

الفصل الأول

القرارات المالية في المؤسسة

تمهيد

يتناول هذا الفصل الإطار العام للسياسات المالية للمؤسسة، من خلال توضيح أهم القرارات التي يعنى بها المدير المالي، أهميتها وأثرها على الأهداف المسطرة من قبل المؤسسة. كما يلقي هذا الفصل الضوء على طبيعة أهداف المؤسسة ومشكل الوكالة الذي يمكن أن يقع نتيجة فصل الملكية عن الإدارة وما يترتب عن ذلك من آثار على القرارات المالية للمؤسسة.*

1. طبيعة القرارات المالية

لقيام المؤسسات بنشاطاتها التجارية، الخدماتية أو الصناعية تحتاج إلى مجموعة متنوعة لا حصر لها من الأصول الحقيقية، هذه الأخيرة التي يقدمها موردون مقابل مبالغ مالية. تسدد المؤسسة قيمة الأصول الحقيقية عن طريق بيع أصول مالية أو التدفق النقدي الذي ستولده (كقرض بنكي مثلاً). يزود البنك الشركة بالنقد مقابل أصل مالي، وهو تعهد الشركة بسداد القرض مع الفائدة. ومع ذلك، فإن القرض البنكي العادي ليس ضماناً لأن البنك يحتفظ به ولا يقوم ببيعه أو تداوله في الأسواق المالية.

يمكن للشركة أيضاً بيع أصول مالية تتمثل في السندات على مستوى سوق الأوراق المالية، حيث تباع الشركة السند للمستثمرين مقابل الوعد بدفع فائدة على السند وسداد السند عند استحقاقه، والسند ورقة مالية يمكن الاحتفاظ بها وتداولها من قبل العديد من المستثمرين في الأسواق المالية. يمكن القول أن عملية شراء الأصول الحقيقية هي قرار استثماري في حين أن عملية بيع الأصول المالية (قرض أو سند) هي قرار مالي.

المفاهيم السابقة جد بسيطة حيث يتضمن قرار الاستثمار أيضاً إدارة الأصول الموجودة مسبقاً وتحديد آجال وكيفيات التصرف فيها عند انخفاض الأرباح، كما يتعلق قرار الاستثمار بإدارة ومراقبة مخاطر الاستثمارات. أيضاً، قرار التمويل لا يشمل فقط جمع الأموال، بل يشمل أيضاً الوفاء بالالتزامات تجاه البنوك وحملة السندات وحملة الأسهم الذين ساهموا في التمويل. عاجلاً أم

* محتوى هذا الفصل يركز بشكل أساسي على المرجعين: (Brealey, Myers, Allen, & Mohanty, 2018; McLaney, 2009)، لذا، يمكن العودة إليهما من أجل تفصيل أكثر وأيضاً من أجل أمثلة إضافية.

أجلاً سترغب المؤسسة أيضاً في دفع مبالغ نقدية لمساهميها، وهذا القرار يعرف بقرار توزيع الأرباح وهو جزء من قرار التمويل.

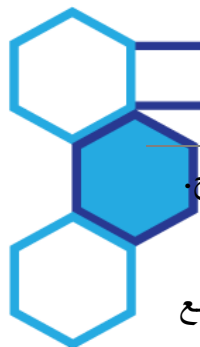
فيما يلي تعريف لقرار الاستثمار، قرار التمويل وقرار توزيع الأرباح والتي تشكل محاور مقياس السياسات المالية للمؤسسة.

1.1. قرار الاستثمار (capital budgeting)

الجدول رقم (01) يوضح بعض الأمثلة عن كبرى 10 شركات العالمية المعروفة. العمود الثاني من الجدول يوضح قرار الاستثمار المتخذ من قبل هذه الشركات خلال السنوات الأخيرة، حيث تخصص هذه الشركات مبالغ من أجل استثمارها سنوياً.

الجدول رقم (01): أمثلة عن بعض القرارات المالية لكبرى الشركات العالمية

الشركة	قرار الاستثمار	قرار التمويل/قرار توزيع الأرباح
Facebook (U.S.)	شراء (WhatsApp) بمبلغ 22 مليار دولار	تسديد مبلغ شراء (WhatsApp) بمزيج من النقد وأسهم (Facebook).
Fiat Chrysler (Italy)	بيع جزء من أصولها (Ferrari luxury car unit)	تسديد 2.5 مليار يورو من الديون متوسطة الأجل.
Glaxo Smith Kline (UK)	إنفاق 6,6 مليار دولار على البحث والتطوير من أجل ايجاد أدوية جديدة	جمع 5 مليارات دولار عن طريق إصدار سندات في الولايات المتحدة.
Moët Hennessy Louis Vuitton (France)	استحوذت على (Clos des Lambrays)، أحد أرقى مزارع الكروم	جمع 1.1 مليار يورو إضافية عن طريق الاقتراض قصير الأجل.
Procter & Gamble (U.S.)	إنفاق 9,7 مليار دولار على الإعلان.	إعادة استثمار 4 مليارات دولار من الأرباح.
Tesla Motors (U.S.)	إنفاق 250 مليون دولار على مرافق التصنيع لنموذج جديد للسيارة الكهربائية.	رفع رأس المال بأكثر من 300 مليون دولار عن طريق بيع أسهم جديدة



Union Pacific (U.S.)	إنفاق 3,9 مليار دولار على شراء 200 قاطرة جديدة.	دفع 1.5 مليار دولار كأرباح.
Vale (Brazil)	تخصيص 2.6 مليار دولار لتطوير منجمها الضخم للفحم في موزمبيق	تحافظ على خطوط ائتمان مع بنوكها تسمح للشركة بالاقتراض في أي وقت ما يصل إلى 5 مليارات دولار.
Walmart (U.S.)	تخطط لاستثمار 1.2 إلى 1.5 مليار دولار في التجارة الإلكترونية والمبادرات الرقمية.	إعادة شراء 6.7 مليار دولار من أسهمها

المصدر: (Brealey et al., 2018)

من العمود الثاني للجدول يمكن ملاحظة أن بعض هذه الاستثمارات مادية (tangible assets) والبعض الآخر غير مادي (intangible assets)، مثل البحث والتطوير والاعلانات فهي تعد استثمارات كونها تسهم في بناء سمعة للشركة في الأمد الطويل.

تدر الاستثمارات تدفقات نقدية مستقبلية، وفي بعض الأحيان تستمر هذه التدفقات لعقود من الزمن كالمفاعلات النووية التي يفوق عمرها ثمانون سنة، وحتى الاستثمارات التي يفوق عمرها ثمانون سنة قد تكون غير قادرة على تغطية القيمة الأولية للاستثمار، لذا على المدير المالي أن يأخذ بعين الاعتبار الفترة الزمنية للمشروع وليس فقط القيمة الاجمالية للتدفقات النقدية، كما يجب عليه أن يدرك أن هذه التدفقات محتملة الحدوث وليست تدفقات أكيدة كون المشروع قد ينجح وقد يفشل.

وجب لفت الانتباه أيضا إلى أن المسير المالي لا يتخذ القرارات الاستثمارية الهامة بشكل منفرد بل يعمل مع فريق من المهندسين ومسيري وحدات الإنتاج والمسؤولين عن وظائف أخرى في الشركة. كما يجب لفت الانتباه إلى أن غالبية القرارات الاستثمارية متعلقة باستثمارات صغيرة كشراء معدات نقل مثلا أو آلة لورشة التصنيع أو نظام تشغيل، ومحصلة العديد من هذه القرارات خلال السنة تشكل مبلغ مالي كبير يؤثر على وضعية الشركة.

2.1. قرار التمويل (Financing Decision)

يمكن للشركة جمع الأموال من المقرضين أو المساهمين، يقدم المقرضون مبالغ مالية للشركة وتتعهد هذه الأخيرة بالمقابل بسداد الدين بالإضافة إلى معدل فائدة ثابت. إذا لجأت الشركة لمساهمين، فلن يحصلوا على عائد ثابت، لكنهم يمتلكون أسهمًا في الشركة وبالتالي يحصلون على جزء بسيط من الأرباح المستقبلية والتدفقات النقدية لكنهم يساهمون في الجمعيات العادية ولهم الحق في التصويت والانتخاب على فريق الإدارة والقرارات الهامة التي تتخذها الشركة أي يساهمون في تسييرها. الاختيار بين تمويل الديون وبين الأموال الخاصة يسمى قرار هيكل رأس المال (capital structure).

يمكن للشركات تمويل استثماراتها عن طريق الأموال الخاصة بطريقتين. أولاً، يمكنهم إصدار أسهم جديدة، حيث يدفع المستثمرون الذين يشترون الأسهم الجديدة النقد مقابل جزء بسيط من التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية للشركة. ثانياً، يمكن للمؤسسة أخذ التدفق النقدي الناتج عن أصولها الحالية وإعادة استثمار الأموال النقدية في أصول جديدة، في هذه الحالة، تقوم الشركة بإعادة الاستثمار نيابة عن المساهمين الحاليين ولا يتم إصدار أسهم جديدة.

قد لا تضيف قرارات التمويل قيمة كبيرة للشركة مقارنة بقرارات الاستثمار الجيدة، لكنها يمكن أن تدمر المؤسسة في حالة عدم اتخاذ قرارات سليمة.

1.3. قرار توزيع الأرباح

قد لا تقوم الشركة بإعادة استثمار كل التدفق النقدي الناتج عن أصولها الحالية، كما قد تحتفظ بالاحتياطي النقدي للاستثمار في المستقبل أو قد تسدد المبالغ النقدية لمساهميها. يوضح الجدول رقم (01) أن مؤسسة يونيون باسيفيك (Union Pacific) سددت في عام 2014 أرباحاً نقدية بقيمة 1.5 مليار دولار لمساهميها. في نفس العام، سددت وول مارت (Walmart) 6.7 مليار دولار لمساهميها من خلال إعادة شراء الأسهم. هذا بالإضافة إلى 6.9 مليار دولار دفعت كأرباح نقدية وهذا ما يسمى قرار توزيع الأرباح.

2. أهداف المؤسسة

يتم اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل تبعاً لما تسعى الشركات إلى تحقيقه، وبالتالي، تعد أهداف المؤسسة موضوعاً هاماً اجتذب نقاشاً كبيراً بين الباحثين والمهنيين. فيما يلي سيتم عرض بعض هذه الأهداف التي تم تناولها بشكل متكرر في مختلف الأدبيات حول مالية المؤسسة.

1.2. تعظيم الربح

ينشأ هذا الهدف من حقيقة أن المساهمين هم ملاك المؤسسة، وعلى هذا النحو، لهم حقوق الربح المتبقية غير أن حق الرقابة بحوزة المسيرين. لذلك سوف يدفع المساهمون المسيرين إلى اتباع سياسات من المتوقع أن تؤدي إلى أقصى ربح ممكن. هذا التحليل مقبول إلى حد ما، ولكن يمكن أن يكون تعظيم الربح دون المستوى الأمثل للمساهمين، إذ، من الممكن زيادة الربح من خلال توسيع نطاق عمليات الأعمال التجارية عن طريق الحصول على تمويل خارجي إضافي لكن هذا قد يعني أن ربح السهم يمكن أن ينخفض بالفعل نتيجة ارتفاع المخاطرة المالية وخدمة الدين، مما يجعل المساهمين في وضع أسوأ.

وجب الانتباه لطبعة الأرباح المحققة، فمثلاً في الصناعات الصيدلانية، تنفق الشركات مبالغ ضخمة على البحث والتطوير مما يقلل من الربح المحاسبي، فإذا توقفت هذه الشركات عن تمويل أنشطة البحث والتطوير سترتفع الأرباح الحالية مباشرة نتيجة ثبات المبيعات وانخفاض التكاليف لكن الشركة ستواجه مستقبلاً قاتماً حيث لن تكون هناك أدوية جديدة لتحل محل الأدوية القديمة.

من الواضح أن تعظيم الأرباح من خلال الرفع من الكفاءة هو هدف مرغوب فيه من وجهة نظر المساهمين، ومع ذلك، فإن تعظيم الربح يعد تعريفاً واسعاً للغاية لما قد يكون مفيداً للمساهمين.

2.2. البقاء

ترى معظم الشركات أن البقاء هدف ضروري ولكنه غير كافٍ فمن غير المرجح أن يجذب المستثمرون ليصبحوا مساهمين في شركة ليس لديها طموح طويل الأجل سوى البقاء على قيد

الحياة. في أوقات الركود الاقتصادي وغيرها من فترات المصاعب، سترى العديد من الشركات أن البقاء هو هدفها قصير الأجل، ولكن على المدى الطويل، من المؤكد أنها ستضع أهداف أسمى.

3.2. تعظيم ثروة المساهمين

يبدو هذا الهدف واقعيًا كونه يأخذ بعين الاعتبار العائد والمخاطرة في آن واحد، فالمستثمر العقلاني سيقوم بتقييم مؤسسة (أ) بقيمة أكبر من مؤسسة (ب) إذا كان لهما أرباح متساوية لكن مخاطرة المؤسسة (ب) أكبر من مخاطرة المؤسسة (أ)، كما أن مفهوم تعظيم الثروة يأخذ بعين الاعتبار المدى الزمني القريب والبعيد معًا.

فهدف تعظيم ثروة المساهمين يدفع المسيرين لموازنة بين العائد والمخاطرة بطريقة تعظم ثروة المساهمين. غير أنه من عيوب هذا الهدف أنه ينظر فقط للطرف واحد وهو المساهمون، فارتفاع سعر السهم الخاص بالمؤسسة لن يعني بالضرورة حصول الموظفين على زيادات في الراتب، وفي حالة حصول هذا قد ينعكس سلبيًا على رضا الموظفين وبالتالي انخفاض سعر سهم المؤسسة مرة أخرى. لذا، تعظيم ثروة المساهمين لن يكون أفضل تمثيل للهدف المالي للمؤسسة. لتوضيح الأهداف السابقة لمؤسسة، يمكن مراجعة نتائج دراسة قام بها كل من بيك وأوي (Pike and Ooi) سنة 1988، حيث قاما بتوزيع استبيان يتضمن بعض أهداف المؤسسة على المسيرين في 208 مؤسسة من كبرى المؤسسات في بريطانيا على مرتين، مرة سنة 1980 ومرة ثانية سنة 1986، وقد فاقت نسبة الاستجابة 70%. الجدول الموالي يوضح نتائج الدراسة حيث القيمة 5 تعبر على أن هذا الهدف مهم جدا في حين القيمة 1 تعني أن هذا الهدف غير مهم.

من خلال الجدول يلاحظ زيادة أهمية أهداف العائد على الاستثمار، النتيجة الصافية، تعظيم ربح السهم وتعظيم ثروة المساهمين. وجب لفت الانتباه أن أهداف زيادة العائد على الاستثمار وزيادة الأرباح الصافية ليست أهدافا متضادة مع تعظيم ثروة المساهمين لكن المفاضلة هنا بين الأهداف على المدى القصير والأهداف على المدى البعيد.

الجدول رقم (02): أهداف المؤسسة حسب دراسة بيك وأوي (Pike and Ooi) سنة 1988

الهدف	1986	1980
<i>في المدى القصير (من سنة إلى ثلاث سنوات)</i>		
العائد على الاستثمار	4.28	4.61
الأرباح الصافية	4.41	4.01
<i>في المدى البعيد (أكثر من ثلاث سنوات)</i>		
نمو المبيعات	2.97	3.18
زيادة أرباح السهم	4.38	2.83
زيادة ثروة المساهمين	4.06	3.07

المصدر: (McLaney, 2009, p. 24)

3. تضارب المصالح داخل المؤسسة ومشكل الوكالة

تعود ملكية بعض الشركات لعدد كبير من المساهمين، لذا من غير المعقول أن يتدخل كل هؤلاء الملاك في التسيير، ووجب تفويض عملية الإدارة إلى أشخاص أكفاء وذوي خبرة. لكن، كيف لهؤلاء المسيرين أن يتخذوا قرارات ترضي كل المساهمين على اختلاف أهدافهم، باعتبارهم مختلفين من حيث السن ونوع الجنس والمنطقة والمويلات وغيرها من الصفات، لذا فعلمية تفويض سلطة اتخاذ القرار لمسيرين محترفين تتطلب وجود هدف موحد بين جميع المساهمين، ومن الجيد أن هناك هدف مالي موحد يرغب فيه كل المساهمين وهو تعظيم ثروتهم من خلال تعظيم القيمة السوقية للشركة. المسير المالي الكفؤ هو من يتخذ قرارات تعظم قيمة الشركة وثروة المساهمين، وبالتالي يمكن للمساهمين توظيف تلك الزيادة في تلبية رغباتهم الشخصية.

تعظيم ثروة المساهمين مفهوم دقيق جدا ولا يمكن تحقيقه إلا في ظل وجود سوق مالية تعمل بشكل جيد، فالسوق المالية هي التي تمكن المستثمرين من اقتسام المخاطر وتوظيف المدخرات بشكل مرن وتنفيذ المخططات الاستثمارية، كما تتيح هذه السوق لمختلف المستثمرين من محبي المخاطرة والذين يكرهون المخاطرة فرص استثمارية تتناسب ورغباتهم، من أصول آمنة

كسندات الخزينة إلى أسهم ذات مخاطرة عالية كأسهم الشركات الناشئة التي تعمل في مجال التكنولوجيا الحديثة، بحيث تتوافق هذه الرغبات مع المخاطرة والعائد.

ترتبط دائما ملكية الشركة بحق الرقابة عليها، أي بيعها، وهبها، تفويض عملية إدارتها لأشخاص آخرين وغيره من حقوق الرقابة. هذه الرقابة هي المحفز الأساسي على تطوير الأصول واستحداث أخرى جديدة، فغياب ملكية خاصة يعني غياب جانب التحفيز على الاستفادة من الأصول وتطويرها، وكذا تحمل المخاطرة لأجل استحداث ثروة. وعليه، من شأن حقوق الملكية التحفيز على تعظيم قيمة الأصول (Milgrom & Roberts, 1997). السعي إلى تعظيم قيمة الشركة قد يتطلب فصل حق الرقابة عن حق الملكية، وهذا ما لاحظته وأكد عليه كل من أدولف بارل وقاردينر مينز (Adolf A. Berle and Gardiner C. Means) من خلال عملهما الذي يحمل عنوان "الشركة الحديثة والملكية الخاصة" (The Modern Corporation and Private Property) أين لاحظا أن هناك فصلا بين الملكية والرقابة في بعض الشركات الكبرى (Mizruchi, 2004)، حيث تم تحديد ثلاثة أنواع لشركات المساهمة، تم تقسيمها حسب طبيعة المساهمة في ملكية الشركة: (Bainbridge, 2008)

- تكون حقوق الرقابة الكاملة موجودة عندما يكون هناك مساهم بالأغلبية (أو مجموعة من المساهمين يتصرفون جماعيا) يملكون أكثر من 50% من الأسهم ذات حق التصويت. ولهذا، فإن أغلبية الشركات تفصل بين ملكية الشركة وحقوق الرقابة فيها لأن أغلب المساهمين بالأقلية يساهمون في ملكية الشركة ولا يساهمون في الرقابة عليها.

- تكون هناك رقابة جزئية عندما يكون هناك مساهمون بالأغلبية أو مجموعة من المساهمين يتصرفون جماعيا في الشركة يملكون أقل من 50% من الأسهم ذات حق التصويت. تحوي الشركات التي بها رقابة جزئية هي الأخرى على فصل جزئي للملكية عن الرقابة.

- تكون هناك رقابة تسييرية عندما لا يكون في الشركة حامل أو حملة أسهم يتصرفون جماعيا يملكون قدرا كافيا من الأسهم التي تمنحهم عملا رقابيا داخل الشركة. تحوي الشركات ذات الرقابة التسييرية فصلاً كاملاً للملكية عن الرقابة.

وقد أكد كل من فاما وجونسون (Fama & Jensen, 1983) أن الفصل بين الملكية والرقابة الملاحظ في الشركات الكبرى من قبل أدولف بارل وقاردينير مينز يمكن ملاحظته أيضا في المؤسسات الأخرى كالصناديق الجماعية، والمؤسسات غير الربحية، كما تم التأكيد على أن هذا الفصل بين الملكية والإدارة راجع إلى فوائد التخصص في تسيير المخاطرة من جهة، ومن جهة أخرى إلى فاعلية التحكم في مشكل الوكالة الناتج عن الفصل بين الملكية والرقابة من قبل كلا الطرفين.

يبقى دائما السؤال حول ما إذا كان على المسيرين إدارة الشركة بما يتناسب ومصلحة المساهمين. وهل مجرد اتفاق المساهمين حول هدف تعظيم قيمة الشركة هذا سيعني أن المسيرين سيعملون على ذلك، كما أن هناك فرق بسيط بين الأداء الجيد للشركة وبين أقصى أداء يمكن تحقيقه لتعظيم قيمة الشركة. الشركة التي تضمن عملاء راضيين وعمال أوفياء ستتمكن من البقاء، إذ أن أغلب الشركات التي تمكنت من استحداث قيمة مضافة هي شركات تمكنت من انشاء علاقات مستديمة مع العمال والزبائن، وأي شيء يمس هذه العلاقة سيؤدي إلى خسائر للشركة.

يعرف الاشكال الذي قد يقع بين المساهمين والمسيرين بمشكل الوكالة، هذا الأخير الذي ينتج عندما يملك كل من طرفين العقد أهدافا مختلفة، وبتعبير أدق، يرتبط مشكل الوكالة بعلاقة الوكالة التي يقوم من خلالها أحد الأطراف، يدعى الرئيس (the Principal) بإيكال عمل من أجل تنفيذه لطرف ثاني يدعى الوكيل (the Agent)، ويترتب عن ذلك تفويض جزء من سلطة الرئيس في اتخاذ القرار إلى الوكيل. ويمكن وصف هذه العلاقة بالعقد (Jensen & Meckling, 1976). وتعود دراسة علاقة الوكالة والأسئلة المترتبة عنها إلى الأعمال التي قام بها آدم سميث (Adam Smith)، إضافة إلى دراسة بارل ومينز (Berle and Means) حول مشكل العلاقة بين المالك والمسير في شركة المساهمة (Coriat & Weinstein, 1995).

4. نظرية الفصل ليفيشر (Fisher separation theorem)

لتبسيط الجوانب العملية للنظرية الفصل ليفيشر سيتم عرض طبيعة الاستثمار أولا ثم علاقته بدالة المنفعة وأخيرا الاستثمار عند وجود سوق مالية.

1.4. طبيعة الاستثمار

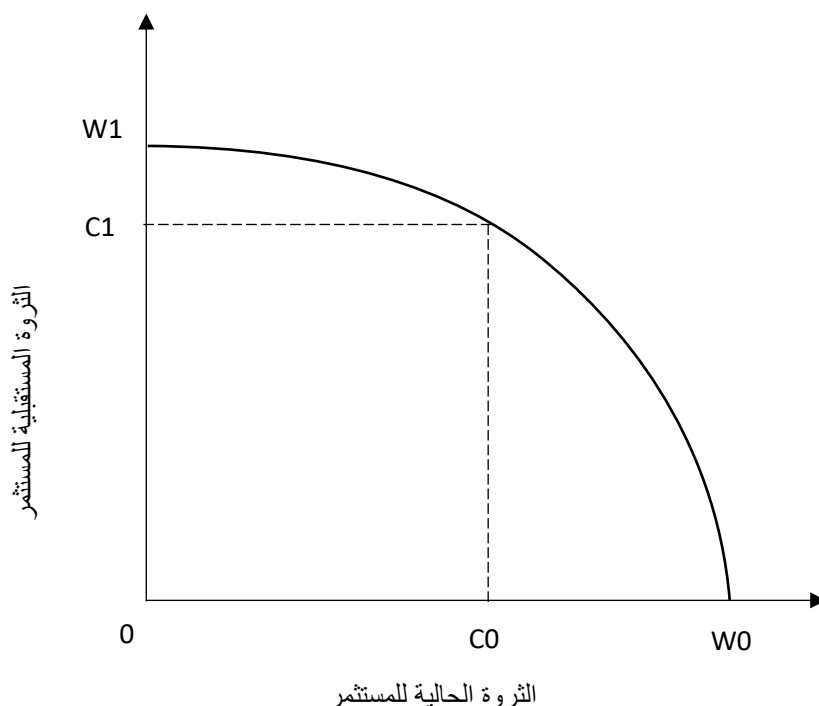
الاستثمار يركز في جوهره على النقود وكيفية إحداث زيادات نقدية لإنفاقها في المستقبل. عادة ما يحدث معظم الإنفاق أو كله قبل التدفقات النقدية وبالتالي فإن الاستثمار له بعد زمني. فالمستثمر الذي لديه قدر معين من الثروة يمكنه إما إنفاقها (استهلاكها) أو استثمارها في أصول منتجة (مصنع، آلات، تجارة وما إلى ذلك). وبالتالي يجوز للفرد أن يستثمر جزءاً من الثروة الحالية أو كلها لمدة عام واحد (سيقتصر التحليل هنا على فترة واحدة لتكن السنة) ويستهلك عائدات الاستثمار العام المقبل، أو يستهلكها بالكامل على الفور.

الشكل رقم (01) يوضح الثروة الاجمالية للمستثمر المتاحة للاستهلاك/الاستثمار الحالي ولتكن $0W_0$ ، المنحنى W_0W_1 يمثل الاستثمارات المتاحة للعون، بحيث كل الثروة الحالية المتاحة $0W_0$ يمكن استثمارها وينتج عنها $0W_1$ بعد سنة واحدة، كما يمكن استهلاك كل الثروة الحالية بحيث لا يترك المستثمر أي ثروة نهاية السنة، هناك خيار ثالث يتمثل في أن المستثمر يستهلك جزء من الثروة الحالية ويستثمر الجزء المتبقي، كونه يحتاج للأكل مثلاً في السنة الحالية والمقبلة، فإذا قرر المستثمر استثمار C_0W_0 من الثروة الحالية (واستهلاك $0C_0$) سيدير هذا الاستثمار العائد $0C_1$ خلال السنة المقبلة.

يجب الأخذ بعين الاعتبار أن الاستثمار يصبح أقل جاذبية للمستثمر كلما زاد حجم الثروة المستثمرة فيه، لذلك المنحنى W_0W_1 يصبح أقل تحدياً كلما زاد حجم الاستثمار، كما أن هذا المنحنى يمكن أن يمثل عدداً كبيراً من المشاريع وليس مشروعاً واحداً أي جميع الفرص الاستثمارية المتاحة أمام العون.

يجدر الانتباه إلى أن أفضل المشاريع هي التي تحقق أكبر عائد ومن خلال المنحنى W_0W_1 يظهر أن أفضل المشاريع هي التي تقع قريبة من W_0 وكلما انتقلنا عبر المنحنى من اليمين إلى اليسار نحو W_1 تقل عائدات المشاريع وتقل جاذبيتها وعليه يقوم المستثمر بتفضيل المشاريع التي على يسار المنحنى ثم يتوجه إلى تلك التي على اليمين.

الشكل رقم (01): الفرص الاستثمارية المنتجة المتاحة أمام مستثمر له ثروة W_0



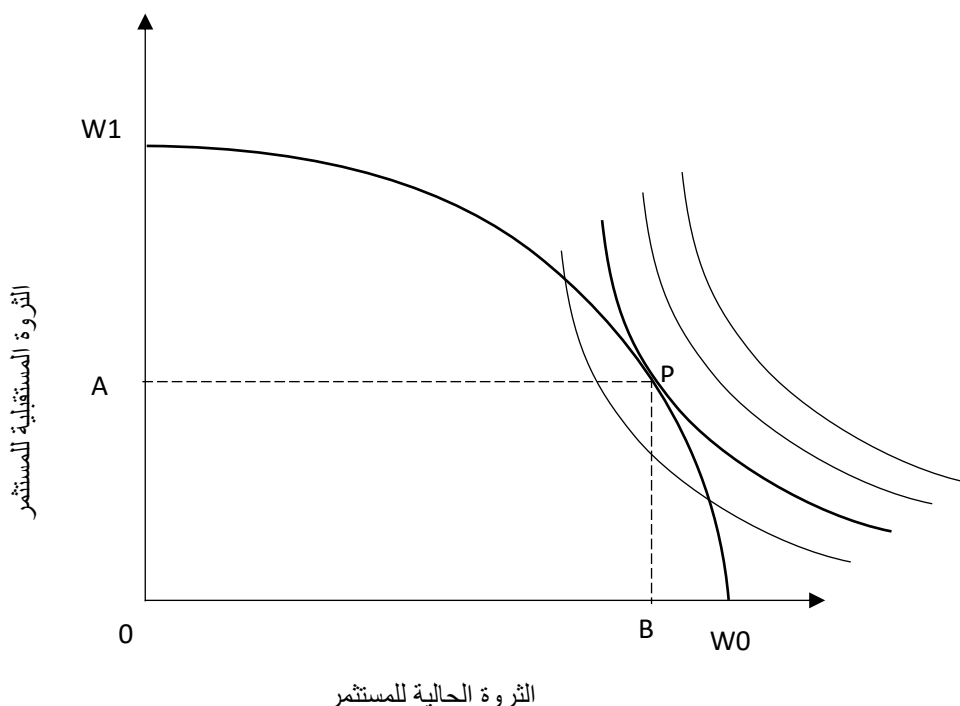
المصدر: (McLaney, 2009, p. 35)

2.4. الاستثمار ودالة المنفعة

تختلف عملية الاختيار بين ما يجب إستهلاكه واستثماره، فمن غير المعقول أن يستثمر العون كل ثروته ولا يترك شيئاً للإستهلاك كإستثماره، ويمكن تمثيل الاختيار بين ما يجب إستهلاكه حالياً وما يجب إستهلاكه بعد سنة بمنحنى المنفعة. كل نقطة على منحنى المنفعة تمثل توليفة من الإستهلاك الحالي والمستقبلي يقابلها وحدات معينة من الرضى أو المنفعة لهذا العون، فكلما زاد علو المنحنى زاد الرضى (زادت المنفعة).

إذا ما تم وضع منحنى المنفعة على الشكل السابق رقم (01)، سينتج الشكل رقم (02)، أين تمثل النقطة P أفضل توليفة للإستثمار/ إستهلاك لهذا المستثمر، لأنها تمنحه أعلى مستوى من المنفعة بحيث لا يمكن لأي نقطة أن تمنحه هذا المستوى من المنفعة، لهذا يجب أن يكون المبلغ المستثمر هو BW_0 والذي سيدر المبلغ $0A$ بعد سنة، وعليه سيكون الإستهلاك الحالي هو $0B$ والإستهلاك في السنة المقبلة $0A$.

الشكل رقم (02): منفعة الاستثمار/استهلاك لعون إقتصادي ما



المصدر: (McLaney, 2009, p. 37)

3.4. دور سوق الأوراق المالية

الإقرار بأن الهدف الأساسي للمؤسسة هو تعظيم ثروة المساهمين شيء والعمل على تحقيق ذلك شيء آخر، وهذا بسبب اختلاف تفضيلات المساهمين (اختلاف دوال المنفعة للمساهمين)، لذا ليس من السهل على المسير المالي تعظيم منفعة المساهمين في ظل اختلاف دوال المنفعة الخاصة بهم حيث لا يمكن مقارنتها ولا دمجها.

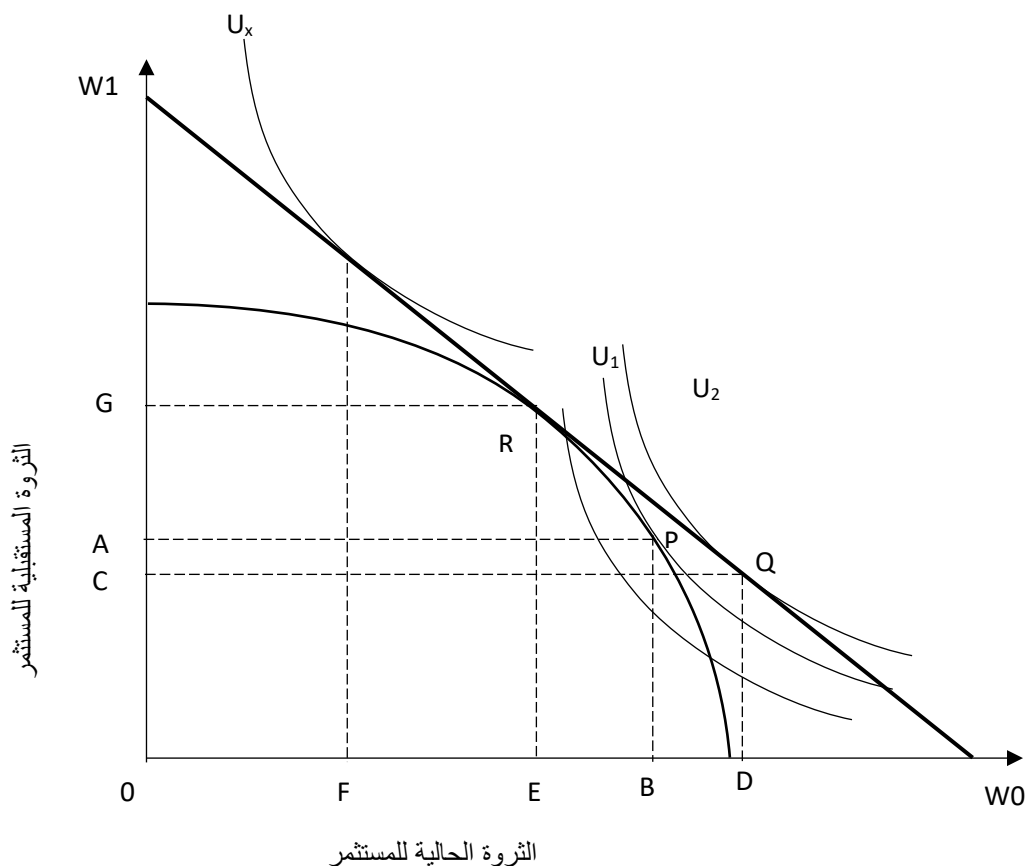
الإجابة تكمن في فهم طريقة عمل السوق المالي كما وأن تم الإشارة إلى ذلك، فعندما تكون السوق المالية كاملة، أي سعر الاقتراض يساوي سعر الإقراض، هنا يمكن للمساهمين تفويض عملية اتخاذ القرار للمسيرين وهذا ما يعرف بنظرية الفصل لفيشر.

إدخال عملية الاقتراض إلى التحليل السابق يعني أنه بإمكان المستثمر إقتراض مبلغ W بسعر فائدة r ، أي أن ثروة العون تصبح $W_0 + rW_0$. ويمكن تمثيل عملية الاقتراض (السوق المالية) بخط ميله $(W_0 + rW_0)/W_0 = 1 + r$. وجود إمكانية الاقتراض/الإقراض يتيح عمليات أكبر من الاستثمار بعد تحقيق مستوى الاستهلاك المرغوب فيه، حيث يتم اقتراض المبالغ اللازمة

لتحقيق الاستثمار المرغوب فيه على أن يتم التسديد بفوائد السنة المقبلة، وفي الوقت نفسه ليس من الضروري استثمار كل الثروة المتبقية بعد الاستهلاك بل يمكن إقراضها، وهذا ما من شأنه أن يوسع فرص تحقيق مستوى منفعة أكبر.

الشكل رقم (03) يوضح منحنى المنفعة للعون في حالة وجود خط سوق مالية. حيث في ظل عدم وجود سوق مالية، النقطة p تمثل التوليفة المثلى من الاستثمار/ استهلاك للمستثمر من خلال الوصول لمنحنى المنفعة U_1 ، لكن في ظل وجود سوق مالية يمكن الوصول إلى منحنى سواء أعلى بالانتقال إلى منحنى U_2 ، حيث صار بإمكان المستثمر استثمار المبلغ EW_0 واستهلاك المبلغ OD وهذا من خلال اقتراض المبلغ ED . حيث إن استهلاك المبلغ OD هذه السنة والمبلغ OC السنة المقبلة يمثل مستوى منفعة أكبر من استهلاك OB هذه السنة و OA السنة المقبلة.

الشكل رقم (03): منفعة الاستثمار/ استهلاك لمجموعة من الأعوان في ظل وجود سوق مالية



المصدر: (McLaney, 2009, p. 37)

من الشكل السابق إضافة إلى التفضيلات الزمنية للمستثمر، كل المستثمرين الذين لديهم مستويات استهلاكية أقل سيختارون استثمارات فوق النقطة R على أن يقرضوا ما تبقى من ثروتهم، مثلاً المستثمر الذي له منحنى منفعة U_x له منحنى سواء أعلى لذا سيستهلك المبلغ OF ويقرض المبلغ FE .

بغض النظر عن التفضيلات الشخصية للعديد من المستثمرين، يتفق جميع المستثمرين على أنه من الأفضل الاستثمار حتى النقطة R كونها تعظم القيمة الحالية لثروة جميع المستثمرين، وهي النقطة التي يكون فيها ميل منحنى الاستثمار W_0W_1 مساوياً لميل خط السوق المالية. هذا الإجماع بين المستثمرين على المستوى الأمثل للاستثمار المنتج مهم جداً بالنسبة للمسيرين من حيث محاولة القيام باستثمارات تعود بالفائدة على جميع مساهمهم وتحقق إجماع جميع المستثمرين، وهنا قاعدة القرار المناسبة هي نفسها، بغض النظر عن تفضيلات وقت المساهمين للاستهلاك، سيختار المسيرون جميع المشاريع التي تحقق معدل عائد أكبر من معدل العائد للسوق المالي.

مراجع الفصل الأول

- Bainbridge, S. (2008). *The new corporate governance in theory and practice*: Oxford University Press.
- Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F., & Mohanty, P. (2018). *Principles of Corporate Finance, 12/e*: McGraw-Hill Education.
- Coriat, B., & Weinstein, O. (1995). *Les nouvelles théories de l'entreprise*: Librairie générale française Paris.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 3(4), 305-360.
- McLaney, E. (2009). *Business finance: theory and practice*: Pearson Education.
- Milgrom, P., & Roberts, J. (1997). *Economie, organisation et management*: De Boeck Supérieur.
- Mizruchi, M. S. (2004). Berle and Means revisited: The governance and power of large US corporations. *Theory and Society*, 33(5), 579-617.