويلة الأجل، لذا تتخلى المؤسسة عن هدف الاستقلالية المالية من أجل توسيع وتنويع مصادر التمويل لتلبية الاحتياجات المالية للنمو وتنويع المخاطر المالية على مجموعة من الوسطاء الماليين حيث تهدف المؤسسة إلى تدعيم التمويل الذاتي بالتركيز على هدف المردودية وفي حالة عدم كفايته تلجأ إلى الاستدانة بقيد واحد يتمثل في تحسين المردودية المالية باستخدام أثر الرفع المالية</p>	<p>DPS : CRI</p>
<p>سياسة (النمو، الاستقلالية المالية، المردودية): إتباع هذه السياسة يجعل المؤسسة تتجه نحو اعتماد مكافأة رأس المال من أجل تدنية توزيع أرباح الأسهم لاستخدامها كوسيلة تمويل داخلية للنمو لاسيما في ظل تحقيق هدف الاستقلالية المالية رغم أثرها على سعر السهم في سوق الأوراق المالية.</p>	<p>DSP : CIR</p>

2. السياسات المالية واتخاذ القرار

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

1.2. تعريف القرار

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

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

2.2. تعريف القرار المالي

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

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

3.2. قرارات السياسة المالية للمؤسسة

يلاحظ من تعريف السياسة المالية للمؤسسة أنها مجموعة قرارات مالية التي تندرج ضمن أولوياتها بهدف إيجاد التوليفة المثلى من القرارات المختارة والمحددة في إطار السياسة العامة، وتمثل القرارات الرئيسية للسياسة المالية للمؤسسة في ثلاثة قرارات هي:

أ. **قرار الإستثمار:** يعني قرار الإستثمار تخصيص أو توزيع أموال الشركة في هيكل إستثماراتها (أصولها)، ويعني إختيار هيكل إستثماراتها كيفية توزيع هذه الإستثمارات بين إستثمارات قصيرة الأجل (الأصول الجارية) والإستثمارات طويلة الأجل الأصول الثابتة، وهذا الإختيار له أثر مباشر على سيولة وعائد المؤسسة، فإذا تم توزيع نسبة كبيرة في الهيكل الإستثماري في شكل موجودات جارية، سيساهم ذلك في ارتفاع سيولة المؤسسة وإنخفاض ربحيتها، ويحصل العكس إذا كانت الأصول الثابتة تشكل نسبة مرتفعة في الهيكل الإستثماري للمؤسسة.

يوجد نوعين من القرارات الإستثمارية هما:

- **قرار الاستثمار في رأس المال العامل:** تمثل مجموعة القرارات المتعلقة بالمستويات المستهدفة للإستثمار في الأصول المتداولة وكذلك الكيفية المستهدفة لتمويل تلك الأصول، وعليه فهي تعبر عن مجموعة القرارات التي تحدد مسار العمل للتعامل مع الأصول المتداولة والمطلوبات المتداولة.

- **الموازنة الرأسمالية:** تمثل عملية تحليل قرارات الاستثمار طويلة الأجل التي تخص الإنفاق الرأسمالي، الذي يتوقع أن تمتد منافعه لمدة طويلة وتهدف إلى تقييم المشاريع المتاحة للمؤسسة واختيار المشاريع الرأسمالية ذات الجدوى الاقتصادية والاجتماعية، وتحديد حجم الموازنة الرأسمالية التي تعظم قيمة المؤسسة.

ب. **قرار التمويل:** يعرف قرار التمويل بأنه الحصول على الأموال بالشكل الأمثل، أي تحديد مزيج مناسب للتمويل يتكون من تمويل قصير الأجل ومتوسط وطويل الأجل، وتمويل بالملكية وتمويل بالديون، يجعل كلفة التمويل في حدها الأدنى بما يعظم ثروة المساهمين تعظيم قيمة المؤسسة، وبالتالي فإن أي قرار تمويلي يجب أي يحافظ على الأقل على القيمة الجارية للمؤسسة، هذا يتطلب المعرفة والدراية بالأسواق المالية التي من خلالها يتم الحصول على الأموال الضرورية لنشاط المؤسسة.

إن قرار التمويل يتعلق بإختيار الهيكل المالي للمؤسسة من خلال تحديد نسبة التمويل قصير الأجل من التمويل طويل الأجل وكذا تحديد المزيج المناسب للتمويل بالدين والتمويل بالملكية، ويحدد الإختيار بين التمويل بالدين والتمويل بالملكية جانبيين هما: **المخاطرة المالية للمؤسسة** التي تعرف بأنها درجة تقلب الأرباح الناجمة عن عدم إمكانية من تسديد إلتزاماتها المالية (الفوائد على السندات والقروض المصرفية)، **وكلفة التمويل** هي تكلفة خليط الأموال التي تتكون منها مصادر التمويل في المؤسسة.

ج. **قرار توزيع الأرباح:** تنعكس قرارات الاستثمار في الجانب الأيمن من الميزانية العمومية وهو ما يعرف بهيكل الأصول، بينما نجد أن قرارات التمويل تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، وهو ما يعرف بالهيكل المالي، ويحدد كل من قرار التمويل والإستثمار مع التدفقات النقدية المستقبلية (النتائج الصافية) التي يتوقع المساهمون الحصول عليها جراء إستثماراتهم في الأسهم العادية والمخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية (إحتمال تحقيق المؤسسة خسائر)، هنا يظهر قرار توزيع الأرباح الذي يعني توزيع النتائج الصافية التي حققتها المؤسسة أو جزء منها على مساهميها.

3. السياسة المالية للمؤسسة وهدف تعظيم القيمة السوقية للمساهمين

لم يعد هدف تعظيم إجمالي الأرباح الهدف التقليدي كافيا للتعبير عن مصلحة المساهمين في شركة المساهمة، كونه هدف ينطوي على مجموعة من العيوب تتمثل في الغموض في طريقة إحتسابه، كما أن هدف تعظيم إجمالي الأرباح يتجاهل القيمة الزمنية للنقود، وعدم أخذه مخاطر الإستثمار (فالمساهم بإعتباره متجنب للمخاطرة يقبل بعائد أقل ولكن مؤكد)، ولإلإعتبارات السابقة ينبغي التركيز على ربحية السهم الواحد بدلا من الأرباح الإجمالية، لأن ربحية السهم الواحد أصبحت من بين المؤشرات المالية المهمة في الأسواق المالية للدلالة على نجاح الشركة من عدمها بالرغم مما تقدم تم البحث أكثر في إيجاد مقاييس من شأنها تقديم بيان أوضح للمنفعة القصوى للمساهمين، فوق إختيارهم

- على هدف تعظيم القيمة السوقية للمساهمين أو زيادة سعر السهم في البورصة (لأن أسعار الأسهم هي المقياس الذي من خلاله يستطيع المساهمون الحكم على كفاءة إدارة المؤسسة)، وهذا لعدة اعتبارات نوجزها فيما يلي:
- هدف تعظيم إجمالي الأرباح لا يعكس بشكل مناسب الإستخدام الأمثل للموارد، إذ قد تزيد الموارد المالية وقد تزيد معها الأرباح ولكن بنسبة أقل من نسبة زيادة الموارد المالية، الأمر الذي يعني تديني العائد على الإستثمار وبالتالي القيمة السوقية للمساهمين؛
 - إن هدف تعظيم إجمالي الأرباح يتجاهل المخاطر الناتجة عن الإستثمار، لأن هذه الفكرة تعني الإنحياز للمشروع الأكثر ربحاً بغض النظر عن نسبة المخاطر المتضمنة فيه، في حين لا يقبل المساهمون بالمشاريع ذات المخاطر المرتفعة خاصة إذا لم ينتج معها أرباح مرتفعة تتوازى مع هذه المخاطر؛
 - إن هدف تعظيم إجمالي الأرباح لا يأخذ عنصر الزمن بعين الإعتبار، فمثلاً لو حقق كان لدينا مشروعين مدتهما سنتين حقق المشروع الأول تدفق نقدي صافي في السنة الأولى فقط، بينما حقق المشروع الثاني نفس التدفق النقدي الصافي في السنة الثانية فقط، بالنظر إلى هدف تعظيم إجمالي الأرباح فهما متساويان ولكن إذا أخذنا في الحسبان القيمة الزمنية للنقود (توقيت الحصول عليها) فإنهما غير متساويان نظر لوجود إمكانية إعادة إستثمار التدفقات النقدية الصافية للمشروع الأول والحصول على عوائد، كما أن المساهم وحتى المؤسسة يفضلان الحصول على مبلغ ما في الوقت الحاضر عن حيازته بعد مضي فترة معينة سنة مثلاً، لأن قيمة ذلك المبلغ في الحاضر أحسن منه في المستقبل بعد السنة، (فكرة المنفعة) ؛
 - يوجد غموض في طريقة حساب الربح الصافي حيث يتفاوت حجم الأرباح من مؤسسة لأخرى بسبب مرونة النظرية المحاسبية، فمثلاً إستخدام الإهلاك المتزايد يؤدي على وجود ربح يختلف عن إستخدام الإهلاك الثابت.
- ولكن يبقى هدف تعظيم ربحية السهم الواحد مؤشر مهم للغاية أقرب إلى هدف تعظيم القيمة السوقية لثروة الملاك يتم التركيز عليه ضمن قرارات السياسة المالية للمؤسسة، وللتوضيح أكثر سنقوم بتقديم الأمثلة التالية:
- **مثال 01:** شركة رأسمالها 500.000 دج موزعة إلى أسهم عادية (القيمة الإسمية للسهم العادي تساوي 01 دج) حققت صافي ربح قدره 1.000.000 دج، وتريد هذه الشركة تنفيذ مشروع جديد يقدر بـ 500.000 دج يتم تمويله عن طريق زيادة رأس مال الشركة أي إصدار 500.000 سهم عادي يترتب عليه ربح صافي قدره 1.500.000 دج، فإذا كنت المدير المالي لهذه الشركة فهل تقرر الإستثمار في المشروع الجديد؟
 - **الحل:** يتبين من النظرة الأولى أنه من منظور هدف تعظيم إجمالي الأرباح فهو محقق من طرف المؤسسة، لأن صافي الربح للمؤسسة قد إزداد من 1.000.000 دج إلى 1.500.000 دج بمعنى أن المؤسسة قد إزدادت أرباحها الصافية بنسبة 50%، ولكن إذا ما تم إستخدام هدف تعظيم ربحية السهم الواحد فإن التقسيم سيكون كما يلي:

لدينا:
$$\text{ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

وعليه فإن: ربحية السهم الواحد في الحالة الأولى = $\frac{1000000}{500000} = 2$ دج / للسهم الواحد

ربحية السهم الواحد في الحالة الثانية = $\frac{1500000}{1000000} = 1.5$ دج / للسهم الواحد

يتضح من ذلك أن ربحية السهم الواحد قد إنخفضت من 2 دج للسهم الواحد إلى 1.5 دج للسهم الواحد، ما يعني أن هدف تعظيم ربحية السهم الواحد هو هدف أكثر أهمية للمساهمين من هدف تعظيم إجمالي الأرباح، بالرغم من أن هدف تعظيم ربحية السهم الواحد يتجاهل أيضا القيمة الزمنية للنقود وكذا مخاطر التدفقات النقدية، كما أن المدير المالي لهذه المؤسسة لا يقبل الإستثمار في المشروع الجديد لتراجع ربحية السهم الواحد.

— **مثال 02:** لنفرض أن عدد أسهم إحدى المؤسسات هو 50.000 سهم عادي وتريد المفاضلة بين مشروعين كانت تدفقاتهما الصافية ممثلة في الجدول أدناه، فإذا كانت المؤسسة تستطيع استثمار هذه التدفقات بنسبة 20 % سنويا ومع بقاء العوامل الأخرى ثابتة فما هو أفضل مشروع تختاره المؤسسة؟.

السنة	01	02	03
المشروع A	30000	20000	10000
المشروع B	-	-	60000

— **الحل:** يلاحظ عند إهمال القيمة الزمنية للنقود توقيت الحصول على التدفقات النقدية الصافية من المشروع) وباستخدام هدف تعظيم إجمالي الأرباح نهاية السنة الثالثة أو هدف تعظيم ربحية السهم الواحد نجد أن كلا المشروعين مفضلين لأن أرباحهما متساوية كما أن ربحية السهم الواحد لهما أيضا متساوية تقدر ب: 1,2 دج للسهم الواحد.

أما إذا أخذنا بعين الإعتبار القيمة الزمنية للنقود عن طريق إمكانية إعادة استثمار هذه التدفقات بنسبة 20 % سنويا مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة فإن ذلك سينعكس في مصلحة المساهمين مباشرة بإزدياد ربحية السهم الواحد بسبب إزدياد الأرباح الناتج عن إعادة استثمار التدفقات النقدية المستلمة كل سنة) وبالتبعية ارتفاع سعر السهم في البورصة إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية كما هو مبين فيما يلي:

الأرباح المحققة في نهاية المشروع A:

$$[100000 + (0.2)30000 + 30000 + (0.2)(0.2)30000 + 30000 + (0.2)20000 + 20000 + (0.2)20000] = 77200 \text{ دج}$$

$$\text{ربحية السهم الواحد للمشروع A} = \frac{77200}{50000} = 1.544 \text{ دج/السهم الواحد}$$

الأرباح المحققة في نهاية المشروع B في نهاية المشروع $B = 60.000$ دج (لا يستفيد من زيادة الأرباح بسبب حصول التدفقات النقدية الصافية في نهاية المشروع، وعليه تبقى ربحية السهم الواحد بدون تغيير 1,2 دج للسهم الواحد).

وعليه يتجلى لنا أن توقيت الحصول على التدفقات النقدية القيمة الزمنية للنقود كان لها أثر واضح على ربحية السهم الواحد في المشروع A بسبب حصول التدفقات النقدية طيلة حياة المشروع، بينما لم تؤثر على ربحية السهم الواحد للمشروع B لأن التدفقات النقدية الصافية حدثت في السنة الأخيرة وبالتالي لم يتم الاستفادة من إعادة استثمار هذه التدفقات وبما أن ربحية السهم الواحد للمشروع A أكبر من ربحية السهم الواحد للمشروع B فإننا نختار المشروع A

— **مثال 03:** إذا أخذنا نفس معطيات المثال رقم 02 وكانت التدفقات النقدية الصافية موضحة في الجدول أسفله، فإذا علمت أن المؤسسة لا تقوم باستثمار هذه التدفقات فحسب رأيك ما أفضل مشروع؟

السنة	01	02	03
المشروع A	16000	16000	13000
المشروع B	30000	10000	5000

— **الحل:** يتبين من الجدول أعلاه أن ربحية السهم الواحد متساوية للمشروعين في نهاية السنة الثالثة وتساوي 0,9 دج للسهم الواحد، نظرا لغياب القيمة الزمنية للنقود عدم وجود إمكانية لإعادة استثمار التدفقات النقدية الصافية طيلة مدة المشروعين)، لكن عند الأخذ في الحسبان درجة تذبذب هذه التدفقات أو ما يعرف بالمخاطرة، نجد أن المشروع A أقل تذبذبا من المشروع B، إذ عند اللجوء إلى استخدام أبسط مقاييس المخاطرة المتمثل في المدى نجد:

المدى للمشروع A = أعظم تدفق نقدي صافي - أدنى تدفق نقدي صافي = $16.000 - 13.000 = 3.000$ دج
المدى للمشروع B = $30000 - 5000 = 25000$ دج

إذن نختار المشروع A لأنه أقل مخاطرة من المشروع B بالرغم من أن ربحية السهم الواحد لهما متساويتان وهذا ما يؤكد أن هدف تعظيم ثروة المساهمين أكثر منفعة وأهمية للمساهمين لأنه يأخذ بعين الاعتبار القيمة الزمنية للنقود ومخاطر تقلبات التدفقات النقدية.