



**كلية التجارة**

**قسم المحاسبة**

**والمراجعة**

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

رسالة مقدمة للحصول على درجة دكتور الفلسفة فى المحاسبة

**إعداد**

**صبرى صموئيل فهمى**

المدرس المساعد بقسم المحاسبة والمراجعة

كلية التجارة – جامعة عين شمس

**إشراف**

**الدكتور/ أحمد حسن عامر**

أستاذ المحاسبة المالية المتفرغ

كلية التجارة – جامعة عين شمس

ووكيل الكلية السابق لشئون التعليم والطلاب

**الدكتور/ عاطف محمد العوام**

أستاذ المحاسبة المالية المتفرغ

كلية التجارة – جامعة عين شمس

ونائب رئيس الجامعة الأسبق

**٢٠١٦**



**كلية التجارة**

**قسم المحاسبة والمراجعة**

## **رسالة دكتوراة**

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 لطفى 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 بالاشتراك)  
أستاذ المحاسبة المالية المتفرغ بكلية التجارة جامعة عين شمس
- ٤- **الأستاذ الدكتور / سعيد يحيى ضو** (عضواً)  
أستاذ محاسبة التكاليف بكلية التجارة جامعة القاهرة ونائب رئيس جامعة القاهرة لشئون خدمة المجتمع وتنمية البيئة

### **الدراسات العليا**

أجيزت الرسالة بتاريخ / ٢٠١٦	ختم الإجازة
موافقة مجلس الجامعة	موافقة مجلس الكلية
٢٠١٦ / /	٢٠١٦ / /

## إهداء

إلى روح أبي \*\*\* تذكيراً وإجلالاً

إلى أمي \*\*\* فخراً واعتزازاً

إلى زوجتي \*\*\* حباً وتقديراً

إلى زهرتي عمري ومستقبلي ابنتي مينا ومارك

أهدي إليهم هذا العمل المتواضع ...

## شكر وتقدير

يسجد الباحث إلى الله سبحانه وتعالى شاكرًا نعمه وهباته التي لا تعد ولا تحصى، ومنها أن أنعم على الباحث وأعطاه 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 آراء سديدة وتوجيهات صائبة كان لها أكبر الأثر في إخراج البحث على هذه الصورة. جزاه الله عن الباحث خير الجزاء، وبارك الله في علمه، ومتعه بدوام الصحة وتمام العافية.

كما يتقدم الباحث بخالص الشكر والتقدير والعرفان للأستاذ الدكتور / **أحمد حسن عامر** 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. فقليلة هي كلمات الشكر أمام عطاءه فجزاه الله عن الباحث خير الجزاء ومتعه بدوام الصحة وتمام العافية.

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

كما يتوجه الباحث بخالص الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور / **سعيد يحيى ضو** على تفضل سيادته مشكوراً بالموافقة على المشاركة في لجنة المناقشة والحكم على الرسالة، جزاه الله عن الباحث خير الجزاء ومتعه بدوام الصحة وتمام العافية.

كما يسعد الباحث بأن يتقدم بالشكر والتقدير إلى الأستاذ الدكتور / **مدحت عبد العال** أستاذ ورئيس قسم الإحصاء بالكلية على تفضله بالقيام بكافة التحليلات الإحصائية التي قدمها البحث، وعلى ما قدمه للباحث من معاونـة 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 علىّ ومد لي يد العون من أساتذتي في قسم المحاسبة والمراجعة وزملائي الافاضل 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 الثانى: دراسة إنتقادية لنماذج التقييم المالى التقليدية للمشروعات الإستثمارية

١٩	المبحث الأول: العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار.....
	المبحث الثانى: أساليب التقييم المالى التقليدية ومشكلات تطبيق أساليب
٢٦	التدفق النقدى المخصوص.....
	المبحث الثالث : مفهوم الإستثمارات الإستراتيجية والقصور فى الأساليب
٣٧	التقليدية.....

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

٤٨	المبحث الأول: مفاهيم ومحاوِر العوائد الإستراتيجية ودورها فى تقييم
	المشروعات الإستثمارية.....
	المبحث الثانى: المحاسبة الإستراتيجية ودورها فى توفير المعلومات
٥٦	لأغراض تقييم المشروعات الإستثمارية.....
	المبحث الثالث: أدوات التحليل الإستراتيجى ودورها فى تقييم
٦٩	المشروعات الإستثمارية.....

## **الفصل الرابع: الإطار المقترح لزيادة فعالية النماذج الاستراتيجية للدعم المالى للمشروعات الإستثمارية**

- المبحث الأول : مداخل قياس العوائد الإستراتيجية..... ٨٥
- المبحث الثانى: قياس المؤشر الإستراتيجى للمشروع وتأثيره على صافى  
التدفقات النقدية المتوقعة ..... ٩٠
- المبحث الثالث: الدراسات السابقة والنموذج المالى الاستراتيجى المقترح  
لتقييم المشروعات الاستثمارية..... ١٠٠

## **الفصل الخامس: الدراسة التطبيقية**

- المبحث الأول: تحديد مجتمع الدراسة والتعريف بالوحدة الاقتصادية محل  
التطبيق..... ١٢٢
- المبحث الثانى: إجراءات الدراسة التطبيقية وجمع البيانات..... ١٢٧
- المبحث الثالث: اختبارات الفروض ونتائج التحليل الإحصائى..... 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 الجدول	العنوان	رقم الصفحة
١	مقارنة بين منهج إدارة المشروع على أساس تحقيق العوائد المستهدفة ومنهج إدارة المشروع بالتركيز على المخرجات	٤٩
٢	متطلبات تنفيذ الإستراتيجيات التنافسية العامة	٦٣
٣	حساب المؤشر الإستراتيجي للمشروع الأول	٩٩
٤	حساب المؤشر الإستراتيجي للمشروع الثاني	٩٩
٥	نتائج إجابات الاستمارة لتحديد الأهمية النسبية لكل نوع من العوائد الاستراتيجية من وجهة نظر المستشفى	١٣١
٦	تحديد الوزن النسبي للعوائد الاستراتيجية من وجهة نظر المستشفى	١٣٣
٧	إجابات أسئلة الاستمارة لتحديد مدى توافر العوائد الاستراتيجية في مستشفى النساء والتوليد	١٣٤
٨	تحديد الوزن النسبي للعوائد الاستراتيجية في مشروع مستشفى أمراض النساء والتوليد وجراحات الأطفال	١٣٦
٩	إجابات أسئلة الاستمارة لتحديد مدى توافر العوائد الاستراتيجية في مركز جراحات المخ والأعصاب	١٣٧
١٠	تحديد الوزن النسبي للعوائد الاستراتيجية في مشروع مركز جراحات المخ والأعصاب	١٣٩
١١	حساب المؤشر الاستراتيجي لكل مشروع	١٤١
١٢	نتائج أسئلة اختبار الفرض الأول	١٤٦
١٣	نتائج أسئلة اختبار الفرض الثاني	١٤٩

## قائمة الأشكال

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



## قائمة الملاحق

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

# **الفصل الأول**

## **مقدمة**

# الفصل الأول

## مقدمة:

تحظى ممارسات إعداد الموازنة الرأسمالية باهتمام الفكر المحاسبى فى مجال المحاسبة الإدارية فى ظل ظروف التقدم التكنولوجى 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 أى تغيرات فى مواصفات المنتج أو فى تصميمه، هذا بالإضافة إلى إمكانية التأقلم مع أى تغير فى تشكيلة المنتجات حسب اتجاهات الطلب فى السوق.

حيث أصبحت المعدات الرأسمالية المستخدمة فى التصنيع عرضة للتغيرات السريعة والتطوير المستمر، ومن ثم يجب على معدى الموازنات الرأسمالية البحث عن صيغ جديدة لتقييم الاستثمارات الرأسمالية 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 النقدى المخصص، لكن التطوير المنشود يحاول أن يطور ويعدل فى تلك الأساليب وكيفية تطبيقها فى الواقع العملى بما يتلائم مع التطور السريع فى البيئة الصناعية وهو الأمر الذى سيؤدى فى النهاية إلى ترشيد استخدام قواعد اتخاذ القرار التى تستند إلى مفهوم التكاليف فى التخطيط، خاصة مع تزايد الاستثمارات الخارجية فى ظل النظام الاقتصادى العالمى الجديد وصولاً إلى الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة. وينظر لقرار الاستثمار عند إعداد الموازنة الرأسمالية فى ظل هذا التحول الصناعى 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 .<sup>(١)</sup>

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

كما أشارت دراسة (Lefley (2000)<sup>(٣)</sup> إلى ضرورة النظر إلى قرار  
الاستثمار كامتداد طبيعى لعملية التخطيط الاستراتيجى .  
ويرجع ذلك إلى أن قرار الاستثمار يعنى المبادلة بين إنفاق حالى أو مبدئى  
بسلسلة من التدفقات النقدية المستقبلية فى الأجل الطويل .<sup>(٤)</sup>  
وأشارت دراسة (Lefley (2004a)<sup>(٥)</sup> أن المشروعات الاستثمارية لها  
نوعان من المنافع :

١ - منافع مالية يمكن التعبير عنها بصورة مالية .

---

(1) يوسف ، أحمد محمد ، (٢٠٠١) ، " دراسة تحليلية لأثر النموذج المالى فى تقييم  
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  
فى الأجل الطويل لكن يصعب التعبير عنها فى صورة مالية .  
وعلى الرغم من أهمية النوع الثانى من المنافع ( المنافع الاستراتيجية ) إلا  
أن أغلب الدراسات لا تأخذ فى الاعتبار عند إعداد حسابات التقييم المالى  
للمشروعات الاستثمارية ويرجع ذلك الى صعوبة التعبير عنها مالياً كما سبق القول .  
وهو الأمر الذى يبرز القصور الحالى فى الطرق التقليدية لتقييم استراتيجيات  
الاستثمار وضرورة البحث عن التطوير الملائم لها<sup>(١)</sup>.  
كما أشارت دراسة Drury, & Tayles (1995)<sup>(٢)</sup> أن طرق التقييم  
المالى المستخدمة فى الصناعة لتقييم الاستثمارات الرأسمالية 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<sup>(٣)</sup> عن المنافع الاستراتيجية بقوله أنها هى المنافع التى  
تعطى المنشأة القدرة على الاستمرار والنمو وشبهها بعملية إحلال وتغيير مستمر  
للخلايا الميتة فى جسد المنشأة بخلايا أخرى حية وقادرة على الاستمرار.  
كما أكد باحث آخر<sup>(٤)</sup> على أن المنافع الاستراتيجية تمكن المنشأة من  
الحصول على مزايا تنافسية يكون لها دور كبير وحيوى فى جعل المنشأة قادرة  
على الاستمرار والنمو فى 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 التى تستعين بتكنولوجيا التصنيع المتقدمة بحيث يأخذ هذا التقييم فى الاعتبار تلك المنافع الاستراتيجية مع عدم إغفال النواحي المالية التقليدية فى نفس الوقت والتى تعتمد بدورها بصفة أساسية على درجة المخاطرة المتوقعة للمقترح الاستثمارى .

### مشكلة البحث:

تتبع مشكلة البحث من عدم فعالية قواعد اتخاذ القرار الحالية فى ترشيح قرارات تقييم المقترحات الإستثمارية ، حيث تعتمد بصفة أساسية على أساليب التدفق النقدى المخصص، وتلك الأساليب إذا تم تطبيقها كما هى دون تعديل لا تتواءم مع بيئة التصنيع المتقدمة ، وهو الأمر الذى يؤدى فى النهاية الى اتخاذ قرار خاطئ فيما يتعلق بعملية تقييم تلك المقترحات الاستثمارية . ويشير كل من Kaplan & Atkinson (1988)<sup>(1)</sup> ونور، (٢٠٠٣)<sup>(2)</sup>، Shank & Peterson (2005)<sup>(3)</sup> إلى العديد من المشاكل التى تواجه تطبيق أساليب التدفق النقدى المخصص فى البيئة الصناعية المتقدمة منها:-

#### (١) مشكلة قصر الفترة الزمنية Short Time Horizon

حيث يفضل المديرون فى كثير من الأحيان أن تكون فترة الاسترداد للاستثمار المبدئى قصيرة لمحاولة تخفيض المخاطر المالية المحيطة بالاستثمار أو لعدم الثقة فى تقدير الوفورات النقدية المستقبلية ورغم وجاهة هذه الأسباب إلا أن الأمر يختلف فى حالة تقييم الاستثمارات الجديدة فى ظل أنظمة التصنيع المرن ، فقد يصعب تبرير استرداد الاستثمارات فى 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 فى مجال الإنتاج.

## (٢) مشكلة استخدام معدلات خصم مرتفعة

### Excessively High Discount Rates

حيث يؤدى استخدام معدلات خصم مرتفعة إلى إعاقه التحليل السليم لأسباب التدفق النقدى المخصص فى حالة الاستثمارات المتعلقة بالتكنولوجيا المتطورة طويلة الأجل .  
ويجب أن يعكس معدل الخصم المستخدم تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال المستثمر، أى العائد الذى يمكن تحقيقه من استثمار المبلغ فى بدائل أخرى لها نفس درجة المخاطرة .

## (٣) مشكلة تعديل درجة المخاطرة Risk Adjustment

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

## (٤) مشكلة التحديد السليم لبدائل الاستثمار الجديد

### Alternatives to New Investment

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