



كلية التجارة
قسم المحاسبة
والمراجعة

**أستخدام مفهوم العوائد الإستراتيجية
لتفعيل نماذج التقييم المالي للمشروعات الإستثمارية:
دراسة تطبيقية**

رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة في المحاسبة

إعداد

صبرى صموئيل فهمى
المدرس المساعد بقسم المحاسبة والمراجعة
كلية التجارة - جامعة عين شمس

إشراف

الدكتور/ أحمد حسن عامر	الدكتور/ عاطف محمد العوام
أستاذ المحاسبة المالية المتفرغ	أستاذ المحاسبة المالية المتفرغ
كلية التجارة - جامعة عين شمس	كلية التجارة - جامعة عين شمس
ووكيل الكلية السابق لشئون التعليم والطلاب	ونائب رئيس الجامعة الأسبق



كلية التجارة
قسم المحاسبة والمراجعة

رسالة دكتوراه

أسم الباحث : صبرى صموئيل فهمى

عنوان الرسالة : إستخدام مفهوم العوائد الإستراتيجية لتفعيل نماذج التقييم المالى

للمشروعات الإستثمارية: دراسة تطبيقية

الدرجة العلمية : دكتور الفلسفة فى المحاسبة

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة

١- **الأستاذ الدكتور / محمد لطفي حسونه** (رئيساً)

أستاذ المحاسبة المالية المتفرغ بكلية التجارة جامعة عين شمس

٢- **الأستاذ الدكتور / عاطف محمد العوام** (مشرفاً)

أستاذ المحاسبة المالية المتفرغ بكلية التجارة جامعة عين شمس

٣- **الأستاذ الدكتور / أحمد حسن عامر** (مشرفاً بالإشتراك)

أستاذ المحاسبة المالية المتفرغ بكلية التجارة جامعة عين شمس

٤- **الأستاذ الدكتور / سعيد يحيى ضو** (عضو)

أستاذ محاسبة التكاليف بكلية التجارة جامعة القاهرة ونائب رئيس جامعة

القاهرة لشئون خدمة المجتمع وتنمية البيئة

الدراسات العليا

ختم الإجازة

أجازت الرسالة بتاريخ / ٢٠١٦ /

موافقة مجلس الكلية

موافقة مجلس الجامعة

٢٠١٦ / /

٢٠١٦ / /

إهداع

إلى روح أب *** تذكاراً واجلاً

إلى رأه *** فخرًا واعتزازًا

إلى زوجته *** حبًا ونفقة ديرًا

إلى زهرتى عمرى ومستقبلى ابني مينا ومارك

أهدى إليهم هذا العمل المتواضع ...

شكر وتقدير

يسجد الباحث إلى الله سبحانه وتعالى شاكراً نعمه وهباته التي لا تعد ولا تحصى، ومنها أن أنعم على الباحث وأعطيه القدرة على إتمام جميع مراحل البحث حتى خرج إلى حيز الوجود.

بعد شكر الله عز وجل يتوجه الباحث بعظيم الشكر والامتنان والتقدير للأستاذ الدكتور / **عاطف محمد العوام** على رعايته ومتابعته الدقيقة وما قدمه للباحث من أراء سديدة وتوجيهات صائبة كان لها أكبر الأثر في إخراج البحث على هذه الصورة. جزاه الله عن الباحث خير الجزاء، وبارك الله في علمه، وتمتعه بدوام الصحة وتمام العافية.

كما يتقدم الباحث بخالص الشكر والتقدير والعرفان للأستاذ الدكتور / **أحمد حسن عاصم** على المجهود الكبير الذي بذله مع الباحث، فقد أتاح له الكثير من وقته الثمين وعلمه الغزير وتوجيهاته البناءة والتي أثرت البحث وهو ما ظهر جلياً على صفحات هذا البحث. قليلة هي كلمات الشكر أمام عطاءه فجزاه الله عن الباحث خير الجزاء وتمتعه بدوام الصحة وتمام العافية.

ويتوجه الباحث بوافر الشكر وعظيم التقدير للأستاذ الدكتور / **محمد لطفي حسونة** لتفضيل سيادته بقبول رئاسة لجنة المناقشة والحكم على الرسالة رغم كثرة اعبائه ومسؤولياته وضيق وقته، فدام الله فضله وحفظه وجزاه الله عن الباحث خير الجزاء وتمتعه بدوام الصحة وتمام العافية.

كما يتوجه الباحث بخالص الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور / **سعید بیبوی فو** على تفضيل سيادته مشكوراً بالموافقة على المشاركة في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة، جزاه الله عن الباحث خير الجزاء وتمتعه بدوام الصحة وتمام العافية.

كما يسعد الباحث بأن يقدم بالشكر والتقدير إلى الأستاذ الدكتور / **محدث عبد العال** أستاذ ورئيس قسم الإحصاء بالكلية على تفضيله بالقيام بكلية التحليلات الإحصائية التي قدمها البحث، وعلى ما قدمه للباحث من معاونة صادقة جزاه الله خير الجزاء وجعله دائماً عوناً لكل الباحثين.

كما يتقدم الباحث بجزيل الشكر إلى جميع العاملين بمستشفى عين شمس التخصصي ويخص بالذكر الأستاذ الدكتور / **محمد حلمي الغر** مدير المستشفى وجميع العاملين بالمستشفى على ما قدموه للباحث من تسهيلات وبيانات حتى يخرج هذا البحث بالصورة المطلوبة.

وأخيراً أتقدم بخالص الشكر والتقدير لكل من له فضل علىٰ ومد لي يد العون من أساتذتي في قسم المحاسبة والمراجعة وزملائي الأفاضل في الأقسام العلمية بالكلية.

الباحث

وعلى الله قصد السبيل...“

قائمة المحتويات

الفصل الأول : مقدمة البحث

٢	.....	مقدمة
٥	.....	مشكلة البحث
١٢	.....	هدف البحث
١٣	.....	فروض البحث
١٤	.....	منهج البحث
١٦	.....	حدود البحث
١٦	.....	خطة البحث

الفصل الثاني: دراسة إنتقادية لنماذج التقييم المالي التقليدية للمشروعات الإستثمارية

١٩	.....	المبحث الأول: العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار
		المبحث الثاني: أساليب التقييم المالي التقليدية ومشكلات تطبيق أساليب
٢٦	.....	التدفق النقدي المخصوص
		المبحث الثالث : مفهوم الإستثمارات الإستراتيجية والقصور في الأساليب
٣٧	.....	التقليدية

الفصل الثالث: التكامل بين التحليلات المالية والتحليلات الإستراتيجية لأغراض تقييم المشروعات الإستثمارية

٤٨	.....	المبحث الأول: مفاهيم ومحاور العوائد الإستراتيجية ودورها في تقييم المشروعات الإستثمارية
		المبحث الثاني: المحاسبة الإستراتيجية ودورها في توفير المعلومات لأغراض تقييم المشروعات الإستثمارية
٥٦	.....	المبحث الثالث: أدوات التحليل الإستراتيجي ودورها في تقييم المشروعات الإستثمارية

الفصل الرابع: الإطار المقترن لزيادة فعالية النماذج الاستراتيجية للدعم المالي للمشروعات الاستثمارية

المبحث الأول : مداخل قياس العوائد الإستراتيجية.....	٨٥
المبحث الثاني: قياس المؤشر الإستراتيجي للمشروع وتأثيره على صافي التدفقات النقدية المتوقعة	٩٠
المبحث الثالث: الدراسات السابقة والنموذج المالي الاستراتيجي المقترن لتقدير المشروعات الاستثمارية.....	١٠٠

الفصل الخامس: الدراسة التطبيقية

المبحث الأول: تحديد مجتمع الدراسة والتعريف بالوحدة الاقتصادية محل التطبيق.....	١٢٢
المبحث الثاني: إجراءات الدراسة التطبيقية وجمع البيانات.....	١٢٧
المبحث الثالث: اختبارات الفروض ونتائج التحليل الإحصائي.....	١٤٢

الفصل السادس: الخلاصة والنتائج والتوصيات

أولاً: الخلاصة.....	١٥٤
ثانياً: النتائج.....	١٥٥
ثالثاً: التوصيات	١٥٦

المراجع

أولاً : المراجع العربية	١٥٨
ثانياً : المراجع الأجنبية	١٥٩

قائمة الجداول

رقم الصفحة	العنوان	رقم الجدول
٤٩	مقارنة بين منهج إدارة المشروع على أساس تحقيق العوائد المستهدفة ومنهج إدارة المشروع بالتركيز على المخرجات	١
٦٣	متطلبات تنفيذ الإستراتيجيات التناصية العامة	٢
٩٩	حساب المؤشر الإستراتيجي للمشروع الأول	٣
٩٩	حساب المؤشر الإستراتيجي للمشروع الثاني	٤
١٣١	نتائج إجابات الاستمارة لتحديد الأهمية النسبية لكل نوع من العوائد الاستراتيجية من وجهة نظر المستشفى	٥
١٣٣	تحديد الوزن النسبى للعوائد الاستراتيجية من وجهة نظر المستشفى	٦
١٣٤	إجابات أسئلة الاستمارة لتحديد مدى توافر العوائد الاستراتيجية في مستشفى النساء والتوليد	٧
١٣٦	تحديد الوزن النسبى للعوائد الاستراتيجية في مشروع مستشفى أمراض النساء والتوليد وجراحات الأطفال	٨
١٣٧	إجابات أسئلة الاستمارة لتحديد مدى توافر العوائد الاستراتيجية في مركز جراحات المخ والأعصاب	٩
١٣٩	تحديد الوزن النسبى للعوائد الاستراتيجية في مشروع مركز جراحات المخ والأعصاب	١٠
١٤١	حساب المؤشر الإستراتيجي لكل مشروع	١١
١٤٦	نتائج أسئلة اختبار الفرض الأول	١٢
١٤٩	نتائج أسئلة اختبار الفرض الثاني	١٣

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	العنوان	رقم الشكل
٢٠	الاستثمارات في الأراضي والتحف والمجوهرات	١
٢٠	الاستثمارات في الأوراق المالية	٢
٢١	الاستثمارات في المصانع والمشروعات الضخمة	٣
٢٢	الاستثمارات منعدمة العائد النقدي	٤
٣٣	مقارنة بين الاستثمار الجديد والوضع الراهن	٥
٤٢	تأثيرات آليات الرقابة قبل اتخاذ القرار على عملية اتخاذ القرار الاستثماري الاستراتيجي	٦
٥٣	أسس صياغة العوائد الاستراتيجية المستهدفة	٧
٥٤	العوائد الاستراتيجية وفجوة القيمة	٨
٦١	استراتيجيات Porter التفاسية وعلاقتها بالحصة السوقية وربحية المنظمات	٩
٧٠	محفوٍ بطاقة التقييم المتوازن للأداء	١٠
٧٣	الإدارة الإستراتيجية كعملية مستمرة باستخدام بطاقات التقييم المتوازن للأداء	١١
١١٣	سلسلة المنافع	١٢
١١٥	الإطار المقترن لعملية قياس الأداء الإستراتيجي	١٣
١١٨	الدمج بين التقييم المالي والإستراتيجي عند تقييم المشروعات الاستثمارية	١٤
١٢٥	الهيكل التنظيمي لمستشفى عين شمس التخصصي	١٥
١٢٩	التحليل الاستراتيجي SWOT Analysis لمستشفى عين شمس التخصصي	١٦

قائمة الملاحق

رقم الملحق	البيان
١	استمارة الاستقصاء
٢	دراسة الجدوى المالية لمشروع مستشفى النساء والتوليد وجراحات الأطفال
٣	دراسة الجدوى المالية لمشروع مركز الأورام وجراحات المخ والأعصاب
٤	نتائج التحليل الإحصائي

الفصل الأول

مقدمة

الفصل الأول

مقدمة:

تحظى ممارسات إعداد الموازنة الرأسمالية باهتمام الفكر المحاسبي في مجال المحاسبة الإدارية في ظل ظروف التقدم التكنولوجي السريع والتحول من تكنولوجيا الإنتاج الضخم (MPT) Mass Production Technologies إلى نظم التصنيع الحديثة (MMS) Modern Manufacturing Systems والتي تتميز بالمرونة، مما يجعلها قادرة على استيعاب أي تغيرات في مواصفات المنتج أو في تصميمه، هذا بالإضافة إلى إمكانية التأقلم مع أي تغير في تشكيلة المنتجات حسب اتجاهات الطلب في السوق.

حيث أصبحت المعدات الرأسمالية المستخدمة في التصنيع عرضة للتغيرات السريعة والتطوير المستمر، ومن ثم يجب على معدى الموازنات الرأسمالية البحث عن صيغ جديدة لتقدير الاستثمار الرأسمالي بما يتوافق مع التحولات التكنولوجية السابقة.

والجدير بالذكر أن هذه الصيغ الجديدة لا ينبغي أن تهدم الأسس التقليدية لعملية التقييم والتي تقوم بصفة أساسية على أساليب التدفق النقدي المخصوص، لكن التطوير المنشود يحاول أن يطور ويعدل في تلك الأساليب وكيفية تطبيقها في الواقع العملي بما يتلائم مع التطور السريع في البيئة الصناعية وهو الأمر الذي سيؤدي في النهاية إلى ترشيد استخدام قواعد اتخاذ القرار التي تستند إلى مفهوم التكاليف في التخطيط ، خاصة مع تزايد الاستثمارات الخارجية في ظل النظام الاقتصادي العالمي الجديد وصولاً إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة.

وينظر لقرار الاستثمار عند إعداد الموازنة الرأسمالية في ظل هذا التحول الصناعي على أنه موقف بمقتضاه يتم تخصيص الموارد إلى واحد أو

أكثر من البدائل المتاحة وبناء عليه فإن مستوى الموارد قد يزيد أو ينقص وفقاً لرشد متخذ القرار .^(١)

وقد تناولت دراسة (1995) Milgrom & Roberts (٢) مدى إمكانية تعظيم قيمة المنشأة من وراء عملية الاستثمار وذلك بتوجيه الإنفاق الرأسمالي بشكل منسق عبر أنواع متعددة ومختلفة من الأصول الرأسمالية ذات أنماط متعددة في الاستخدام في ظل تكنولوجيا التصنيع المرن Flexible Manufacturing Systems .

كما أشارت دراسة (2000) Lefley^(٣) إلى ضرورة النظر إلى قرار الاستثمار كامتداد طبيعي لعملية التخطيط الاستراتيجي .

ويرجع ذلك إلى أن قرار الاستثمار يعني المبادلة بين إنفاق حالي أو مبدئي بسلسلة من التفقات النقدية المستقبلية في الأجل الطويل .^(٤)

وأشارت دراسة (2004a) Lefley^(٥) أن المشروعات الاستثمارية لها نوعان من المنافع :

١ - منافع مالية يمكن التعبير عنها بصورة مالية .

(1) يوسف ، أحمد محمد ، (٢٠٠١) ، " دراسة تحليلية لأثر النموذج المالي في تقدير الاستثمارات متعددة الجنسية عند إعداد الموازنة الرأسمالية " مجلة المحاسبة والإدارة والتأمين ، كلية التجارة ، جامعة القاهرة – العدد الثامن والخمسون - السنة الأربعين ، ص ٢٣٣ .

(2) (Milgrom, P. & Roberts, J., (1995), "Complementarities and Fit strategy, structure and organizational change in Manufacturing", Journal of Accounting and economics, Vol.19, No. (2-3), p. 191.

(3) (Lefley, F. (2000), "The financial appraisal profile (FAP) model of investment appraisal", Management Accounting (UK), Vol. 78 No. 3, p.29

(4) حنفى، عبد الغفار، (٢٠٠٢)، أساسيات التمويل والإدارة المالية ، دار الجامعة الجديدة للنشر - الإسكندرية ، ص ٢٤٨ .

(5) (Lefley, F. (2004a), "A brief introduction to the financial appraisal profile (FAP) model", International Journal of Applied Finance For Non-Financial Managers, Vol. 1 No. 1, p.32.

- ٢ - منافع استراتيجية Strategic Benefits لها تأثير كبير على أداء المنشأة في الأجل الطويل لكن يصعب التعبير عنها في صورة مالية . وعلى الرغم من أهمية النوع الثاني من المنافع (المنافع الاستراتيجية) إلا أن أغلب الدراسات لا تأخذ في الاعتبار عند إعداد حسابات التقييم المالي للمشروعات الاستثمارية ويرجع ذلك إلى صعوبة التعبير عنها مالياً كما سبق القول . وهو الأمر الذي يبرز القصور الحالى في الطرق التقليدية لتقدير استراتيجيات الاستثمار وضرورة البحث عن التطوير الملائم لها^(١).

كما أشارت دراسة (Drury, & Tayles 1995)^(٢) أن طرق التقييم المالي المستخدمة في الصناعة لتقدير الاستثمار الرأسمالي قد تكون غير دقيقة ولا تتواءم مع بيئة التصنيع الحديثة ذات التكنولوجيا المتقدمة وذلك لإغفالها العديد من العوائد والمنافع الاستراتيجية لتلك المشروعات.

وقد عبر أحد الباحثين^(٣) عن المنافع الاستراتيجية بقوله أنها هي المنافع التي تعطى المنشأة القدرة على الاستمرار والنمو وشبهها بعملية إحلال وتغيير مستمر للخلايا الميتة في جسد المنشأة بخلايا أخرى حية وقدرة على الاستمرار . كما أكد باحث آخر^(٤) على أن المنافع الاستراتيجية تمكن المنشأة من الحصول على مزايا تنافسية يكون لها دور كبير وحيوي في جعل المنشأة قادرة على الاستمرار والنمو في الأجل الطويل.

-
- (1) Azzone, G., Bertele, U. and Masella, C. (1993), “Strategic Investment in new product development”, **Management Decision**, Vol. 31 No. 5, p.47.
 - (2) Drury, C. and Tayles, M. (1995), “Issues arising from surveys of management accounting practice”, **Management Accounting Research**, Vol. 6 No. 3, p.276.
 - (3) Lefley, F. (2000), Op. Cit.p. 29
 - (4) Aaker, D.A. (2001), “**Developing Business Strategies**”, 6th ed., Wiley, New York, NY, p.115

ومن هنا يحاول الباحث عمل تقييم للمشروعات الاستثمارية وبصفة خاصة تلك التي تستعين بـ تكنولوجيا التصنيع المتقدمة بحيث يأخذ هذا التقييم في الاعتبار تلك المنافع الاستراتيجية مع عدم إغفال النواحي المالية التقليدية في نفس الوقت والتي تعتمد بدورها بصفة أساسية على درجة المخاطرة المتوقعة للمقترح الاستثماري .

مشكلة البحث:

تتبع مشكلة البحث من عدم فعالية قواعد اتخاذ القرار الحالية في ترشيد قرارات تقييم المقتراحات الاستثمارية ، حيث تعتمد بصفة أساسية على أساليب التدفق النقدي المخصوص ، و تلك الأساليب إذا تم تطبيقها كما هي دون تعديل لا تتواءم مع بيئة التصنيع المتقدمة ، وهو الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى اتخاذ قرار خاطئ فيما يتعلق بعملية تقييم تلك المقتراحات الاستثمارية .

ويشير كل من (Kaplan & Atkinson 1988)^(١) و (Nour, 2003)^(٢) إلى العديد من المشاكل التي تواجه تطبيق أساليب التدفق النقدي المخصوص في البيئة الصناعية المتقدمة منها:-

(١) مشكلة قصر الفترة الزمنية Short Time Horizon

حيث يفضل المديرون في كثير من الأحيان أن تكون فترة الاسترداد للاستثمار المبدئي قصيرة لمحاولة تخفيف المخاطر المالية المحيطة بالاستثمار أو لعدم الثقة في قدر الوفورات النقدية المستقبلية ورغم وجاهة هذه الأسباب إلا أن الأمر يختلف في حالة تقييم الاستثمارات الجديدة في ظل أنظمة التصنيع المرن ، فقد يصعب تبرير استرداد الاستثمارات في مثل هذه الأنظمة خلال فترة زمنية قصيرة ،

(1) Kaplan, R.S. (1986), " Must CIM be justified by Faith alone?" **Harvard Business Review**, Vol.64, No.2, pp.87-95

(2) نور ، أحمد ، (٢٠٠٣) ، **المحاسبة الإدارية المتقدمة** ، مكتبة الدار الجامعية - الإسكندرية.

(3) Shank, J.K. & Peterson, D. (2005), "Strategic cost analysis for Capital Spending Decisions," **Cost Management**, Jul/Aug. 2005, Vo.19, No.4, pp14-20

لأن مثل هذه الأنظمة تحتاج إلى فترات زمنية طويلة نسبياً للاستفادة من مزاياها في مجال الإنتاج.

(٢) مشكلة استخدام معدلات خصم مرتفعة

Excessively High Discount Rates

حيث يؤدي استخدام معدلات خصم مرتفعة إلى إعاقة التحليل السليم لأسباب التدفق النقدي المخصوص في حالة الاستثمارات المتعلقة بالتقنيات المتقدمة طويلاً الأجل.

ويجب أن يعكس معدل الخصم المستخدم تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر، أي العائد الذي يمكن تحقيقه من استثمار المبلغ في بدائل أخرى لها نفس درجة المخاطرة.

(٣) مشكلة تعديل درجة المخاطرة

حيث يجب تعديل معدل الخصم بدرجة مخاطرة معينة، ويقصد بالمخاطر هنا تلك المخاطر التي لا يمكن تنويعها بين المستثمرين أي المخاطرة التي تواجه الشركات الأخرى التي تعمل في نفس الصناعة وتسمى هذه المخاطر بالمخاطر المنتظمة Systematic Risk ويتم استخدام معامل بيتا Beta المقدر عن طريق نموذج تسعير الأصل الرأسمالي CAPM في تعديل درجة المخاطرة لتحديد معدل الخصم المناسب لعملية تقييم الاستثمارات الجديدة.

(٤) مشكلة التحديد السليم لبدائل الاستثمار الجديد

Alternatives to New Investment

إذ قد يؤدي عدم التحديد السليم لتلك البدائل الاستثمارية الجديدة إلى تدهور الوضع الحالي للمنشأة نتيجة فقد فرص استثمارية في مشروعات تكنولوجية متقدمة، حيث قد تستحوذ الشركات المنافسة على تلك الفرص مما يؤثر على سلامة الوضع التنافسي للمنشأة حيث أنه يصعب على الشركة