



الأكاديمية العربية الدولية
Arab International Academy

الأكاديمية العربية الدولية

المقررات الجامعية

محتويات الكتاب

الصفحة	البيان
٧	- تقديم
٤٤ - ١٦	الفصل الأول: طبيعة و مجال الإدارة المالية
١٨	- الأهداف التعليمية
١٩	١/١ - تطور الفكر التمويلي
١٢٣	٢/١ - أهداف الإدارة المالية
٣١	٣/١ - وظائف الإدارة المالية
٣٥	٤/١ - نتائج وظيفة مدير المالي
٣٥	٥/١ - توظيم الإدارة المالية
١٠٠ - ٤٥	الفصل الثاني: منهجية التحليل المالي
٤٧	- الأهداف التعليمية
٤٩	١/٢ - مشاكل الأصول ومفهوم القوائم والتقارير المالية
٥٦	٢/٢ - نمو الأصول المتداولة كمصادر واستخدامات داخلية وخارجية
٦١	٣/٢ - الطبيعة المتغيرة لحركة الأموال في المنظمة
٨٧	٤/٢ - الميزانية النقدية والعمومية التقديرية :
٨٧	١/٤/٢ - الميزانية النقدية التقديرية
٩٥	٢/٤/٢ - الميزانية العمومية التقديرية
١٣٦ - ١٠١	الفصل الثالث: تخطيط ورقابة الأداء المالي (الأهداف والأدوات)
١٠٣	- الأهداف التعليمية
١٠٥	١/٣ - دورة التخطيط والرقابة للأداء المالي
١٠٦	٢/٣ - أهداف نظام تقييم الأداء المالي
١٠٧	٣/٣ - أدوات تحلييل وتقدير الأداء المالي
١٢٩	٤/٣ - مشاكل استخدام النسب المالية

١٣٠	٥/٣ - المعابر المرجعية للمقارنة
١٨٦ - ١٣٧	الفصل الرابع: إدارة الأصول
١٣٩	- الأهمية
١٤١	- إدارة التقييم
١٥٢	١/٤ - إدارة التقييم
١٥٥	٢/٤ - إدارة الأصول
١٦٥	٣/٤ - إدارة التقييم
١٨٠	٤/٤ - إدارة المخاطر
٢٠٧ - ١٨٧	٥/٤ - إدارة الأصول
	الفصل الخامس: الاستئجار التمويلي
١٨٩	- الأهمية
١٩١	١/٥ - مفهوم وأنواع الاستئجار التمويلي
١٩٣	٢/٥ - تكاليف اسستئجار وتمويل الأصول
٢٠٢	٣/٥ - الأهمية الاقتصادية للاستئجار التمويلي
٢٤٨ - ٢٠٩	الفصل السادس: أسس إتخاذ قرارات الاستثمار
٢١١	- الأهمية
٢١٢	١/٦ - المؤشرات أو الخطوط الرئيسية لقرارات الاستثمار:
٢١٢	١/١/٦ - إحلال الأصل عند إسقاطه
٢١٣	٢/١/٦ - استثمار الفائض بعد الضرائب والتوزيعات
٢١٥	٣/١/٦ - استثمار حفظ التكاليف (الوفر في التكاليف)
٢١٦	٤/١/٦ - نظم مالي (MAPI)
٢١٨	٥/١/٦ - الاستثمارات للمدفوعات المبكرة
٢٢١	٦/٢/٦ - الأسس الاقتصادية لنظرية موازنة رأس المال:
٢٢١	١/٢/٦ - نظرية الإنتاج الحدودي
٢٢٥	٢/٢/٦ - نظرية الكفاءة الحدية لرأس المال
٢٢٩	٣/٢/٦ - مفهوم الكفاءة الهامشية لرأس المال
٢٣٠	٣/٦ - هيكل إتخاذ القرار الاستثماري:

٢٣٠	منهجية إتخاذ القرار الاستثماري	١/٣/٦
٢٣٠	التنظيم لاستثمار رأس المال	٢/٣/٦
٢٣٢	بحث وتحليل فرص الاستثمار	٣/٣/٦
٢٣٣	مدخل التدفق النقدي	٤/٣/٦
٢٣٧	معدل العائد الداخلي لإتخاذ قرار الاستثمار	٥/٣/٦
٢٤١	القيمة الحالية لتقدير القرار الاستثماري	٦/٣/٦
٢٩١ - ٢٤٩	مقدمة	الفصل السابع: مصادر التمويل وتكليفها:
٢٥١	دافتري التعليمية	- الأهداف
٢٥٣	١/٧ - مصادر التمويل قصيرة الأجل وتكليفها:	١/٧
٢٥٣	١/١/٧ أنواع مصادر التمويل قصيرة الأجل:	١/١/٧
٢٥٣	١/١/١/٧ الائتمان التجارى	١/١/١/٧
٢٥٣	٢/١/١/٧ الائتمان المصرفي	٢/١/١/٧
٢٥٤	٢/١/٧ تكليف مصادر التمويل قصيرة الأجل:	٢/١/٧
٢٥٤	١/٢/١/٧ تكلفة التمويل في حالة الائتمان التجارى	١/٢/١/٧
٢٥٦	٢/٢/١/٧ تكلفة التمويل في حالة الائتمان المصرفي	٢/٢/١/٧
٢٦٠	٢/٧ - مصادر التمويل طويلة الأجل وتكليفها:	٢/٧
٢٦٠	١/٢/٧ أنواع مصادر التمويل طويلة الأجل:	١/٢/٧
٢٦٠	١/١/٢/٧ السندات	١/١/٢/٧
٢٦٤	٢/١/٢/٧ القروض المصرفية طويلة الأجل	٢/١/٢/٧
٢٦٦	٣/١/٢/٧ الأسهم العادي	٣/١/٢/٧
٢٦٩	٤/١/٢/٧ الأسهم الممتازة	٤/١/٢/٧
٢٧١	٥/١/٢/٧ الأرباح المحتجزة	٥/١/٢/٧
٢٧٢	٢/٢/٧ تكليف مصادر التمويل طويلة الأجل:	٢/٢/٧
٢٧٢	١/٢/٢/٧ تكلفة السندات	١/٢/٢/٧
٢٧٩	٢/٢/٢/٧ تكلفة القروض المصرفية طويلة الأجل	٢/٢/٢/٧
٢٨٠	٣/٢/٢/٧ تكلفة الأسهم العادي	٣/٢/٢/٧
٢٨٣	٤/٢/٢/٧ تكلفة الأسهم الممتازة	٤/٢/٢/٧
٢٨٥	٥/٢/٢/٧ تكلفة الأرباح المحتجزة	٥/٢/٢/٧
٢٨٦	٦/٢/٢/٧ التكلفة المرجحة للتمويل طويل الأجل	٦/٢/٢/٧
٢٨٩	٣/٧ - الإختيار بين مصادر التمويل المختلفة	٣/٧

		القسم الثاني
		بعض القرارات ذات الارتباط بمشاكل التمويل والإدارة المالية
٣٣٤ - ٢٩٣		الفصل الثامن: قرارات هيكل التمويل والعائد
٢٩٧		- الأهداف التعليمية
٢٩٩		١/٨ - هيكل التمويل المناسب للمشروع
٣٠٥		٢/٨ - الربحية التجارية للمشروع (العائد الاستثماري) :
٣٠٥		١/٢/٨ - القيمة في نهاية حياة المشروع
٣٠٨		٢/٢/٨ - العائد الاحتمالي للاستثمار ومخاطره
٣٢١		الرافعة والأوضاع الاقتصادية لربحية المشروع التجارى
٣٢٩		٣/٨ - هيكل التمويل المناسب واحتمالات مخاطر الإفلاس
٣٧٠ - ٣٣٥		الفصل التاسع: قرارات توزيع الأرباح
٣٣٧		- الأهداف التعليمية
٣٣٩		١/٩ - سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل :
٣٤٠		١/١/٩ - سياسة توزيع الأرباح كقرار استثمارى
٣٤٠		٢/١/٩ - سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي
٣٤٣		٢/٩ - سياسة توزيع الأرباح في المنظمة كاتجاه ضروري :
٣٤٥		١/٢/٩ - النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح
٣٥٣		٢/٢/٩ - الطرق الحالية لتوزيع الأرباح في المنظمات
٣٥٦		٣/٩ - الآثار المترتبة على سياسة توزيع الأرباح في المنظمة
٣٥٨		٤/٩ - الإتجاه الأمثل لسياسات توزيع الأرباح في المنظمة
٣٦١		٥/٩ - التقيود المالية لعمليات النمو في المنظمة وعلاقتها بسياسة توزيع الأرباح
٣٩٠ - ٣٧١		الفصل العاشر: قرارات التوسيع والاندماج
٣٧٣		- الأهداف التعليمية

٣٧٥	١/١٠ التوسيع والإندماج وقرارات الاستثمار والتمويل :
٣٧٦	١/١/١٠ مفهوم التوسيع كقرار مالي
٣٧٩	٢/١/١٠ مفهوم الاندماج وأثره على هيكل التمويل
٣٨١	٢/١٠ الإندماج ومخاطر الإفلاس في المنظمات
٣٨٤	٣/١٠ تقييم مقترنات التوسيع في المنظمات
٣٨٧	٤/١٠ العوامل الكمية المؤثرة في عملية الاندماج
٤١٠ - ٣٩١	الفصل الحادى عشر : قرارات المخاطر المالية وتكليفها
٣٩٣	١/١١ الأهداف التعليمية
٣٩٥	مفهوم وطبيعة المخاطر المالية للأعمال :
٣٩٦	١/١/١١ المخاطر المالية ومستوى مخاطر التشغيل
٤٠١	٢/١/١١ درجة الكراهة للخطر والقرار الاستثماري
٤٠٣	٢/١١ المخاطر المالية واحتمالات الفشل المالي :
٤٠٤	١/٢/١١ المخاطر المالية وعلاقتها بالإفلاس
٤٠٥	٢/٢/١١ التباين بالفشل المالي
٤١١	الملاحم

جامعة أسيوط
كلية التجارة
قسم إدارة الأعمال

مذكرة في : مبادئ التمويل والإدارة المالية

أ.د. / فتحى إبراهيم محمد أحمد
أستاذ ورئيس قسم إدارة الأعمال

جميع الحقوق محفوظة

دار النشر والتوزيع بجامعة أسيوط
هاتف : ٢٣١٤٣٧٤
جمهورية مصر العربية

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِيْمِ



تقديم

يتضمن هذا الكتاب عرضاً لبعض الأساسيات للوظيفة المالية في منشآت الأعمال ، وقد روعى في إعداده خدمة طلاب الإدارة المالية في مرحلة البكالوريوس وبقدر الامكان . ولتحقيق ذلك يتناول الكتاب موضوعاته في قسمين رئيسيين ، هما : القسم الأول وبختص بالمفاهيم والسياسات المالية ، والقسم الثاني وبهتم : بإبراز بعض القرارات المالية ذات الارتباط بمشاكل التمويل والإدارة المالية .

ويشتمل القسم الأول على سبعة فصول هي :

الفصل الأول : طبيعة و مجال الإدارة المالية .

الفصل الثاني : منهجية التحليل المالي .

الفصل الثالث : تخطيط ورقابة الأداء المالي (الأهداف والأدوات) .

الفصل الرابع : إدارة الأصول .

الفصل الخامس : الاستئجار التمويلي .

الفصل السادس : أساس إتخاذ قرارات الاستثمار .

الفصل السابع : مصادر التمويل (أنواعها وتكليفها) .

أما القسم الثاني فيشتمل على أربعة فصول ، هي :

الفصل الثامن : قرارات هيكل التمويل والعائد .

الفصل التاسع : قرارات توزيع الأرباح .
الفصل العاشر : قرارات التوسيع والإندماج .
الفصل الحادى عشر : قرارات المخاطر المالية وتكليفها .
ويأمل الكاتب أن يكون قد وفق فى تقديم مادة علمية مفيدة لبعض الأساسيات
الهامة لطلاب الإدارة المالية فى مرحلة البكالوريوس .

أ.د. / فتحى ابراهيم محمد أحمد
فبراير ٢٠٠٧ م

محتويات الكتاب

الصفحة

البيان

- تقديم

القسم الأول

المفاهيم والسياسات المالية

الفصل الأول: طبيعة و مجال الإدارة المالية ٤٤ - ١٦

- الأهداف التعليمية: ١٨
- ١١ - طور الفك ١٩
- ٢١ - أهداف الإدارة المالية ١٢٣
- ٣١ - وظائف الإدارة المالية ٣١
- ٤١ - نطاق وظيفة المدير المالي ٣٥
- ٥١ - تطبيقات الإدارة المالية ٣٥

الفصل الثاني: منهجية التحليل المالي ٤٥ - ١٠٠

- الأهداف التعليمية: ١٢
- ١٢ - مشاكل الأصول ومفهوم القوائم والتقارير المالية
- ٢٢ - نمو الأصول المتداولة كمصادر واستخدامات داخلية وخارجية ٣٢
- ٣٢ - الطبيعة المتغيرة لحركة الأموال في المنظمة
- ٤٢ - الميزانية النقدية والعمومية التقديرية: ٤٢
- ٤٢ - الميزانية النقدية التقديرية ١٤/٢
- ٤٢ - الميزانية العمومية التقديرية ٢٤/٢

الفصل الثالث: تخطيط ورقابة الأداء المالي (الأهداف والأدوات) ١٠١ - ١٣٦

- الأهداف التعليمية ١٠٣

١/٣ -	دورة التخطيط والرقابة للأداء المالي	١٠٥
٢/٣ -	أهداف نظام تقييم الأداء المالي	١٠٦
٣/٣ -	أدوات تحليل وتقييم الأداء المالي	١٠٧
٤/٣ -	مشكلات استخدام النسب المالية	١٢٩
٥/٣ -	المعايير المرجعية للمقارنة	١٣٠

الفصل الرابع: إدارة الأصول

١٣٩ -	الأهداف التعليمية	١٣٩
١٤١ -	إدارة النقد	١٤١
١٥٢ -	إدارة الأصول - تثمارات قصيرة الأجل	١٥٢
١٥٥ -	إدارة الديون	١٥٥
١٦٥ -	إدارة المخزون السريع	١٦٥
١٨٠ -	إدارة الأصول - تثمار الثابتة	١٨٠

الفصل الخامس: الأسعار التجارية التمهيدية

١٨٩ -	الأهداف التعليمية	١٨٩
١٩١ -	أسعار الأصول التجارية التمهيدية	١٩١
١٩٣ -	تكاليف الاستئجار المالي للأصول وتكاليف تملكه	١٩٣
٢٠٢ -	الأهمية الاقتصادية للاستئجار التمويلي	٢٠٢

الفصل السادس: أسس إتخاذ قرارات الاستثمار

٢١١ -	الأهداف التعليمية	٢١١
١/٦ -	المؤشرات أو الخطوط الرئيسية لقرارات الاستثمار	
٢/٦ -	الأسس الاقتصادية لنظرية موازنة رأس المال	
٣/٦ -	مفهوم الكفاءة الهمشية لرأس المال	

الفصل السابع: مصادر التمويل (أنواعها وتكليفها) ٢٤٩ - ٢٩٢

- الأهداف التعليمية: ٢٥١
- الخصائص المميزة لأنواع مصادر التمويل ٢٥٣ ١/٧
- العوامل المحددة لأنواع مصادر التمويل ٢٦٠ ٢/٧
- مصادر التمويل الداخلية وتكليفها: ٢٨٩ ٣/٧
- الأسباب العاديّة ١/٣/٧
- الأسباب الممتازة ٢/٣/٧
- الأسباب المحتجزة ٣/٣/٧
- مصادر التمويل الخارجية وتكليفها: ٤/٧
- المصادر الخارجية طويلة الأجل: ١/٤/٧
- السندات ١/١/٤/٧
- القروض المصرفية طويلة الأجل ٢/١/٤/٧
- المصادر الخارجية قصيرة الأجل: ٢/٤/٧
- الائتمان التجاري ١/٢/٤/٧
- القروض قصيرة الأجل ٢/٢/٤/٧
- التكاليف المرجحة للأمّوال ٥/٧

القسم الثاني

بعض القرارات ذات الارتباط بمشاكل التمويل والإدارة المالية

الفصل الثامن قرارات هيكل التمويل والعائد ٢٩٣ - ٣٣٤

- الأهداف التعليمية: ٢٩٧
- هيكل التمويل المناسب للمشروع ٢٩٩ ١/٨
- الربحية التجارية للمشروع (العائد الاستثماري): ٣٠٥ ٢/٨
- القيمة في نهاية حياة المشروع ٣٠٥ ١/٢/٨
- العائد الاحتمالي للاستثمار ومخاطرها ٣٠٨ ٢/٢/٨

٣٨ - الرافعة والأوضاع الاقتصادية لربحية المشاريع التجارية ٣٢١

٤٨ - هيكل التمويل المناسب واحتمالات مخاطر الإفلاس ٣٢٩

الفصل التاسع قرارات توزيع الأرباح

٣٣٧ - الأهداف التعليمية : ٣٣٧

١٩ - سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل : ٢٢٩

١/١٩ - سياسة توزيع الأرباح كقرار استثماري ٢٤٠

٢/١٩ - سياسة توزيع الأرباح كقرار تمويلي ٣٤٠

٢/٩ - سياسة توزيع الأرباح في المنظمة كإتجاه ضروري : ٣٤٣

١/٢/٩ - النظريات المفسرة لسياسة توزيع الأرباح ٣٤٥

٢/٢/٩ - الطرق الحالية لتوزيع الأرباح في المنظمات ٣٥٣

٣/٩ - الآثار المترتبة على سياسة توزيع الأرباح في المنظمة ٣٥٦

٤/٩ - الإتجاه الأمثل لسياسات توزيع الأرباح في المنظمة ٣٥٨

٥/٩ - القيود المالية لعمليات النمو في المنظمة وعلاقتها بسياسة توزيع الأرباح ٣٦١

الفصل العاشر قرارات التوسيع والاندماج

٣٧٣ - الأهداف التعليمية : ٣٧٣

١/١٠ - التوسيع والاندماج وقرارات الاستثمار والتمويل : ٣٧٥

١/١/١٠ - مفهوم التوسيع كقرار مالي ٣٧٦

١/٢/١٠ - مفهوم الاندماج وأثره على هيكل التمويل ٣٧٩

٢/١٠ - الاندماج ومخاطر الإفلاس في المنظمة ٣٨١

٣/١٠ - تقييم مقترحات التوسيع في المنظمات ٣٨٤

الفصل الحادى عشر : قرارات المخاطر المالية وتكليفها ٤١٠ - ٣٩١

- الأهداف التعليمية : ٣٩٣
- ١/١١ مفهوم وطبيعة المخاطر المالية للأعمال : ٣٩٥
- ١/١/١١ - المخاطر المالية ومستوى مخاطر التشغيل ٣٩٦
- ٤٠١ - درجة الكراهيّة للخطر والقرار ٤٠١
- ٢/١١ - المخاطر المالية واحتمالات الفشل المالي : ٤٠٣
- ١/٢/١١ - المخاطر المالية وعلاقتها بالإفلاس ٤٠٤
- ٤٠٥ - التبرؤ بالفشل المالي ٤٠٥

القسم الأول

المفاهيم والسياسات المالية

الفصل الأول : طبيعة و مجال الإدارة المالية.

الفصل الثاني : منهجية التحليل المالي .

الفصل الثالث: تخطيط ورقابة الأداء المالي

(الأهداف والأدوات)

الفصل الرابع : إدارة الأصول .

الفصل الخامس : الإستثمار التمويلي .

الفصل السادس : أسس إتخاذ قرارات

الاستثمار .

الفصل الأول

طبيعة و مجال الإدارة المالية

- الأهداف التعليمية .

١/١ - تطور الفكر التمويلي .

٢/١ - أهداف الإدارة المالية .

٣/١ - وظائف الإدارة المالية .

٤/١ - نطاق وظيفة المدير المالي .

٥/١ - تنظيم الإدارة المالية .

الفصل الأول

طبيعة و مجال الإدارة المالية

- الأهداف التعليمية :

يهدف هذا الفصل إلى التعريف بطبيعة و مجال الوظيفة المالية للمشروع من خلال إطلاع الطالب على مراحل تطور هذه الوظيفة ، وأهدافها ، ووظائفها ، ونطاق عمل المدير المالي ، وكذلك تنظيم هذه الوظيفة ، وعلاقة ممارستها ب مجالات المعرفة الأخرى . وبهذا يصبح الطالب القارئ لهذه الجزئية ملماً بالتساؤلات التالية :

- ١/١ - ما المنهج التقليدي والحديث لتطور الوظيفة المالية للمشروع ؟ .
- ٢/١ - ما الأهداف الأساسية للإدارة المالية للمشروع ؟ .
- ٣/١ - ما الوظائف التي يجب أن تمارسها الإدارة المالية لتحقيق هذه الأهداف؟
- ٤/١ - ما نطاق عمل المدير المالي في المشروع ؟ .
- ٥/١ - ما المكانة التنظيمية المناسبة للإدارة المالية في المشروع ؟ .
- ٦/١ - ما علاقة ممارسة الوظيفة المالية ب مجالات المعرفة الأخرى ؟ .

١/١ - تطور الفكر التمويلي :

مر الفكر التمويلي في تطوره بمنهجين أساسيين هما : المدخل التقليدي للإدارة المالية ، والمنهج الحديث . وكما يوحى اصطلاح

(الإدارة المالية) – فإن اهتمام مالية الشركات ترکز بالفعل على أساليب التمويل المختلفة ، أى أن المفهوم التقليدى لمجال ومهام الإدارة المالية كان محدوداً بكيفية الحصول على الأموال للمشروع لمقابلة الاحتياجات المالية له . ثم استعمل بعد ذلك إصطلاح (الحصول على الأموال) بمفهومه الواسع ليعبر عن كيفية تدبير الأموال من المصادر الخارجية المتعددة علاوة على المصادر الداخلية للمشروع ، وعليه فإن دراسة الإدارة المالية أصبحت تتكون من ثلاثة عناصر متداخلة ، هي :

- عمليات تدبير الأموال من المؤسسات والأسواق المالية .
- الأدوات المالية المستخدمة لتدبير هذه الأموال .
- العلاقات القانونية/ التشريعية / والمحاسبية التي تربط المشروع بالمصادر الممولة له .

وهكذا كان مجال الإدارة المالية مقصوراً على وصف وحل مشكلات الأدوات المالية للسوق والمؤسسات العاملة فيه ، وعملياتها التي بدأت تزايده بشكل سريع . وهناك جانب آخر لمجال الإدارة المالية يتعلق بالاحتياجات الطارئة للتمويل ، مثل حالات الاندماج والتصفيه وإعادة التنظيم ، وهي حالات غير عاديه تمر بها المشروعات نادراً . وقد كونت هذه الاحتياجات العنصر الثانى لمجال الإدارة المالية الذى اهتمت به الدراسات الأكاديمية بشكل كبير .

وفيما يلى استعراض موجز لكل من المدخلين التقليدى والحديث للإدارة المالية :

المنهج التقليدى :

نشأ هذا المدخل وتطور فى بداية العشرينات والثلاثينات ، وسيطرت آرائه على الأبحاث والأدبيات الأكاديمية فى فترة الأربعينات وبداية الخمسينات . أما اليوم فينظر إليه كمنهج له عيوبه ومحدداته الكثيرة ، ومنها:

- الاهتمام بطرق معالجة المشكلات المالية دون غيرها .
- التركيز على المبادئ الأساسية وإطار تحليل مفهوم و مجال الإدارة المالية .

وبالنسبة للعيوب الأولى – فإن المنهج التقليدي ينتقد في هذا الخصوص للأسباب التالية :

- التركيز على وجهات نظر الجهات المانحة للأموال ، أي جانب العرض المالي وهي عادة من خارج المنشأة ، وبالتالي فقد أهملت وجهات نظر المديرين الذين يعملون داخل المشروع المفترض ، وهم المقررون لضرورة الاقتراض الخارجي .
- التركيز على مشكلات التمويل في الشركات المساهمة وعدم الاهتمام بالمشكلات الخاصة بتمويل الأنواع الأخرى للشركات ، مثل الشركات الفردية وشركات التضامن .
- الاهتمام بالأحداث المالية النادرة الوجود مثل الإنداجم وإعادة التنظيم وتوحيد الحسابات الختامية وغير ذلك من الحسابات الأخرى ، وذلك في الوقت الذي أهملت فيه الأحداث المالية اليومية العادية في الشركات .
- الاهتمام بمعالجة أساليب التمويل طويل الأجل ، وبالتالي أهمل المدخل التقليدي التمويل قصير الأجل بما في ذلك رأس المال العامل .

أما عن العيوب الثانية – فقد امتدت مآخذ المدخل التقليدي لتشمل المبادئ الأساسية من حيث محدودية تغطية الأمور المتعلقة بالحصول على الأموال. كما لم يوفق في معالجة عملية تخصيص الأموال ووجوب مقابلة العائد على رأس المال بمستوى الأداء ، وكيفية تحديد مثل هذا المستوى ، وتغيير التكلفة مع تغيير أو خلط مصادر التمويل . ولذلك أصبح مجال الإدارة المالية وفقاً لهذا المنهج محدوداً للغاية ، إلى أن قام المنهج الحديث بمعالجة هذا العيوب .

المنهج الحديث :

كانت نظرة المنهج الحديث للإدارة المالية عامة وشاملة ، كما يتضمن إطاراً للمبادئ العامة والأدوات التحليلية اللازمية لاتخاذ القرارات المالية . وتشمل المهام المالية لهذا المدخل عملية تدبير الأموال وكيفية صرفها . وبذلك أصبح التركيز منصبأً على الإستخدام الأمثل للأموال . أي أن علم (الإدارة المالية) صار موضوعاً مكملاً للإدارة بشكل عام . وعليه ، أصبح المنهج

الحديث يشكل طريقة تحليلية للنظر في المشكلات المالية ، ويحيب على الكثير من التساؤلات ، مثل :

- ما المبالغ المالية المطلوب تخصيصها لأى مشروع؟.
- ما الموجودات التي يجب على المشروع زيادتها؟.
- كيف يتم اختيار الأساليب المثلثة للتمويل؟.

ومعنى هذا ، أن مضمون المنهج الحديث للإدارة المالية يمكن وصفه بما يلى :

- حجم المنشأة المثلثة ونسبة النمو المراد تحقيقها .
- نوعية الموجودات المنشأة (متداولة أو ثابتة).
- نوعية مطلوبات المنشأة (قصيرة أو طويلة الأجل).

أى أن الإدارة المالية في ضوء هذا المنهج – يجب أن تعمل على حل مثل هذه المشكلات الثلاث والتي يمكن أن نعبر عنها بالوظائف التالية : الاستثمار ، والتمويل ، وسياسة توزيع الأرباح . وبالتالي فإن وظائف الإدارة المالية في المنشأة تنقسم إلى ما يلى :

- القرارات المتعلقة بالاستثمار .
- القرارات المتعلقة بالتمويل .
- القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح .

٢/١ - أهداف الإدارة المالية :

للحظ من المناقشة السابقة – تركيز اهتمام الإدارة المالية بعملية إتخاذ القرارات المرتبطة بحجم وتركيب الموجودات ، وكذلك مستوى ومكونات التمويل . ولا تأخذ قرارات مالية سليمة ، فلابد من فهم الأهداف المالية المطلوب تحقيقها ، حيث تعطينا هذه الأهداف الإطار العام الذي يساعد على اتخاذ القرارات المثلثة ، ولذلك سنتناقش فيما يلى طبيعة أهداف الإدارة المالية ، وهي:

١/٢/١ - مضاعفة الأرباح .

٢/٢/١ - تعظيم الثروة .

١/٢/١ - مضاعفة الأرباح :

يمثل هدف مضاعفة الأرباح أحد الوسائل الممكن استخدامها للحكم على فاعلية القرارات في المنشأة . وعليه ، ينصب الإهتمام بالقرارات والأعمال التي تؤدي إلى زيادة الأرباح دون غيرها من القرارات المؤدية إلى تقليلها . ومعنى هذا ، أن قرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح يتم توجيهها لتناسب هدف مضاعفة الأرباح . ويمكن النظر إلى الأرباح من زاويتين ، هما :

1- المساهمون ، حيث يتم توزيع الأرباح الخاصة بهم بصفتهم مالكيها والذين قاموا بتزويد رأس المال لها .

٢- المنشأة ، حيث تمثل الأرباح إستغلاً جيداً للموارد ، بمعنى زيادة المخرجات عن المدخلات مما يعبر عن زيادة الإنتاجية أو ما يعرف بالكفاءة الإقتصادية فى تشغيل الموارد المتاحة . وبهذا نعنى بإختيار الموجودات على أساس الربحية دون غيرها من الموجودات غير المربحية . وفي الكتابات المالية الحديثة ، يميل الكتاب إلى ترجيح أهمية الاتجاه الثاني من الربحية .

فالربحية كمعيار لاتخاذ القرارات تعبر عن مدى الاستغلال الاقتصادي في المنشأة ، وتعتبر مقياساً للحكم على الأداء الاقتصادي ، فهى تؤدى إلى تجميع موارد المنشأة وتوجيهها نحو الاستغلال المربح ، كما أن لها أثراً عاماً على الاقتصاد ككل حيث تزيد الربحية من مجالات التوسيع والتوظيف . ولذلك فإن استغلال أموال المنشأة استغلالاً جيداً يشكل أحد اهتمامات الإدارة المالية . ورغم ما ذكر عن أهمية الأرباح ، إلا أنها تعانى من بعض النواقص الفنية والتى تناقض فى كل من عدم وضوح الرؤية نحو الأرباح ، والتوقيت الزمني للمردود .

عدم وضوح الرؤية للأربام :

إن عدم وضوح النظرة إلى الأرباح تشكل عقبة في استخدام معيار الربح كأساس لإتخاذ القرارات . وترجع هذه الصعوبة إلى الغموض الذي يكتنف مدلول الربحية ، وعدم وجود مفهوم واضح لها ، مما أدى إلى طرح المفاهيم المتعددة للربحية . وللتوسيع ، يمكن تقسيم الربحية إلى الربحية في المدى الطويل ، وقد تفسر هذه الحالة مجمل الأرباح ، أو معدل العائد ، أو العائد على

رأس المال أو الموجودات ، أو على حقوق المساهمين . وكما نرى ، فهى خيارات ومقاييس كثيرة ، فإذا ما استخدمنا الأرباح كأحد الأهداف التى تعمل المنشأة على تحقيقها، فأى من هذه الأرباح المذكورة يمكن استخدامها كمعيار لتحقيق ذلك الهدف ؟، وأى من تلك الأرباح مطلوب مساعتها ؟، وهكذا نرى مدى استخدام الربحية كمعيار ثابت لقياس نجاح عمليات الإداره المالية . أما عن معيار الربحية فى المدى القصير ، فلا توجد مشكلة كبيرة أو اختلافات عميقه بخصوص المفهوم العام له ، وفيما يلى توضيح الصعوبة الثانية التى يسببها عامل الزمن .

التوقيت الزمنى للمردود :

إن استخدام مساعدة الأرباح كمؤشر للقرارات المالية يتجاهل توقيت التدفقات النقدية الواردة من مشروعات الاستثمار والقرارات الأخرى ، وذلك رغم الحقيقة القائلة بأنه كلما زادت الأرباح ، فإن وضع الشركة يكون أفضل . ولكن من المهم أيضاً تتبع توقيت المردود على مدى السنين القادمة . وللتوضيح ذلك ، سنبحث مردود مشروعين مختلفين كما هو واضح فى الجدول التالى رقم (١/١) :

جدول رقم (١/١)
التوقيت الزمنى للتدفقات المالية

الفترة الزمنية	مردود المشروع (أ) بالجنيه	مردود المشروع (ب) بالجنيه
١	٣٠٠٠	٣٠٠٠
٢	٦٠٠٠	٦٠٠٠
٣	٣٠٠٠	٦٠٠٠
المجموع	١٢٠٠٠	١٢٠٠٠

ويلاحظ من الجدول رقم (١/١) أن مجاميع التدفقات للمشروعين البديلين متساوية ، وإذا تم استخدام معيار مساعدة الربح لإختيار أحدهما ، فإن المشروعين يكونان متساوين ، حيث التدفقات النقدية لكليهما متشابهة . ولكن يختلف المشروعان في نقطة هامة ، هي أنه على الرغم من أن المشروع (أ) يعطى مردوداً عالياً في الفترتين الأولى والثانية ، إلا أن المشروع (ب) يعطى

مردوداً عالياً في الفترات الأخيرة (الثانية والثالثة) ، وبالتالي أصبح أمامنا مجال لفضيل أحد المشروعين على الآخر نتيجة لاختلاف مواقيع التدفقات النقدية لهما ، حيث من المنطق تفضيل المشروع الذي يعطى مردوداً سريعاً ، وذلك لإمكانية استثمار المردود السريع مرة أخرى لتحقيق عائد إضافي . وهذا يسمى (بالقيمة الزمنية للنقد) وهو مبدأ هام و معروف في الأدب المالي .

ومن المعروف أن هدف مضاعفة الأرباح لا يهتم بشكل كبير بالفرق بين العوائد التي تتدفق على الشركة في أوقات مختلفة ، حيث يتم معالجة هذه العوائد بصورة متساوية دون اعتبار لعامل التوقيت . وهذا بالطبع يجب مراعاته في عمليات المنشأة ليتم تقييم التدفقات النقدية السريعة وإعطائها أهميتها بالمقارنة بالتدفقات النقدية التي قد تتساوى معها كمياً ولكن تختلف عنها زمنياً . وهنا يثار تساؤل هام ، هو :
ما أهمية درجة التأكيد من المردود ؟

درجة التأكيد من المردود :

قد تكون درجة التأكيد من المردود أحد المشكلات الفنية التي تتعارض بإستخدام مضاعفة الأرباح كهدف تشغيلي ، ذلك أن هدف مضاعفة الأرباح في حد ذاته قد يتجاهل المخاطر المصاحبة للمردود النقدي على الاستثمارات . ونعني بالمخاطر أو عدم التأكيد المقصودة هنا - بعدم تحقيق المردود أو التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل أو تذبذب قيمتها . فمن المعروف أن المستثمرين هم بطبيعتهم يميلون إلى الاستثمار في المشروعات التي يكون مردودها أكيداً بقدر الإمكان أو لا يتذبذب كثيراً عن السين . وبذلك تكون المخاطر المصاحبة للتدفقات ، هي إحدى الأسباب التي تضعف من ملاءمة هدف الأرباح للإدارة المالية ، حيث يركز هدف مضاعفة الأرباح على حجم المردود دون أي اعتبار لدرجة المخاطر المصاحبة للعوائد في المستقبل ، كما يتضح من الجدول التالي رقم (٢١) :

جدول رقم (٢١)

درجة التأكيد من التدفقات المالية

مردود المشروع (ب)	مردود المشروع (أ)	حالة الإقتصاد
← صفر	← ١٧٠٠	١- الف نترة الأولى (كساد)
← ٢١٠٠	← ٢١٠٠	٢- الف نترة الثانية (عادى)
← ٤٢٠٠	← ٢٥٠٠	٣- الف نترة الثالثة (إزدهار)
← ٦٣٠٠	← ٦٣٠٠	الج موع

ويلاحظ من الجدول رقم (٢/١) – أن مجموع العوائد للمشروعين متساوياً في حالة كون الإقتصاد يمر بحالة عاديه (Normal) ، ولكن من الملاحظ مدى التباين الواسع في حالة المشروع (ب) ، حيث لا تخلو العوائد من المخاطر الكبيرة نتيجة لتذبذبها الكبير من فترة لأخرى . ومن ثم يتضح أن المشروع (أ) هو أفضل من الآخر إذا استخدمنا معيار المخاطرة لاختيار أحد المشروعين . وهذا ما يتجاهله هدف مضاعفة الأرباح إذا كان مقصوداً في حد ذاته . وعلى كل ، فإن معيار مضاعفة الأرباح لا يعتبر مناسباً كهدف عملى لقرارات الاستثمار والتمويل وتوزيع الأرباح ، وذلك لكونه معياراً غامضاً ويتناهى عاملين هامين في التحليل المالي ، وهما المخاطر والقيمة الزمنية للنقد . ومعنى هذا أن القرارات المالية الجيدة يجب أن تكون واضحة وتهدف إلى مضاعفة الأرباح على أساس احتساب القيمة الزمنية للتدفقات النقدية ، وتحت درجة خطورة مقبولة . والبديل الثاني لهدف مضاعفة الأرباح يمكن في زيادة قيمة المنشأة ، وهو ما سنوضحه فيما يلى :

٢/٢/١- تعظيم قيمة المنشأة (تعظيم الثروة) :

يعرف هذا الهدف باسم مضاعفة ثروة المنشأة *Wealth Maximization* أو مضاعفة القيمة الحالية للمنشأة *Net Present Value* وتميل الكتابات الحديثة للتفكير المالي إلى استخدام قيمة المنشأة كمعيار لاتخاذ القرارات المالية التطبيقية وذلك لأن هذا الهدف يتلافى العيوب الفنية المصاحبة لهدف تعظيم الأرباح . وللقرارات المالية المبنية على أساس تعظيم قيمة المنشأة مزايا عديدة ، منها :

- أنها تنسجم مع أهداف القرارات المالية من حيث الدقة ونوعية العائد والتوفيق الزمني للتدفقات النقدية .

- أنها تأخذ في الحسبان كمية العوائد النقدية ونسبة المخاطر المصاحبة لها وكذلك القيمة الزمنية للنقد .

- يستلزم حساب درجة المخاطر والتوفيق الزمني للتدفقات النقدية حساب خصم للفوارق الزمنية لتلك التدفقات . وفي ضوء هدف مضاعفة القيمة ، يصبح قيمة أي خطر من هذه التدفقات في المستقبل محسوبة على أساس خصمها وإرجاع قيمتها إلى الوقت الحالى بإستخدام معدل خصم مناسب ليعكس درجة المخاطر وتوفيق التدفقات . وبالتالي يجب النظر إلى القرار المالي على ضوء القيمة المتوقعة منه منسوبة إلى القيمة الاستثمارية الأصلية الالزمه له .

وعليه ، فإن التركيز على مضاعفة القيمة الحالية الصافية للمنشأة يبدو أحسن بكثير من استخدام معيار مضاعفة الأرباح كهدف عملى للادارة المالية ، حيث يتضمن الهدف الأول على مقارنة للقيمة بالتكلفة ، وبالتالي يعكس عنصرى الزمن والمخاطر . ففى حالة كون القيمة المخصومة بمعدل خصم ملائم أكبر من التكالفة ، فإن المشروع الجديد سوف يقبل ، حيث سيضيف ذلك قيمة جديدة للمنشأة . وعلى العكس فإنه إذا كانت القيمة المخصومة أقل من التكالفة ، فإن ذلك يقلل من قيمة المنشأة وبذلك يرفض المشروع . أما إذا كان هناك مشروعان علينا اختيار أحدهما فقط ، فسوف نختار المشروع الذى يعطى صافى قيمة حالية أكبر . وباستخدام المعادلات يمكن بيان صافى القيمة الحالية ، كما يلى :

$$\frac{\text{عائد السنة الأولى}}{(1 + \text{معدل الخصم})} + \frac{\text{عائد السنة الثانية}}{(1 + \text{معدل الخصم})^2} = \text{صافى القيمة الحالية}$$

$$+ \text{عائد السنة الثالثة} + \dots + \text{عائد السنة الأخيرة} - \text{س}$$

($1 + \frac{1}{s}$)
المعدل

ويمكن توضيح العلاقة بالرموز كالتالى :

$$t = \frac{m^1}{(1+u)} + \frac{m^2}{(1+u)^2} + \frac{m^3}{(1+u)^3} + \dots - s$$

حيث : t = صافى القيمة الحالية

$m^1, m^2, m^3, \dots, m^n$ = صافى التدفقات النقدية فى كل فترة زمنية .

u = معدل الخصم الذى يعكس المخاطرة و زمن التدفقات النقدية .

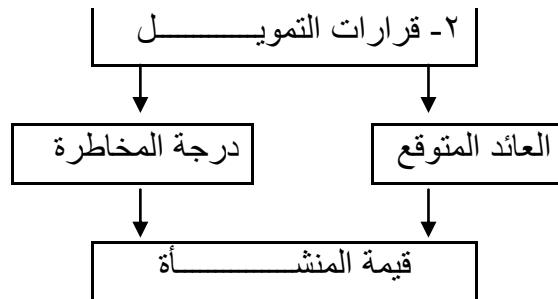
s = الاستثمار الأول .

ويمكن أن نعبر عن المعادلة السابقة كما يلى :

$$\frac{m^n}{(1+u)^n - s}$$

ومما سبق يبدو لنا باستخدام هدف تعظيم قيمة المنشأة أن جنيهاً واحداً نتوقع الحصول عليه بعد ست سنوات لا يساوى جنيهاً اليوم ، بل يجب أن يساوى أقل من ذلك ، فكلما امتدت المدة التى نتوقع بها الحصول على العائد ، زادت المخاطر ، وبالتالي تقل القيمة الحالة لذلك المبلغ المتوقع ، ولكن كيف يمكن عملياً تعظيم قيمة المنشأة ؟ إن اعتبار هدف المالك الخاص بتعظيم ثرواتهم هو محصلة للقرارات المالية المتخذة ، من شأنه أن يحبيب على هذا التساؤل . فتلك القرارات تتمثل فى نوعين أساسيين ، هما : قرارات الاستثمار وقرارات التمويل ، وهذه القرارات تؤثر على ثروة المالك من خلال تأثيرها على حجم العائد المتوقع من المشروع ، وكذلك من خلال تأثيرها على حجم المخاطر المتوقعة من وراء هذه القرارات ، ويوضح الشكل التالى رقم (1/1) هذه العلاقة :

القرارات المالية
1- قرارات الاستثمار



شكل رقم (١/١)

العوامل الحاكمة لقيمة المنشأة

٣/١- وظائف الادارة المالية :

١/٣/١ - القرارات الاستثمارية :

تشمل هذه القرارات اختيار الموجودات التي سيتم إنفاق الأموال عليها ، وهي تنقسم إلى قسمين :

الأول : الموجودات طويلة الأجل ، والتي يكون مردودها على مدى سنوات عديدة في المستقبل .

الثاني : الموجودات قصيرة الأجل (المتداولة) ، والتي يمكن تحويلها إلى نقدية في خلال سنة واحدة ، أي أنها تتمتع بسيولة عالية .

وبذلك تكون عملية اختيار الموجودات ذات جانبين ، الأول يتعلق بالاستثمارات الرأسمالية ، والثاني يتعلق بإدارة رأس المال العامل .

الاستثمارات المالية :

تعتبر قرارات هذه الاستثمارات هامة للغاية في تسيير أمور المنشأة وذلك لكونها قرارات طويلة الأجل ، وتشمل مثل هذه القرارات عملية اختيار الموجودات ، وكيفية الإنفاق عليها ، ثم مقابلة عوائد الاستثمار المتوقعة في المستقبل بالمبالغ المنفقة على تلك الموجودات سواء الحالية منها من حيث تحسينها وتوسيعها ، أو شراء الموجودات الجديدة بهدف زيادة القدرة الإنتاجية الحالية أو إضافة خطوط إنتاجية جديدة . وفي حالة الأخيرة ، فإن قرار الاستثمار يشمل عملية اختيار ما بين الموجودات الجديدة ودراسة البديل

المتاحة ، كما أن مدى الموافقة على شراء أو عدم شراء هذه الموجودات يعتمد على مقدار العوائد المصاحبة للاستثمار ، وبذلك تصبح العوائد وتوقيتها هي المؤشر الحاسم في مسألة القبول أو الرفض لمقترنات الاستثمار الجديدة ، أي أن العوائد في مثل هذه الحالات هي العنصر الأول لعملية تقييم الاستثمارات الجديدة . أما العنصر الثاني للتقييم ، فيتمثل في تحليل المخاطر وعدم التأكيد المصاحبة لعملية توقع تحقيق العوائد في المستقبل ، ولذلك يجب تقييم كل مشروع على ضوء المخاطر والعوائد المصاحبة له . وعن العنصر الثالث في قبول القرارات الاستثمارية ، فيتضمن إيجاد معيار معين للحكم على عوائد المشروع ، وعادة ما يكون هذا المعيار قريباً أو مساوياً لنكفة رأس المال .

وتلخيصاً لما سبق ، فإن العناصر الأساسية للقرارات الاستثمارية ، هي:

- مجموعة الموجودات في المنشأة وتكويناتها .
- المخاطر المرتبطة بأعمال المنشأة بوجه عام .
- مبدأ وقياس تكلفة رأس المال .

إدارة رأس المال العامل :

يطلق عليها أيضاً إدارة الموجودات المتداولة ، وهي تشكل عاملأً حاسماً في المنشأة على المدى الطويل . وتعتبر عملية المبادلة (Trade-off) التي تتم بين الربحية والمخاطر (السيولة في هذه الحالة) ، من أهم مشكلات إدارة رأس المال العامل . ويرجع السبب في ذلك إلى وجود تعارض بين الربحية والسيولة ، فإذا كان رأس المال العامل قليلاً في المنشأة (أي أنها لم تستثمر أموالاً كافية في الموجودات المتداولة) ، فقد يؤدي ذلك إلى وجود حالة من العسر المالي لتلك المنشأة ، مما قد يجعلها غير قادرة على مقابلة التزاماتها قصيرة الأجل ، وبالتالي تزايد احتمالات الإفلاس أمامها . وعلى العكس من ذلك – إذا كانت الموجودات المتداولة مجمدة في المنشأة ، فإن الربحية لابد وأن تتأثر بطريقة سلبية . ومعنى هذا ، أن إدارة رأس المال العامل هي المسئولة عن الاحتفاظ بتحقيق توازن جيد بين الربحية والسيولة ، علاوة على أهمية إدارة مكونات رأس المال المتداول بكفاءة عالية ،

حتى لا تتعرض المنشأة لمشكلات العسر المالي أو ضياع فرص الربح عن طريق تعطيل كمية كبيرة من موارد المنشأة في هذه الموجودات . وبذلك يمكن النظر إلى إدارة رأس المال العامل على أنها إدارة لجميع الموجودات المتداولة ، مثل النقدية ، والمخزون ، وحسابات الديمومة الخ .

٢/٣/١- قرارات التمويل :

ينصب اهتمام هذه القرارات على الخليط الأمثل للتمويل ، مثل تكوين رأس المال ، ودرجة الرافعة المالية وغيرها . ويقصد بمصطلح هيكل رأس المال (تكوينه) – تلك الحصص النسبية للديون (ذات الفائدة الثابتة) كمصدر للتمويل ، ورأس المال المساهم به (ذو العائد المتغير للمساهم) . وترتبط قرارات التمويل لأى منشأة بطريقة اختيار النسبة المعينة لكل نوع في التكوين العام للأموال المتاحة . وتعتبر عملية التكوين الرأسمالي إحدى الجوانب الهامة في قرارات التمويل ، حيث تتعامل مع العلاقات النظرية بين توظيف الديون ومعدل العائد أو الأرباح للمساهمين . ولذلك إذا زاد نصيب الديون في التكوين المالي ، زادت الأرباح الموزعة على المساهمين ، وزادت درجة الخطورة أيضاً ، مما يحتم ضرورة معالجة التوازن الصحيح بين التمويل عن طريق الديون ، والتمويل عن طريق المساهمين ، نظراً لوجود العلاقة المتبادلة ، بين العائد (الربح) من جهة ، والمخاطر من جهة أخرى ، ويطلق على التكوين الرأسمالي الذي يحقق التوازن بين الديون وحقوق المساهمين اسم هيكل التمويل الأمثل .

وباختصار فإن قرارات التمويل تشمل على معرفة الإطار النظري والقرار العملي لاختيار هيكل التمويل الأمثل للمنشأة والذي قد يختلف من منشأة لأخرى ، ومن وقت لآخر ، حسب الظروف السائدة في الأسواق المالية .

٣/٣/١- قرارات توزيع الأرباح على المساهمين :

يتعلق هذا النوع من القرارات بسياسة توزيع الأرباح والتي سيتم تناولها تفصيلاً في القسم الثاني من هذا الكتاب ، وهذه القرارات يجب أن تكون

ملازمة لقرارات المالية الأخرى في المنشأة . وعند التعامل مع الأرباح ،
هناك مدخلان واضحان ، هما :

الأول : إما أن توزع الأرباح بشكل نقدى ، ونسبة مئوية معينة من قيمة السهم
الاسمية وتدفع لحامل السهم .

الثاني : أو أن يتم احتجاز الأرباح وتدويرها ، وهنا يجب أن نتساءل : متى يتم
توزيع الأرباح ؟ ، ومتى يتم احتجازها ؟ . ولذلك يتضح لنا مدى أهمية
القرارات المتعلقة بتوزيع الأرباح ، وخاصة ذلك القرار المرتبط بنسبة
التوزيع لما له من أثر على ارتفاع أو انخفاض سعر السهم السوقى على
المدى القصير .

٤/١- نطاق وظيفة المدير المالي :

قد يتصور البعض أن المدير المالي والعاملين معه يقومون بكلفة الأمور
المتعلقة بـ الوظيفة المالية للمشروع ، وفي الحقيقة فمن المحتمل أن يتولى المدير
المالي وضع إطار للخطيط المالي وإعداد المعايير الرقابية للتعرف على حقيقة
المركز المالي وربحية المشروع . كما قد يتولى إعداد المقترنات التي يتم
عرضها على مجلس الإدارة في شأن الاستثمارات ، ومصادر الأموال
المختلفة . أما عن إتخاذ القرارات المرتبطة بهذه الاستثمارات ومصادر
الأموال ، فهي من اختصاص الإدارة العليا نظراً لتأثير هذه القرارات على
قطاعات المشروع الأخرى ، وسيتضح ذلك جلياً في البند التالي رقم (٥/١) .

٥/١ - تنظيم الإدارة المالية :

إن المبادئ الحاكمة لتنظيم الإدارة المالية لا تختلف عن تلك الحاكمة
لأوجه النشاط الأخرى في المنشأة ، ونظراً للآثار البالغة الأهمية لقرارات
المالية على حياة المنشأة فنجد أن الإتجاه الغالب لتنظيم الإدارة المالية في
المنشآت الضخمة ينحو نحو المركزية المالية ، كما يغلب أن تحل الإدارة
المالية موقعاً متميزاً في الهيكل التنظيمي للمنشأة . ومن نافلة القول ، أن
الاهتمام بتنظيم الإدارة المالية وأداء ذلك بصورة جيدة ، سينعكس على كفاءة

الأداء لدى أوجه النشاط الأخرى بالمنظمة . ولذا فمن الهام تحديد السلطات والمسؤوليات للقائمين على ممارسة الوظائف المالية بجانب تحديد الواجبات المالية لكل منهم ، فضلاً عن تحديد العلاقات فيما بينهم وبين القائمين بوظائف أوجه النشاط الأخرى بالمنشأة . وفي واقع الأمر فإن الشركات الضخمة تتفاوت وإلى مدى واسع في تنظيمها لأنشطة المالية ، ويمكن إرجاع هذا التفاوت لاعتبارات التالية :

- درجة مساهمة تباين الحاجات المالية (والتي تتوقف على طبيعة النشاط وحجم المنشأة وأنواع تمويل الأنشطة) في تحديد ملامح التنظيم المالي

- قدرات العاملين بالإدارة المالية ، فإذا كانت هذه القدرات مرتفعة ويتوافر لدى الشركة عدد كاف من هؤلاء العاملين ، فإن التنظيم سوف يميل إلى الاعتماد على المسؤوليات الفردية في أداء المهام المالية . أما إذا لم يكن العاملون على هذا القدر من الكفاءة ، فإن التنظيم يتجه نحو الاعتماد على الروتين المحاسبي والتقارير المالية .

- الفلسفة المالية للمنشأة : حيث نجد أن ساحة الأعمال تشهد تبني بعض المنشآت للمنهج التقليدي في الإدارة المالية ، والبعض الآخر يتبني المنهج الحديث . وتميل بعض المنشآت نحو الاستخدام المكثف للحاسبات الآلية ، وبناء نظم معلومات متقدمة ، والبعض الآخر يعتمد على الأنظمة الميكانيكية في حفظ السجلات ، كما تهتم بعض المنشآت بالخطيط الطويل الأجل والاستخدام الوعي للبيانات المالية من أجل التنبؤ بظروف المستقبل ، في حين تعطى منشآت أخرى أهمية أقل للعمليات التخطيطية ، ولا جدال في أن هذه الاعتبارات تؤثر على التنظيم المالي .

هذا .. وقد تمارس الوظائف المالية عن طريق صاحب المنشأة ومديرها وذلك في حالة المنشآت الفردية الصغيرة الحجم . أما في حالة الشركات الأكبر حجماً فتظهر على الأقل وظيفة المدير المالي أو المراقب المالي للإشراف على ممارسة هذه الوظائف المالية .

وفي حالة المنشآت الضخمة ، فالاتجاه الغالب هو توزيع الوظائف المالية فيما بين المدير المالي والمراقب المالي واحتمال تبعيتها لنائب رئيس مجلس الإدارة للشئون المالية . وفي هذه الحالة الأخيرة ، فإن نائب رئيس مجلس الإدارة للشئون المالية هو المسئول الأول عن الأنشطة المالية في المنشأة ، ويتمتع بالسلطات التنفيذية والاستثمارية التي تمكّنه من أداء المهام المالية . فهو مسئول عن رقابة الأموال واتخاذ القرارات وممارسة الوظائف الإدارية على مستوى الإدارات التابعة له ، كما أنه يعمل بالتعاون الوثيق مع أعضاء فريق الإدارة العليا الآخرين ، كى يتّسنى تشكيل السياسات وإتخاذ القرارات . كما عليه تقديم النصائح ، والمشورة لأعضاء المجلس . وفي حالة وجود لجنة مالية علياً تابعة لمجلس الإدارة ، فإن نائب الرئيس للشئون المالية يكون عضواً بارزاً بها .

أما فيما يختص بالمدير المالي والمراقب المالي ، فإن توزيع الوظائف المالية بينهما لا يحظى بالاتفاق العام ، فهناك بعض الوظائف التي قد تتبع لأى منهما .

ومن الناحية التاريخية فإن المراقب المالي ظهر في التنظيمات الإدارية باعتباره المسئول الأول عن الأعمال المحاسبية ومراقبة حسابات مختلف وظائف وأوجه النشاط بالمنشأة ، أما المدير المالي فهو المسئول الأول الذي يعهد إليه بإدارة الأموال . ولكن هذا التمييز لم يدم طويلاً ، لأن كلاً من المركزين يعنى بالأمور المالية ، وأصبح هناك تنازع على بعض الوظائف التي تقع في نطاق هذا أو ذاك ، فحياناً يتحرك المراقب المالي من المجال المحاسبى ، إلى المساهمة في مجالات التخطيط المالي وإعداد الموازنات والتنبؤات المالية .

وبشكل عام فإن أهم الواجبات التي توكل عادة للمدير المالي تتمثل في إدارة النقدية والأوراق المالية وال العلاقات مع المؤسسات والأسواق المالية وإدارة الائتمان ومهام التأمين والمعاشات .

أما أهم الواجبات التي توكل للمراقب المالي ، فهو المحاسبة المالية والتكاليف والمراجعة والضرائب . وفيما يتصل بوظائف التحليل المالي

والموازنات التقديرية والتنبؤات المالية وتقدير الإقتراحات الاستثمارية ، فهى قد توكل للمدير المالى أو المراقب المالى حسب الأحوال .

ويمكن تصوير الخريطة التنظيمية التى تبرز المستوى التنظيمى للوظيفة المالية فى منظمة كبيرة الحجم ، بالشكل المقترن التالى رقم (٢/١) :

شكل بالعرض صفحة ٤٠ بالأصل

وتبرز الخريطة التنظيمية السابقة العلاقات الوثيقة التي تنشأ بين النشاط المالي وبين كل من النشاط الإنتاجي والتسويقي ، وعلى وجه الخصوص فيما يتصل بعلاقة هذين النشاطين بعملية تقييم الاقتراحات الاستثمارية ، وكذلك علاقة التسويق بمهام الائتمان .

كما تجدر الإشارة إلى أن الإجمال والتفصيل للوظائف التابعة لكل من المراقب المالي والمدير المالي تتوقف على العديد من الاعتبارات ، والتي من أهمها حجم العمل والتخصص ودرجة تكامل الأداء ، ولذا سنجد تقاوتاً كبيراً بين المنظمات في هذا الشأن . وفي ختام هذه الجزئية تجدر الإشارة إلى المعرفة الأساسية الواجب توافرها لدى المدير المالي :

إن المدير المالي الحديث يجد نفسه منغمساً في مجالات واسعة ، وعليه أن يتخذ فيها القرارات أو يشارك في إتخاذها . ولعل أول مجالات المعرفة التي يجب أن يعني بها المدير المالي ، مجال المحاسبة ، حيث أن الأمر يستلزم المعرفة الدقيقة بالكشفوف المالية (حسابات المتاجرة والأرباح والخسائر

والميزانية العمومية وبيان حركة الأموال وغيرها) وكيفية إعدادها، إذ أن هذه الكشوف تمثل المصدر الأساسي للبيانات والمعلومات التي يبني عليها المدير المالي قراراته أو يقدم توصياته ، كما يرتبط بهذا المجال ، محاسبة التكاليف ، وهى تقييد المدير المالي كثيراً فى مساهماته فى قرارات التسعير وتقييم الاقتراحات الاستثمارية وممارسة الرقابة المالية التي تستهدف تخفيض التكاليف ، وغير ذلك من أوجه الاستفادة من الإلمام بهذا المجال.

ومن المجالات الهامة كذلك والشديدة الارتباط بالتمويل مجال الإقتصاد، حيث تعتمد نظرية التمويل سواء الكلاسيكية أو الحديثة في بعض معطياتها على الإنجازات المقدمة في مجال الاقتصاد سواء أكان اقتصادا جزئياً أم اقتصادا كلياً ، ففهم أهداف تعظيم الربح وتعظيم ثروة المالك لا ينبغي أن يتم بمعزل عن نظريات الاقتصاد الجزئي في هذا الخصوص ، وكذلك الأمر بالنسبة للتسعير . إن فرض هذه النظريات تعاون المدير المالي في محاولته لفهم وتفسير كيفية اتخاذ الأفراد الراسدين لقراراتهم في مجال الأعمال ، وتقدير طبيعة العمل في منشآت الأعمال الحديثة . كما يستعين المدير المالي بكثير من الأدوات الاقتصادية والنماذج والتي تم تتميّتها في مجال الاقتصاد الكلى للتتبّؤ بالاتجاهات الاقتصادية والمتغيرات ذات التأثير المباشر وغير المباشر على أعمال المنشأة .

ومن المعرف الأخرى والتي بدأت تأخذ أهمية متزايدة لدى المدير المالي ، المعرف الخاصة بمجال الإحصاء وبحوث العمليات ، حيث أن أحد ملامح التطور الحديث للإدارة المالية يتمثل في تكثيف التحليل الكمي .

إن التخطيط المالي يعتمد على التتبؤ في جوهره ، وعمل الإحصاء يقدم عدة أساليب تعاون بشكل حاسم في هذا المجال مثل أساليب الإنحدار والارتباط ، كما أن نظرية الاحتمالات ومعطياتها أصبحت ركيزة أساسية للتعامل مع عنصر الخطير المصاحب لعمليات التخطيط المستقبلي .

ومن الناحية الأخرى فالنماذج الخاصة ببحوث العمليات بدأت تتغلغل في تحليل العمليات المالية واتخاذ القرارات ، وذلك مثل نماذج الاستثمار

والمخزون والمحاكاة والبرمجة الخطية وغير الخطية والبرمجة الاحتمالية ..
وغير ذلك من النماذج الكمية . وبعد إمام المدير المالي بهذه المعارف ، عليه
أن يوظفها في ترشيد قراراته وتوصياته المالية .

وبالنسبة لعلم التسويق ، فهو أيضاً وثيق الصلة بالوظيفة المالية ، حيث
يساعد المدير المالي على تقدير المبيعات والتدفقات النقدية الواردة بعد طرح
السلعة في السوق وترويجها ، وخاصة في المراحل الأولى للإنتاج .
وأخيراً يساعد علم الحاسوب الآلي المدير المالي على معرفة التدفقات
النقدية بشكل يومي ، مما يجعله قادراً على إتخاذ القرارات بصورة أكثر دقة
وسرعة .

وعليه ، فإن المدير المالي المعاصر يستلزم له لكي يصبح قادراً على
الممارسات المتميزة لإدارة الوظيفة المالية ، أن يتسلح بالمهارات العلمية السابق
ذكرها ، حتى يمكنه مجابهة المشكلات المالية التالية :

- ١- مشاكل التعامل مع الأطراف ذات العلاقة بالوظيفة المالية .
- ٢- مشاكل التحليل المالي واستخداماته .
- ٣- مشاكل تخطيط ومراقبة الأداء المالي .
- ٤- مشاكل إدارة الأصول المستمرة .
- ٥- مشاكل الاستئجار التمويلي .
- ٦- مشاكل اتخاذ قرارات الاستثمار .
- ٧- مشاكل مصادر الأموال وتكليفها .
- ٨- مشاكل قرارات هيكل التمويل والعائد .
- ٩- مشاكل قرارات توزيع الأرباح .
- ١٠- مشاكل قرارات التوسيع والاندماج .
- ١١- مشاكل قرارات المخاطر المالية وتكليفها .

المراجع

- د. محمد يونس خان ، د. هشام صالح غرابية ، الإدارة المالية ، جون وايلى وأولاده ، ١٩٨٦ م ، ص ١٣ - ١٥ .
- د. منير إبراهيم هندي ، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر ، المكتب العربى الحديث ، الإسكندرية ، ١٩٩٧ م ، ص ١٩ ، ٢١ .
- *Levy, H. and M. Sarnat, Capital Investment and Financial Decisions* , N.J. : Prentice – Hall, 1990, P. 10.

الفصل الثاني

منهجية التحليل المالي

- الأهداف التعليمية :

١/٢ - مشاكل الأصول ومفهوم القوائم والتقارير

المالية .

٢/٢ - نمو الأصول المتداولة كمصادر

وإس—خدمات داخلية وخارجية .

٣/٢ - الطبيعة المتغيرة لحركة الأموال في

المنظـمة .

٤/٢ - الميزانية النقدية والعمومية التقديرية :

١/٤/٢ - الميزانية النقدية التقديرية .

٢/٤/٢ - الميزانية العمومية التقديرية .

الفصل الثاني

منهجية التحليل المالي

- الأهداف التعليمية :

إن قضية التنبؤ بالمستلزمات المالية ، وتحطيط طرق تدبيرها ، وإستثمارها في كل من الأصول الثابتة والمتدولة ، وكذلك تحليل وتقدير نتائج العمليات الخاصة بها ، ومن ثم صنع وإتخاذ القرارات المالية المختلفة – تعكس في مضمونها مدى الأهمية لمصادر المعلومات المالية ومنهجية تحليلها بالنسبة لمتخذى القرارات في الإداره المالية.

وفي هذا الفصل إشارة موجزة لما تقدمه النظم المحاسبية – كلغة معبرة عن الأعمال السائدة في المنظمة – من بيانات ومعلومات مالية لأطراف متعددة من المستفيدين ومتخذى القرارات وذلك من خلال القوائم والتقارير المالية ، والتي تساعد على تضييق الهوة الإتصالية بين القرارات المتخذة داخلياً من جهة الإداره المالية ، وتلك القرارات المتخذة في سوق الأوراق المالية من جهة المستثمرين وخاصة المسيطرین منهم على أسهم الشركة .

ولذلك يهدف هذا الفصل ، إلى إطلاع الطالب على أهم المفاهيم المتعارف عليها ضمن إصطلاح منهجية التحليل المالي وذلك مع التركيز على مضمون الأهداف المالية كوسيلة للإتصالات بالسوق . ومن هذه المفاهيم ما يلى:

- ١/٢ - مشاكل الأصول ، ومفهوم القوائم والتقارير المالية .
- ٢/٢ - نمو الأصول المتدولة – كمصدر وإستخدامات داخلية وخارجية .
- ٣/٢ - الطبيعة المتغيرة لحركة الأموال في المنظمة .
- ٤/٢ - الميزانية النقدية والعمومية التقديرية .

ونود أن نشير هنا – إلى أن المناقشة لهذه المفاهيم ستتوقف قليلاً عند الإطار العام لها ، وعلى أن مزيداً من التفاصيل لهذه المفاهيم سنوردها في الفصول الأربع التالية (الثالث والرابع والخامس والسادس) بإعتبارها إمتداداً طبيعياً وكافياً للمضمون الداخلي لهذه المفاهيم .

$\xi \wedge$

١/٢- مشاكل الأصول ومفهوم القوائم والتقارير المالية :

إن مشاكل الأصول التي يتصدى لها المديرون الماليون داخلياً - تمثل في الغالب إنتاجاً نهائياً هاماً من نتيجة التقارير التي تكون متعلقة بسوق الأوراق المالية . إن مناقشة الأصول المالية الداخلية - لها عادة عملية مباشرة على مستوى كافة المنظمات ، وذلك لإرتباطها بالغرض الرئيسي لإدارة صافي الربحية والسيولة والمقدرة على سداد الإلتزامات ، والتي تكون مقدرة في مراكز تسعير الأوراق المالية.

لذلك فنحن في حاجة إلىأخذ مستوى تقارير القوائم المالية (مثل قائمة العمليات والميزانية) ، وتحليلها من خلال المديرين الماليين والذين يهتمون بمثل هذا التحليل عندما يتعرف هؤلاء على الحاجة الحالية لوسيلة الإتصال الأكثر تكلفة بين الأشكال الداخلية والخارجية لإدارة المالية (سوق الأوراق المالية).

١/١- قائمة العمليات : Operating Statement

تشير هذه القائمة إلى ملخص أولى (أو مبدئي) للتجربة التاريخية للدخل ، والتكليف ، والعمليات المتوقعة ، وصافي الأرباح . وهنا ، دعنا نناقش أو نختبر قليلاً عناصر القائمة والتي تعبّر عن معنى هام في سوق الأوراق المالية . إن القائمة يتم تقسيمها إلى مجالات أساسية للعمليات ، بحيث تشير إلى الحقائق التي تقيس كل مجال من هذه العمليات .

إن الغرض من هذا الإختيار أو تلك المناقشة ، يكمن في مساعدة المنظمة وملائتها في مجال الأصول وخاصة التي تتأثر بأسعار السوق .

وفي الجدول التالي رقم (٢ - ١) - مثال مفترض لهذه القائمة وتحليلها في إحدى الشركات الصناعية :

جدول رقم (٢ - ١)

قائمة العمليات للشركة في ٢٠٠٦/١٢/٣١ م

(%)

١٠٣,٠	٣٠٠٠٠	مجمل المبيعات
	..	

٣,٠	٩٠٠٠,٠٠	مراجعات
١٠٠,٠	٢٩١٠٠,٠٠	صافي المبيعات
٧١,٥	٢٠٨١٤٠,٠٠	تكاليف البضاعة المباعة
٢٨,٥	٨٢٨٦٠,٠٠	مجمل الربح
١٨,٦	٥٤٠٠٠,٠٠	العمليات المتوقعة
٩,٩	٢٨٨٦٠,٠٠	صافي ربح العمليات
٠,٢	٦٠٠,٠٠	صافي أرباح أخرى (أو خسارة)
٩,٧	٢٨٢٦٠,٠٠	صافي الربح قبل الضرائب
٣,٩	١١٣٠٤,٠٠	ضريبة (٤٠٪)
٥,٨	١٦٩٥٦,٠٠	صافي الربح بعد الضرائب

ومن هذه القائمة يتضح ، أن هناك أربعة مقاييس مختلفة للأرباح هى : مجمل الربح ، وصافي ربح العمليات ، وصافي الربح قبل الضرائب ، وصافي الربح . وفي ضوء نسبة هذه المعايير إلى صافي المبيعات – يمكن أن نستنتج العلاقات التالية :

$$1 - \frac{\text{تكاليف البضاعة المباعة}}{(\%)} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{(\%)} = \frac{\text{مجمل الربح}}{(\%)} = \frac{\text{صافي الربح}}{(\%)}$$

$$71,5 \quad - \quad 100 \quad = \quad 28,5$$

$$2 - \text{تكاليف البضاعة} = \text{صافي المبيعات} - \text{مجمل الربح}$$

٢٨,٥	-	١٠٠	=	٧١,٥
تكاليف البضاعة المباعة (%)	+ (٪)	مجمل الربح (%)	= (٪)	صافي المبيعات (%)
٧١,٥	+ (٪)	٢٨,٥	= (٪)	١٠٠
تكاليف البضاعة المباعة (%)	-	صافي المبيعات (%)	= (٪)	صافي ربح العمليات (%)
١٨,٦	-	٧١,٥	= (٪)	٩,٩
صافي ربح العمليات (%)	-	صافي أرباح أخرى أو خسارة (%)	= (٪)	صافي الربح قبل الضرائب (%)
٠,٢	-	٩,٩	= (٪)	٩,٧
قيمة الضرائب (% من صافي المبيعات)	-	صافي الربح قبل الضرائب (%)	= (٪)	صافي الربح بعد الضرائب (%)
٣,٩	-	٩,٧	= (٪)	٥,٨

٢/١/٢ - قوائم العمليات المقارنة :

إن العنصر الحركي لتحليل قائمة العمليات يبدو أكثر وضوحاً عندما تكون العمليات مقارنة خلال فترات زمنية متعددة . ولذلك فالتقدير الداخلي لهذه القوائم أهمية كبيرة لسوق ، حيث يقوم المديرون الماليون بمقارنة متغيرات قوائم الدخل ، وكذلك الأجزاء من القوائم التي تصور المبيعات ، وتكليف البضاعة المباعة ، ومجمل الربح وذلك على مستوى مجمل قوائم العمليات المقارنة .

وفي الجدول التالي رقم (٢ - ٢) - يتضح لنا مدى ديناميكية التحليل لقائمتين من العمليات لشركة صناعية على سبيل المثال في نهاية العامين ٢٠٠٥ ،

:

جدول رقم (٢ - ٢)
قائمتي العمليات للشركة في نهاية عامي ٢٠٠٥/٢٠٠٦ م

(%) من صافي المبيعات	٢٠٠٦	(%) من صافي المبيعات	٢٠٠٥	إجمالي المبيعات
١٠٣	٣٠٠,٠٠٠	١٠٥	٣٦٠,٠٠٠	٣٦٠,٠٠٠
٣	٩٠٠	٥	١٨٠٠	١٨٠٠
١٠٠	٢٩١٠٠	١٠٠	٣٤٢٠٠	٣٤٢٠٠
٧١,٥	٢٠٨١٤٠	٧٥,٤	٢٥٨٠٠	٢٥٨٠٠
٢٨,٥	٨٢٨٦٠	٢٤,٦	٨٤٠٠	٨٤٠٠
١٨,٦	٥٤٠٠	١٣,٢	٤٥٠٠	٤٥٠٠
٩,٩	٢٨٨٦٠	١١,٤	٣٩٠٠	٣٩٠٠
(٠,٢)	(٦٠٠)	٠,٤	١٥٠٠	١٥٠٠
٩,٧	٢٨٢٦٠	١١,٨	٤٠٥٠	٤٠٥٠
٣,٩	١١٣٠٤	٤,٧	١٦٢٠	١٦٢٠
٥,٨	١٦٩٥٦	٧,١	٢٤٣٠	٢٤٣٠

ومن القائمتين المذكورتين ، يتضح ما يلى :

١/١- أن مجمل الربح في نهاية عام ٢٠٠٦ كان أقل من نظيره في نهاية عام ٢٠٠٥ بقدر ١١٤٠ ج (٨٤٠٠ - ٨٢٨٦٠) وهو ما يعني بالطبع إنخفاض حجم المبيعات إلى ٣٠٠,٠٠٠ جنيه في نهاية عام ٢٠٠٦ مقابل ٣٦٠,٠٠٠ جنيه في نهاية عام ٢٠٠٥ .

٢/٢- أن صافي ربح العمليات في نهاية عام ٢٠٠٦ كان أقل من نظيره في نهاية عام ٢٠٠٥ بقدر ١٠١٤٠ جنيه (٣٩٠٠ - ٢٨٨٦٠) . وفي رأينا أن ذلك يعود إلى ارتفاع حجم العمليات وإنخفاض مجمل الربح في عام ٢٠٠٦ بالمقارنة بنظيره في عام ٢٠٠٥ .

٣/٢/١/٢ - وترتباً على ديناميكية المقارنة لصافي ربح العمليات بين القائمتين السابقتين ، وتحقيق خسارة قدرها ٦٠٠ جنيه في نهاية عام ٢٠٠٦ مقابل صافي أرباح أخرى قدرها ١٥٠٠ جنيه في نهاية عام ٢٠٠٥ - كان صافي الربح قبل الضرائب في نهاية عام ٢٠٠٦ أكبر من نظيره في نهاية عام ٢٠٠٥ .

٤- وبناء على ديناميكية المقارنة لأشكال الربحية الثلاثة الموضحة سابقاً، يصبح صافي الربح بعد الضرائب في نهاية عام ٢٠٠٦ ، أقل من نظيره في نهاية عام ٢٠٠٥ بمقدار ٧٣٤٤ جنيه (٢٤٣٠٠ - ١٦٩٥٦) .

٣/١/٢ - مشروع قائمة العمليات : Projecting the Operating Statement

إن شكلًا آخرًا للإتصال يكون مفيدةً للعلاقات المالية الداخلية والخارجية يتمثل في "قائمة العمليات المقترحة كنموذج". وهذا النموذج يوضح لنا ، توقعات المدير المالي لقائمة عمليات الشركة في المستقبل . وهو ما يعني بتعبير آخر ، ما المتغيرات التي يتوقع المدير المالي أن تشملها قائمة عمليات الشركة مستقبلاً؟ . إن نموذج القائمة المقترح سوف يوضح للمديرين الماليين الأهداف الربحية المطلوبة ، وكيفية تدبيرها . ولذلك فإن هذه الأهداف الربحية تحتم أن يكون هناك تخطيطاً وتحليلًا جيدًا لنموذج القائمة المقترح حتى تستطيع أن تمثل هذه القائمة وسيلة إتصال مفيدة .

وفي الجدول رقم (٢ - ٣) - مثال يوضح لنا نموذجاً لقائمة عمليات مقرحة لشركة صناعية معينة في ضوء قائمة العمليات لها في نهاية عام ٢٠٠٦ :

جدول رقم (٣ - ٢)

نموذج مقترن لقائمة عمليات الشركة في نهاية عام ٢٠٠٧ وذلك في ضوء قائمة العمليات لها في نهاية عام ٢٠٠٦

عام ٢٠٠٦

٣٢٠١٠٠	٢٩١٠٠	صافي المبيعات
٢٢٠٦٢٩	٢٠٨١٤٠	تكليف البضاعة المباعة
٩٩٤٧١	٨٢٨٦٠	مجمل الربح
٥٥٦٢٠	٥٤٠٠	العمليات المتوقعة
٤٣٨٥١	٢٨٨٦٠	صافي ربح العمليات
(٦٠٠)	(٦٠٠)	صافي أرباح أخرى (أو خسارة)
٤٣٢٥١	٢٨٢٦٠	صافي الربح قبل الضرائب
١٧٣٠٠	١١٣٠٤	ضريبة (٤٠٪)
٢٥٩٥١	١٦٩٥٦	صافي الربح بعد الضرائب

٤/١/٢ - الميزانية : The Balance Sheet

توضح الميزانية الإطار الرئيسي لموضوعات الإدارة ، كما تساعد على تبادل المجلات العامة ، والتى سنشاهدها فى التحليل المالى . إن الميزانية تمثل قائمة أصول وخصوم المنظمة خلال فترة زمنية معينة ، ولذلك سوف تخدم الميزانية المفترضة - إطار العمل لإثبات ذاتية المجالات المختلفة الهامة لعملية إتخاذ القرارات فى الإداره المالية والتى تكون قادرة على الإتصال بسوق الأوراق المالية .

ويوضح الجدول التالي رقم (٢ - ٤) - مثالاً مفترضاً لميزانية إحدى الشركات الصناعية فى نهاية عام ٢٠٠٦ : ٢٠٠٦/١٢/٣١

جدول رقم (٢ - ٤)

ميزانية الشركة فى

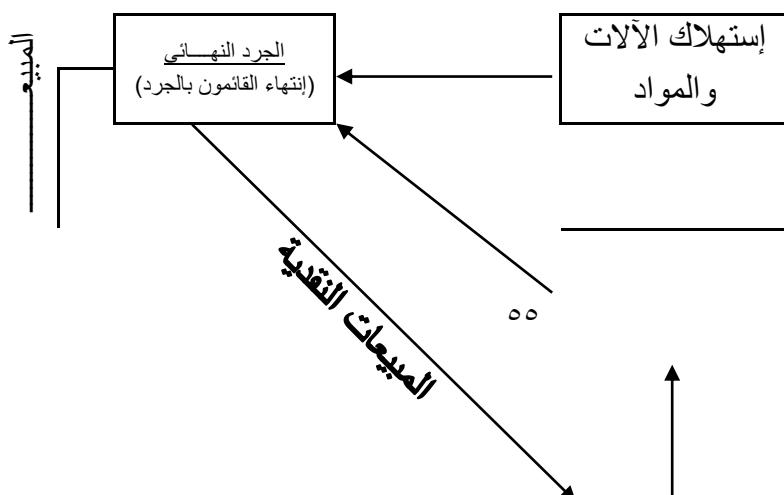
(المبالغ بالألف جنيه)

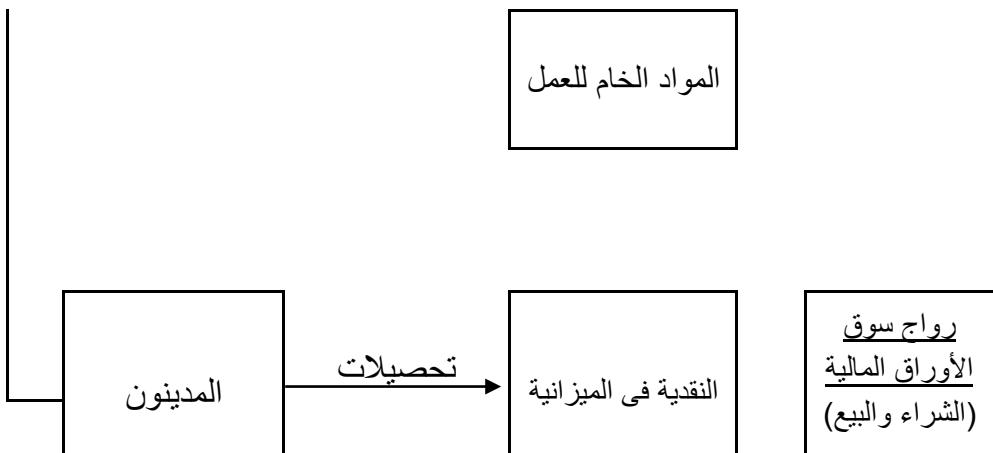
أصول متداولة :	خصوم متداولة :
٥٠	نقدية
٧٥	حسابات قبض
١٢٥	مدينون
٣٥٠	استرئارات
٥٤	حسابات دفع
١٢٨	إجمالي الخصوم المتداولة

			إجمالي أصول متداولة	٦٠٠
		<u>خصوم طويلة الأجل:</u>		
١٧٠	ديون طويلة الأجل		<u>أصول ثابتة:</u>	
			أراضي ومبانى (بالنكلفة)	٤٨٥
		<u>رأس المال:</u>		
			اس— <u>تهلاكات</u>	١٠٠
				٣٨٥
		<u>أس—هم (١٠٠٠٠)</u>		
		وقيمة		
			الات و معدات	٢٠٠
	السهم ٦٠ جنيه			
			اس— <u>تهلاكات</u>	٦٠
	أرباح محتاجة ٢٢٧			١٤٠
٨٢٧	إجمالي رأس المال		إجمالي أصول ثابتة	٥٢٥
١١٢	إجمالي الخصوم ورأس المال		إجمالي الأصول	١١٢
٥				٥

٢/٢- نمو الأصول المتداولة كمصادر واستخدامات داخلية وخارجية :

وعلى الرغم من أن نمو الأصول المتداولة غير متضمنة في قائمة الميزانية (جدول ٢ - ٤) - إلا أن كل نمو في هذه الأصول يأخذ مكاناً في النشاط المتعلق به . ويوضح الشكل التالي رقم (٢ - ١) - المقايضة (المبادلة) بين الدخل والتحصيلات والأجور من جانب ، وبين الأصول المتداولة الأخرى في الميزانية من جانب آخر :





شكل رقم (٢ - ١)
نمو الأصول المتداولة كمصدر وإستخدامات داخلية

ومن الشكل الموضح رقم (٢ - ١) - يتبع أن مجالات المشاكل الهامة للتنظيم المالى فى إدارة الأصول المتداولة تتمثل فيما يلى :

أ - على مستوى الآلات والمواد .. ما كمية هذا النوع من رأس المال والذى يحتاج إلى دعم مستوى الجرد المقدم ؟

ب- فى ضوء خلق المبيعات كنقطة إتصال .. ما التكاليف والمرتجعات (المردودات) ذات الارتباط بالمبيعات المحققة وسياسات الخصم النقدي ؟

ج- على مستوى المقدرة على الإستلام .. ما حجم الميزانية ، وما توقيت وتكلفة إعدادها ؟

د- فى ضوء مرحلة التحصيلات .. ما تكلفة التحصيل المبكر ، وماذا نحصل عليه فى حالة زيادة المصروفات لسرعة معدلات التحصيل ؟

ه- كم حجم النقدية التى نحتاج إليها ، وما تكلفة تدبيرها ، وكذلك ما التكلفة فى حالة نفاذ النقدية ، وماذا نحصل عليه من خلال الإستثمار فى حالة رواج سوق الأوراق المالية ؟

و- وأخيراً ما العلاقة (الارتباط) بين عوامل نمو الأصول المتداولة المذكورة في بنود (أ ، ب ، ج ، د ، هـ) وبين أهداف الدخل والربح للأعمال ؟

وبمقارنة حجم الأصول المتداولة بالخصوم المتداولة ، نلاحظ أن موقف السيولة في المنظمة واللازم لتغطية الديون يتحدد كما يلى :

$$\frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{الخصوم المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{\text{حجم السيولة الازمة لتغطية الديون}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

وهو ما يمثل في مثالنا للميزانية (جدول ٢ - ٤) ما مقداره

$$\frac{٦٠٠٠٠ - ١٢٨٠٠٠}{١٢٨٠٠} = ٣,٧ \quad ()$$

وهناك مقياس آخر للمقدرة على الوفاء بالدين يكمن في النقدية ورواج سوق الأوراق المالية والمدينون ، ويتحدد هذا المقياس كما يلى :

$$\frac{\text{الأصول السريعة} - \text{الخصوم المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{\text{المقدرة على الوفاء بالدين}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

وهو ما يمثل في مثالنا للميزانية (جدول رقم ٢ - ٤) ما مقداره

$$\frac{٢٥٠٠٠ - ١٢٨٠٠}{١٢٨٠٠} = ٠,٩٥ \quad ()$$

حيث أن الأصول السريعة تشير إلى الأصول المتداولة التي في شكل معدلات رقمية مثل النقدية وأوراق القبض والمدينون .

ومما سبق ، لاحظنا أن الشكل رقم (٢ - ١) يوضح لنا أن مفهوم نمو الأصول المتداولة ، يشتمل فقط على الإصطلاح القصير لمفهوم المصادر الداخلية كجزء من مشكلة مجمل النقدية للعمليات .

أما الشكل الآخر رقم (٢ - ٢) فيضيف إلى مفهوم النمو هذا مجالاً جديداً يتعلق بالمصادر الخارجية للنقدية ، حيث يوضح هذا الشكل كلاً من المصادر الداخلية والخارجية للنقدية وإستخداماتها .

وبالإضافة إلى التساؤلات الخمسة التي سبق الإشارة إليها تحت الشكل رقم (٢ - ١) السابق ، والخاص بالمصادر الداخلية للأصول المتداولة وإستخداماتها- يمكن أن نضيف التساؤلات الثلاثة الأخرى التالية ذات الإرتباط بالمصادر الخارجية للنقدية، وهي :

أ - هل يمكن الدفع للقرض (أو للقروض) عند جرد المشتريات كتكاليف للمخاطر المالية وعدم الوفاء بالدين ؟.

ب- ما تكاليف مالية القرض (أو القروض) ، وماذا تخبر الميزانية عن مخاطر عدم الوفاء بالإلتزامات (الإفلاس) ؟.

ج- هل الدفع للنقدية المقترضة والصكوك المستحقة المؤثرة في مخاطر مقدرة الشركة على الوفاء بالدين .. أكثر من الحسابات المستحقة ؟.

شكل بالعرض صفحة رقم ٦٤ بالأصل

وأخيراً ، فإن الأصول الثابتة تشكل مع الأصول المتداولة - مجمل الأصول التي تستخدم كمؤشر للدفع لكل الديون . وهذا المؤشر هو (مجمل الأصول ÷ مجمل الديون) ، وهو ما يمثل وفقاً لمثال الميزانية (جدول ٢ - ٤) ما مقداره
$$\frac{١١٢٥}{١٧٠ + ١٢٨} = ٣,٨$$
 . ويشير هذا المؤشر إلى مدى تغطية الأصول الكلية لإجمالي الديون ، في حين أن مؤشر الأصول المتداولة لتعطية الديون (الأصول المتداولة ÷ إجمالي الديون) يعرض لنا مدى مساهمة هذه الأصول في تعطية الديون ، وهو ما يعني في مثالنا للميزانية (جدول ٢ - ٤) ما مقداره :

$$\frac{٦٠}{٢٩٨} = ٢.$$

٣/٢- الطبيعة المتغيرة لحركة الأموال في المنظمة :

إن الدرس أو المتتبع لحركة الأموال في المنظمة ، يجدها تتسم بطبيعة متغيرة سواء كانت هذه الحركة للتدفقات المالية داخل المنظمة أو خارجها . وبطبيعة الحال فإن أهم ما يتحققه إعداد هذه القائمة للإدارة ، هو إتاحة الفرصة لتفهم كيف يتم تدفق هذه الأموال من وإلى المنظمة ، وكيف أن هذا التدفق المالي يتميز بالطابع المستمر

وإذا كانت القائمة التي يتم إعدادها لهذا الغرض ، وتحت أي من السياسات التالية :

- قائمة مصادر وإستخدامات الأموال

Statement of Sources & Uses of Funds

- قائمة تدفق الأموال Funds flow Statement

- قائمة الأموال الواردة والمستخدمة

Statement of Funds Provided & applied

تعتمد فقط على تحليل عام لمصادر وإستخدامات الأموال في المنظمة ، فإنه لمن المفيد إعداد قائمة متكاملة تعكس التغيرات في الموقف النقدي ، و موقف رأس المال العامل ، وكذلك موقف الموارد الكلية للمنظمة . ويطلق على هذه القائمة ، قائمة التغيرات في الموقف المالي للمنظمة ، والتي قد تأخذ صوراً ثلاثة كالتالى :

- قائمة التغيرات في موقف رأس المال العامل

Statement of Changes in the Working Capital Position

- قائمة التغيرات في الموقف النقدي للمنظمة

Statement of Changes in the cash position

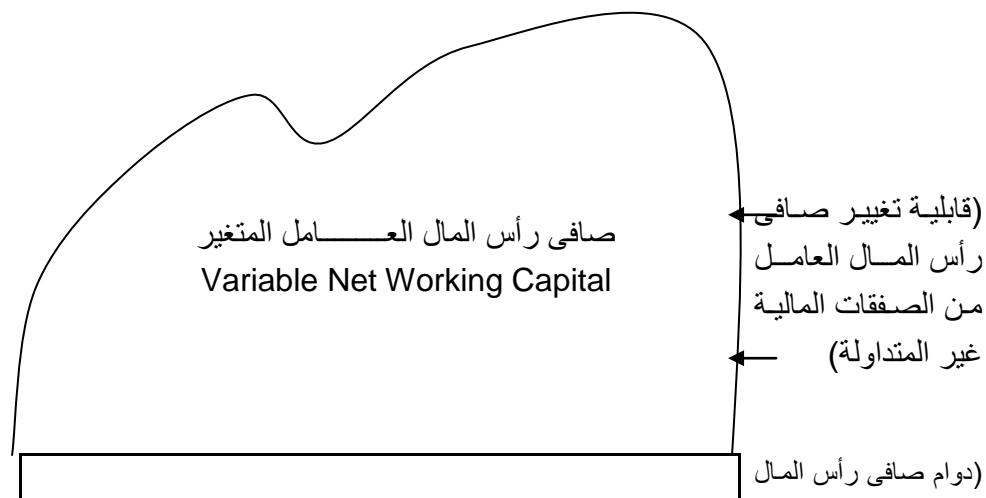
- قائمة التغيرات في الموارد المالية الكلية للمنظمة

Statement of Changes in the Total Financial Resources.

أولاً : قائمة التغيرات في رأس المال العامل :

إن صافي رأس المال العامل في أبسط معانيه ، هو الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة. ولذلك فإن أهميته كقياس لliquidity والمقدرة على الوفاء بالديون تستطيع أن تمثل عملاً شاقاً كوسيلة إتصال بالسوق . وعليه فإن أي تغيير في رأس المال العامل هو إتجاه هام للمديرين الماليين ، حيث أنه من المفيد بالنسبة لهم أن يتعرفوا على مصادره وإستخداماته ، وذلك حتى يمكن للإدارة أن تعدد تقديراتها للتدفقات الخاصة به .

وفي الشكل رقم (٢ - ٣) - يلاحظ أن صافي القيمة لرأس المال العامل توضح المقياس الهام الذي يصل الاحتياطيات قصيرة الأجل بالإحتياطيات طويلة الأجل لرأس المال العامل .





شكل رقم (٢ - ٣)
Net Working Capital playing a Dual Role

إن المفهوم السابق لصافي رأس المال العامل يشكل في حد ذاته العلاج القوى لخفض مخاطر المقدرة على سداد الديون ، ويكون ذلك في الخصوم المتداولة بينما معدل القياس لهذا المؤشر يتمثل في صافي الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة كالتالي :

$$\frac{\text{صافي رأس المال العامل}}{\text{معدل صافي رأس المال العامل}} = \frac{\text{معدل صافي رأس المال العامل}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

وهو ما يمثل في مثالنا للميزانية (جدول ٢ - ٤) ما مقداره

$$\frac{٤٧٢٠٠٠}{١٢٨٠٠٠} = ٣,٧ .$$

ولعل المتمعن في المعدل السابق لصافي رأس المال العامل ، يلاحظ أنه يعكس في مضمونه علاقة بمعدل الأصول المتداولة التالي (صافي الأصول المتداولة ÷ الخصوم المتداولة) ، وهو ما يمثل في مثال الميزانية (جدول ٢ - ٤)

$$\frac{٦٠٠٠٠}{١٢٨٠٠٠} = ٤,٧ .$$

ولتفسيير هذه العلاقة بين معدل الأصول المتداولة ومعدل صافي رأس المال العامل – دعنا نوضح الخطوات التالية :

$$\frac{\text{صافي الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{\text{بما أن معدل الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

وحيث أن صافي الأصول المتداولة = صافي رأس المال العامل +
الخصوم المتداولة

$$\frac{\text{صافي رأس المال العامل} + \text{الخصوم المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{إذن معدل الأصول المتداولة}$$

$$\frac{\text{صافي رأس المال العامل}}{\text{الخصوم المتداولة}} + \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = 1 + \frac{\text{معدل صافي رأس المال العامل}}{\text{الخصوم المتداولة}} =$$

و هذه العلاقة الأخيرة التي وصلنا إليها تسوقنا ببساطة إلى مفهومين أساسين هما :

أ- أن الحصول على معدل الأصول المتداولة يتطلب إضافة الرقم (١) إلى معدل صافي رأس المال العامل ، وهو ما يعني أن (معدل الأصول المتداولة) $= 1 + ٣,٧ = ٤,٧$.

ب- أن الحصول على معدل صافي رأس المال العامل يتطلب طرح الرقم (١) من معدل الأصول المتداولة ، وهو ما يعني أن (معدل صافي رأس المال العامل) $= ٤,٧ - ١ = ٣,٧$.

هذا بالإضافة إلى أن صافي رأس المال العامل يستخدم أيضاً السوق كمقاييس مدى المقدرة على دفع ديون رأس المال أو الالتزامات طويلة الأجل ، حيث المقياس المستخدم في هذه الحالة هو : (صافي رأس المال العامل \div الخصوم طويلة الأجل) ، وهو ما يمثل وفقاً لمثال الميزانية (جدول ٢ - ٤) ما قيمته $٢,٥ = ١٧٠٠٠ \div ٧٢٠٠$. وهذا المقياس يؤكد لنا مدى المقدرة على الوفاء بالديون ، كما يؤكد أيضاً الحد الأدنى للخطر ، ومدى إمكانية إضافة القيمة إلى أسهم الشركة .

و فيما يتعلق بمصطلح مجمل وصافي رأس المال ، فمن الملاحظ في الميزانية (جدول ٢ - ٤) - أن مجمل رأس المال هو عبارة عن (رأس المال العامل $+$ الأصول الثابتة) أي ما يمثل ٩٩٧٠٠ جنيه (٤٧٢٠٠ + ٥٢٥٠٠) ، وهو ما يعني أيضاً أن صافي رأس المال يشكل الفرق بين مجمل رأس المال والخصوم طويلة الأجل . وعليه فإن :

صافى رأس المال = رأس المال العامل + الأصول الثابتة - الخصوم طويلة الأجل ، أى ما يمثل فى ضوء مثال الميزانية (جدول ٢ - ٤) ما قيمته ٨٢٧٠٠٠ جنيه (٤٧٢٠٠٠ + ٥٢٥٠٠٠ - ١٧٠٠٠) . وهذا المقياس بالإضافة لكونه مقياساً لأصحاب الأسهم ، فهو أيضاً يمثل رأس المال السريع للأعمال ، ولكن ماذا يعنى هيكل رأس المال ؟ .

إن هيكل رأس المال للأعمال ، هو إجمالى الخصوم طويلة الأجل ، وصافى الثروة (حقوق الملك) - وهو ما يعبر عنه فى الميزانية (جدول ٢ - ٤) كالتالى :

$$\text{مجمل رأس المال} = \text{صافى حقوق الملك} + \text{الخصوم طويلة الأجل}$$

$$١٧٠٠٠ + ٨٢٧٠٠ = ٩٩٧٠٠$$

إن هذا المؤشر يعكس لنا مدى العلاقات بين مفاهيم رأس المال ، وهيكل رأس المال ، ورأس المال السريع ، وصافى حقوق الملك ، والتى سوف تساعد الطالب على إدراك وفهم حقيقة معنى المفاهيم الهامة التالية لرأس المال :

$$\text{إجمالى رأس المال} = \text{هيكل رأس المال} - (\text{ولكن})$$

$$\text{إجمالى رأس المال} = \text{هيكل رأس المال} - (\text{كما})$$

$$\text{صافى حقوق الملك (أصحاب الثروة)} = \text{أن رأس المال السريع} - (\text{ولكن})$$

$$\text{صافى حقوق الملك (أصحاب الثروة)} = \text{رأس المال السريع} -$$

وفى ضوء ما تقدم ، فإن مفهوم رأس المال العامل يمكن تلخيصه فى النقاط الأربع التالية :

*- أن أية زيادة أو نقص فى رأس المال العامل تحدث فى حالة العمليات المالية التى تشمل أحد البنود المتداولة فى الميزانية ، بالإضافة إلى أحد البنود غير المتداولة .

*- إن صافى رأس المال العامل لن يتأثر إذا ما تضمنت العمليات المالية البنود المتداولة فقط .

*- سيظل صافي رأس المال العامل كما هو إذا ما تضمنت العمليات المالية فقط
البنود غير المندالة .

*- إن الاستهلاك لا يؤثر على تدفق رأس المال العامل فهو لا يمثل مصدراً للأموال ، كما أنه لا يعتبر مصدراً للنقدية . ولذلك فإن صافي الربحية الناتجة من عمليات المنظمة لابد وأن تعدل ، لكي تعكس الحجم الحقيقي لأحد مصادر رأس المال العامل ، وذلك بإضافة عنصر الاستهلاك إلى صافي الربحية .
وفيها يلى بيان بأهم المصادر والاستخدامات لرأس المال العامل :

Sources of Working Capital

- مصادر رأس المال العامل :

- صافى الأرباح بعد الضرائب .
 - بيع الأصول الثابتة .
 - الاقتراض طويل الأجل .
 - بيع أسهم رأس المال .

Uses of Working Capital

- استخدامات رأس المال العامل :

- صافي الخسارة من العمليات .
 - شراء الأصول الثابتة .
 - مدفوعات الديون طويلة الأجل .
 - توزيعات الأرباح النقدية .

وفي ضوء هذه المصادر والاستخدامات الموضحة ، يتم إعداد قائمة التغير في موقف رأس المال العامل (أنظر المثال فيما بعد) .

ثانياً: قائمة التغيرات في الموقف النؤدي للمنظمة :

تُحدَّد هذه القائمة نتائج تحليل التغيرات في الحسابات غير المتناولة ، وكذلك في الحسابات المتناولة من أجل تحديد التدفق النقدي ، ولذلك فإن مصادر استخدامات هذه القائمة تُحدَّد كما يلي :

Sources of Funds

- مصادر النقدية :

- أى زيادة فى صافى الثروة (حقوق المساهمين) .
 - أى زيادة فى الخصوم .

- أى نقص فى الأصول .

Uses of Funds

استخدامات النقدية :

- أى نقص فى صافى الثروة (حقوق المساهمين) .

- أى نقص فى الخصوم .

- أى زيادة فى الأصول .

وفي ضوء البنود السابقة يمكن بلورة المعالجة للتغيرات فى النقدية على النحو

التالى :

(١) تمثل العمليات المرجحة أهم مصادر النقدية فى المنظمة بعد تعديلها برقم استهلاك الأصول الثابتة وإستهلاك الأصول غير الملموسة ، وكذلك العائد أو الخسارة الناتجة عن بيع أحد الأصول وذلك كما يلى :

١/١ - إضافة الاستهلاكات إلى صافى الربح .

٢/١ - خصم العائد المحقق من بيع الأصل من صافى الربح .

٣/١ - إضافة الخسارة الناتجة من بيع الأصل إلى صافى الربح .

(٢) تخصم الزيادة فى المدينين من صافى الربح ، بينما يضاف النقص .

(٣) تخصم الزيادة فى البضاعة من صافى الربح ، بينما يضاف النقص .

(٤) تطرح الزيادة فى المصروفات المقدمة من صافى الربح ، بينما يضاف النقص

(٥) تطرح الزيادة فى الدخول المستحقة من صافى الربح ، بينما يضاف النقص .

(٦) يتضافر الزيادة فى الدائنين إلى صافى الربح ، بينما يخصم النقص .

(٧) يتضافر الزيادة فى المصروفات المستحقة إلى صافى الربح بينما يطرح النقص

(٨) يتضافر الزيادة فى الدخول المقدمة إلى صافى الربح بينما يطرح النقص .

(٩) أى زيادة تحدث فى الأوراق المالية تعالج على أنها مصدر للنقدية نتيجة لعملية البيع ، وأى نقص فى هذا البند يمثل استخداماً له نتيجة لعملية الشراء للأوراق المالية .

(١٠) الزيادة في الأصول الثابتة تمثل استخداماً للنقدية ، كما أن النقص في هذه الأصول يعتبر مصدراً للنقدية .

وفي ضوء هذه المصادر والاستخدامات يتم إعداد قائمة التغير في الموقف النقدي للمنظمة (أنظر المثال فيما بعد) .

ثالثاً : قائمة التغير في الموقف المالي للمنظمة (الموارد المالية الكلية) :

تظهر هذه القائمة الموارد المالية الكلية من حيث أوجه مصادرها واستخداماتها ، ودون النظر إلى تأثيرها على رأس المال العامل أو النقدية . ولذلك فهي توضح العمليات المالية التي تمت وذات تأثير على الموقف المالي للمنظمة ، وإن كانت لا تؤثر بالزيادة أو النقص على رأس المال العامل أو النقدية (أنظر المثال فيما بعد) . ولاشك ، أن هذه القوائم تمثل بالنسبة للإدارة أداة أساسية لعمليات التخطيط المالي وذلك من خلال :

١- وضع الخطط المالية القصيرة الأجل وذلك بهدف توزيعات الأرباح و مختلف التكاليف في المستقبل القريب .

٢- تدعيم الموقف التفاوضي للمنظمة للحصول على القروض .

٣- تخطيط مصادر الحصول على رأس المال العامل لأغراض التوسيع .

٤- تخطيط عمليات الاستثمار وتحديد إمكانيات وحدود توزيعات الأرباح .

٥- تخطيط السياسات الالزامية لدفع الالتزامات المالية طويلة الأجل .

ولتوضيح كيفية إعداد قوائم التغير في الموقف المالي للمنظمة بأشكالها الثلاثة – دعنا نفترض المثال التالي :

فيما يلى القوائم الخاصة بإحدى الشركات الصناعية في مصر .

جدول بالعرض رقم (٥-٢) صفحة ٧٩ بالكتاب الاصلى

ثانياً : قائمة الدخل :

جدول رقم (٦ - ٢)
 قائمة الدخل للشركة في ٢٠٠٦/١٢/٣١
 (المبلغ بالألف جنيه)

٤٩٠,٠		المبيعات
٢٠٥,٠		تكلفة البضاعة المباعة
٢٨٥,٠		مجمل الربح
		مصروفات العمليات :
	٤٣,٠	إدارية و مكتبية
	٢٠,٠	بيع و توزيع
	١٨,٠	فواتير
١٠٥,٠	٢٤,٠	استهلاك
١٨٠,٠		ربح العمليات
٥,٠		عائد بيع الآلات
١٨٥,٠		الربح الكلي
٨٥,٠		ضريبة القيمة المضافة
١٠٠,٠		صافي الربح

وبفرض توافر البيانات الإضافية التالية :

- ١- بيع خلال العام آلات من المصنع بـ ٤٠٠٠٤ جنيه ومجمل الاستهلاك بلغ ١٠٠٠٠ جنيه.
- ٢- حول ما يساوى ٢٠٠٠٠ من السندات إلى حقوق المساهمين .

٣- أعلنت الشركة خلال العام عن توزيعات نقدية للأرباح تبلغ ٥٨٠٠ جنيه ، وأعلنت عن توزيعات أرباح في شكل أسهم تبلغ ١٥٠٠٠ جنيه .

٤- أهدرت الشركة ٤٠٠٠ سهم إضافي ، وتبليغ قيمة السهم الواحد ١٥ جنيه ، وبقسط سنوي يبلغ ١٠ % .

المطلوب : إعداد قائمة لبيان التغيرات في الموقف المالي للشركة على أساس رأس المال العامل ، وعلى الأساس النقدي ، ثم في ضوء الموارد المالية الكلية للشركة وذلك عن العام المنتهي في ٢٠٠٦ .

١- إعداد قائمة التغير في رأس المال العامل للشركة :
ويتطلب ذلك تحديد مصادر واستخدامات رأس المال العامل على النحو التالي :

١/١- مصادر زيادة رأس المال العامل :

١/١/١- ربح العمليات :

١٠٠٠	صافي الربح	
٠,٠٠		جنيه
٢٤٠٠٠	+ الاس تهلك	جنيه
٠,٠		
٥٠٠٠,٠	- ربح بيع الآلات	جنيه
٠,٠		
١١٩٠٠		
٠,٠		جنيه

٢/١/١- تم بيع آلات بالمصنع تكلفتها ٤٠٠٠,٠٠ جنيه ، وصافي قيمتها الدفترية بعد مخصص الاهلاك (١٠٠٠,٠٠ جنيه) = ٣٠٠٠,٠٠ - ١٠٠٠,٠٠ = ١٠٠٠,٠٠ جنيه . وحيث أن الأرباح المحققة من بيع هذه الآلات بلغ ٥٠٠٠,٠٠ جنيه فإن المبلغ الذي جاء كمصدر لرأس

المال العامل هو ٣٥٠٠٠,٠٠ جنيه ، وهو عبارة عن (٣٠٠٠٠,٠٠ + ٥٠٠٠,٠٠) .

٣/١/١- بلغت الزيادة في قرض البنك خلال العام (٢٨٠٠٠,٠٠ - ٢٠٠٠٠,٠٠) = ٨٠٠٠,٠٠ جنيه .

٤/١/١- إصدار الأسهم : زادت حقوق الملك بمبلغ ١٤٦٠٠٠,٠٠ جنيه خلال العام متضمنة ٤٥٠٠٠,٠٠ جنيه زيادة في الأرباح المحتجزة . ويتبقى مبلغ ١٠١٠٠,٠٠ جنيه ، منها ٢٠٠٠٠,٠٠ جنيه تمثل تحويل جزء من السندات إلى حقوق أصحاب المشروع ، ومبلاع ١٥٠٠٠,٠٠ جنيه يمثل إصدار توزيعات أسهم على المساهمين . ويلاحظ أن هذين المبلغين (٢٠٠٠٠,٠٠ جنيه ، ١٥٠٠٠,٠٠ جنيه) لا يؤثران على زيادة رأس المال العامل ، ولذلك فإن صافي الزيادة في رأس المال العامل بسبب إصدار الأسهم الجديدة سيصبح ٦٦٠٠٠,٠٠ جنيه ، وهي تمثل نقدية جاءت إلى الشركة كالتالي :

$$\frac{10 \times 4000}{100} + (10 \times 15 \times 4000)$$

أى أنها تمثل (٦٠٠٠ + ٦٠٠٠ = ٦٦٠٠٠) جنيه .

٢/١- استخدامات رأس المال العامل :

١/٢/١- سجلت شراء الأراضي والمباني زيادة قدرها ٥٠٠٠٠ جنيه .

٢/٢/١- بلغ رصيد الآلات والمعدات في نهاية عام ٢٠٠٥ مبلغ ١٧٠٠٠٠ جنيه ، ثم حدثت عدة عمليات أدت إلى انخفاض هذا البند (مثل بيع آلات ومعدات بمبلغ ٤٠٠٠ جنيه) وحيث أن رصيد هذا البند كان في نهاية عام ٢٠٠٦ يمثل ١٩٠٠٠٠ جنيه ، فمعنى ذلك أن هناك إضافات جديدة عليه بلغت ٦٠٠٠٠ جنيه (١٩٠٠٠٠ - ١٣٠٠٠٠ جنيه) .

- ٣/٢/١- تحويل سندات بمبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه إلى أسهم . وقد تمت هذه العملية دفترياً بين حسابين من الحسابات غير الجارية ، وبالتالي لن يترتب عليها أي تغيير في رأس المال العامل .
- ٤/٢/١- توزيعات الأرباح المدفوعة نقداً للمساهمين ، وقد بلغت ٥٨٠٠ جنيه .
ويعتبر هذا استخداماً لرأس المال العامل .
- لذلك فإن دفع توزيعات أرباح في شكل أسهم للمساهمين بمبلغ ١٥٠٠٠ جنيه ، لا تمثل نقصاً في رأس المال العامل ولكنها ما هي إلا عملية تحويل لجزء من صافي الربح .
وفي ضوء ما سبق ، يمكن إعداد الجدول التالي رقم (٢ - ٧) لعرض هذه التغيرات :

جدول رقم (٢ - ٧)
(بالألف جنيه)

النقص	الزيادة	٢٠٠٦	٢٠٠٥	بيان
				<u>الأصول المتداولة:</u>
٠٠	٢٠	٨٠	٦٠	نقدية
٥	٠٠	٥٠	٥٥	أ. قبض
٠٠	٣٥	١٢٠	٨٥	بضاعة
٥	٥٥	٢٥٠	٢٠٠	مجموع
				<u>الخصوم المتداولة:</u>

تابع جدول رقم (٢ - ٧)

النقص	الزيادة	٢٠٠٦	٢٠٠٥	بيان
٠٠	٥	٣٥	٤٠	أ. دفع
٥	٠٠	٢٥	٢٠	مستحقات أجور
٠٠	١٠	٦٥	٧٥	احتياطي ضرائب
٠٠	٠٠	٥٥	٥٥	احتياطي توزيعات أرباح
٥	١٥	١٨٠	١٩٠	مجموع

١٠	٧٠	٧٠	١٠	رأس المال العامل
٦٠				الزيادة في رأس المال العامل

وفي ضوء التغيرات السابقة ، يتم إعداد قائمة التغير في رأس المال العامل للشركة عن العام المنتهي في ٢٠٠٦/١٢/٣١ ، كما في الجدول التالي رقم (٢ - ٨) :

جدول رقم (٨ - ٢)

قائمة التغير في رأس المال العامل في ٢٠٠٦/١٢/٣١

(بالألف جنيه)

كلى	جزئى	بيان المصادر :
..	١١٩	الربح المتولد من العمليات
..	٣٥	بيع الآلات والمعادن
..	٨	قرض بنك إضافي
..	٦٦	إصدار أسهم عادية
٢٢٨		الموارد المالية المتاحة
		الاستخدامات :
..	٥٠	شراء الأراضي والمبانى
..	٦٠	شراء الآلات والمعادن
١٦٨	٥٨	مدفوعات نقدية لتوزيعات الأرباح
٦٠		الزيادة في رأس المال العامل

٢- إعداد قائمة التغير في الموقف النقدي للشركة :

وفي ضوء البيانات المتاحة ، يتم إعداد هذه القائمة على النحو الموضح في الجدول التالي رقم (٢ - ٩) :

جدول رقم (٩ - ٢)

قائمة التغير في الموقف النقدي للشركة في ٢٠٠٦/١٢/٣١

(بالألف جنيه)

بيان	المصادر:	جزئي	كلى
نقدية من العمليات	نقدية من العمليات	٩٤	٠٠
بiller مع الآلات	بiller مع الآلات	٣٥	٠٠
قرض بنك إضافي	قرض بنك إضافي	٨	٠٠
إصدار أسهم عادية	إصدار أسهم عادية	٦٦	٠٠
الموارد النقدية المتاحة	الموارد النقدية المتاحة		٢٠٣
الموارد النقدية المستخدمة	الموارد النقدية المستخدمة		١٦٨
الزيادة في النقدية	الزيادة في النقدية		٣٥

هذا ، وقد تم حساب صافى النقدية من العمليات على النحو التالى :

١٠٠٠٠٠,٠٠	صافى الربح
٢٤٠٠٠,٠٠	الإس تهلاك
٥٠٠٠,٠٠	نقص المدين بىن
١٣٤٠٠	الزيادة في المرتبات المستحقة
٠,٠٠	
٥٠٠٠,٠٠	عائد بiller مع آلات
٤٠٠٠	الزيادة في البضاعة
٠,٠٠	
٩٤٠٠	النقدية المتوا
٠,٠٠	دة

ويمكن إعداد قائمة متكاملة وعلى أساس نقدى بحيث تضم بجانب التغيرات ذات التأثير على النقدية ، تلك التغيرات الأخرى التي لا تتضمن مساساً بالنقدية . وتعتبر مثل هذه القائمة إمتداداً للمعلومات المفيدة للأطراف ذات العلاقة بالمنظمة . ويوضح الجدول التالي رقم (٢ - ١٠) نموذجاً لقائمة التغير في الموقف المالي على أساس نقدى :

جدول رقم (٢ - ١٠)
قائمة التغير في الموقف المالي للشركة على أساس نقدى في ٢٠٠٦/١٢/٣١
(بالألف جنيه)

البيان	المصادر:	جزئي	كلى
نقدية من العمليات	٩٤	٠٠	
بيع آلات	٣٥	٠٠	
قرض إضافي من البنك	٨	٠٠	
إصدار أسهم عادية	٦٦	٠٠	
موارد لا تؤثر على النقدية:			
إصدار أسهم عادية بدلاً من السندات	٢٠		٢٣٨
توزيعات أرباح في شكل أسهم عادية	١٥		
الموارد المالية المتاحة			
الاستخدامات:			
شراء أراضي ومبانى	٥٠	٠٠	

..	60	شراء آلات و معدات
..	58	مدفو عات توزيعات أرباح نقدية
..	20	<u>موارد مالية لا تؤثر على النقدية :</u> مدفو عات لتحويل السندات لأسهم
..	15	توزيعات الأرباح في شكل أسهم
٢٠٣		الموارد المالية المستخدمة
٣٥		الزيادة في النقدية

٣- إعداد قائمة التغير في الموقف المالي للشركة (الموارد المالية الكلية) :

و تتعلق هذه القائمة بكلفة أنواع التغيرات المالية بما فيها العمليات المالية الخاصة برأس المال العامل ، كما يتضح من الجدول التالي رقم (٢ - ١١) :

جدول رقم (٢ - ١١)

قائمة التغير في الموارد المالية الكلية للشركة في ٢٠٠٦/١٢/٣١

كلى	جزئى	بيان المصادر
..	١١٩	الموارد المالية من العمليات
..	٣٥	بيع الآلات
..	٨	قرض بنك إضافي
..	٦٦	إصدار أسهم عادية
<u>الموارد المالية التي لا تؤثر على رأس المال العامل :</u>		
..	٢٠	إصدار أسهم عادية بدلًا من السندات
..	١٥	توزيعات أرباح في شكل أسهم عادية
٢٣٨		الموارد المالية المتاحة
<u>الاستخدامات :</u>		
..	٥٠	شراء أراضي ومباني
..	٦٠	شراء آلات و معدات
..	٥٨	مدفو عات توزيعات أرباح نقدية
<u>الموارد المالية التي لا تؤثر على رأس المال العامل :</u>		
..	٢٠	مدفو عات لتحويل السندات لأسهم
..	١٥	توزيعات الأرباح في شكل أسهم

٢٠٣	٦٠	الموارد المالية المستخدمة الزيادة في رأس المال العام
-----	----	---

ومن الملاحظ أن الهدف من تتبع حركة تدفق الأموال للمنشأة ، هو التعرف على مدى مراعاتها لتحقيق التوازن بين المصادر والاستخدامات لهذه الأموال ، وذلك المحافظة على المستويات المناسبة لكل من السيولة والربحية نتيجة لحركة هذه الأموال ؟ .

ولمزيد من الفهم لخطوات كيفية إعداد قائمة تدفق الأموال التحليلية للمنشأة - علاوة على ما سبق - نورد المثال التطبيقي التالي :

(مثال تطبيقي)

فيما يلى الميزانية العمومية للشركة س عن عامى ٢٠٠٥ ، ٢٠٠٦ وكذلك بعض المعلومات المالية من قائمة الأرباح والخسائر للشركة عن سنة ٢٠٠٦ (جدول رقم ١٢) :

جدول رقم (١٢ - ٢)
الميزانية العمومية للشركة س عن عامى ٢٠٠٥ ، ٢٠٠٦

٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٦	٥	٦	٥
<u>الخصوم :</u>		<u>الأصول :</u>	
<u>خصوم متداولة :</u>		<u>الأصول المتداولة :</u>	
٢٠٠	١٤٠	١١٠	١٠٠
٠	٠٠	٠	٠
٨٤٠	٦٢٠	٧٦٠	١٥٤
٠	٨	٠	٠٠
٢٠٠	٤٠٠	١٣٠	٩٢٠
٠	٤٠٠	٢٠	٠
٢٤٨	١٩٤	٨٥٦	١٣٩
٠	٨	٠	٠٠
<u>خصوم طويلة الأجل :</u>		<u>أصول متداولة :</u>	
٣٤٠	٢٤٠	٨٤٠	٦٠٠
قرض طويلة		أخرى	

الأجل		<u>الأصول الثابتة:</u>	
	<u>حقوق الملكية:</u>	صافى	٧٩٠ ٩٤٨
١٠١	أسس لهم	مبانى	٠ ٠
٠٠	عادية	صافى عدد	٦٤٤ ١٠٠
١٢٥	احتياطي	آلات	٠ ٠
٠٠	ات	اس تثمارات	٣١٤ ١١١
٢٤٣	أرباح	أخرى	٦ ٠
٠٠	مرحمة		
<hr/> ٦٥١	<hr/> ٦٣٦	<hr/> ٦٣٦	<hr/> ٥٦
٨٠	٥٦	٨٠	٥٦

والمطلوب:

(أ) إعداد قائمة المصادر والاستخدامات لعام ٢٠٠٦ وذلك في ضوء المعلومات التالية :

١- أن صافى الربح (الربح القابل للتوزيع) في سنة ٢٠٠٦ بلغ ١٤٦٢٠ جنيهاً.

٢- أن قسطى الاحلاك للمباني والآلات في سنة ٢٠٠٦ هو ١٨٠٠ ، ١٤٢٠ جنيهاً على التوالي .

(ب) التعليق وإبداء الرأي على النتائج التي تم التوصل إليها .
وفيما يلى نوضح خطوات إعداد قائمة المصادر والاستخدامات حتى يمكن للطالب متابعة الحل للمثال المذكور :

١- إجراء العمليات الحسابية التي تمكن من تحديد الزيادة في إجمالي المباني ، وتحديد الزيادة في إجمالي الآلات .

٢- تحديد قيمة أرباح العام ، وهي عبارة عن :

$$\text{أرباح العام} = \text{الأرباح القابلة للتوزيع} + \text{الإهلاك} .$$

٣- تحديد قيمة الأرباح الموزعة ، وهي عبارة عن :

$$\text{الأرباح الموزعة} = (\text{صافي الربح القابل للتوزيع}) - \text{الاحتياطيات المحتجزة}$$

٤- تحديد مصادر واستخدامات الأموال ، وذلك بتحديد التغير في كل بند من بنود الميزانية .

٥- تصنيف مصادر الأموال إلى مصادر قصيرة الأجل ، ومصادر طويلة الأجل ، وكذلك تصنيف استخدامات الأموال إلى استخدامات قصيرة الأجل واستخدامات طويلة الأجل ، وإجراء المقارنة بين هذه الأنواع المختلفة للمصادر لاكتشاف مدى التوازن بين المصادر والاستخدامات القصيرة الأجل ، ومدى التوازن بين المصادر والاستخدامات الطويلة الأجل .

حل مثال الشركة (س) :

(١) تحديد الزيادة في إجمالي الأصول :

$$1/1 \quad \text{إجمالي المباني} + \text{الفرق في صافي المباني} = \text{الإهلاك}$$

$$1800 + (7900 - 9480) =$$

$$1800 + 180 =$$

$$3380 =$$

$$2/1 \quad \text{إجمالي الآلات} = \text{الفرق في صافي الآلات} + \text{الإهلاك}$$

$$1420 + (6440 - 10000) =$$

$$= 1420 + 356 =$$

$$4980$$

(٢) حسابات أرباح العام والأرباح الموزعة :

$$\text{أرباح العام} = \text{الأرباح القابلة للتوزيع} + \text{الإهلاك}$$

$$(1420 + 1800) + 14620 = 17840 =$$

الأرباح الموزعة =

صافى الربح القابل للتوزيع - (الزيادة فى الاحتياطيات + الزيادة فى الأرباح المحتجزة)

$$(8200 + 2000) - 14620 = 4420 = 10200 - 14620 =$$

(٤) تحديد مصادر واستخدامات الأموال كما هو موضح فى الجدول التالى رقم (١٣ - ٢) :

جدول رقم (١٣ - ٢)
قائمة المصادر والاستخدامات للشركة (س)

<u>الاستخدامات</u>		<u>المصادر</u>
<u>زيادة في الأصول</u>		<u>نقص في الأصول</u>
١٠٠	نقدية	أوراق مالية
٣٨٢٠	أوراق قبض مخزون	٧٨٠٠ مدینون
٣٣٤٠	أصول متداولة أخرى	٥٣٤٠
٢٤٠	إجمالي المبانى	<u>زيادة في الخصوم</u>
٣٣٨٠	إجمال المباني	٢١٩٢ دفع
٤٩٨٠	إجمالي أجر و أجور	١٦٠٠ مهایا

مدة تحققة	مقدار	البيان	مدة تحققة	مقدار	البيان
صراحت	٥٣٢	استثمارات أخرى	مس	١٠٠	قروض طويلة الأجل
أرباح	١٧٨٤٠	نقص في الخصوم	الع	١٢٠٠	قرض من البنوك
أرباح	٤٤٢٠	موزع	ة	٢٠٠٠	عادية
أرباح	٣٦٣٠٤		ة	٣٦٣٠٤	

(٥) تصنیف قائمة المصادر والاستخدامات للموازنة بين آجال مصادر التمویل

وآجال الاستخدامات ، وذلك في الجدول التالي رقم (٢ - ١٤) :

جدول رقم (١٤ - ٢)

قائمة المصادر والاستخدامات

قصيرة وطويلة الأجل للشركة (س)

مقدار قصيرة الأجل :	مقدار قصيرة الأجل :	استخدامات قصيرة الأجل :
أوراق	٧٨٠	نقدية

٣٨٢	أوراق	٥٣٤	ماليـة
.	قـبـض	.	مـدـيـزـون

تابع جدول رقم (١٤ - ٢)

استخدامات قصيرة الأجل :		مـصـادـرـ قـصـيرـةـ الأـجـلـ :	
٣٣٤	مخـ	٢١٩	أوراق
.	ـزـوـنـ	٢	دـفـعـ
٢٤٠	أـصـوـلـ مـتـدـاـولـةـ	١٦٠	مـهـاـيـاـ وـأـجـوـرـ
.	أـخـرـىـ	٠	مـسـتـحـقـةـ
١٢٠	قـرـوـضـ	٥٣٢	ضـرـائـبـ
٠٠	ـبـنـكـ		مـسـتـحـقـةـ
١٩٥	<hr/>		١٧٤ ٤٨
٠٠	<hr/>		٦٤ %

استخدامات طويلة الأجل :		مـصـادـرـ طـوـيـلـةـ الأـجـلـ :	
٣٣٨	إـجـمـالـىـ	١٠٠	قـرـوـضـ طـوـيـلـةـ
.	مـبـانـىـ	٠	أـجـلـ
٤٩٨	إـجـمـالـىـ	١٧٨	أـرـبـاحـ
.	الـآـلـاتـ	٤٠	الـعـامـ
٢٠٢	اسـتـثـمـارـاتـ		
٤	أـخـرـىـ		
٢٠٠	أـسـمـ		
.	عـادـيـةـ		
٤٤٢	أـرـبـاحـ		

موزع		موزع	
١٦٨	% ٤٦	١٨٨	٥٢
٠٤		٤٠	%
٣٦٣	١٠٠	٣٦٣	١٠٠
٠٤	%	٠٤	%

ويلاحظ مما سبق أن هناك قدرًا كبيرًا من التوازن في آجال مصادر واستخدامات الأموال للشركة (س) ، كما يتمثل في الشكل التالي رقم (٤/٢) :

استخدامات قصيرة الأجل	مصادر قصيرة الأجل
% ٥٤	% ٤٨
استخدامات طويلة الأجل	مصادر طويلة الأجل
% ٤٦	% ٥٢

شكل رقم (٤/٢)

آجال المصادر والاستخدامات للشركة (س)

وتشير المبادئ المالية السليمة إلى ضرورة تناسب آجال مصادر الأموال مع استخدامات الأموال ، ويعنى ذلك أن المنظمة يجب أن تستخدم مصادر تمويل قصيرة الأجل لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل ، وأن تستخدم مصادر تمويل طويلة الأجل لتمويل الاستخدامات طويلة الأجل .

وفي مثال الشركة (س) كما أشرنا ، نجد أن هناك توازنًا إلى حد كبير بين آجال المصادر واستخدامات الأموال ، وأن الفوارق الموجدة شئ متوقع ، حيث لا يمكن عمليًا حدوث تطابق تام .

٤/٢- الميزانية النقدية والعمومية التقديرية :

١/٤/٢- الميزانية النقدية التقديرية :

يمكن تعريف الميزانية النقدية التقديرية على أنها قائمة توضح التدفقات النقدية الداخلية InFlow خلال فترة زمنية معينة وتواريخ تحقق هذه التدفقات ، وكذلك توضح التدفقات النقدية الخارجية المتوقعة خلال نفس الفترة وتواريخ

تحققها ، أى أن الميزانية النقدية التقديرية توضح توقيتات وكمية التدفقات النقدية الداخلة والخارجية على مدى الفترة الزمنية التى تغطيها الميزانية . ويعتمد المدير المالى على هذه المعلومات فى التخطيط والرقابة على الاحتياجات المستقبلية من النقدية ، ويؤدى ذلك إلى توفير الاحتياجات النقدية فى الوقت المناسب (وبالتكلفة المعقولة) بشكل يضمن سلامة موقف السيولة فى المنظمة .

ويمكن إعداد الميزانية النقدية التقديرية لأى فترة زمنية ، وعامة ما يتم إعدادها على أساس أنها توضح التدفقات النقدية التقديرية الشهرية خلال الفترة التى تغطيها القائمة ، والتى قد تكون ثلاثة شهور أو ستة شهور وربما لفترات أطول من ذلك .

والقاعدة العامة أنه عندما تكون التدفقات النقدية متقلبة ولكن يمكن توقعها ، فإنه يجب أن تعد الميزانيات لتغطى فترات قصيرة حتى يمكن تنسيق توقيتات توفير النقدية لتناسب الاحتياجات . وبنفس المنطق فإنه عندما تكون التدفقات النقدية مستقرة ، فإنه يمكن إعداد الميزانيات النقدية لفترات أطول بالقياس إلى الوضع عندما تكون التدفقات النقدية متقلبة .

وبطبيعة الحال فإن هناك علاقة بين الدقة أو درجة التأكيد Certainty فى التقديرات وبين المدى الزمنى للميزانية التقديرية ، فمن المؤكد أنه كلما كان المدى الزمنى (الفترة التى تغطيها الميزانية) أطول فإن درجة التأكيد التى تتمتع بها التقديرات تكون أقل . وعلى سبيل المثال فإن درجة التأكيد المصاحبة لتقديراتنا الخاصة بالتدفقات النقدية خلال الشهر القادم ، هى أعلى من تلك الخاصة بالتقديرات خلال الشهر السادس من الآن . وفي العادة فإنه يمكن تبرير التكاليف المرتبطة بعمليات تقدير التدفقات النقدية فقط بالنسبة للمستقبل القريب ، وذلك لأن التنبؤ الطويل المدى قد يكون ضرباً من التخمين فى بعض الأحيان . وتعتمد الفائدة المحققة من الميزانيات النقدية التقديرية على دقة التنبؤات الخاصة بحجم الأعمال ، ويجب أن نلتف نظر الطالب إلى أن الإلمام بالتفاصيل الدقيقة المرتبطة بإعداد الميزانية ، لن يتحقق إلا من خلال محاولة الوصول إلى حل للحالة التطبيقية التى سوف نعرضها فى نهاية هذا الجزء .

١/٤/١- التنبؤ بحجم المبيعات :

إن المدخل لإعداد ميزانية نقدية تعكس بشكل صحيح إمكانات التدفقات النقدية ، هو التتبؤ بحجم المبيعات . ويمكن إعداد تقديرات حجم المبيعات عن طريق الاعتماد على التحليل الداخلي ، والتحليل الخارجي أو كليهما . وفي حالة التحليل الداخلي يتم سؤال مندوبي البيع عن تقديراتهم للمبيعات المتوقعة ، ثم يقوم كل مدير لكل منتج بالمراجعة والتنسيق بين هذه التوقعات الخاصة بمبيعات المنتج التابع له .

وبعد ذلك يتم تجميع تقديرات المبيعات من كل منتج للوصول إلى أرقام للمبيعات على مستوى المنظمة ككل ، والمشكلة الأساسية المرتبطة بالتحليل الداخلي هو أنه من الممكن أن تغفل هذه الطريقة تأثيرات الاتجاهات الاقتصادية في الصناعة .. ولهذا السبب فإن الكثير من المنظمات يعتمد على التحليل الخارجي أيضاً ، ويعنى التحليل الخارجي أن يقوم المحللون الاقتصاديون بإعداد تقديرات خاصة بالحالة الاقتصادية وبمبيعات الصناعة لعدة سنوات في المستقبل . ويلى ذلك إعداد تقديرات عن النصيب السوقى لكل منتج ، والأسعار المتوقعة ، وكذا التقديرات عن تأثير تقدير المنتجات الجديدة على السوق .

وبناءً على كل هذه المعلومات يتم إعداد تقديرات لمبيعات المنظمة ، وفي العامة فإن التقديرات التي تعتمد على التحليل الداخلي سوف تختلف عن تلك التي تعتمد على التحليل الخارجي . وفي هذه الحالة فإنه من الممكن أن تضطلع لجنة من المديرين المعينين (مدير التسويق ، المدير المالي ، مدير إدارة التتبؤ الاقتصادي ، الخبير الاحصائى) بمحاولة المواءمة بين هذه التوقعات . وبالاعتماد في إعداد تقديرات المبيعات على كل من التحليل الداخلي والتحليل الخارجي ، فإنه يمكن الوصول إلى تقديرات أكثر دقة ، والتي لا يمكن الوصول إليها عن طريق الاعتماد على نوع واحد من التحليل .

ويجدر بنا أن نشير مرة أخرى إلى الحقيقة الأساسية ، وهي أن تقديرات المبيعات هي الأساس في إعداد كل التقديرات المرتبطة بالأنشطة الأساسية الأخرى للمنظمة .

٢/٤/٢- تقدير التدفقات النقدية الداخلة :

تتمثل الخطوة التالية بعد تحديد تقديرات المبيعات ، فى تحديد التدفقات النقدية الداخلة (المقوضات) من المبيعات . وفى حالة المبيعات النقدية ، فإن النقدية تتحقق فى نفس اللحظة التى تتم فيها صفقات البيع . وبالنسبة للاقتنان التجارى ، أى المبيعات الآجلة – فإن المقوضات النقدية لا تتحقق إلا فى وقت زمنى لاحق .

ويعتمد متوسط فترة التحصيل على سياسات الاقتنان الممنوحة لكل مجموعة من مجموعات العملاء ، وكذلك يعتمد على سياسات التحصيل وكفاءة الإدارة فى التحصيل . ويتم التقدير النهائى للتدفقات النقدية الداخلية فى ضوء الهيكل والتوزيع الزمنى لتقديرات المبيعات .

وتتضمن التدفقات النقدية الداخلة ، أى نقدية تتحقق من بيع الأصول الثابتة أو أى مصادر أخرى غير متكررة (إصدار أسهم جديدة) .

٣/٤/٢- تقدير التدفقات النقدية الخارجية :

يمكن بناءً على تقديرات المبيعات إعداد جداول وخطة الإنتاج ، وبعد إعداد جداول الإنتاج فإنه يمكن إعداد تقديرات بالمشتريات من المواد وتكلفة العمالة ، وأى تكاليف أخرى تتطلبها المنظمة حتى يمكن تنفيذ خطة الإنتاج .

وكما هو الحال بالنسبة للمبيعات ، فإنه من الممكن أن يكون هناك فترة زمنية تفصل من عمليات الشراء ومن دفع النقدية ، حيث يمكن للمنظمة أن تستفيد من الاقتنان التجارى وتسهيلات الدفع الممنوحة من الموردين . والعبرة فى إعداد الميزانية النقدية التقديرية ، هو التحقق من الدفع النقدي资料 from the outside من خلال تجميع المعلومات عن التكاليف المرتبطة بالجوانب السابق مناقشتها (الإنتاج ، المشتريات ، الأجر ... الخ) ، والتى على أساسها يتم تحديد تقدير زمنى للتدفقات النقدية الخارجية .

وتتضمن التدفقات النقدية الخارجية ، أية تسديدات للقروض الممنوحة للشركة ، أو أية توزيعات نقدية للأرباح . وبصفة عامة تتضمن أى تدفق نقدى خارجى يتحقق .

٤/٤/٢- تقدير صافى التدفقات النقدية :

بعد تحديد كل من التدفقات النقدية الداخلة ، والتدفقات النقدية الخارجة – فإنه يمكن أن نجمع هذه المعلومات فى شكل قائمة تحدد صافى التدفقات النقدية (الفائض أو العجز النقدى) بالنسبة لكل شهر من الشهور التى تغطيها فترة الميزانية .

٥/٤/٢- استخدامات الميزانية النقدية التقديرية :

يمكن أن نحدد بشكل مبسط الاستخدامات التالية للميزانية النقدية التقديرية:

*- التخطيط لاقتراض : يوضح نمط الفائض والعجز النقدى الذى يظهر فى الميزانية ، توقيت وحجم القروض الازمة لتغطية العجز ، ومن ثم يمكن للادارة المالية التخطيط للحصول على الاحتياجات فى الوقت اللازم وبالتكلفة المناسبة .

*- التخطيط لسداد القروض : من خلال المعلومات المتاحة فى الميزانية، يمكن أن يتم تسديد القروض فى الفترات التى يتوافر فيها فائض نقدى

*- التخطيط لغرض الدفع لأصحاب المنظمة : توضح المعلومات المتضمنة فى الميزانية النقدية التقديرية ، إمكانات توزيع الأرباح (التوزيعات النقدية) لأصحاب المنظمة .

*- التخطيط لأجل الاستخدام الفعال للنقدية : تساعد المعلومات المتضمنة فى الميزانية على التخطيط لاستغلال الفائض النقدى فى الاستثمارات التى تحقق عائداً لأصحاب المنظمة ، بدلاً من وجود نقدية عاطلة .

مثال تطبيقي:

المطلوب إعداد الميزانية النقدية التقديرية للشهر الثلاثة المنتهية في ٣٠ يونيو ٢٠٠٦ للشركة (ص) في ضوء المعلومات الموضحة في الجدول رقم (١٥-٢) وكذلك المعلومات التالية له :

جدول رقم (١٥-٢)

بيانات عن مبيعات وعناصر التكلفة للشركة (ص)

خلال عام ٢٠٠٦

الشهر	المبيعات	المواد	الأجور	المصاريف الإدارية
يناير	٦٠٠٠	٤٠٠٠	١١٠٠	٥٠٠٠
فبراير	٥٦٠٠	٤٨٠٠	١٠٠٠	٤٥٠٠
مارس	٦٤٠٠	٥٠٠٠	١٢٠٠	٥٤٠٠
أبريل	٨٠٠٠	٥٦٠٠	١٢٤٠	٦٤٠٠
مايو	٨٤٠٠	٦٢٠٠	١٣٠٠	٧٢٠٠
يونيو	٧٦٠٠	٥٠٠٠	١٤٠٠	٧٠٠٠

المعلومات الأخرى:

- ١- الرصيد النقدي في أول أبريل ٢٠٠٠.
- ٢- المواد تدفع على أساس ٥٥٪ في الشهر الذي تستخدم فيه هذه المواد ، الباقي في الشهر الذي يليه .
- ٣- الأجور تدفع في نفس الشهر الذي تكتسب فيه .
- ٤- يدفع ٦٠٪ من مبيعات الشهر السابق ، والباقي من مبيعات الشهر قبل السابق .
- ٥- تحتسب عمولة ٤٪ على المبيعات وتدفع في الشهر التالي على أساس المبيعات الفعلية .
- ٦- تدفع أرباح الأسهم الممتازة وقدرها ١٠٪ من رأس مال قدره نصف مليون جنيه في أول يونيو .
- ٧- ثمن شراء آلات تركب في أبريل ٢٠٠٠ جنيه وتدفع في شهر يوليو .

(الحل)

فى ضوء المعلومات السابقة سوف يتم تحديد التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة وتوقيتات هذه التدفقات على النحو الوارد فى الجدول التالى رقم (١٦ - ٢) :

جدول رقم (١٦ - ٢)

الميزانية النقدية للشركة (ص) عن الشهور
الثلاثة (أبريل ، مايو ، يونيو) من عام ٢٠٠٦

يونيه	مايو	أبريل	بيان
١١٢٤٠	١٢٨٤٠	٢٠٠٠	رصيد أول المدفقات النقدية الداخلة :
٥٠٤٠٠	٤٨٠٠٠	٣٨٤٠٠	المبيعات كالتالى :
٣٢٠٠٠	٢٥٦٠٠	٢٢٤٠٠	٦٠% من مبيعات الشهر السابق
٨٢٤٠٠	٧٣٦٠٠	٦٠٨٠٠	٤٠% من مبيعات الشهر قبل السابق
٩٣٦٤٠	٨٦٤٤٠	٨٠٨٠٠	إجمالي التدفقات الداخلة
			إجمالي النقدية المتاحة
			التدفقات النقدية الخارجمة :
٢٥٠٠٠	٣١٠٠٠	٢٨٠٠٠	مشتريات المواد كالتالى :
٣١٠٠٠	٢٨٠٠٠	٢٥٠٠٠	٥٠% نقداً
١٤٠٠٠	١٣٠٠٠	١٢٤٠٠	٥٠% من الشهر السابق
٣٣٦٠	٣٢٠٠	٢٥٦٠	الأجر
٥٠٠٠	٠٠	٠٠	عمولة مبيعات ٤% من مبيعات الشهر السابق
١٢٣٣٦٠	٧٥٢٠٠	٦٧٩٦٠	توزيعات أرباح
٢٩٧٢٠)	١١٢٤٠	١٢٨٤٠	إجمالي التدفقات الخارجمة
(الفائض أو (العجز) النقدي

ملحوظة : **

لم يتم اعتبار ثمن الآلات ضمن بنود المدفوعات لأن الدفع سوف يتم فى شهر يوليو ، أى بعد فترة الميزانية .

٤/٢- الميزانية العمومية التقديرية :

سنناقش فى هذا الجزء إعداد الميزانية العمومية التقديرية كأحد الأدوات التى يمكن استخدامها فى التخطيط والرقابة المالية ، وهناك عدة مداخل لإعداد هذه الميزانية ، وتشمل هذه المداخل ما يلى :

- طريقة الاستقراء البسيط : وذلك عن طريق إعداد رسم بياني للمبيعات خلال فترة زمنية كافية تتوافر فيها الأرقام الفعلية للمبيعات ، ثم الاستقراء من منحنى المبيعات الفعلية للوصول إلى تقديرات للمبيعات فى المستقبل .
- استخدام معادلات الانحدار : تعتمد هذه الطريقة على الأسلوب الاحصائى الشائع بإستخدام طريقة تحليل الانحدار ، ومن خلال استخدام بيانات المبيعات الفعلية ، يمكن الوصول إلى معادلة كمية يمكن استخدامها للتنبؤ بالمبيعات .
- طريقة إعداد الميزانية التقديرية كنسبة من المبيعات : وهذه الطريقة تعتمد على تمثيل بنود الميزانية العمومية كنسبة من المبيعات ، وفى ظل عدد من الافتراضات عن الظروف السائدة ... يمكن تعديل قيمة نسب بند الميزانية ، والتتبؤ بقيم المفردات الخاصة بالميزانية فى المستقبل .

وسوف نتعرض فى هذا الجزء بالتفصيل ، لطريقة إعداد الميزانية التقديرية كنسبة من المبيعات فقط .

٤/٢-١- تحويل بيانات مفردات الميزانية إلى نسب من المبيعات :

فى هذه الخطوة يتم تحويل قيم مفردات الميزانية العمومية الفعلية لسنة المنتهية ، إلى نسب من المبيعات الفعلية التى تحقق فى نفس الفترة التى تغطيها الميزانية العمومية الفعلية . فبفرض أن ما يلى هو الميزانية العمومية لإحدى الشركات عن السنة المنتهية فى ٢٠٠٦ ، كما يتضح من الجدول رقم (٢ - ١٧) :

جدول رقم (١٧ - ٢)
الميزانية العمومية للشركة فى ٢٠٠٦/١٢/٣١

	<u>الخصوم</u>		<u>الأصول</u>
١٥٠٠٠ .	أوراق دفع	١٠٠٠ .	النقدية
٢٠٠٠٠ .	قروض طويلة الأجل	٢٠٠٠ .	أوراق قبض
٢٠٠٠٠ .	رأس المال	٢٠٠٠ .	المخزون
٥٠٠٠ .	أرباح مرحلة	١٠٠٠ .	الأصول الثابتة
٦٠٠٠ .	إجمالي الخصوم وحقوق الملكية	٦٠٠٠ .	إجمالي الأصول

وبافتراض أن المبيعات الفعلية لسنة ٢٠٠٦ كانت ٨٠٠٠٠ جنيهاً ،
وبالتالي فإن نسب إجمالي الأصول (أو إجمالي الخصوم وحقوق الملكية)
من المبيعات = $\frac{60000}{80000} \times 100 = 75\%$.

ويمكن الآن أن نحوال مفردات الميزانية العمومية إلى
نسب من المبيعات ، وبالتالي فإنه يمكن أن يكون شكل
الميزانية العمومية للشركة كما هو وارد في الجدول التالي رقم
(١٨-٢) :

جدول رقم (١٨-٢)
الميزانية العمومية للشركة في ٢٠٠٦/١٢/٣١
لمفردات الميزانية كنسبة من المبيعات

	<u>الخصوم</u>		<u>الأصول</u>
١٨,٧٥ %	أوراق دفع	% ١٢,٥	النقدية
٢٥,٠٠	قروض طويلة الأجل	% ٢٥,٠	أوراق قبض

٢٥,٠٠ %	رأس المال	٢٥,٠ %	المخزون
٦,٢٥ %	أرباح مرحلة	١٢,٥ %	الأصول الثابتة
٧٥,٠٠ %	إجمالي الخصوم وحقوق الملكية	٧٥,٠ %	إجمالي الأصول

٢/٤/٢- إعداد الفروض عن العمليات في السنة القادمة :

خلال هذه المرحلة يتم إعداد الفروض والتنبؤات المرتبطة بحجم العمليات وغيرها من أنشطة المنظمة ، والتي تؤثر على مفردات الميزانية العمومية . وللتبع مثالنا الحالى ، نفرض أن مجموعى الفروض الخاصة بعمليات الشركة هي كما يلى ، وكل هذه الفروض تشير إلى سنة ٢٠٠٧ :

أ- هناك زيادة متوقعة في المبيعات تقدر بنسبة ١٥ % .

ب- يتربى على زيادة المبيعات ، التغيرات التالية في بنود الأصول في الميزانية :

١- زيادة في الاحتياجات النقدية بحيث تمثل ١٤ % من المبيعات .

٢- زيادة في أوراق القبض بحيث تمثل ٢٨ % من المبيعات .

٣- انخفاض في نسبة المخزون بحيث يمثل ٢٠,٥ % من المبيعات .

٤- تظل الأصول الثابتة على ما هي عليه (لا يوجد تغيير في الأصول الثابتة) .

ج- يتربى على زيادة المبيعات التغيرات التالية في بنود الخصوم في الميزانية :

١- زيادة أوراق الدفع بحيث تمثل ٢١ % من المبيعات .

٢- زيادة الأرباح المرحلة بحيث تمثل ٨,٢٥ % من المبيعات .

٣- انخفاض القروض طويلة الأجل حيث تمثل ٢٠,٧٥٪ من المبيعات .

د- ثبات نسبة إجمالي الأصول إلى إجمالي المبيعات ، أي تظل نسبة إجمالي الأصول (ومن ثم إجمالي الخصوم وحقوق الملكية) ٧٥٪ من المبيعات .

٤/٣- إعداد الميزانية العمومية التقديرية في شكل نسب من المبيعات :

بناء على الفروض المحددة في الخطوة السابقة يمكن أن نحدد :

(أ) قيمة المبيعات التقديرية ، وهي في هذه الحالة تساوى :

$\times ٨٠٠٠٠$

$$٩٢٠٠٠ = \frac{١١٥}{١٠٠}$$

(ب) إعداد الميزانية العمومية التقديرية ، حيث يتم التعبير عن مفردات الميزانية في شكل نسب من المبيعات التقديرية .

وبتطبيق المعلومات المعطاة في الخطوة السابقة يكون شكل الميزانية العمومية التقديرية (نسب من المبيعات) كما هو وارد في الجدول التالي رقم (٢-١٩) :

جدول رقم (٢-١٩)

الميزانية العمومية التقديرية كنسب من المبيعات

	الخصوم	الأصول
٢١,٠٠٪	أوراق دفع	النقدية
٢٠,٧٥٪	قرض طويلة الأجل	أوراق قبض
٢٥,٠٠٪	رأس المال	المخزون
٨,٢٥٪	أرباح مرحلة	الأصول الثابتة
٧٥,٠٠٪	إجمالي الخصوم وحقوق الملكية	إجمالي الأصول

٤/٤- إعداد الميزانية العمومية التقديرية :

فى هذه الخطوة يتم تحويل الميزانية العمومية التقديرية كنسب من المبيعات والتى تم إعدادها فى الخطوة السابقة ، إلى الميزانية العمومية التقديرية عن طريق تحويل النسب إلى قيم للمفردات (من خلال ضرب النسبة المئوية لمفردات الميزانية فى رقم المبيعات المتوقعة) كما هو وارد فى الجدول التالى رقم (٢٠ - ٢) :

جدول رقم (٢٠ - ٢)

الميزانية العمومية التقديرية للشركة فى ٢٠٠٧/١٢/٣١

		الخصوم	الأصول
١٩٣٢٠	أوراق دفع	١٢٨٨٠	النقدية
١٩٠٩٠	قروض طويلة الأجل	٢٥٧٦٠	أوراق قبض
٢٣٠٠٠	رأس المال	١٨٨٦٠	المخزون
٧٥٩٠٠	أرباح مرحلة	١١٥٠٠	الأصول الثابتة
٦٩٠٠٠	إجمالي الخصوم وحقوق الملكية	٦٩٠٠٠	إجمالي الأصول

المراجع

- د. أنور عبد الخالق محمد صديق ، الإدارة المالية وإتخاذ القرارات بمنشآت الأعمال ، الطبعة الأولى ، غير موضح جهة النشر ، ١٩٨٧ .
- د. محمد على شهيب ، الأصول العلمية والتطبيقية لصنع القرارات المالية ، غير موضح جهة النشر ، ١٩٨٧ ، ص ٥١ - ٨١ .
- *Brandt, Louis K., Analysis for Financial Management , Prentice – Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1972, p.p. 3 – 22.*
- *Broyles J., I. Cooper & S. Aracher, Financial Management Handbook, 2nd Ed., Gower publishing Company Limited, 1983, PP. 3 – 13.*

الفصل الثالث

تخطيط ورقابة الأداء المالي

(الأهداف والأدوات)

- الأهداف التعليمية :

- ١/٣ - دوره التخطيط والرقابة للأداء المالي .
- ٢/٣ - أهداف نظام تقييم الأداء المالي .
- ٣/٣ - أدوات تحليل وتقييم الأداء المالي .
- ٤/٣ - مشاكل استخدام النسب المالية .
- ٥/٣ - المعايير المرجعية للمقارنة .

الفصل الثالث

تخطيط ورقابة الأداء المالي (الأهداف والأدوات)

الأهداف التعليمية :

يهدف هذا الفصل إلى توضيح كيفية تشخيص مستويات الأداء المالي للمنظمة ، وذلك للوقوف على مدى الصحة المالية لطبيعة نشاطها ، ومن ثم اتخاذ الإجراءات العلاجية اللازمة لترشيد وتطوير الأداء المالي داخل المنظمة

ولذلك ينبغي على الطالب بعد الاطلاع على النقاط العلمية المطروحة في هذا الفصل ، أن يكون ملما بالمفاهيم التالية :

- ١/٣ - دورة التخطيط والرقابة للأداء المالي .
- ٢/٣ - أهداف نظام تقييم الأداء المالي .
- ٣/٣ - أدوات تحليل وتقييم الأداء المالي .
- ٤/٣ - مشاكل استخدام النسب المالية .
- ٥/٣ - المعايير المرجعية للمقارنة .

١/٣ - دورة التخطيط والرقابة للأداء المالي :

The Cycle of Planning and Control for Financial Performance.

إن الهدف الرئيسي لنظم التخطيط والرقابة للأداء المالي في المنظمات ، يكمن في النقاط الثلاث التالية :

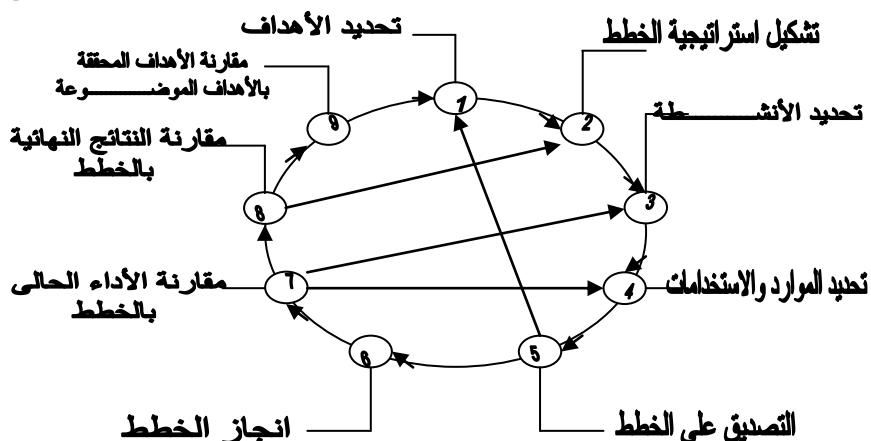
- مساعدة المديرين على اتخاذ قرارات التخطيط والرقابة في الجوانب المالية لمهام التنظيم .

- العمل على تحقيق مستوى عال من الأداء المالي والإداري للمنظمة .

- تقييم الأداء الفعلى للمنظمة وتطوير هيكل ومحفوظ التقارير المالية الداخلية للتنظيم .

وأنه لمن المهم بالنسبة للمنظمة ، أن تهتم بما يعرف بـ "نظم التقارير المالية" ، والمقدمة من خلال دورة التخطيط والرقابة للأداء المالي . ويوضح الشكل رقم (١-٣) مراحل دورة التخطيط والرقابة لهذه النظم (نظم التقارير).

ومن الملاحظ أن هناك ست مراحل أساسية لدورة التقارير المالية هي :



شكل (١-٣) - دورة تخطيط ومراقبة الأداء المالي في المنظم

أ - وسائل التحديد والاتصالات بالأهداف المرتبطة بالنظام (الخطوة رقم (١) .

ب وسائل استكمال واعتماد (مصادقة) متطلبات التخطيط وإنجازه (الخطوات أرقام ٢ ، ٣ ، ٤ ، ٥ ، ٦) .

جـ- وسائل الاتصال بمحمو عات الأداء (الخطوة رقم ٧) .
د - طرق مقارنة الأداء بالخطة الموضوعة (الخطوتان رقمى ٧ ، ٨) .
هـ- طرق إنجاز التقارير المالية (الخطوة رقم ٨) .
و - تحقيق الذاتية (إثبات الذات) للأعمال (أو القضايا) المختلفة التي تم تصحيحها ووسائل التصحيح المستخدمة (الخطوتان رقمى ٨ ، ٩) .
ولا شك أن دورة التقارير المالية الموضحة تمثل جزءاً من نظم المعلومات الإدارية الازمة لتحقيق أهداف المنظمة . إن هذه النظم للمعلومات ، ما هي إلا شكلاً لجزء من خطوة أكبر لاتخاذ الأنشطة العلمية لأعمال المشروع كنظام كلى .

٢/٣ - أهداف نظام تقييم الأداء المالي :

إن النجاح فى وضع نظام سليم لخطيط ومراقبة الأداء المالى للمنظات –
يهدف إلى :

- ١/٢/٣ - تحديد جوانب القوة المالية وأوجه القصور الناجمة عن التطبيق غير السليم للقرارات المالية في المنظمة .
٢/٢/٣ - التأكد من درجة فعالية استخدام المنظمة للموارد المالية المتاحة بها .
٣/٢/٣ - توفير الأدوات ذات الدلالات المحددة للإدارة لمعاونتها في تشخيص المشاكل المالية واتخاذ ما يستلزم من إجراءات أو تصرفات لعلاج هذه المشاكل وتحسين مستوى الأداء المالى للمنظمة .

وفي ضوء ما سبق ، يمكن القول بأن التحليل الهدف للمشاكل (أو المواقف) المالية داخل المنظمة ، إنما يهدف إلى تمكين الإدارة من التعمق في دراسة القضايا المالية المختلفة التي تواجهها . ولذلك فإن العائد الحقيقى لاستنبط مؤشرات (أو أدوات) مالية طبقاً لنظام تخطيط ومراقبة الأداء المالى موضع الدراسة ، إنما يمكن فى بلورة أعراض معينة لابد للتحليل من أن يحددها بدقة بغية التوصل لحلول منطقية بشأنها .

٣/٣ - أدوات تحليل وتقييم الأداء المالي :

تتلخص أهم أدوات قياس فعالية نظام تخطيط ومراقبة الأداء المالى فى ضوء الأهداف المختلفة للمنظمة – فيما يلى :

١/٣/٣ – أدوات قياس قدرة المنظمة على محابهة مخاطر الالتزامات المالية

٢/٣/٣ – أدوات قياس علاقات هيكل رأس المال المستثمر في المنظمة .

٣/٣/٣ – أدوات قياس مستوى إدارة الأصول .

٤/٣/٣ – أدوات قياس ربحية الاستثمارات .

وفي هذا الجزء لم تتعرض لمناقشة ما يتعلق من هذه الأدوات بقياس قيمة حقوق الملك ، حيث سبق الإشارة إليها بصورة غير مباشرة في الفصول الأخرى من هذا الكتاب .

١/٣/٣ – أدوات قياس قدرة المنظمة على الوفاء بالالتزامات المالية للغير :

تهدف الأدوات المستخدمة هنا في القياس إلى تحديد مستوى السيولة المناسبة للمنظمة ، بحيث لا يترتب عليها في الغالب تعطيل جزء من الأموال بدون استثمار . ومن ثم ، تظهر أهمية الموازنة بين السيولة ذاتها من جانب ، وبين الحاجة إلى السيولة من جانب آخر ، وتمثل الأداة المستخدمة في هذه الحالة في حساب نسبة التداول التالية :

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \quad (1)$$

وتشير هذه النسبة إلى مدى كفاية الأصول المتداولة المتاحة لمقابلة الخصوم المتداولة ، ولذلك فهي تستخدم في قياس قدرة المنظمة على سداد الالتزامات المالية الخاصة بها في الأجل القصير . وعلى الرغم من صعوبة تعليم نسبة نمطية في هذا الصدد ، إلا أن نسبة (٢ : ١) أو أكثر تعتبر أداة قياس مرضية باعتبارها هامشًا للأمان للدائنين ، علاوة على أن قيمة الأصول المتداولة لو انخفضت لأى سبب من الأسباب إلى النصف ، فإن المنظمة ستكون في وضع يمكنها من الوفاء بالالتزامات .

وهناك أداة أكثر دقة للسيولة في المنظمة ، وهي التي يطلق عليها " نسبة السيولة السريعة " أو نسبة التداول السريعة . وتحسب هذه النسبة على النحو التالي :

$$\text{نسبة التداول السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة - البضاعة}}{\text{الخصوم المتداولة}} \quad (2)$$

وكلقاعدة عامة ، فإن نسبة (١ : ١) تعتبر مؤشرا مقبولا في هذا الصدد ، وإن كانت لا تعكس بصورة مطلقة الوضع القوى لموقف السيولة في المنظمة . كما يمكن تحديد نسبة النقدية بالخزينة والبنك إلى الخصوم المتداولة ، كأداة أكثر دقة لقياس قدرة المنظمة على مواجهة الالتزامات الجارية بشكل نقدى . وتعتبر هذه الأداة غير واقعية ، حيث يصعب تعطيل جزء من الأموال بما يكفى لتغطية الخصوم المتداولة .

وبالنسبة لدرجة سيولة حسابات القبض ، فإنه على الرغم من كون هذا البند ضمن الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقدية ، إلا أنه لمن المهم في تحديد وتقييم موقف السيولة للمنظمة ، أن تعطى لهذه الحسابات قدرًا من الأهمية وذلك لارتباطها بسياسة الائتمان المتتبعة في المنظمة . هذا ويتم حساب سيولة أوراق القبض ، من خلال المؤشرين التاليين :

$$(3) \quad \text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{حسابات القبض} \times \text{عدد أيام السنة}}{\text{المبيعات الآجلة اليومية}}$$

$$(4) \quad \text{أو} = \frac{\text{عدد أيام السنة}}{\text{معدل دوران حسابات القبض}}$$

$$(5) \quad \text{أو} = \frac{\text{حسابات القبض} \times \text{عدد أيام السنة}}{\text{المبيعات}}$$

أما المؤشر الثاني فهو الخاص بمعدل دوران أوراق القبض ، ويحسب هذا المؤشر - كما يلى :

$$(6) \quad \text{معدل دوران حسابات القبض} = \frac{\text{المبيعات الآجلة السنوية}}{\text{حسابات القبض}}$$

$$(7) \quad \text{أو} = \frac{\text{المبيعات الإجمالية}}{\text{حسابات القبض}}$$

وعموما ، يمكن إعداد نظام لجدولة أعمار حسابات القبض على أساس الفترة المتبقية على التحصيل - كالتالى :

%	القيمة الدفترية لحسابات القبض بالجنيه	المدة المتبقية على التحصيل بالأرقام
٥٥,٥	٢٥٠٠٠	٢٥ - ١٠
٢٧,٨	١٢٥٠٠	٣٥ - ٢٠

١٠,٠	٤٥٠٠	٤٥ - ٣٠
٤,٠	١٨٠٠	٧٠ - ٤٠
٢,٧	١٢٠٠	أكثر من - ٧٠
١٠٠	٤٥٠٠٠	

ولا شك أن التحليل السابق لمواعيد التحصيل ، يعطى للإداره وضعياً أكثر وضوحاً عن هيكل فترة التحصيل لحسابات القبض . وكلما كانت هذه الفترة طويلة ، كلما كانت السياسة الائتمانية متحررة وغير فعالة ، وهو ما يؤدي في النهاية إلى التعرض لحالات الديون المعدومة ، ومن ثم انخفاض المبيعات والإيرادات .

٢/٣/٣ - أدوات قياس علاقات هيكل رأس المال في المنظمة :

على الرغم من تباين اهتمامات فئات الدائنين من أصحاب الديون القصيرة والطويلة الأجل ، إلا أنه يجب على المنظمة أن تهتم بتحقيق مركز مالي قوي في الأجلين القصير والطويل . وعادة ما يتم حساب مؤشرات هيكل رأس المال لقياس المخاطر المالية ، ومدى قدرة المنظمة على استخدام أموال الدائنين لصالح المالك . وتحسب هذه المؤشرات من واقع بنود الميزانية وكذلك بيانات قائمة الدخل ، ومن أهم هذه المؤشرات ما يلى :

$$(8) \quad \frac{\text{الالتزامات الكلية}}{\text{حقوق المالك}} = \text{نسبة المديونية الكلية}$$

$$(9) \quad \frac{\text{الالتزامات طويلة الأجل}}{\text{حقوق المالك}} = \text{نسبة المديونية طويلة الأجل}$$

ويعتبر هذان المؤشران مقياسين لتحديد مطالب الدائنين والملاك من أصول المنظمة ، وكلما ارتفعت هذه النسبة ، كلما شجع ذلك الدائنين على التدخل في شئون المنظمة . وأما في حالة انخفاضها فالوضع يصبح مرضياً للدائنين ، وذلك لارتفاع هامش الأمان بالنسبة لهم .

وهناك أيضاً مؤشران آخريان يقيسان نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال الدائم (حقوق المالك من حملة الأسهم العادية + حقوق حملة الأسهم الممتازة + الخصوم طويلة الأجل) ، أو إلى رأس المال الكلى ، وهما :

$$(10) \quad \frac{\text{الالتزامات طويلة الأجل}}{\text{رأس المال الدائم}} = \frac{\text{المديونية إلى رأس المال الدائم}}{\text{المديونية إلى رأس المال الكلى}}$$

$$\text{المديونية إلى رأس المال الكلى} = \frac{\text{الالتزامات الكلية}}{\text{رأس المال الدائم} + \text{الخصوم المتداولة}} \quad (11)$$

وتتوقف النسبة رقم (١٠) على الظروف السائدة في كل صناعة ، وكذلك على الآثار الناجمة عن المتغيرات القائمة بها . كما أن النسبة رقم (١١) تعتبر بمثابة أمان للدائنين ، وأن في ارتفاعها ارتفاع في درجة المخاطرة لكل من الدائنين والملاك .

ولبيان مدى قدرة المنظمة على مقاولة الالتزامات المالية الثابتة من عائد عملياتها – يمكن استخدام المؤشرين التاليين :

$$\text{نسبة تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الالتزامات الفوائد}} \quad (12)$$

$$\text{نسبة تغطية الالتزامات الثابتة} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الالتزامات الثابتة الإجمالية}} \quad (13)$$

وتشير الالتزامات الثابتة الإجمالية في النسبة رقم (١٣) إلى فوائد الديون ، واستهلاك القروض ، والإيجار ، وتوزيعات الأرباح . ولذلك يهتم كل من الدائنين والملاك بهذه النسبة ، وإن كان لا يمكن اعتبار هاتين النسبتين رقمي (١٢ ، ١٣) إلا مقياسا عاما لقدرة المنظمة على سداد الالتزامات الثابتة فقط ، حيث لا يمكن الاعتماد على صافي الربحية بشكل نهائي ، ومن ثم عدم توافر النقية اللازمة لمواجهة الالتزامات الخاصة بالديون . وبالطبع ، قد يؤدي ذلك إلى زيادة الاقتراض ، وتعرض المنظمة للكثير من المشاكل المالية .

٣/٣/٣ – أدوات قياس مستوى إدارة الأصول :

ترجع أهمية الأدوات المستخدمة في قياس مستوى إدارة الأصول في المنظمة – إلى تمكين الإدارة العليا من تحليل نتائج الأداء ، والتعرف على مواطن القصور فيه ، كما تقييد هذه الأدوات في إعداد المقارنات الخاصة بمستويات الأداء بالنسبة للمنافسين في بيئة عمل المنظمة . وفي الغالب ، يطلق على هذه المؤشرات بـ " نسب الدوران " حيث تحدد درجة السرعة في تحويل الأصل إلى مبيعات . ولذلك فالمحور الرئيسي لهذه المقياس هو الربط بين المبيعات المحققة ، وبين إدارة الأصول المختلفة في شكل علاقات توضح درجة

التوازن بينهما . وعليه يمكن استطراد بعض المؤشرات المستخدمة في هذا الصدد على النحو التالي :

$$\text{معدل دوران المخزون بالتكلفة} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{متوسط المخزون}} \quad (14)$$

وتحسب تكلفة البضاعة المباعة كما يلى :

- xx بضاعة أول المدة .
- xx (+) تكلفة الصنع (متضمنة تكلفة المشتريات) .
- x (-) بضاعة آخر المدة .

كما يحسب متوسط المخزون على أساس مخزون أول المدة مع مخزون آخر المدة ، وقسمة الناتج على اثنين .

ونظراً لصعوبة توافر البيانات الكافية عن تكلفة البضاعة المباعة في القوائم المالية ، فإن هذا المعدل يحسب على أساس سعر البيع كما يلى :

$$\text{معدل دوران المخزون بسعر البيع} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}} \quad (15)$$

ولعدم توافر البيانات الدقيقة عن متوسط المخزون بحيث يعكس التقلبات المختلفة خلال السنة المالية في المخزون ، فإنه يكتفى بمخزون آخر المدة عند حساب المعدل السابق رقم (15) . وبشكل عام يعكس هذا المؤشر مدى سرعة تحول البضاعة إلى مبيعات (نقدية أو حسابات فبض) . كما أن ارتفاع هذا المؤشر يعني الكفاءة في إدارة المخزون ، والعكس في حالة انخفاضه .

وبالنسبة لمؤشرات مستوى الكفاءة في إدارة الأصول المتداولة داخل المنظمة ، فقد سبق الإشارة إليها عند الحديث عن المؤشرات الخاصة بمعدل دوران حسابات القبض ومتوسط فترة التحصيل في هذا الفصل . وأما فيما يتعلق بمعدل دوران الأصول الثابتة ، فإن المؤشر المستخدم في هذه الحالة هو :

$$\text{معدل دوران الأصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{صافي الأصول الثابتة}} \quad (16)$$

ويشير هذا المؤشر رقم (١٦) إلى مدى الكفاءة المحققة في إنتاجية الاستثمار في الأصول الثابتة ، عبرا عنها بالمبيعات .

كما يمكن حساب هذا المؤشر بالنسبة لجمالي الأصول في المنظمة كالتالي :

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول الإجمالية}} \quad (١٧)$$

ويعبر هذا المقياس على قدرة المنظمة على توليد المبيعات من خلال استغلال كافة الموارد المالية المتاحة .

وفي كثير من الحالات يركز المحللون على حساب معدل دوران الأصول الملموسة فقط ، ولذلك يتم استبعاد الأصول غير الملموسة مثل شهادة المحل (الشركة) ، وبراءة الاختراع ، والمصروفات المؤجلة وغيرها ، ويحسب هذا المعدل كما يلى :

$$\text{معدل دوران الأصول الملموسة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الأصول الملموسة}} \quad (١٨)$$

وأخيرا ، هناك مؤشر آخر يتم تحديده على أساس رأس المال الدائم المعتمد على النقدية طويلة الأجل المملوكة من الدائنين والملك ، ومن ثم يمكن حساب هذا المعدل على الأساس التالي :

$$\text{معدل دوران رأس المال الدائم (أو الموظف)} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الخصوم طويلة الأجل} + \text{حقوق الملك}} \quad (١٩)$$

٤/٣/٣ – أدوات قياس ربحية الاستثمار :

إن السعى لتحقيق الربحية المناسبة – يستمد أهميته من ضرورة العمل على ضمان استمرار حياة المشروع والتوسيع في حجم استثماراته ، ولذلك هناك نوعان أساسيان من الربحية هما : ربحية الاستثمار ، وربحية المبيعات ، وكلاهما متراقبان معا لارتباطهما بالمبيعات والأرباح ، ويمكن الإشارة إلى هذين المعدلين كما يلى :

$$\text{نسبة مجمل الربح} = \frac{\text{المبيعات} - \text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{المبيعات}} \quad (٢٠)$$

$$\frac{\text{مجمل الربح}}{\text{المبيعات}} = \text{أو} \quad (21)$$

ولاشك أن نسبة مجمل الربح المرتفعة تشير إلى كفاءة الإدارة ، وإن كان هامش الربح المنخفض يدل على تدهور معدلات الأداء والإنتاجية بوجه عام في المنظمة .

كما يمكن حساب نسبة صافي الربح كمؤشر أساسى لقياس قدرة وكفاءة الإدارة في ممارسة المسؤوليات الخاصة بعملية إنتاج وبيع المنتجات ، ويأخذ هذا المعدل الشكل التالى :

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الضريبة}}{\text{المبيعات}} = \frac{\text{نسبة صافي الربح}}{\text{المبيعات}} \quad (22)$$

وبالنسبة لمصروفات العمليات ، فإن المعدل الخاص بها يعتبر غير مرضيا إذا ما كانت هذه النسبة مرتفعة ، وهو ما يترتب عليه بالتالى انخفاض دخل العمليات ، ويحسب هذا المؤشر كالتالى :

$$\frac{\text{نسبة مصروفات العمليات}}{\text{المبيعات}} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة} + \text{تكلفة العمليات}}{\text{المبيعات}} \quad (23)$$

ونظرا لأن العوائد على الأصول تمثل مقاييس مفيدة في مقياس الربحية الناتجة عن الاستثمارات في المنظمة ، فإنه يتم حساب المعدلات الخاصة بالأصول كما يلى :

$$\frac{\text{معدل العائد على الأصول}}{\text{إجمالي الأصول}} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}} \quad (24)$$

$$\text{أو} \quad \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب} + \text{الفوائد}}{\text{إجمالي الأصول}} = \quad (25)$$

وتعتبر إضافة الفوائد في المعدل رقم (25) ، عملية ضرورية لكي نصل إلى تحديد الإيرادات الحقيقية للمنظمة . وقد يحدث تعديل على هذا المؤشر رقم (25) ، بحيث يعكس فقط الأصول الملموسة كما يلى :

$$\frac{\text{العائد على الأصول الملموسة}}{\text{إجمالي الأصول}} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب} + \text{الفوائد}}{\text{إجمالي الأصول}} \quad (26)$$

هذا ، ويحسب معدل العائد على رأس المال المستثمر كمؤشر أساسى لمدى كفاءة الاستثمارات داخل المنظمة – كما يلى :

$$\text{معدل العائد على رأس المال المستثمر} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{رأس المال المستثمر}} \quad (27)$$

$$\text{أو} \quad \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب} + \text{الفوائد}}{\text{رأس المال المستثمر}} = \quad (28)$$

$$\text{أو} \quad \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب} + \text{الفوائد}}{\text{رأس المال المستثمر} - \text{الأصول غير الملموسة}} = \quad (29)$$

ولما كان حساب العائد على حقوق المساهمين يعد مؤشرا هاما لربحية استثماراتهم في المنظمة ، فإنه لمن الأفضل تقدير هذا العائد ، ويحسب كما يلى:

$$\text{معدل العائد على حقوق المساهمين} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي حق الملكية}} \quad (30)$$

ويقصد بحقوق المساهمين ، في المعدل رقم (30) كل من الأسهم العادية والممتازة ، وكذلك أقساط الأسهم المدفوعة والأرباح المحتجزة وذلك مع استبعاد أية خسائر إن وجدت .

ولأن المساهمين من حملة الأسهم العادية يمثلون المالك الحقيقيون ، فإنه يفضل حساب معدل العائد على حقوق أصحاب المشروع الدائمين أو الحقيقيين والممثلين في حملة الأسهم العادية كالتالى :

$$\text{معدل العائد على حقوق} \left\{ \begin{array}{l} \text{صافي الربح بعد الضرائب} - \text{توزيعات أرباح الأسهم الممتازة} \\ \text{حقوق المساهمين العاديين} \end{array} \right\} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{المساهمين الحقيقيين}} \quad (31)$$

ويعكس المؤشر الأخير رقم (31) ، مدى الكفاءة في استخدام الموارد المالية المتاحة من جانب المساهمين العاديين ، ويعتبر هذا المؤشر مفيدا لإدارة المنظمة لكونها الطرف المسئول عن تحقيق أهداف أصحاب المشروع .

ومما سبق يتضح لنا أنه كلما أمكن حساب هذه المؤشرات على مدى فترة زمنية طويلة سابقة ، كلما أفادت المقارنة بين النتائج في التوصل إلى جوانب القوة والضعف في الأداء المالي للمنظمة . ولاشك أن المقارنات مع الشركات المماثلة ، ومع الصناعة ككل في هذا المجال ، سيضفي على التحليل عمقا كبيرا ، ومن ثم تزداد الفائدة المرجوة منه ، كما سيتضح عند مناقشة البند رقم (٥/٣) والخاص بالمعايير المرجعية للمقارنة في نهاية هذا الفصل .

وإطلاع الطالب على كيفية الاستفادة من هذه المقاييس السابقة ، وتدريبه على مهارات التطبيق الخاصة بها - نورد فيما يلى عددا من المشاكل المحلولة فى هذا الشأن ، بحيث تبرز هذه المشاكل المقدرة التنبؤية للنسب المالية المختلفة كأدوات علمية لقياس وتشخيص مستوى الأداء المالى للمنشأة .

مشاكل عملية محلولة

المشكلة الأولى:

بفرض أن معدل دوران الأصول لإحدى الشركات الصناعية كان يمثل في عام ٢٠٠٥ ما مقداره ٢ مرة سنويا ، وأن العائد على إجمالي الأصول يقدر بـ ٦% ، فما صافى الربحية في الشركة ؟ وإذا علمت أنه في العام التالي ٦ أصبح معدل دوران الأصول يمثل ١,٥ مرة ، وصافى الربحية ٥% فما معدل العائد على الاستثمار ، وأى الموقفين أكثر ربحية ؟

بما أن معدل العائد على الاستثمار (٢٠٠٥) = معدل الدوران × هامش الربح

$$\times \text{هامش } 2 = 6\%$$
 الربح

$$\frac{6\%}{3} = \text{إذن هامش الربح}$$

بما أن معدل العائد على الاستثمار (٢٠٠٦) = معدل الدوران × هامش الربح

إذن معدل العائد على الاستثمار (٢٠٠٦) = $1,5 \times 5\% = 7,5\%$

وعلى هذا ، يعتبر الوضع الجديد أكثر ربحية من الوضع القديم .

المشكلة الثانية:

كانت المبيعات السنوية لإحدى الشركات تمثل ١,٢٠٠,٠٠٠ ج (منها ما يعادل ١٠% نقدا) . وفي نهاية السنة تبين أن رصيد حسابات القبض في الميزانية كان يمثل ٣٦٠,٠٠٠ جنيهها . احسب في ضوء هذه البيانات متوسط فترة التحصيل ؟

أوراق القبض = ما أن متوسط فترة التحصيل

$$\frac{\text{متوسط المبيعات اليومية الآجلة}}{\frac{\text{المبيعات السنوية الآجلة}}{\text{عدد أيام السنة}}} = \text{بما أن المبيعات اليومية الآجلة}$$

$$\text{و بما أن المبيعات السنوية} = \frac{\text{المبيعات الكلية} \times \text{نسبة المبيعات الآجلة}}{\text{الآجلة}}$$

$$\text{إذن المبيعات السنوية الآجلة} = \% 10 \times \% 100 \times 1,200,000 = 1,080,000 \text{ جنيه}$$

$$\text{إذن المبيعات اليومية الآجلة} = \frac{1,080,000}{360} = 3,000 \text{ جنيه}$$

$$\text{إذن متوسط فترة التحصيل} = \frac{360,000}{300} = 120 \text{ يوما}$$

المشكلة الثالثة :

بدأ أحد المستثمرين مشروعًا برأسمال قدره 500,000 جنيه ، ولقد قرر أنه يستطيع تحقيق معدل دوران لأصوله 4 مرات في السنة ، و 3% نسبة ربح بعد الضرائب على المبيعات (هامش ربح) - احسب بالجنيهات صافي الربح لهذا المشروع؟

$$\text{بما أن معدل دوران الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول المستخدمة}}$$

$$\text{وحيث أن صافي الأصول المستخدمة} = \text{مقدار رأس المال (في هذه الحالة)} \\ \text{إذن صافي الأصول المستخدمة} = 500,000 \text{ جنيه}$$

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{إذن معدل دوران الأصول} = \frac{s}{500,000} \\ \text{إذن} \\ \frac{s}{500,000} = 4 \\ s = 4 \times 500,000 \\ \text{إذن} \\ s = 2,000,000 \text{ ج} \\ \text{إذن صافي المبيعات} = 2,000,000 \text{ جنيه} \end{array} \right.$$

بما أن هامش الربح = $\frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$

إذن $\left(\frac{\text{صافي الربح}}{2,000,000} \times 100 \right) = 3\%$ حيث ص تمثل

إذن $\frac{3}{100} \times 2,000,000 = 60,000$ جنيه

إذن صافي الربح بعد الضرائب = 60,000 جنيه

المشكلة الرابعة:

إذا كان صافي الربح قبل الضرائب لإحدى الشركات يمثل مبلغ 100,000 جنيه ، والفوائد 100,000 جنيه - حدد في ضوء ذلك عدد مرات تغطية الفوائد ، وكذلك نسبة تغطية المصاروفات الثابتة إذا علمت أن مصارف التمويل كانت عبارة عن 90,000 جنيهها .

بما أن عدد مرات تغطية الفوائد = $\frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}}$
إذن صافي الربح قبل الفوائد والضرائب = 100,000 + 100,000 = 200,000 جنيه .

إذن عدد مرات تغطية الفوائد = $\frac{200,000}{10,000} = 20$ مرة

وحيث أن :

معدل تغطية المصاروفات الثابتة = $\frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب} + \text{مصاروفات التمويل}}{\text{الفوائد} + \text{مصاروفات التمويل}} = \frac{200,000 + 90,000}{10,000 + 90,000} = 2.2$

المشكلة الخامسة:

بفرض أنك مديرًا للائتمان في إحدى الشركات التي تبيع مواد أولية ، وتقدمت كل من الشركة (أ) ، والشركة (ب) بطلب شراء شحنة قيمتها 15,000 جنيهها على الحساب ، وتوافرت لديك البيانات التالية فقط (بالجنيه) .

الشركة (أ)

١٢٠,٠٠٠	حسابات دفع	٥٠,٠٠٠	نقدية
٩,٠٠٠	أجور مس تحقق	٨٠,٠٠٠	حسابات قبض
٢٦,٠٠٠	مس تحققات أخرى	١٠٠,٠٠٠	بضاعة
		٠	
١٥٥,٠٠٠	مجموع الخصوم المتداولة	٢٣٠,٠٠٠	مجموع الأصول المتداولة

الشركة (ب)

١٠٠,٠٠٠	حسابات دفع	٣٠,٠٠٠	نقدية
١٠,٠٠٠	أجور مس تحقق	١١٠,٠٠٠	حسابات قبض
٢٠,٠٠٠	مس تحققات أخرى	١٣٠,٠٠٠	بضاعة
		٠	
١٣٠,٠٠٠	مجموع الخصوم المتداولة	٢٧٠,٠٠٠	مجموع الأصول المتداولة

حدد في ضوء ذلك ما يلى :

- أ - هل توافق على البيع الآجل للشركاتين أو لإحدهما فقط ، ولماذا ؟
 ب - أيهما أفضل من حيث انخفاض مخاطر الائتمان ، ولماذا ؟

الشركة (أ) :

$$\begin{aligned}
 \frac{٢٣٠,٠٠٠}{١٥٥,٠٠٠} &= \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \text{نسبة التداول} \\
 &= ١,٤٨ : ١ \\
 \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{البضاعة}}{\text{الخصوم المتداولة}} &= \text{نسبة السيولة السريعة} \\
 - ٢٣٠,٠٠٠ &= \\
 \frac{١٠٠,٠٠٠}{١٥٥,٠٠٠} &=
 \end{aligned}$$

$$= ١ : ٠,٨٤$$

- تحليل وتوزيع بنود رأس المال العامل:

$$٠,٢٢ = \frac{٥٠,٠٠٠}{٢٣٠,٠٠٠} = \text{النقدية}$$

$$٠,٤٣ = \frac{١٠٠,٠٠٠}{٢٣٠,٠٠٠} = \text{البضاعة}$$

$$٠,٣٥ = \frac{٨٠,٠٠٠}{٢٣٠,٠٠٠} = \text{أوراق القبض}$$

- تحليل وتوزيع الخصوم المتداولة:

$$٠,٧٧ = \frac{١٢٠,٠٠٠}{١٥٥,٠٠٠} = \text{حسابات الدفع}$$

$$٠,٠٦ = \frac{٩,٠٠٠}{١٥٥,٠٠٠} = \text{الأجور المسحقة}$$

$$٠,١٧ = \frac{٢٦,٠٠٠}{١٥٥,٠٠٠} = \text{المستحقات الأخرى}$$

الشركة (ب):

$$١ : ٢,١ = \text{نسبة التداول}$$

$$١ : ١,١ = \text{نسبة السيولة السريعة}$$

- تحليل وتوزيع رأس المال العامل:

$$٠,١١ = \text{النقدية}$$

$$٠,٤٨ = \text{البضاعة}$$

$$٠,٤١ = \text{أوراق القبض}$$

- تحليل وتوزيع الخصوم المتداولة:

$$٠,٧٧ = \text{حسابات الدفع}$$

$$٠,٠٨ = \text{الأجور المسحقة}$$

المستحقات الأخرى = ١٥٠

وفي ضوء هذه البيانات يمكن إجراء المقارنات التالية :

البيان شركه (أ) شركه (ب)

٢,١	١,٤٨	نسبة التداول
١,١	٠,٨٤	نسبة السيولة السريعة
%١١	%٢٢	نسبة القديمة
%٤٨	%٤٣	البضاعة
%٤١	%٣٥	أوراق القبض
%٧٧	%٧٧	حسابات الدفع
%٨	%٦	أجور مستحقة
%١٨	%١٧	مستحقات أخرى

وعلى الطالب استكمال التحليل المالي في ضوء هذه النسب واتخاذ القرار المناسب .

المشكلة السادسة :

توافرت لديك البيانات التالية عن إحدى الشركات في ٢٠٠٦/١٢/٣١ :

الميزانية العمومية في ٢٠٠٦/١٢/٣١

(بألف جنيه)

أوراق دفع	٣٣		نسبة القديمة	٤٤	
حسابات دائنة (موردون)	٤٤		أوراق القبض	٥٥	
خصوم متداولة أخرى	٢٢		المخزون	١٦	
مجموع الخصوم المتداولة		٩٩	مجموع الأصول المتداولة		٢٦٤
قرض طويل الأجل (%)		٤٤	صافي الأصول الثابتة		١٢١
صافي حق الملكية		٢٤٢			
جملة الخصوم		٣٨٥	جملة الأصول		٣٨٥

قائمة نتائج الأعمال في ٢٠٠٦/١٢/٣١

٥٥٠,٠٠٠

المبيعات

تكلفة المبيعات :

٢٠٩,٠٠٠	م واد
١٣٢,٠٠٠	أجور مباش رة
١٩,٨٠٠	قوى محرك تة
٣٣,٠٠٠	أجور غير مباش رة
١٢,١٠٠	الإ لاك
<u>٤٠٥,٩٠٠</u>	
<u>١٤٤,١٠٠</u>	مجموع ربح التشغيل (العمليات)
<u>٥٥,٠٠٠</u>	مصاروفات بيعي ة
<u>٦٣,٣٦٠</u>	مصاروفات إداري ة
<u>٢٥,٧٤٠</u>	صافي ربح التشغيل (العمليات)
<u>٢,٦٤٠</u>	- الفوائد
<u>٢٣,١٠٠</u>	صافي الربح قبل الض رائب
<u>١١,٥٥٠</u>	- الض رائب (%) ^{٥٠}
<u>١١,٥٥٠</u>	صافي الربح النهائى
	<u>والمطلوب :</u>
١ - حساب النسب المالية التالية : التداول ، معدل دوران المخزون . متوسط فقرة التحصيل ، معدل دوران الأصول ، هامش الربح الصافي للمبيعات ، معدل العائد على الاستثمار ، معدل العائد على حق الملكية .	
٢ - علق باختصار على الوضع المالى للشركة فى ضوء متوسط نسب الصناعة التى تنتمى إليها الشركة وهى على التوالى ٢,٥ مرة ، ٩,٩ مرة ، ٣٣ يوما ، ١,٢ مرة ، %٣,٢ ، %٣,٨ ، %١٠,٧ .	
	<u>المطلوب الأول :</u>

$$\text{أ - نسبه التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$: ٢,٧ = \frac{٢٦٤}{٩٩} =$$

$$\text{ب - معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{متوسط المخزون بالتكلفة}} \times \text{مرة}$$

$$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{متوسط المخزون بسعر البيع}} = \times \text{مرة} \quad \text{أو}$$

$$\frac{\text{عدد الوحدات المباعة}}{\text{متوسط المخزون بالوحدات}} = \times \text{مرة} \quad \text{أو}$$

ويفضل عادة حساب معدل دوران المخزون على أساس التكلفة ، وحيث أن رصيد البضاعة في الميزانية يقوم على أساس السوق أو التكلفة أيهما أقل طبقاً لمبدأ الحيطة والحذر في المحاسبة ، إذن نفترض أن رصيد البضاعة في الميزانية سوف يكون بالتكلفة ما لم يذكر العكس ، وعلى هذا يكون الحساب كما يلى :

$$\frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{معدل دوران المخزون}} = \frac{\text{متوسط المخزون بالتكلفة}}{\text{متوسط المخزون بالتكلفة}}$$

$$\frac{4,9}{4,9} = \frac{405,900}{900} = \frac{405,900}{82,50} = \frac{(صفر + 165,000)}{2}$$

$$\frac{\text{أوراق القبض}}{\text{متوسط المبيعات اليومية الآجلة}} = \text{ج- متوسط فترة التحصيل}$$

وحيث أن التمرين لم ينص على مقدار المبيعات الآجلة ، فيفترض أن المبيعات الموجودة تساوى المبيعات الآجلة .

$$\frac{55,00}{36} = \frac{55,000}{1528} = \frac{55,000}{550,000} = \frac{1}{10} \quad \text{إذن متوسط فترة التحصيل} \\ \text{يوم (تقريباً)}$$

$$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول المستخدمة}} = \text{د - معدل دوران الأصول}$$

$$1,43 = \frac{550,000}{1,43} =$$

٣٨٥,٠٠٠

$$\text{وبالنسبة لصافي المبيعات} = \frac{\text{إجمالي المبيعات} - (\text{مردودات المبيعات} + \text{الخصم المسحوب به})}{\text{صافي المبيعات}}$$

وحيث أنه لم يرد في التمرين أية معلومات عن مردودات المبيعات والخصم المسموح به ، فتعتبر المبيعات هنا هي صافي المبيعات . وبالنسبة لصافي الأصول المستخدمة = إجمالي الأصول - (الإهلاك + الأصول التي لم تستخدم بعد في المشروع مثل الأصول المؤجرة للغير + الأوراق المالية طبولة الأجل كاستثمارات يقوم بها المشروع + مخصصات الديون المشكوك فيها)

وفي التمرين تم طرح الإهلاك ولا يوجد معلومات إضافية بالنسبة لباقي البنود ، ولهذا يعتبر جملة الأصول في التمرين بعد طرح الإهلاك تساوي صافي الأصول المستخدمة في المشروع .

$$\text{هـ - هامش الربح الصافي للمبيعات} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

$$2,1 = 100 \times \frac{11,500}{550,000} =$$

$$\text{و - معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب وقبل الفوائد}}{\text{صافي الأصول المستخدمة في المشروع}} \times 100$$

$$3,7 = 100 \times \frac{2,64}{385,000} + \frac{11,500}{550,000} =$$

$$\text{ز - معدل العائد على حق الملكية} = \frac{\text{صافي الربح بعد الضرائب}}{\text{صافي حق الملكية}} \times 100$$

$$4,8 = 100 \times \frac{11,550}{242,000} = 4,8\% \text{ تقريبا}$$

المطلوب الثاني : التعليق على الحالة المالية للشركة :

مقارنة النسب المالية للشركة بنسب الصناعة

الشركة ^(*)	الصناعة	النسبة
التدالى	٢,٥ مرة	٢,٧ مرة
معدل دوران المخزون	٩,٩ مرة	٤,٩ مرة
متوسط فترة التحصيل	٣٣ يوما	٣٦ يوما
معدل دوران الأصول	١,٢ مرة	١,٤٣ مرة
هامش الربح	٣,٢ %	٢,١ %
معدل العائد على الاستثمار	٣,٨ %	٣,٧ %
معدل العائد على حق الملكية	١٠,٧ %	٤,٨ %

تحليل موجز :

١- من ناحية السيولة : نجد أن وضعها في الشركة يعادل تقريباً وضعها في الصناعة ، علاوة على أنها أعلى من النسب النمطية (١ : ٢) ، وبالتالي فإن الشركة لديها مقدرة على السداد في حدود البيانات المتاحة .

٢- من ناحية النشاط : نجد أن معدل دوران المخزون في الشركة تقريباً يعادل النصف في الصناعة ، وهذا يدل على ضعف حركة المخزون ، وبالتالي سيؤثر على معدل العائد على الاستثمار بالانخفاض ، وهو ما يدل على سوء إدارة الشركة لمخزونها.

٣- بالنسبة لمتوسط فترة التحصيل : نجدها تقريباً متساوية ، وإن كانت أطول نسبياً في الشركة عن الصناعة ، وقد يفسر هذا على أنه سوء في سياسة الائتمان وتحصيل الديون .

(*) تمأخذ الفوائد في الحساب ، وفي حالة عدمأخذها في الحساب يكون العائد على الاستثمار ٣% لكي يمكن مقارنته مع معدل العائد على الاستثمار في الصناعة والذي لم يأخذ في الحساب الفوائد .

٤ - بالنسبة لمعدل دوران الأصول: يكاد يتساوى لما هو موجود في الصناعة، وهذا يفسر تقريباً لماذا تحقق الشركة معدل عائد على الاستثمار (بعد تعديله بـإلغاء الفوائد) مثل الصناعة .

٥ - بالنسبة لمعدل العائد على حق الملكية: نجد أن هناك فارقاً كبيراً بين الشركة والصناعة ، والذى قد يعود في الغالب إلى سبب جوهري وهو اقتراض الشركة بمعدل أعلى من معدل الاستثمار في الشركة ، فسعر الفائدة ٦٪ ومعدل العائد على الاستثمار ٣,٨٪ . والمفترض أن يكون سعر الفائدة أقل من معدل العائد على الاستثمار في الشركة أو في أسوأ الظروف متساوية ، حتى يمكن أن يتحسن معدل العائد على حق الملكية بصورة ملحوظة .

٤/٣ - مشاكل استخدام النسب المالية :

على الرغم من أهمية وفائدة المؤشرات (أو النسب) المالية ، إلا أن لها مشكلات عند استخدامها في التحليل ، ومن بين الأمثلة على ذلك ما يلى :

١/٤/٣ - مشكلة عمل المقارنات ، حيث يصعب ذلك نتيجة لاتباع المنشآت لأساليب متعددة في تقدير هذه النسب للأسباب التالية :
لخلاف أساليب تقدير الاستهلاك على الأصول الثابتة .

لخلاف أساليب تقييم واستهلاك الأصول غير الملموسة مثل شهادة المحل وحقوق الابتكار وغيرها .

لخلاف أساليب معاملة كل من الأرباح أو الخسائر (الرأسمالية والطارئة) ، وكذلك اختلاف القرارات المحاسبية التي تتبعها المنشآت .

٢/٤/٣ - مشكلة اختلاف المفاهيم المالية ، حيث يختلف الرأي حول بعض المفاهيم المالية المستخدمة في تقدير النسب ، مثل الاختلاف حول تقدير حقوق الملكية ، والأرباح وغيرها .

٣/٤/٣ - مشكلة التضخم وتأثيرها على النسب المالية ، حيث للتضخم تأثير مباشر على هذه النسب ، إذ يؤدي إلى تغير في مستويات الأسعار مما يؤثر على القيمة الدفترية للأصول الثابتة في المنشأة . ومن ثم فإن تساوى نسبة العائد

على الاستثمار لا تعنى بالضرورة تساوى نسبة الربحية ، وذلك لاختلاف هذه القيمة الدفترية فيما بين المنشآت نتيجة للتضخم وتأثيره على مستويات الأسعار في السوق .

٤/٤ - مشاكل أخرى تتعلق بطبيعة القوائم المالية ، حيث تعطى النسب صورة للتغيرات بين تاريخين محددين فقط (بداية ونهاية الفترة المحاسبية) ولا تعكس ما يحدث خلال هذه الفترة . هذا علاوة على عدم مقدرة النسب على تحليل أحداث مستقبلية ، بل تقتصر فقط على تحليل أحداث وقعت خلال فترة زمنية منتهية . ورغم هذا القصور لاستخدامات النسب المالية ، فما زالت من الأدوات المستخدمة في التحليل المالي بشكل جيد .

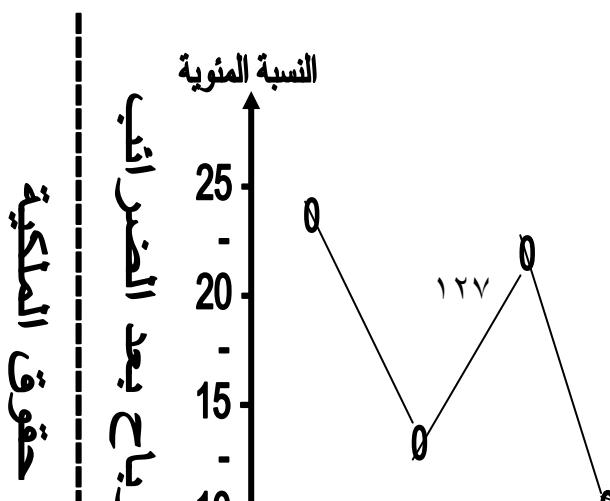
٥/٣ - المعايير المرجعية للمقارنة :

يتطلب تفسير المؤشرات المالية وجود معيار للمقارنة ، ولنفرض مثلاً أن الشركة (س) حققت عائداً على أموالها المملوكة (صافي الربح بعد الضرائب / القيمة الدفترية لحقوق الملكية) قدره ١٧ % ، هل يمكن لك استنتاج أن هذه الشركة مرتفعة الربحية أو متوسطة الربحية ؟ أو أن نتائجها المالية ضعيفة ؟ ... لكي تصل إلى هذا الاستنتاج يتبعين أن تعرف أولاً ما القيم التي تمثل أداءً مالياً جيداً ، وأيها تمثل الأداء المالي الضعيف ؟ .

إن المعايير الشائعة الاستخدام في مجال تحليل القوائم المالية ، هي تحليل الاتجاهات ، ومتوسطات الصناعة التي تعمل الشركة فيها ، وسنتناولهما بالتفصيل تباعاً .

١/٥/٣ - تحليل الاتجاهات :

يقصد بتحليل الاتجاهات تتبع مسار المؤشر المالي عبر فترة زمنية معينة ، ويوضح الشكل التالي رقم (٢/٣) المعلومات المتحصل عليها من استخدام هذا التحليل .



ومن الشكل رقم (٣/٢) ، يتضح أن معدل العائد على حقوق الملكية في الشركة يتوجه نحو الهبوط ، ويبدو أن هناك شيئاً غير سار يحدث فيها ، فلقد كانت تحقق لأصحابها أكثر من ٢٠٪ عائدًا في عام ٢٠٠٢ ، ولكن في عام ٢٠٠٦ هبط هذا العائد إلى أقل من ١٠٪.

ويلاحظ أن تحليل الاتجاهات يقوم على مقارنة المؤشر نفسه عند نقطة بداية معينة (سنة الأساس) ، وبالتالي يصبح المؤشر في هذه النقطة معياراً للمقارنة ، ومن الممكن جداً أن يكون هذا المعيار غير مناسب ، ففي الشكل رقم (٣/٢) ، قد يكون الأداء المالي في هذه الشركة في فترة البداية (سنة ٢٠٠٢) مرتفعاً بدرجة غير عادية ، وبالتالي فإن المقارنة بهذا المعيار غير العادي تظهر المؤشر في الفترات التالية بصورة سيئة ، وهذه الصورة تبعد عن حقيقته .. ومع ذلك يمكن القول بأن تحليل الاتجاهات وما يوضحه من ارتفاعات وانخفاضات تزودك بالنمط العام للأداء الشركة ومركزها المالي في هذا المجال .

٢/٥- المقارنة مع مؤشرات الصناعة: Industry Comparative Analysis

يتعين عليك استكمال تحليل الاتجاهات السابقة بالتحليل المقارن مع نسب الصناعات التي تعمل فيها الشركة محل التحليل . ولبيان أهمية ذلك ، دعنا نستعرض معاً الأسباب المحتملة لتدور معدل العائد على حق الملكية في الشكل التالي رقم (٣/٣) وهذه الأسباب قد تكون :

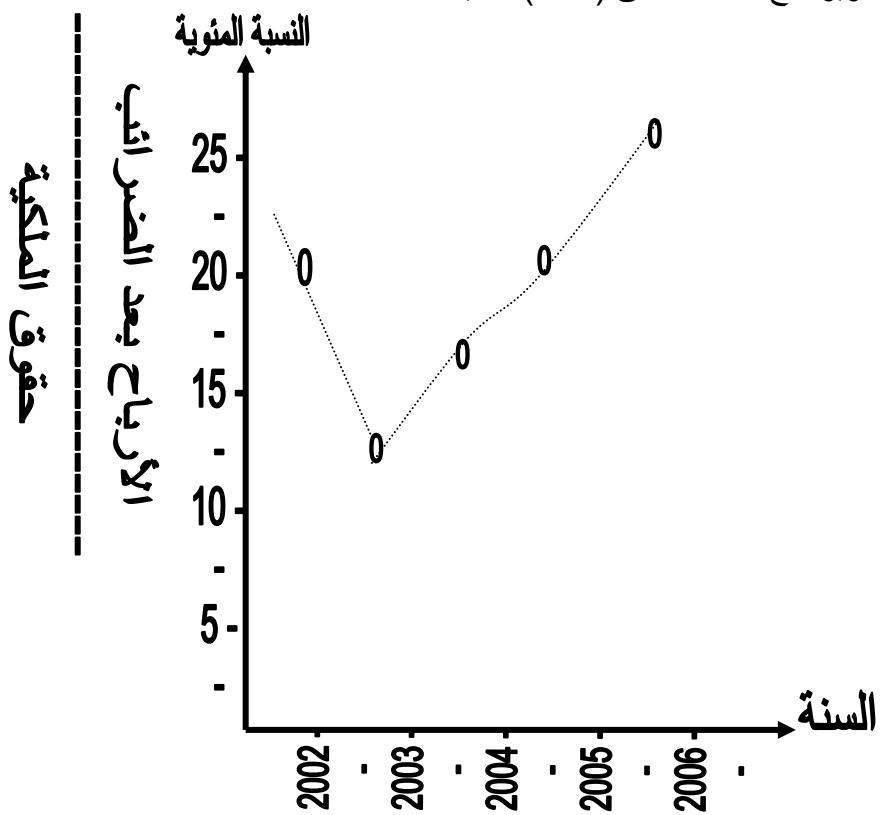
(١) انخفاض كفاءة القرارات الإدارية وعدم فعاليتها في الشركة (ضعف الإدارة) .

(٢) ظهور بعض العوامل غير الخاضعة للسيطرة عليها في البيئة التشغيلية للشركة .

(٣) تركيبة من العوامل الإدارية والبيئية معاً في المسئولية عن ذلك التدور .

فبدون المقارنة مع متوسطات الصناعة ، لا نستطيع بسهولة التمييز بين الأسباب الداخلية والخارجية لهذا الانخفاض ، فالمقارنة هنا مع هذه المتوسطات تمكنك من عزل التأثيرات الإدارية عن التأثيرات غير الإدارية بالنسبة لتقدير الأداء المالي في الشركة .

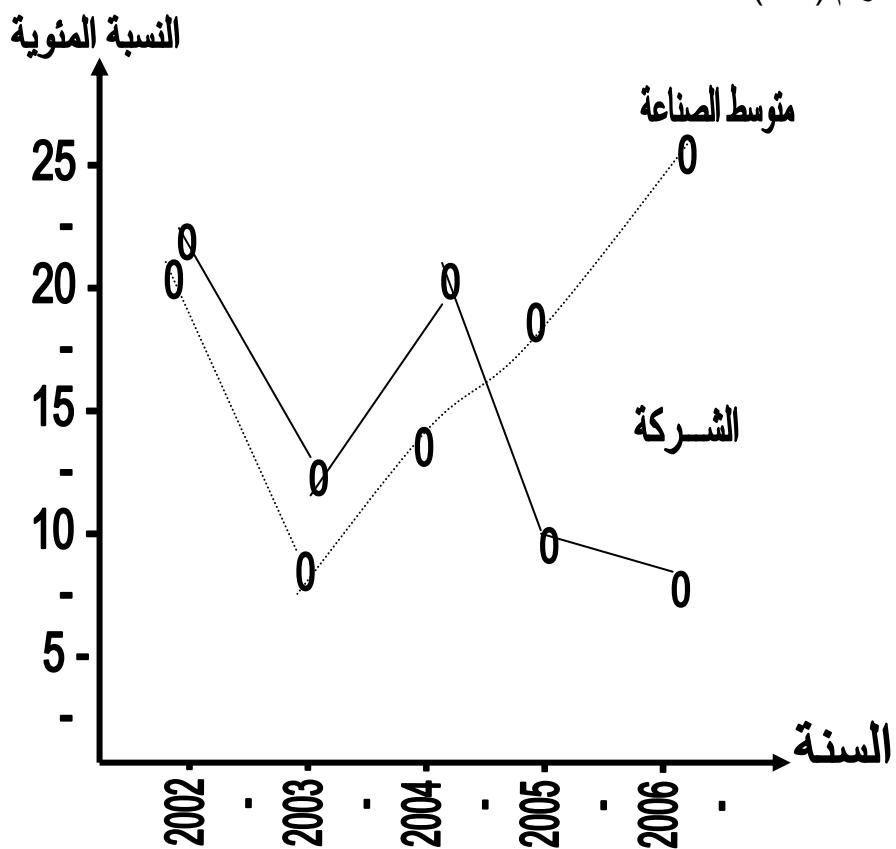
ويوضح الشكل التالي (٣/٣) تحليل الاتجاه بالنسبة للصناعة :



شكل رقم (٣/٣)
تحليل اتجاه الصناعة

إن كل نقطة على خط اتجاه الصناعة تمثل متوسط العائد على حقوق الملكية لجميع الشركات داخل هذه الصناعة ، ويلاحظ أن ربحية المالك فيها انخفضت من عام ٢٠٠٢ إلى عام ٢٠٠٣ ، ثم أخذت في التزايد كل سنة حتى عام ٢٠٠٦ .

والآن ، دعنا نمزج بين اتجاهات الشركة واتجاهات الصناعة في الشكل التالي رقم (٤/٣) :



شكل رقم (٤/٣)
تحليل الاتجاهات والمقارنات مع الصناعة

ويلاحظ من الشكل رقم (٣/٤) ما يلى :

(١) ربحية المالك فى الشركة تسير بشكل متوازى مع ربحية الصناعة فى أعوام ٢٠٠٢ ، ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ .

(٢) فى عام ٢٠٠٥ ، انخفضت ربحية الشركة ، ولأول مرة ، عن ربحية الصناعة ، وفي عام ٢٠٠٦ ، تدهورت ربحية الشركة وبعدت كثيرا عن متوسط ربحية الصناعة .

ومن التحليل السابق ، يمكن القول بأن إدارة الشركة ومواردها ، ودائنيها ، والمساهمين فيها سيتفقون على سبب واحد لهذا التدهور فى الأداء ، وهو عوامل التشغيل الداخلية فى الشركة .

المراجع :

- د . محمد على شهيب ، مراجع سابق ، ص ٩٦-١١١ .
- د . محمد يونس خان ، د . هشام صالح غراییة ، مراجع سابق ، ص ٧٥-٧٧ .
- *Broyles J., I. Cooper and S. Archer, op. Cit., pp.121-122.*
- *Lee, cheng F., Financial analysis and planing : Theory and Application, Addison-Wesley publishing Company, Inc., 1985, PP. 1-7.*

الفصل الرابع

إدارة الأصول

- الأهداف التعليمية :

١/٤ - إدارة النقديّة .

٢/٤ - إدارة الاستثمارات قصيرة الأجل .

٣/٤ - إدارة الذهـم .

٤/٤ - إدارة المخزون السلعـي .

٥/٤ - إدارة الأصول الثابتـة .

الفصل الرابع

إدارة الأصول

الأهداف التعليمية :

يهدف هذا الفصل إلى إعطاء فكرة عامة عن إدارة رأس المال المستثمر بمكوناته المختلفة من الأصول المتداولة والثابتة ، وكيفية تشغيل ، وإدارة كل عنصر من عناصره بشكل فعال لضمان السيولة في المنشأة من جهة ، وعدم تراكم الأموال في هذه العناصر من جهة أخرى .

وسيكون التركيز الأساسي في هذا الفصل على العناصر التالية :

- ١/٤ – إدارة النقدية .
- ٢/٤ – إدارة الاستثمارات قصيرة الأجل .
- ٣/٤ – إدارة الديون .
- ٤/٤ – إدارة المخزون الساعي .
- ٥/٤ – إدارة الأصول الثابتة .

١/٤ - إدارة النقدية

تتمثل العناصر الأساسية لإدارة النقدية والأوراق المالية المتداولة في كل من أهداف إدارة النقدية والأساليب الإدارية المتبعة لاستغلالها وكيفية إنجاز ذلك ، وفيما يلى توضيح لهذه العناصر :

١/٤ - أهداف إدارة النقدية

ت تكون نقدية المشروع من الودائع تحت الطلب والنقود الواجب الاحتفاظ بها إما لدافع الاحتياط والطوارئ ، أو لتسديد بعض المصاريف التشغيلية اليومية ، وقد يكون عامل المضاربة دافعا لاحتفاظ بالأرصدة النقدية . وتنقاوت كمية النقدية الواجب الاحتفاظ بها من مشروع لآخر حسب طبيعة الأعمال للمشروع ، والعرف التجارى السائد من حيث كيفية البيع والشراء ، ولذلك فالنقدية مؤشر جيد لمبيعات المشروع وحسن إدارته . ومن هنا يبدو مدى أهمية إدارة النقدية كعامل مهم فى العملية الإدارية الشاملة للمشروع ، وتشمل أهداف إدارة النقدية ما يلى :

١/١/١ - الوفاء بالالتزامات النقدية في المواعيد المحددة .

٢/١/٤ - تخفيض الأرصدة النقدية المعطلة .

ويلاحظ مدى تعارض هذين الهدفين من حيث أن سداد الالتزامات النقدية قد يعنى الاحتفاظ ببعض الأرصدة النقدية لحين استخدامها ، وهو ما يتعارض مع الهدف الآخر لإدارة النقدية . ومن ثم يصبح على إدارة النقدية واجب التوفيق بين هذين الهدفين المتعارضين ، وفيما يلى توضيح لطبيعة هذين الهدفين قبل بيان كيفية التوفيق بينهما :

١/١/٤ - سداد الالتزامات النقدية

تواجه المنشأة التزامات مالية باستمرار وبشكل عادى نتيجة لعمليات الشراء من الموردين ، أو لدفع الأجر والمرتبات وغير ذلك من الالتزامات المطلوب سدادها طوال الحياة الإنتاجية للمنشأة ، كما يوجد تدفقات واردة ومستمرة تحصل عليها المنشأة من المبيعات والذمم المدينة وغيرها . ومن ثم ، فالنقدية تعتبر خزانة يتم إمداده من مصادر التدفقات النقدية الواردة ، كما يتم تسرب النقدية منه من خلال التدفقات النقدية الصادرة . ولتحقيق الهدف الأول لإدارة النقدية والخاص بسداد الالتزامات النقدية المستحقة في مواعيدها – يستلزم

الأمر ضرورة توفير المبالغ اللازمة لسداد هذه الالتزامات ، وبالطبع ترجع أهمية توفير هذه المبالغ للأسباب التالية :

- تقادى احتمالات تعرض المنشأة لحالات العسر المالي ، وعدم القدرة على الوفاء بالالتزامات النقدية .
- تحسين صورة المنشأة أمام البنوك والموردين ، مما يزيد من ثقة هذه الأطراف تجاه المنشأة .
- الحصول على الخصم التجارى فى حالة الوفاء بالالتزامات النقدية خلال المدة المقررة فى شروط البيع ، فإذا كان شرط البيع هو ١٥/٥ صافى ٤٠ يوما ، فهذا معناه أن المنشأة تستطيع الحصول على خصم ٥٪ إذا قامت بسداد المبلغ خلال ١٥ يوما مع العلم بأن كامل المبلغ يستحق خلال ٤٠ يوما .
- اقتناص بعض الفرص التجارية والتى قد تطرأ فجأة .

٢/١/٤ - تخفيض الأرصدة النقدية المعطلة :

يمثل احتفاظ المنشأة بأرصدة كبيرة زيادة فى التكاليف ، ولذلك إذا ما قررت المنشأة الاحتفاظ بأرصدة نقدية كبيرة ، فإن ذلك يحرمنها من عوائد هذه الأرصدة إذا ما تم استثمارها فى أمور أخرى . وبذلك يصبح الهدف الأساسى لإدارة النقدية هو التوصل لأفضل مستوى للأرصدة النقدية ، والذى لا يترتب عليه أى تعطيل للأموال .

٢/١/٤ - إدارة النقدية :

يتوقف نجاح أساليب إدارة النقدية على معدل دوران النقدية ، ودورة النقدية بالمنشأة . وتعبر الدورة النقدية (Cash cycle) عن المدة التى تنتقضى بين استخدام النقدية لشراء المواد الخام ، وصنع السلع الجاهزة منها بقصد بيعها إلى العملاء الذين يقومون بدورهم بدفع أثمانها إلى المنشأة . وعندما يتم تحويل هذه السلعة إلى نقدية ، فإن الدورة تكون قد اكتملت . أما دوران النقدية Cash Turnover فيعني عدد المرات التى يتم فيها الاستخدام النقدى فى السنة ، وتحتوى الدورة النقدية عدة مراحل متتالية (كما أشرنا) تتحول فيها المواد الخام إلى نقدية ، وهى :

- مرحلة شراء المواد الخام .
- مرحلة استلام المواد ودفع ثمنها .
- مرحلة تنصيب المواد وبيعها للعملاء .
- مرحلة استلام الثمن نقداً أو على الحساب .

ومن الملاحظ أن سيطرة المنشأة على المرحلتين الأولى والثانية تكون قليلة لكونها تخضع لظروف واعتبارات الموردين في كثير من الأحيان ، أما بالنسبة للمرحلتين الثالثة والرابعة ، فيتم تحديد سرعتها حسب سياسة المخزون السلعى ، وشروط البيع التي تحددها المنشأة . وفيما يلى مثال يوضح كيفية حساب كل من دورة النقدية ، ومعدل دورانها .

مثال رقم (١)

تدفع إحدى المنشآت قيمة ما تشتريه من الموردين خلال مدة ٤٠ يوماً ، وتسمح هذه المنشأة لعملائها بالشراء الأجل والدفع خلال مدة ٨٠ يوم . إلا أنه لوحظ من التجارب السابقة للمنشأة قيامها بسداد ديونها خلال فترة مدتتها ٤٢ يوماً ، وتقوم بتحصيل ديونها من العملاء بعد ٩٠ يوماً . هذا بالإضافة إلى أن عملية تحويل المواد الخام المشتراء إلى مواد خام جاهزة للبيع تستغرق مدة ١٠٠ يوماً ، فما دورة النقدية في المنشأة ومعدل دورانها ؟ .

(الحل)

$$\text{الدورة النقدية} = 100 \text{ يوم} + 90 \text{ يوما} - 42 \text{ يوما} = 148 \text{ يوما} .$$

$$\text{معدل دوران النقدية} = \frac{\text{عدد أيام السنة (٣٦٠ يوما)}}{\text{الدورة النقدية (١٤٨ يوما)}} = \frac{2,4}{2} = 2 \text{ مرة تقريباً}$$

وبالطبع إذا ما ارتفع معدل الدوران ، قلت حاجة المنشأة إلى النقدية ، حيث أن سرعة دوران النقدية تزيد من سيولة المنشأة . وهذا يستوجب عليها أن تزيد من سرعة الدوران للاستفادة من هذه الميزة . ولكن من الأفضل الاحتفاظ بحد أدنى من الأرصدة النقدية لمواجهة الاحتياطات التشغيلية . ويمكن تقدير هذا الحد في المنشأة بقسمة المصروفات النقدية السنوية على معدل دوران النقدية . فإذا كانت المصروفات النقدية السنوية ٢٢٠,٠٠٠ جنيهها مثلاً ، ومعدل دوران النقدية هو

مرتان كما في المثال السابق ، فإن الحد الأدنى من الأرصدة النقدية يكون عبارة عن :

$$\text{الحد الأدنى للأرصدة النقدية} = \frac{٢٢٠,٠٠٠}{٢} = ١١٠,٠٠٠ \text{ جنيهها}$$

ومن الناحية العملية إذا كان لدى المنشأة أرصدة نقدية في بداية السنة مقدارها ١١٠,٠٠٠ جنيه - فمعنى هذا أنه باستطاعتها سداد التزاماتها في مواعيد استحقاقاتها ، وبالتالي سوف لا تلجأ المنشأة إلى الاقتراض . ونظرا لأن الاحتفاظ بحد أدنى من الأرصدة النقدية يكون له تكلفة معينة ، فإن هذه التكلفة تعادل تكلفة الفرصة البديلة المفقودة كنتيجة لاحتفاظ المنشأة بهذه الأرصدة بدلا من استثمارها في الأجل القصير . وبفرض أن المنشأة قد استثمرت هذه الأرصدة وحققت عائدا مقداره ٤% ، فإن تكلفة الاحتفاظ بالحد الأدنى من الأرصدة النقدية هي ٤٠٠ جنيه (٤٠٠ × ١١٠,٠٠٠ جنيه) .

وفي ضوء ما سبق ، فإن استراتيجية إدارة النقدية تهدف إلى تخفيض الحد الأدنى من الأرصدة النقدية المطلوبة ، ومن هذه الأساليب ما يلى :

٤/١- تمديد فترة سداد حسابات الذمم الدائنة .

٤/٢- إدارة المخزون والإنتاج بشكل فعال .

٤/٣- الإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة .

٤/٤- إدارة النقدية بشكل فعال .

وفيما يلى توضيح هذه الأساليب :

٤/١- تمديد فترة سداد حسابات الذمم الدائنة :

يعنى أن تقوم المنشأة بدفع التزاماتها للغير بوقت متأخر وبدون الإساءة إلى سمعتها المالية ، ولكن عليها أيضا أن تستغل الخصم النقدي إذا كان ذلك متاحا . وما لا شك فيه أن تأخير مدفوعات المنشأة يؤدي إلى تخفيض حجم الأرصدة النقدية المطلوبة ، ومن ثم تخفيض التكلفة . وفي مثالنا السابق ، إذا افترضنا أن المنشأة تستطيع مد سداد حساباتها الدائنة إلى ٥٠ يوما بدلا من ٤٢ يوما فإن دورة النقدية سوف تقل بمقدار ٨ أيام وتصبح ١٤٠ يوما (١٠٠ يوم + ٩٠ يوما - ٥٠ يوما) بدلا من المدة الأولى وهي ١٤٨ يوما .

كما أن تخفيض مدة الدورة النقدية سوف يؤدي إلى زيادة معدل دوران النقدية من ٢ مرة تقربياً إلى ٣ مرات تقربياً أي ناتج ($360 \text{ يوما} \div 140 \text{ يوما}$) ، وهذا بدوره سيؤدي إلى تخفيض الحد الأدنى للأرصدة النقدية من ١١٠,٠٠٠ جنيه إلى ٧٣,٣٣٣ جنيه ($110,000 \div 3 = 220,000$) . أي أن الحد الأدنى لهذه الأرصدة قد انخفض بمقدار ٣٦,٦٦٧ جنيه ، وعلى افتراض أن تكلفة الفرصة البديلة هي ٤% ، أي أن المنشأة تستطيع استغلال هذا المبلغ بعائد قدره ٤% ، وبذلك سيكون هناك وفر مقداره ١٤٦٧ جنيه تقربياً ($3667 \times 4\%$) .

٤/١/٢- إدارة المخزون والإنتاج بشكل فعال :

يؤدي إدارة المخزون السلعي والإنتاج بشكل جيد إلى تخفيض الحد الأدنى للأرصدة النقدية الالزمة للأغراض التشغيلية ، ومن ثم تخفيض تكلفة الإنتاج وذلك من خلال زيادة معدل دوران هذا المخزون . وإذا افترضنا في المثال السابق ، أنه بمقدور المنشأة الاحتفاظ بالمخزون لمدة ٨٥ يوماً بدلاً من ١٠٠ يوماً ، فإن نتيجة ذلك ستؤدي إلى تخفيض دورة النقدية بمقدار ١٥ يوماً وذلك من ١٤٨ إلى ١٣٣ يوماً . كما أن دوران النقدية سيزداد نتيجة لذلك إلى ٣ مرات تقربياً ($360 \text{ يوما} \div 133 \text{ يوما}$) عن المستوى الأول وهو ٢ مرة تقربياً . وعليه ، فإن زيادة دوران النقدية سيفل من حجم الأرصدة النقدية من ١١٠,٠٠٠ جنيه إلى ٧٣,٣٣٣ جنيه ($110,000 \div 3 = 220,000$) ، وبلغ الوفر في النقدية ٣٦٦٦٧ جنيه ، ويتحقق ربحاً قدره ١٤٦٧ جنيه إذا ما تم توظيفه بعائد ٤% .

٤/١/٣- الإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة :

هناك أكثر من وسيلة للضغط أو لترغيب عملاء المنشأة على دفع ما عليهم من مستحقات لها ، وذلك بشرط أن لا تؤثر هذه الوسائل على المبيعات في المستقبل . وللوضيح أثر الإسراع في تحصيل الذمم المدينة ، نفترض أن معدل فترة التحصيل في المثال السابق قد انخفض من ٩٠ إلى ٧٠ يوماً ، فإن هذا سيؤثر على دورة النقدية بالانخفاض إلى ١٢٨ يوماً بدلاً

من ١٤٨ يوما ، كما أن دوران النقدية سيزداد بالتباعية إلى ٣ مرات تقريبا (٣٦٠ يوما ÷ ١٢٨ يوما) . وكذلك فإن الحد الأدنى للأرصدة النقدية سيتغير من ١١٠,٠٠٠ جنيه إلى ٧٣,٣٣٣ جنيه (٢٢٠,٠٠٠ جنيه ÷ ٣) ، وهذا يوفر مبلغاً قدره ٣٦٦٦٧ جنيه ، والذي سيؤدي إلى توفير في التكلفة قدره ١٤٦٧ جنيه تقريبا (٣٦٦٦٧ × ٠,٠٤) . وهكذا يلاحظ أنه إذا انخفضت فترة التحصيل بمقدار ٢٠ يوما ، فسيؤدي ذلك إلى سلسلة من المتغيرات الإيجابية التي تؤدي بدورها إلى تخفيض التكلفة على المنشأة .

٤/٢/٤ – إدارة النقدية بشكل فعال :

يمكن للمنشأة الجمع بين الأساليب السابقة لتحقيق درجة عالية من الكفاءة في إدارة النقدية . وبفرض أن المنشأة في المثال السابق قامت وفي نفس الوقت بزيادة فترة الدفع للحسابات الدائنة لمدة ١٥ يوما ، وبنقل فترة الاحتفاظ بالمخزون ٢٠ يوما ، وعجلت في تحصيل حسابات الذمم المدينة ووفرت ٢٥ يوماً – فإن النتيجة ستصبح كما يلى :

-دورة النقدية ستنقص بمقدار :

٨٨ يوماً (١٤٨ يوماً – ١٥ يوماً – ٢٠ يوماً – ٢٥ يوماً)

-دوران النقدية سيزداد معدله إلى ٤ مرات (٣٦٠ يوما ÷ ٨٨ يوما) .

-الحد الأدنى للأرصدة النقدية سيصل إلى ٥٥,٠٠٠ جنيه (٢٢٠,٠٠٠ جنيه ÷ ٤ مرات) ، أي يوفر يبلغ ٥٥,٠٠٠ جنيه . وبفرض أن معدل العائد هو ٤% ، فسيكون مجموع الوفر في التكلفة هو ٢٢٠ جنيه (٤% × ٥٥,٠٠٠ جنيه) .

٣/١/٤ – أساليب إدارة النقدية :

هناك أكثر من طريقة لتخفيض الأرصدة النقدية المطلوب الاحتفاظ بها ، وفيما يلى بيان لبعض الأساليب الهدافة للإسراع بتحصيل حسابات الذمم المدينة والإبطاء في عملية صرف النقدية :

٤/٣/١/٤ – الإسراع في تحصيل حسابات الذمم المدينة :

تستطيع المنشأة من خلال إدارة جيدة للنقدية الإسراع بالتدفقات النقدية الواردة عن طريق تخطيط زمنى معين ، ووسائل متعددة لتحقيق ذلك . وهناك ثلاثة أساليب يمكن استخدامها ، وهى :

- ١- تشجيع العملاء للشركة على الدفع بأسرع وقت .
- ٢- تحويل الشيكات المستلمة من العملاء بأسرع وقت إلى نقدية ، أى صرفها .
- ٣- الإبطاء فى صرف النقدية .

وفىما يلى توضيح لهذه الأساليب الثلاثة :

١- تشجيع العملاء على الدفع السريع :

يتحقق ذلك من خلال قيام المنشأة بإرسال فواتير المشتريات إلى العملاء بأسرع وقت ، كما أن الإدخال للأجهزة المتقدمة مثل الحاسوبات الإلكترونية من شأنه الإسراع بعملية إرسال الفواتير ومتابعة المدفوعات من العملاء بشكل تلقائى . وهناك وسائل أخرى يمكن اتباعها ، مثل اغراءات الدفع العاجل عن طريق الخصم المسموح به كنسبة مؤدية من قيمة المشتريات التى يستطيع العملاء توفيرها إذا ما دفعوا حساباتهم نقداً أو خلال فترة قصيرة .

٢- تحويل الشيكات إلى نقدية سريعة :

العبرة فى تحصيل الشيكات تكمن فى التحصيل الفعلى لقيمة الشيك ، وعليه فإن تحصيل الشيكات وتحويلها إلى نقدية يمر بعدة مراحل ، هى :

الأولى ← وهى الفترة ما بين كتابة الشيك ، ووصوله إلى المنشأة سواء من خلال البريد أو باليد .

الثانية ← وهى عملية وضع الشيك فى حساب المنشأة لدى البنك

الثالثة ← وهى عملية التحصيل الفعلى لقيمة الشيك . وبالطبع فى إمكان المنشأة اتخاذ بعض الإجراءات التى تساعد على الإسراع بتلك المراحل ، ومن هذه الإجراءات اعتماد مبدأ الالامركزية فى تحصيل حسابات الذمم بحيث يقوم كل فرع من

فروع المنشأة بتحصيل ماله من ديون على الغير ، وذلك بدلا من الاعتماد على الفرع الرئيسي للقيام بهذه المهمة . وفي ضوء ذلك يقوم العملاء بإرسال شيكاتهم لأقرب فرع لهم ، حيث يتم إرسالها إلى الفرع الرئيسي يوميا . وهناك أيضا إجراء آخر يمكن استخدامه للإسراع بتحصيل أموال المنشأة يسمى بالتركيز البنكي ، بمعنى أن تتعامل المنشأة بمختلف فروعها مع بنك واحد ، ويمكن مطالبة العملاء بتسديد حساباتهم بواسطة إيداع الشيكات في أحد فروع هذا البنك القريب منهم . ويتميز هذا الإجراء بأنه إذا قام العملاء بإيداع شيكاتهم في نفس البنك الذي تتعامل معه المنشأة ، فإن عملية تجميع الأرصدة تصبح مسألة سهلة وسريعة . وعلاوة على ذلك هناك إجراء أخير يتلخص في احتفاظ المنشأة بصندوق بريد في كل الأماكن التي يتواجد فيها العملاء ، بحيث يتم إرسال مدفوعاتهم لهذه الصناديق . وعلى المنشأة عقد اتفاق خاص مع البنك لكي تقوم بتجمیع الشيكات التي تصل لصناديق البريد وإيداعها في حساب المنشأة ، كما يتميز هذا الأسلوب بتوفیر النفقات المتعلقة بالتحصيل ، كما يتميز بالسرعة حيث يختصر البنك مرحلة من مراحل صرف الشيكات ، وهي المرحلة التي تختص بتحصیل المنشأة للشيكات وإيداعها . وعلى كل ، يمكن لإدارة المنشأة عمل المقارنات اللازمة للاختيار من بين هذه الأساليب على أساس التكلفة ، والسرعة ، ثم اختيار الأنساب منها .

٣ - الإبطاء في صرف النقدية :

هناك عدة طرق لاستخدام أسلوب الإبطاء في عملية صرف النقدية ،

ومنها :

١/٣ - تجنب الدفع المبكر . ٣/٣ - الدفع عن طريق الشيكات .

٢/٣ - مركزية الصرف . ٤/٣ - المستحقات .

وفيما يلى توضیح هذه الطرق :

١/٣ - تجنب الدفع المبكر .

فى حالة قيام المنشأة بشراء المواد من الموردين تحت شروط بيع معينة - ينصح بأن تقوم هذه المنشأة بدفع حساباتها فى آخر فرصة ممكنة . فمثلاً إذا كانت شروط البيع (١٥/٣ - صافى ٢٠ يوماً) - فهذا معناه حصول المنشأة على خصم يبلغ ٣% إذا قامت بسداد حساباتها خلال ١٥ يوماً . إلا أنه فى حالة عدم رغبة المنشأة فى الحصول على هذا الخصم ، فيمكنها دفع المبلغ فى آخر المدة المسموح بها وهى ٢٠ يوماً . ولا تحصل المنشأة على أية مزايا إذا قامت بدفع المبلغ بعد نفاذ المدة المحددة ، ومن ثم عليها دفع حساباتها فى آخر يوم من تلك المدة .

٢/٣ - مركزية الصرف :

وتعنى طريقة الصرف المركزى ، والتى تختص بعملية صرف النقية بالمركز الرئيسي للمنشأة ، ومن حساب صرف موحد . وأهم ما يميز هذه الطريقة هو الوقت الذى يمر بين تقديم طلب الحصول على النقية وعملية الصرف الفعلية ، إلا أنها تتصف بعد المرونة خاصة فى الظروف الطارئة .

٣/٣ - الدفع عن طريق الشيكات :

ويقصد بهذه الطريقة أن يكون باستطاعة المنشأة استعمال النقية فى الفترة المحصورة ما بين تحرير الشيك وصرفه ، وتسمى هذه الفترة بالفترة العائمة للشيك ، حيث تمثل هذه الفترة الفرق بين رصيد المنشأة فى البنك ورصيدها فى دفاترها المحاسبية ، وهذا الاختلاف مرجعه التأخير فى تقديم الشيك للبنك وصرفه فعلياً . وقد تقوم المنشأة أيضاً بكتابة الشيكات للموردين حتى ولو لم يكن لديها رصيد يكفى فى البنك لمدة زمنية قصيرة ، وتعتمد فترة التحصيل على بعد الجغرافى بين صاحب الشيك والمسحوب عليه ، كما تعتمد على مدى كفاءة الجهاز المصرفى الموجود .

٤/٣ - المستحقات :

وتعنى المطلوبات المتداولة وال التى تمثل مشتريات أو خدمات استلمتها المنشأة دون أن تدفع قيمتها مثل الرواتب والأجور المستحقة للموظفين بالمنشأة ، وهى تمثل خدمات قام بها الغير لصالح المنشأة وتعتبر مستحقة الدفع آخر الشهر ، أى أن هناك مدة زمنية ما بين تقديم الخدمة (أو استلام البضاعة) وعملية الدفع النقدى . وكلما طالت هذه المدة ، أمكن للمنشأة التصرف بالنقديه المتاحة على اعتبار أنها تمويل خالى من التكالفة .

وبالطبع كلما زادت هذه المدة ، انخفض الحد الأدنى للأرصدة النقديه المطلوب الاحتفاظ بها . فإذا دفعت المنشأة الرواتب والأجور شهريا ، فهذا يعطىها الفرصة لاستعمال النقديه خلال الشهر . بينما إذا دفعت المنشأة هذه الرواتب أسبوعيا ، فإن إمكانية التصرف بالنقديه تكون محدودة للغاية . ومن ثم تستطيع المنشأة أن تغير من مواعيد الدفع ليتناسب مع احتياجاتها النقديه . وما ينطبق على المرتبات والأجور ينطبق أيضا على الإيجارات والضرائب ، وإن كانت إمكانية استغلال الوقت محدودة بسبب القيود القانونية التى تلزم الدفع خلال مدة محددة فى أغلب الأحيان .

٤/ إدارة الاستثمارات قصيرة الأجل :

الاستثمارات قصيرة الأجل أو الاستثمارات المؤقتة كما يطلق عليها البعض ، هى تلك الاستثمارات التى تخطط المنشأة لبيعها بعد فترة قصيرة من شرائها ، وعادة ما يكون عنها عائد ضئيل . ومن أمثلتها أذون الخزانة ، والأوراق المالية التى تصدرها الحكومة ، وشهادات الإيداع التى يتحدد تاريخ استحقاقها بالتفاوض مع البنك ، وال التى يسهل التصرف فيها بالبيع عند الحاجة .

وتحتفظ المنشأة بهذه الاستثمارات استجابة لمتطلبات النشاط ، ونقصد بها أن التدفقات الدخلة قد تزيد عن الخارجى فتحتفظ المنشأة بالفرق بينهما فى شكل أوراق مالية يتولد عنها عائد ، كما يمكن تحويلها إلى نقديه عند الطلب ، وكذلك يمكن استخدامها لتحقيق دافع المضاربة ، فقد ترتفع أسعار هذه الأوراق المالية فى

البورصة ، فتقوم المنشأة ببيعها لتحقيق أرباح حيث تباع بسعر أعلى من سعر شرائها .

وللإدارة هذه الاستثمارات قصيرة الأجل - فإن المنشأة تقوم بالمقارنة بين عدة أنواع من الاستثمارات المؤقتة أو قصيرة الأجل ، من خلال استخدام عدة أسس من أهمها :

١/٢/٤ – معيار المخاطر :

حيث تتعرض هذه الاستثمارات للمخاطر المختلفة مثل مخاطر الفشل في سداد أصل الاستثمار أو الفوائد في تاريخ استحقاقها ، فمثلاً إذا اشترت المنشأة أسهماً ممتازة معينة فإن حصولها على العائد على هذه الأسهم وقيمة هذه الأسهم يتوقف على مدى قوة المركز المالي للشركة التي طرحت هذه الأسهم في السوق ، وبالتالي تتراوح الأوراق المالية من حيث تعرضها للمخاطر تبعاً للجهة أو المنشأة التي تصدرها . بمعنى أن أذون الخزانة تعد أفضل البديل من حيث المخاطر لأنها مضمونة من الحكومة ، بينما تزداد احتمالات المخاطر في الأنواع الأخرى من الاستثمارات المؤقتة .

وهناك أيضاً مخاطر تغير سعر الفائدة السائد في السوق ، حيث يؤثر التغير في سعر الفائدة السائد على القيمة السوقية للأوراق المالية ذاتها ، وهناك نلاحظ أيضاً أن أذون الخزانة تعتبر أقل الأوراق المالية تعرضاً لمخاطر التغير في سعر الفائدة السائد في السوق .

وهناك مخاطر أخرى تتمثل في المخاطر التسويقية ، ويقصد بها الفترة الزمنية اللازمة لتحويل الاستثمار إلى نقدية ومقدار الخسائر الناجمة عن ذلك ، بمعنى أنه عند تحويل شهادة ادخار إلى نقدية من أحد البنوك ، فإنه عادة ما يستغرق وقتاً بالإضافة إلى احتمال قيام البنك بخصم جزء من قيمة أصل هذه الشهادة نتيجة لسحب الشهادة قبل الموعد المحدد لها . ونفس الأمر يحدث مع المنشآت ، بمعنى أن المنشأة إذا كانت تحتفظ بشهادات إيداع واضطررت لسحبها ، فإنها غالباً ما تخسر جزءاً من أصل الاستثمار (القيمة الأصلية للشهادة) . وتتنوع الاستثمارات المؤقتة من حيث عرضها للمخاطر التسويقية .

، وأكثر هذه الأنواع تعرضاً للمخاطر التسويقية هو شهادات الإيداع
كما قلنا من قبل .

٢/٢/٤ – معيار العائد :

يتناسب معدل العائد الناتج من الأوراق المالية أو الاستثمارات قصيرة الأجل تتناسب طردياً مع المخاطرة ، فكلما زادت المخاطر التي ينطوى عليها الاستثمار كلما زاد معدل العائد المطلوب على هذا الاستثمار .

ويلاحظ أننا حددنا أغراض الاستثمار في الأوراق المالية وغيرها من الاستثمارات المؤقتة ، بأنه لمقابلة احتياجات المنشأة المتعلقة بالسيولة ومواجهة الاحتياجات المتمثلة في انخفاض التدفقات الداخلة عن التدفقات الخارجية . ولذلك فإن هدف الربح أو تحقيق عائد من وراء الاستثمارات القصيرة الأجل يعتبر هدف ثانوي ، وكل ما هناك أننا نحتاط ضد الأنواع المختلفة من المخاطر لنحافظ على أصل الاستثمار ، بالرغم من تسلينا بأهمية تحقيق عائد من وراء الاستثمارات قصيرة الأجل كلما كان ذلك ممكناً .

ولكن يجب أن نكون أكثر تحديداً ، بمعنى أنه إذا تساوت المخاطر التي تتضمنها الاستثمارات قصيرة الأجل فكيف نفضل بينها ؟ . والعكس بمعنى أنه إذا تساوى العائد المحقق من وراء الاستثمارات قصيرة الأجل المختلفة فما هو التصرف إذن ؟ .

ونقول كقاعدة عامة أنه في الحالة الأولى ، وهي حالة تساوى المخاطر فإنه يفضل أن نختار بين أنواع الاستثمارات قصيرة الأجل على أساس العائد . والعكس في حالة تساوى العائد ، حيث نختار على أساس أقلها من حيث المخاطر المرتبطة به .

ويلاحظ بصفة عامة أنها بالرغم من أن النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل تتساوليان من حيث تأثيرها على مركز المنشأة من حيث السيولة ، فإن الاستثمار قصيرة الأجل تتميز عن النقدية من حيث أنه يتولد عنها عائد يضاف إلى أرباح المنشأة ، بالرغم من أن هذا العائد لا يعتبر الهدف الأساسي من وراء هذه الاستثمارات .

٣/٤ - إدارة الذمم :

تختلف أهمية الذمم من منشأة لأخرى وكذلك من صناعة لأخرى، ففي الكثير من الشركات التي تعمل في أغلب قطاعات النشاط التجاري ، نجد أن الحسابات المدينة وأوراق القبض تزيد في الأهمية عن النقدية والاستثمارات المؤقتة . ولكن هذا لا يمنع من أن الذمم قد تكون غير مهمة بالمقارنة بالأصول الأخرى في حالة المشروعات التي تمنح القليل من الائتمان ، أو التي لا تمنح ائتمانا بالمرة . فالكل يعرف أن البعض من المشروعات قد يتسع في البيع الآجل ، بينما يقتصر البعض الآخر على البيع النقدي ، بل وأكثر من ذلك فإن هناك بعض المنشآت التي تقوم بتحصيل قيمة خدماتها قبل تقييمها .

وكما هو الحال بالنسبة للنقدية فمن الأهمية بمكان لا نسمح بتجمیع تراكم مقادير زائدة عن اللازم من الأموال في خزان الذمم ، ولكن بالإضافة لذلك سنقابل مشكلة أخرى في أننا سنواجه بصفة مستمرة خطرا يتعلق بفشل بعض عمالئنا وتوقفهم عن الدفع ، وما ينتج عن ذلك من خسارة في الأموال المستثمرة في هذه الذمم ، وبالتالي نجد أنه بالإضافة إلى الخسارة في القوة الإيرادية التي تحدث بسبب السماح بتجمیع مقادير زائدة عن اللازم في الذمم من حسابات مدينة وأوراق قبض ، يوجد خطر آخر وهو الخسائر المباشرة الناتجة عن عدم مقدرتنا على تحصيل الأموال التي في ذمة بعض العملاء ، ويمكن إدارة الأموال الممثلة في الذمم من خلال :

٤/٣ - التحكم في مستوى الذمم :

يمكننا أن نتحكم في مقادير ذممنا إلى حد كبير عن طريق تحديد بعض الشروط العامة المعينة لنشاطنا البيعي ، فمثلا إذا حددنا شروط الدفع " صافي ٣٠ يوما " كان معنى ذلك أننا نستبعد آليا كل هؤلاء العملاء الذين يرغبون في " صافي ٦٠ يوما " ، أو أي فترة زمنية أطول . ومن ثم فمتى وضعنا شروطا معينة للائتمان الذي نزمع منحه ، نكون قد حددنا في الوقت نفسه السوق أو الميدان الواسع الذي نرغب في التعامل معه ، وتبقى أمامنا مهمة الاختيار من بين طلبات الائتمان الفردية التي تصلنا من هذا العدد

الكبير من العملاء الذين يرغبون ويعتقدون في مقدرتهم على مقابلة شروطنا الائتمانية ، وسنعالج هذه المهمة الأخيرة تحت عنوان إجراءات تقييم طلبات الائتمان .

وبدون شك ، قد لا تحتاج إلى منح الائتمان بالمرة . وتقدم المجمعات الاستهلاكية أفضل مثال عن المشروعات التجارية التي تدار على أساس نقدى ، ولكن كيف يمكن لهذه المنظمات أن تتنافس مع متاجر التجزئة الأخرى التي تمنح الائتمان ؟ . أن المجمعات تحاول تعويض هذا النقص (عدم منح ائتمان) عن طريق تخفيض أسعارها ، وعرض التشكيلات المتنوعة من السلع لاختيار المواقع الجديدة . والمنشآت في القطاعات الأخرى قد تقابلها بآدلة مماثلة رغم أن العادة والمنافسة قد يحدا من حرية المنشأة في اتخاذ القرار الخاص بمنح ، أو عدم منح الائتمان . وعند اتخاذ القرار يجب الموازنة بين صافي الإيرادات التي يمكننا الحصول عليها من وراء مبلغ يعادل الأموال التي قد تستثمر في الذمم ، وبين تكاليف الخدمات التي نقدمها عند عرض منح الائتمان . وقد تجد الشركات الصغيرة ذات المركز المالي الضعيف نفسها غير قادرة على منح الائتمان ، بالرغم من أن هذه السياسة ستؤدي دون شك إلى إيرادات منخفضة . ومرة أخرى نجد أن كلما ضعف مركزنا المالي ، كلما انخفضت حرية الإدارة في العمل .

إذا قررنا منح الائتمان ، فإننا سنواجه مسألة اختيار مدة الائتمان ، وحجم الخصم النقدي الذي نسمح به عند السداد المبكر ، وتتعدد هذه الشروط عادة بواسطة ما جرى عليه العرف في الصناعة . ولذا فإن الانحراف في هذه الشروط يجب تبريره ببعض العوامل المعاوضة ، فمثلاً إذا كانت سلعتنا ذات جودة منخفضة ، فما زال في إمكاننا العثور على مشترين وذلك عن طريق منحهم شروطاً سهلة غير عادية ، أو قد نقل من سهولة هذه الشروط بواسطة التسليم السريع مع قبول الطلبات الصغيرة التي لا يقبلها المنافسون ، أى باختصار تعتبر شروط الائتمان جزءاً لا يتجزأ من السلع والخدمات التي نعرضها على عملائنا . والشروط السهلة لها تكلفة نظراً لما يتربّ عليها من تراكم الأموال في خزائن الذمم ، مما قد يؤدي إلى الخسائر

الناتجة عن الديون المعدومة . وبالتالي يجب الموازنة بين هذه النفقات ، وبين تكاليف الوسائل الأخرى التي يمكن استخدامها لاجتذاب العملاء .

ومتى حددت الإدارة دور الائتمان فيما تعرضه من سلع وخدمات ، فإن تأثير المدير المالي على مستوى الديم يكون صغيراً نسبياً . فمستوى خزائن الديم سيرتفع وينخفض تبعاً للمبيعات الآجلة ، وتتغير المبيعات الآجلة بدورها مع تغيرات المستوى العام للنشاط التجارى ، ومع تغيرات نسبة المبيعات الآجلة إلى المبيعات النقدية . ويمكننا تقييد التدفق الداخل إلى خزائن الديم عن طريق رفض بعض طلبات الائتمان ، كما يمكننا زيادة سرعة تحويل الديم إلى نقدية بواسطة الأساليب الهجومية المتشددة للتحصيل ، ولكن مثل هذه الإجراءات سيكون وقوعها على مستوى الديم محدوداً ، ولا يمكن مقارنته بالتأثير الناتج عن القرارات الأولية والجوهرية الخاصة بالشروط التي على أساسها سيمتثل الائتمان ، والمعايير الشاملة للائتمان التي ستطبق .

٢/٣/٤ - إجراءات تقييم طلبات الائتمان :

تتضمن إجراءات التقييم لطلبات الحصول على الائتمان (الشراء على الأجل لمنتجات المنشأة) الخطوات التالية :

١/٢/٣/٤ - الحصول على معلومات عن العميل .

٢/٢/٣/٤ - تحليل المعلومات للتأكد من قدرة العميل ورغبته في السداد .

٣/٢/٣/٤ - اتخاذ القرار النهائي بشأن منح الائتمان من عدمه .

١/٢/٣/٤ - الحصول على المعلومات المرتبطة بالعميل :

تتضمن هذه الخطوة ضرورة حصول المنشأة على معلومات عن العميل تتعلق بالخصائص الآتية : شخصية العميل ، وطاقة العميل ، ورأس المال ، والرهونات التي يستطيع العميل تقديمها ، وأخيراً الظروف الاقتصادية ذات التأثير على قدرته على السداد .

١ - شخصية العميل :

ويقصد بها مدى رغبته في السداد خلال المواجهة المحددة ، ويمكن الحكم على ذلك من خلال طول الفترة المنقضية منذ إتمام صفقة

البيع وحتى تحصيل قيمتها . ويتحقق للمنشأة هذه المعلومات إذا كان قد سبق لها التعامل مع العميل ، أو من خلال المنشآت الأخرى التي سبق لها هذا العميل التعامل معها .

٢ - طاقة العميل :

وهي نوع من التقدير الشخصى على قدرة العميل على السداد فى المواجه المحددة ، ومن المؤشرات المفيدة فى هذا المجال تلك المرتبطة بتاريخ العميل فى النشاط الذى يمارسه ، وكفاءة وسمعة المديرين ، وأساليب وطرق ممارسة أوجه النشاط المختلفة . وقد تحصل المنشأة على هذه المعلومات من سجلاتها ، أو من سجلات المنشآت الأخرى ، أو من البنوك التجارية على أساس سلوك العميل فى سداد الفوائد وأصل القروض التى يحصل عليها من هذه البنوك .

٣ - رأس المال :

ويشير إلى المركز المالى للعميل كما توضحه القوائم المالية ، مثل قائمة الدخل والميزانية العمومية ، وأية قوائم أخرى يمكن أن تساعد فى هذا الشأن .

٤ - الضمانات والرهونات :

وتتمثل فى بعض الأصول المملوكة للعميل كالأوراق المالية والمخزون资料 ، والتى ينطوى تقديمها للمنشأة كضمان مقابل الائتمان التجارى الذى يحصل عليه . وبمقتضى الاتفاق مع العميل على ذلك ، يكون من حق المنشأة بيع تلك الأصول والحصول على مستحقاتها ، وذلك فى حالة تعذره عن السداد فى المواجه المحددة .

٥ - الظروف الاقتصادية :

وتعنى مدى تأثير الاتجاهات الاقتصادية المحيطة على مقدرة العميل على السداد ، ويمكن للبنك التجارى الذى تتعامل معه المنشأة ، أن يقدم لها المعلومات المفيدة عن حالات الرواج أو الكساد المتوقعة لبعض الأنشطة فى ظل هذه الظروف الاقتصادية السائدة أو المرتقبة .

٤/٣/٢ - تحليل القدرة المالية الائتمانية للعميل :

يمكن التعرف على قدرة العميل أو رغبته في السداد بتحليل المعلومات الخاصة بالفترة منذ إبرام الصفقة وحتى تحصيل قيمتها . ويستخدم في هذا أسلوب تحليل أعمار الحسابات المدينة ، والذى يصنف العميل ضمن ثلاث مجموعات هى : الأولى وتتضمن الذين يقومون بسداد قيمة الفاتورة خلال فترة الخصم وفق شروط الائتمان ، والثانية وتتضمن الذين يسددون بعد انتهاء فترة الخصم ولكن قبل انتهاء فترة الائتمان ، أم المجموعة الثالثة فتتضمن الذين يسددون بعد قضاء فترة الائتمان . فإذا تم تصنيف العميل المحتمل ضمن علاء المجموعة الأولى أو الثانية فهذا مؤشر على رغبة العميل وقدرته على السداد .

أما إذا تم تصنيفه ضمن علاء المجموعة الثالثة ، فقد يكون هذا مؤشرا على عدم رغبته وقدرته على السداد .

كما يمكن استخدام بعض مؤشرات النسب المالية للحكم على قدرة العميل على الوفاء بما عليه من مستحقات ، مثل المؤشرات المتعلقة بنسبة التداول ، ونسبة التداول السريعة ، ومتوسط فترة التحصيل ، ونسبة القروض إلى مجموعة الأصول ، وكذلك نسبة فترة السداد والتي يمكن حسابها كما يلى :

$$\text{فترة السداد} = \frac{\text{الدائنون} \times 360}{\text{قيمة المشتريات الآجلة}}$$

حيث أن الدائنون ، هم مجموعة أرصدة الموردين في دفاتر العميل . وتشير هذه النسبة إلى الفترة المنقضية منذ قيام العميل بالشراء وحتى قيامه بالسداد ، وبمقارنة هذه النسبة مع فترة الائتمان الممنوحة ، يمكن الحكم على مدى احتمال قيام العميل المرتقب بالسداد في المواعيد الملائمة . ومن الضروري أيضا اهتمام المنشأة بتحليل الرهونات المقدمة في ضوء نسبة الائتمان الممنوح لقيمة الأصل المرهون وسهولة التصرف فيه ، ومدى الهبوط المحتمل في قيمته عند بيعه . ولا شك أن اطمئنان المنشأة سيزيداد إذا ما كان الأصل المرهون يسهل تحويله للنقدية بسهولة .

كم يجب على المنشأة في هذا الصدد ألا تقتصر جهودها على تحليل البيانات الكمية ، بل عليها أن تهتم كذلك بالبيانات غير الكمية التي ترتبط بتاريخ العميل في نشاطه الذي يمارسه ، وتحليل شخصية المديرين وغيرها من البيانات .

وأخيرا هناك متغيران يحكمان جهود المنشأة في تجميع وتحليل هذه البيانات ، هما الوقت والتكلفة . فليس من المعقول أن تستغرق عملية جمع البيانات وتحليلها فترة طويلة ، إذ قد يؤدي ذلك إلى بحث العميل عن مصدر آخر للحصول على احتياجاته . كذلك ينبغي ألا تتفق المنشأة على عملية جمع البيانات وتحليلها نفقات كبيرة ، إذ يجب مقارنة هذه النفقات مع مقدار التخفيض المحتمل في الخسائر الائتمانية نتيجة المعلومات التي تم الحصول عليها .

٣/٢/٣/٤ – اتخاذ القرار النهائي بشأن منح الائتمان :

يتحدد قرار منح الائتمان بأحد الصور الثلاث التالية : القبول أو الرفض أو ضرورة الحصول على معلومات إضافية . وفي حالة كون أن المعلومات الإضافية المطلوبة للقرار غير اقتصادية ، فعلى الإدارة الاعتماد على خبرتها لوضع طلب العميل ضمن الطلبات المقبولة أو المرفوضة . وعن حالة قبول طلب العميل ، فالقرار يجب أن يشير إلى ما إذا كان هذا القبول مطلقاً أو مسروطاً . فالقبول المطلقاً يعني عدم وجود حد أقصى لحجم الائتمان الممنوح للعميل ، أما القبول المشروط فمعناه أن هناك حدأقصى لحجم الائتمان لا ينبغي للعميل أن يتجاوزه ، فإذا ما بلغ الرصيد المدين الحد الأقصى المشار إليه ، تمنع المنشأة عن بيع المزيد للعميل من منتجاتها بالأجل ، وذلك حتى يتم سداد جزء من هذا الرصيد .

ونظراً لأن عملية منح الائتمان لا يمكن وضعها في شكل دقيق كالاحتمالات الكمية ، فإن السياسات والقرارات الائتمانية يجب أن تعتمد على الحكم السليم والقدير الرشيد لمدير الائتمان أو المدير المالي .

٣/٣/٤ – رقابة المتحصلات من النم :

سُرّج في هذا المجال مرة أخرى إلى النفقات والإيرادات المضافة ، فعادة يجب ألا يزيد ما نصرفه على المجهودات الإضافية للتحصيل - عن الإيرادات الإضافية التي سنحصل عليها نتيجة لهذا المجهود . أى بعبارة أخرى ، ليس من المعقول أن ننفق ١٠ جنيهات في سبيل تحصيل مبلغ ٥ جنيهات .

ولكن هذا المبدأ صعب التطبيق ، فجهود التحصيل التي نبذلها بخصوص حساب معين ، لا تؤثر فقط على المبلغ الذي سنأخذه من هذا العميل ، بل تؤثر على المبيعات المستقبلة له ، وأيضا على المتصولات المستقبلة من غيره من العملاء . فمثلاً تشددنا في التحصيل من عميل معين ، قد يجعله يتركنا كلياً ويتعامل مع واحد من المنافسين ، كما أنه من الخطورة بمكان أن نشتهر في قطاعنا بالتساهل في عملية التحصيل ، لأن مثل هذه السمعة قد تؤدي إلى عواقب وخيمة . ولذا فقد يستلزم الأمر في بعض الأحيان أن تكون على استعداد لأن ننفق في سبيل تحصيل حساب فردي واحد ، نفقة قد تزيد عن الإيراد الإضافي .

وتنطوي عملية تحصيل الحسابات غير النشطة والتي فات ميعاد استحقاقها على مشاكل صعبة ، ففي مثل هذه الأحوال يكون الضغط العادى على المدين لكي يسد حسابه عملاً غير فعال ، ولا يمكن تجنب خسائر الديون المعدومة أو النفقات المرتفعة والجهد الكبير ، إلا عن طريق العمل السليم الذي يستدعي قدرًا كبيراً من المهارة . فيجب القيام بجهود أولية لاكتشاف الأسباب الحقيقة لتوقف العميل عن السداد ، فإذا ما ظهر أنه قادر على الدفع ، فيجب استخدام إجراءات التحصيل الهجومية المتشددة . أما إذا اعترف العميل بمديونيته ولكنه يقابل من الصعوبات المالية ما يمنعه من السداد ، وجب علينا استخدام أساليب أخرى .

٤/٣/٤ - الإدارة الناجحة لنشاط منح الائتمان:

تتمثل إدارة الذمم في نشاطين أساسيين ، هما منح الائتمان والتحصيل . وبالنسبة لنشاط التحصيل فكما سبقت الإشارة ، عادة ما يتم تقييم مدى نجاح إدارة الذمم على أساس مراقبة المتصولات من الذمم وفق إجراءات تحصيل

تراعى الظروف الخاصة للمنشأة . وعلى كل يجب الاهتمام بالرقابة المسبيقة ، وذلك بالتقدير الجاد لطلبات الحصول على الائتمان .

أما عن نشاط منح الائتمان ، فإن الإداره الفاعله لهذا النشاط تسهم في زيادة المبيعات وتخفيض التكاليف ، وهو ما يعكس زيادة الأرباح . كما تسهم هذه الإداره أيضا في تخفيض الديون المدعومه ، وتحقيق سرعة تحويل الأرصده المدينه إلى نقديه دون أن يكون لذلك أثار عكسيه على المبيعات ، وهو ما يعني مدى إسهام الإداره الناجحة للذم في تحقيق هدفي الربحية والسيولة .

ولذلك فإن تقدير قرارات الاستثمار في الذم على أساس مدى تأثيرها على المبيعات والتكاليف (زيادة العائد) ، أو على متوسط فترة التحصيل واحتمال امتدادها بصورة تجعل من معدل العائد على الاستثمار في الذم غير ملائم (انخفاض العائد) ، أو بصورة قد تؤثر عكسيا على السيولة (مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات) ، أو على حجم الديون المدعومه (مخاطر الفشل في تحصيل المستحقات) – يعني أن مؤشر الحكم على مدى ملاءمه قرارات منح الائتمان ، يمكن في مدى تأثيرها على هدف المنشأة المتمثل في تعظيم ثروة المالك كما سبق وأوضحنا في الفصل الأول من هذا الكتاب

٤/٤ – إدارة المخزون السلعي :

يمثل المخزون السلعي أحد العناصر الهامة للأصول المتداولة ، وذلك لما يوصف به من خصائص تميزه عن بقية عناصر هذه الأصول ، وهي : يشكل المخزون السلعي أقل عناصر الأصول المتداولة سيولة وذلك لصعوبة وبطء تحويله إلى نقديه .

-كبير حجم الأموال الممثلة للمخزون السلعي ، فهو يشكل غالبية الأصول المتداولة بالمؤسسات الصناعية .
-أهمية المخزون السلعي لكونه أحد المؤشرات الاقتصادية الهامة المعبرة عن اتجاهات الاقتصاد الوطني ونموه .

ويقصد بالمخزون السلى - كمية المنتجات التي تحتفظ بها الشركة بغرض بيعها وكذلك الأجزاء المكونة لهذه المنتجات . أى أن المخزون هو أصل من أصول الشركة والذي سيتم بيعه مستقبلا وخلال أعمال الشركة العادية ، ويكون المخزون السلى من العناصر التالية :

المواد الخام .

- البضاعة تحت التصنيع أو غير التامة الصنع .

- البضاعة الجاهزة .

كما يختلف المخزون السلى عن بقية عناصر الموجودات المتداولة ، من حيث تأثيره المباشر على قرارات جميع الأقسام الإدارية بالشركة ، مثل :

- الإدارة المالية - إدارة التسويق .

- إدارة الإنتاج - إدارة المشتريات .

ومعنى هذا ، أى قرار يمكن أن يؤدي إلى زيادة كمية المخزون لا بد وأن يؤثر بشكل مباشر على تلك الأقسام الإدارية المذكورة . ولذلك يجب التنسيق بين تلك الأقسام عند تحديد الحجم الأمثل للمخزون ، فمثلا يجب على الإدارة المالية أن تكون على علم بحجم المخزون وذلك لرصد المخصصات الالزامية لذلك . كما يجب على إدارة التسويق معرفة كمية المخزون من السلع الجاهزة المباشرة في عملية التسويق ، وكذلك الحال في إدارة الإنتاج التي تتولى جدولة الكمية المنتجة للحيلولة دون حدوث الاختناقات . أما إدارة المشتريات فعليها أن تطلع على كمية المواد الأولية اللازمة لعملية التصنيع .

ومن هنا ، فإن إدارة المخزون السلى تعتبر عملية هامة ومقيدة إذا ما قورنت بإدارة بقية الأصول المتداولة ، وفيما يلى سناوش أهم أهداف إدارة المخزون ، وكذلك الأساليب المتبعة لإدارته .

٤/٤ - أهداف المخزون السلى :

تشير أهداف إدارة المخزون السلى ، إلى هدفين متعارضين هما :

- تخفيض حجم الاستثمارات في المخزون .

- تلبية طلبات العملاء من السلع المنتجة بالتنسيق مع أقسام الإنتاج والمبيعات في الشركة .

ويظهر التعارض في أهداف إدارة المخزون السابقة من حيث أنه إذا احتفظت الشركة بالحد الأدنى من المخزون ، فقد تفشل في تلبية طلبات العملاء . وإذا ما احتفظت بكمية كبيرة من المخزون لتلبية هذه الطلبات ، فإن ذلك معناه زيادة الاستثمارات المالية في المخزون ، وهذا يأتي دور الإدارة الجيدة للموازنة بين الهدفين .

ويمكن النظر أيضا إلى أهداف إدارة المخزون على أنها عملية مقارنة بين العوائد ، والتكاليف المرتبطة على الاحتفاظ بالمخزون . فالاحتفاظ بالمخزون عملية مكلفة ماليا نتيجة لحجم الاستثمارات فيه ، كما أن لاحتفاظ بالمخزون فوائد كبيرة أيضا ، وأهمها أن المخزون الكافى يساعد المشروع على استمرار عملياته الصناعية دون توقف في خطوطه الإنتاجية . ومن ثم فالهدف الرئيسي لإدارة المخزون ، هو الاحتفاظ بحجم اقتصادى من المخزون يحقق التوازن بين تلك المتطلبات المتعارضة ، أى أن الحجم الأمثل للمخزون لابد وأن يكون قائما على عملية المبادلة بين الفوائد والتكاليف الناجمة عن عملية الاحتفاظ بهذا الحجم من المخزون ، وفيما يلى سنبحث التكلفة والمنفعة المرتبة على الاحتفاظ بالمخزون :

٤/٤ - تكلفة الاحتفاظ بالمخزون :

٤/٤/١ - تكلفة طلب الشراء :

هى التكلفة المرتبطة على عملية تقدم المشروع بطلب شراء المواد الأولية والخامات وغيرها من الموردين ، ويشمل هذا النوع من التكاليف ما يلى :

- تحضير طلبات الشراء .

- تكلفة استلام ونقل وفحص وتخزين المخزون .

ويمكن اعتبار هذه التكاليف ثابتة لكل طلبية بغض النظر عن كمية المخزون المشتراء ، فكلما زاد عدد مرات الشراء ، كلما زادت التكلفة مع بقائها ثابتة لكل طلبية ، وبالتالي يمكن تخفيض هذه التكاليف بتقليل عدد مرات الشراء ، وزيادة الكمية المشتراء في كل مرة .

٤/٤/٢ - تكلفة رأس المال :

هي التكلفة الأساسية للمخزون ، وتعنى تكلفة الفرصة البديلة للأموال التي تدفعها المنشأة كثمن لشراء المواد الأولية وغيرها . أى أنها الأموال المخصصة لدفع قيمة المشتريات التي قررت المنشأة الاحتفاظ بها ، وتعتبر هذه التكاليف من التكاليف المتغيرة والتى تتأثر مباشرة بالكمية المطلوبة .

٤/٤/٣ - تكلفة خدمات المخزون :

وتشمل هذه التكاليف الأنواع التالية :

- تكاليف الاستهلاك ، وإيجار المخازن وصيانتها ، والضرائب المترتبة على عملية تخزين المواد المشتراء .

- تكاليف التأمين والتاليف والقادم التكنولوجى لمواد المخزون ، والناجمة عن حوادث الحرائق والسرقة والعطب والتغيرات الفنية نتيجة الاختراعات الحديثة ، كما تشمل هذه التكاليف احتمال هبوط الأسعار .

- تكاليف أجور العمل والاحتفاظ بالسجلات وإمساك الدفاتر الخاصة بأمور المخزون .

ويلاحظ أن معظم تكاليف الاحتفاظ بالمخزون من التكاليف المتغيرة والتى تتأثر بحجم المخزون المراد الاحتفاظ به ، ويمكن اختصار هذه التكاليف إذا ما احتفظت المنشأة بكمية قليلة من المخزون .

٤/٤/٤ - فوائد الاحتفاظ بالمخزون :

يؤدى المخزون وظائف هامة تخدم عمليات الإنتاج والمبيعات فى المنشأة ، وتعتبر عملية تمكين المشروع من السير فى عمليات الإنتاج والبيع دون توقف من أهم هذه الوظائف ، وعليه تجني المنشأة فوائد عديدة من عمليات الشراء والإنتاج والبيع كما يتضح مما يلى :

٤/٤/٤-١ - فوائد عملية الشراء :

وتتمثل هذه الفوائد فيما يلى :

- الانتفاع بالخصم المسموح به فى حالة شراء المنشأة لكمية كبيرة .

- تخفيف تكلفة الإنتاج وتحسين ظروف المنافسة للمشروع في حالة شراء المشروع للمواد الأولية قبل ارتفاع أسعارها خاصة في حالات حدوث التضخم النقدي .

٤/٤/٣- فوائد عملية الإنتاج :

وتتمثل هذه الفوائد في توجيه المنشأة لإنتاج كمية تزيد أو تقل عن الكمية المباعة ، وخاصة إذا كانت مبيعات المنشأة ذات طبيعة موسمية ، حيث يتطلب الأمر ضرورة المواجهة بين الإنتاج والمبيعات بهدف تحقيق الإنتاج المستمر وبنفس الكمية تقريباً خلال العام ، وتخزين الإنتاج الفائض لبيعه عند ازدياد الطلب الموسمي على المبيعات ، إذ أن ذلك يجنب المشروع التكاليف المتراكمة على توقف الإنتاج ، ويمكنه من الاحتفاظ بكمية من المخزون لمواجهة الطلب في المستقبل .

٤/٤/٣- فوائد عملية البيع :

وتتمثل هذه الفوائد في تمكين المنشأة من زيادة حجم مبيعاتها ، حيث يقوم المخزون بتغطية الفجوة الزمنية الحاصلة بين عملية الإنتاج وعملية البيع مما يساعد المنشأة على تلبية الطلبات العاجلة دون تأخير . وهذا في حد ذاته يعطى المنشأة ميزة تنافسية وخاصة في حالات بيع السلع ذات الطبيعة الموسمية ، إذ أن الاحتفاظ بكمية معقولة من هذه السلع قبل حلول موسم المبيعات ، يحمي المنشأة من التعرض لخسارة بعض المبيعات لعدم تمكناها من تلبية طلبات العملاء .

٤/٤/٣- الرقابة على المخزون :

تؤدي الرقابة الجيدة للمخزون إلى وفورات كبيرة ، مما يقوى من مركز المنشأة المالي ، ومن أهم المشكلات التي تتعارض مع مهمة الرقابة على المخزون ما يلى :

- مشكلة تصنيف المخزون لتحديد نوعية الرقابة الالزمه .
- مشكلة تحديد الحجم الأمثل للمخزون .
- مشكلة تحديد توقيت عملية شراء المخزون .
- مشكلة تحديد حجم مخزون الأمان .

وفيما يلى مناقشة هذه المشكلات وطرق الحلول المقترحة بشأنها :

١ - مشكلة تصنيف المخزون :

يتطلب تحديد نوعية ودرجة الرقابة المطلوبة ، ضرورة تحديد كيفية تصنيف الأنواع المختلفة للمخزون . وهناك النظم الأبجدي المعروف بـ (ABC System) وهو نظام يقوم على افتراض أن المنشأة تشدد الرقابة على أنواع المخزون التي تتصف بالتكلفة الكبيرة والمخزون البطيء الحركة ، بينما تكون عملية الرقابة متساهلة في أنواع المخزون التي تتميز بالتكلفة القليلة وسرعة الحركة . وعليه يتم تقسيم أنواع المخزون إلى عدة أصناف ، حيث يرمز لأنواع المخزون التي تتميز بارتفاع التكلفة بحرف "أ" والتي تكون الرقابة عليها مشددة ، أما الأصناف التي تقل تكلفتها عن الصنف الأول فيرمز لها بالحرف "ب" والتي تكون الرقابة عليها أقل من الصنف الأول ، وبالنسبة للصنف الأخير من المخزون فيرمز له بالحرف "ج" ، ويتميز برخص ثمنه وتكون الرقابة عليه متساهلة ، ويمكن توضيح ذلك بالمثال الآتي :

مثال رقم (٢)

تحتفظ إحدى المنشآت بخمسة أصناف من المخزون السلعى ، وفيما يلى هذه الأصناف الخمسة مرتبة حسب الكمية والتكلفة :

رقم الصنف	متوسط عدد وحدات المخزون	متوسط تكلفة الوحدة بالجنيه
١	١٥٠٠٠ وحدة	٥٠,٦٠ جنيه
٢	٧٥٠٠	١٠٠,٢٠
٣	٢٥٠٠٠	١٠,٠٠
٤	٢٠٠٠٠	٩,٥٠
٥	٥٠٠٠٠	٢,٠٠

والمطلوب : تصنيف أنواع المخزون حسب النظام الأبجدي ؟
(الحل)

يوضح الجدول التالي رقم (٤-١) ترتيب المخزون حسب النظام الأبجدي

جدول رقم (٤-١)
ترتيب المخزون حسب النظام الأبجدي

رقم الصنف	عدد الوحدات	%	تكلفة الوحدة	مجموع التكاليف	%
١	١٥٠٠٠	١٣	٥٠,٦٠	٧٥٩٠٠٠	٣٧
٢	٧٥٠٠	٦	١٠٠,٢٠	٧٥١٥٠٠	٣٧
٣	٢٥٠٠٠	٢١	١٠,٠٠	٢٥٠٠٠	١٢
٤	٢٠٠٠	١٧	٩,٥٠	١٩٠٠٠	٩
٥	٥٠٠٠	٤٣	٢,٠٠	١٠٠٠٠	٥
المجموع	١١٧٥٠٠	%١٠٠	--	٢٠٥٠٥٠٠	١٠٠

ومن الجدول يتضح ما يلى :

- الصنف الأول والصنف الثاني يرمز لهما بالحرف "أ" ، ويشكلان 74% من التكلفة الإجمالية

- الصنف الثالث والصنف الرابع يرمز لهما بالحرف "ب" ، ويشكلان 21% من التكلفة الإجمالية .

- الصنف الخامس يرمز له بالرمز "ج" ، ويتميز بالتكلفة المتدينة وتشكل تكلفته 5% من التكلفة الإجمالية .

ويتميز هذا الترتيب بسهولة ودقة تطبيقه ، ويستخدم حاليا في الكثير من المنشآت الصناعية .

٢ - مشكلة الحجم الأمثل لكميات المخزون المشتراء :

تتلخص هذه المشكلة في تحديد حجم المخزون الواجب شراؤه في كل طلبية ، وهل من الأفضل شراء هذا الحجم خلال فترة معينة مرة واحدة ، أو على شكل طلبيات صغيرة . ولحل هذه المشكلة يستلزم الأمر أهمية

تحديد الحجم الاقتصادي للطلبية (Economic Order quantity) ، ويرمز هذا الحجم إلى كمية المشتريات التي تكون عندها التكاليف الإجمالية لكل من تكاليف الطلبية وتكاليف الاحتفاظ بالمخزون (السابق الإشارة إليهما) أقل ما يمكن .

ويمكن تحديد الحجم الاقتصادي للطلبية بطريقتين هما : الطريقة التحليلية ، والطريقة الجبرية (أو طريقة المعادلات) كما يلى :

١/٢ - الطريقة التحليلية : Analytical Approach

وتقوم على أساس تحديد تكلفة كل طلبية على حده ، ومعرفة تكلفة الشراء والاحتفاظ بالمخزون لكل طلبية ، ثم اختيار أقل الطلبيات تكلفة ، ويوضح المثال التالي هذه الطريقة :

مثال رقم (٣)

تستخدم إحدى المنشآت ١٢٠٠ وحدة من المخزون سنويا ، وبفرض أن تكلفة الشراء تمثل ٣٧,٥ جنيهًا لكل طلبية ، وتكلفة الاحتفاظ بالمخزون هي جنيهًا واحدًا لكل وحدة في السنة . فإذا علمت أنه باستطاعة المنشأة شراء المخزون على شكل طلبيات متعددة تمثلها الكميات التالية ١٢٠٠ وحدة ، ٣٠٠ وحدة ، ٢٠٠ وحدة ، ١٠٠ وحدة .

ما الحجم الاقتصادي للطلبية من بين هذه الكميات ؟

(الحل)

يحدد الجدول التالي رقم (٢-٤) الحجم الاقتصادي للطلبية كما يلى :

جدول رقم (٢-٤)

الحجم الاقتصادي للطلبية

١٠٠	٢٠٠	٣٠٠	١٢٠٠	١- حجم الطلبية بالوحدة
١٢	٦	٤	١	٢- عدد الطلبيات
٣٧,٥	٣٧,٥	٣٧,٥	٣٧,٥	٣- تكلفة الطلبية الواحدة
ج	ج	ج	ج	٤- التكلفة الإجمالية للطلبيات (٣٧,٥ × ١٢)
٤٥٠	٤٥٠	٤٥٠	٤٥٠	
ج	ج	ج	ج	
٢٢٥	٢٢٥	٢٢٥	٢٢٥	
١٥٠	١٥٠	١٥٠	١٥٠	

ج	ج	ج	ج	ج	ج
١ ج	١ ج	١ ج	١ ج	١ ج	٥- تكلفة المخزون للوحدة الواحدة
٥٠ ج	١٠٠ ج	١٥٠ ج	٦٠٠ ج	٦٠٠ ج	٦- متوسط المخزون بالوحدة
٥٠ ج	١٠٠ ج	١٥٠ ج	٦٠٠ ج	٦٠٠ ج	٧- التكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالمخزون (٦٠٥)
٥٠٠ ج	٣٢٥ ج	٣٠٠ ج	٦٣٧,٥ ج	٦٣٧,٥ ج	٨- التكاليف الكلية (٧٤)

علماً بأن :

$$\text{عدد الوحدات المستخدمة من المخزون سنوياً} = \frac{\text{عدد الطلبيات}}{\text{حجم الطلبية}}$$

$$\text{متوسط المخزون} = \frac{\text{حجم الطلبية}}{٢}$$

ويتضح من الصف الأخير للجدول أن التكلفة الإجمالية لكل من تكاليف الشراء وتكاليف الاحفاظ بالمخزون تكون أقل ما يمكن ، عندما يكون حجم الطلبية ٣٠٠ وحدة ، وبالتالي تكون هذه الطلبية هي الحجم الاقتصادي للشراء (EOQ) .

٢/٢ - الطريقة الجبرية (طريقة المعادلات) :
يمكن استخدام المعادلة التالية في حساب الحجم الاقتصادي للطلبية

كالتالي :

$$\text{الحجم الاقتصادي} = \frac{١ \times ط}{١ \times ط}$$

حيث أن $\text{أ} = \text{الاحتياجات السنوية بالوحدات من المخزون خلال الفترة}$

$\text{ط} = \text{تكلفة الطلبية الواحدة}$.

$\text{ت} = \text{تكلفة الاحفاظ بالمخزون لكل وحدة}$.

$$\begin{array}{r}
 37,5 \times 2200 \\
 \hline
 1 \\
 \hline
 9000 \\
 \hline
 300 \text{ وحدة}
 \end{array} = \text{إذن الحجم الاقتصادي للطلبيه}$$

وهي نفس النتيجة السابقة ، غير أن هذه الطريقة تمتاز بالسهولة والسرعة ، كما أن استخدامها الآن صار منتشرًا عن الطريقة التحليلية .

٣ - مشكلة توقيت عملية شراء المخزون :

وتلخص هذه المشكلة في تحديد نقطة الشراء ، وهي المستوى المطلوب ، والذى عنده يجب على الإدارة شراء كميات إضافية من المخزون لتعويض كميات المخزون المستخدمة ، وعلى أن تكون هذه الكميات المشتراة مساوية للحجم الاقتصادي للطلبيه ، ويمكن استخدام المعادلة البسيطة التالية لحساب نقطة الشراء :

نقطة الشراء = (مدة الاستلام باليوم \times متوسط الاستخدام اليومي)
وتشير مدة الاستلام إلى الوقت اللازم لاستلام المخزون بعد طلبه من الموردين ، أما متوسط الاستخدام اليومي ، فهو كمية المخزون المستهلكة يوميا ، ويوضح المثال التالي كيفية تحديد نقطة الشراء :

مثال رقم (٤)

بفرض أن كمية المخزون المستهلكة يوميا في إحدى الشركات هي ٤٠٠ وحدة ، وأن مدة استلام المخزون الجديد من الموردين هي ١٢ يوما ، حدد نقطة الشراء وأهميتها العملية بالنسبة للشركة ؟ .

(الحل)

$$\begin{aligned}
 \text{نقطة الشراء} &= \text{مدة الاستلام باليوم} \times \text{متوسط الاستخدام اليومي} \\
 &= 12 \times 4000 \\
 &= 48000 \text{ وحدة}
 \end{aligned}$$

وترجع أهمية تحديد نقطة الشراء إلى أن الشركة عليها الالتزام بشراء كمية إضافية من المخزون عندما يصل مستوى إلى ٤٨٠٠ وحدة ، وعلى أن تكون الكمية المشتراة مساوية للحجم الاقتصادي للطلبية .

٤ - مشكلة مخزون الأمان :

وتتألف هذه المشكلة في تحديد الحد الأدنى الإضافي من المخزون ، والمطلوب الاحتفاظ به كاحتياطي للشركة لمواجهة التغيرات الفجائية في الطلب أو المشتريات أو الإنتاج . وفي سبيل ذلك ستتحمل الشركة بعض التكاليف الإضافية والخاصة بكل من تكاليف التخزين ، وتكاليف الاحتفاظ بمخزون الأمان .

وتشمل تكاليف التخزين كلا من تكلفة رأس المال وتكلفة التالف من مخزون الأمان ، علاوة على التكاليف الأخرى المرتبطة بحيازة المخزون بشكل عام . كما أن تكاليف الاحتفاظ بمخزون الأمان ، هي ذاتها التكاليف السابق ذكرها والتي تتحملها الشركة نتيجة لاحفاظها بالمخزون . وتكون تكاليف التخزين بشكل معاكس لتكاليف الاحتفاظ بالمخزون ، بمعنى أنه إذا زاد حجم مخزون الأمان تقل تكاليف التخزين والعكس صحيح . وبالتالي فإن الحجم الأمثل لمخزون الأمان ، هو تلك الكمية التي عندها تكون التكلفة الإجمالية لمجموع التكاليفين السابقتين (تكلفة التخزين + تكلفة الاحتفاظ بمخزون الأمان) أقل ما يمكن .

ويوضح المثال التالي كيفية تحديد مستوى مخزون الأمان :

مثال رقم (٥)

فيما يلى عدد الوحدات المطلوبة عند نفاذ المخزون ، وعدد المرات التي نفذ فيها المخزون ، والمستقة من إحدى التجارب العملية لشركة معينة :

النسبة المئوية	عدد مرات نفاذ المخزون	عدد الوحدات المطلوبة
%١	مرة واحدة	٤٠٠ وحدة
%٢	مرتان	٣٠٠ وحدة

٣%	٣ مرات	٢٠٠ وحدة
١%	١٠ مرات	١٠٠ وحدة
٩%	٩٠ مرة	صفر
١٠٠%	١٠٠ مرة	

وبفرض أن تكلفة التخزين تمثل ٥٠ جنية ، كما تمثل تكلفة الاحتفاظ بالمخزون للوحدة ١٠ جنيهات - حدد الحجم الأمثل لمخزون الأمان ؟

(الحل)

١/٤ - تحديد التكلفة الإجمالية لنفاذ المخزون :

لمعرفة عدد الوحدات المطلوبة عند المستويات المختلفة لمخزون الأمان ، واحتمالات نفادها كأساس لتحديد التكلفة الكلية لنفاذ المخزون ، يلاحظ أنه :

- عندما كان مخزون الأمان لدى الشركة ٤٠٠ وحدة ، فإنها لم تحتاج لوحدات إضافية ، وكان احتمال نفاذ المخزون بها صفرأ .

- عندما كان مخزون الأمان لدى الشركة ٣٠٠ وحدة ، فإنها احتاجت إلى ١٠٠ وحدة أخرى ، وكان احتمال نفاذ المخزون بها ١% .

وبنفس الطريقة تحسب عدد الوحدات المطلوبة واحتمالات نفادها لبقية المشتريات لمخزون الأمان ، كما هو واضح في العمودين الثاني والثالث من الجدول التالي رقم (٣-٤) مع مراعاة أن :

تكلفة نفاذ المخزون = عدد وحدات المخزون المطلوبة × تكلفة نفاذ المخزون بالوحدة × احتمال نفاذ المخزون .

جدول رقم (٣-٤)

التكلفة الإجمالية لنفاذ المخزون

مستوى مخزون الأمان (١)	المطلوب بالوحدة (٢)	المخزون المخزون (٣)	احتمال نفاذ المخزون (٤)	تكلفة نفاذ المخزون (٥ جنية) عند المستوى الحالى (٤)	التكلفة الكلية لنفاذ المخزون (٥)
٤٠٠	١٠٠	١٠٠	٠٪١	٥٠	٥٠
٣٠٠	١٠٠	١٠٠	٠٪١	١٠٠	٢٠٠
٢٠٠	٢٠٠	١٠٠	٠٪٢	١٠٠	٢٠٠
١٠٠	٣٠٠	١٥٠	٠٪١	١٥٠	٥٠٠
١٠٠	٢٠٠	٢٠٠	٠٪٢	٢٠٠	
١٠٠	١٠٠	١٥٠	٠٪٣	١٥٠	
١٣٠٠	٤٠٠	٢٠٠	٠٪١	٢٠٠	
	٣٠٠	٣٠٠	٠٪٢	٣٠٠	
	٢٠٠	٣٠٠	٠٪٣	٢٠٠	
	١٠٠	٥٠٠	٠٪١٠	٥٠٠	
٢٠٥٠	الإجمالي				

٢/٤ - تحديد التكلفة الكلية لمخزون الأمان :

يتم حساب التكلفة الإجمالية لمخزون الأمان - كما يلى :

٤/٢/١- تحديد تكلفة الاحتفاظ بالمخزون عند المستويات المختلفة لمخزون الأمان بالوحدة باستخدام المعادلة التالية :

تكلفة الاحتفاظ بالمخزون = مخزون الأمان × تكلفة الاحتفاظ بالمخزون للوحدة

٤/٢/٢- إضافة تكلفة الاحتفاظ بالمخزون إلى تكلفة نفاذ المخزون لكل مستوى من مستويات مخزون الأمان ، كما يلى :

التكلفة الإجمالية لمخزون الأمان = تكلفة نفاذ المخزون المتوقعة + تكلفة الاحتفاظ بالمخزون

ويوضح الجدول التالي رقم (٤-٤) هذه الخطوات كما يلى :

جدول رقم (٤-٤)

التكلفة الإجمالية لمخزون الأمان

مستوى مخزون الأمان (١)	تكلفة نفاذ المخزون المتوقعة (٢)	تكلفة الاحتفاظ بالمخزون (٣ جنية للوحدة)	التكلفة الكلية لمخزون الأمان (٤) = (٣) + (٢)

٢٠٥٠	صفر	٢٠٥٠	صفر
١٧٥٠	١٠٠	٧٥٠	١٠٠
٢٢٥٠	٢٠٠	٢٥٠	٢٠٠
٣٠٥٠	٣٠٠	٥٠	٣٠٠
٤٠٠٠	٤٠٠	صفر	٤٠٠

ويتضح من الجدول أن الحجم الأمثل لمخزون الأمان هو ١٠٠ وحدة ، لأن هذا الحجم يحقق أقل تكلفة كلية ممكنة لمخزون الأمان وقدرها ١٧٥٠ جنيها .

٤/٤ - إدارة الأصول الثابتة :

تمثل الأصول الثابتة الشق الثاني من إجمالي الأصول للمنشأة ، وقد تناول الفصل شرحا لإدارة الأصول المتداولة وعناصرها المختلفة . لذا يجب التنويه بدور الأصول الثابتة للمنشأة ، وما يجب مراعاته عند القيام بإدارة هذه الأصول، وهذا ما سيتم توضيحه بشيء من الإيجاز .

٤/٥ - أهمية الأصول الثابتة :

تعرف الأصول الثابتة بتلك التي تزيد مدة استخدامها عن السنة ، مثل الأرضى والمبانى والآلات والمعدات ... وغيرها من الأصول الملموسة ، وكذلك شهرة المحل وبراءات الاختراع كأصول غير ملموسة .

وترجع أهمية هذه الأصول إلى أنها تمثل جانبا كبيرا من هيكل الأصول، خاصة في المنشآت الصناعية الضخمة ذات التجهيزات الرأسمالية العالية ، ويمكن القول بصفة عامة أن هناك عدة اعتبارات تبرز أهمية الأصول الثابتة ومنها :

أ - أن الاستثمار في الأصول الثابتة يؤثر بشكل واضح و مباشر على ربحية المنشأة ، خاصة في المنشآت الصناعية التي تمثل فيها الأصول الثابتة الطاقة الإنتاجية للمنشأة ، والتي تحدد حجم الإنتاج والبيع . ومن هنا فإن أي استثمار أقل مما يجب في الأصول الثابتة ، سوف يهدى فرص تحقيق الربح و يعرقل نشاط

المشروع . أما الاستثمار الأكثر من اللازم في تلك الأصول ، فإنه يعني وجود طاقة عاطلة ، وارتفاع في تكلفة الإنتاج ، وانخفاض معدلات العائد على الأصول في النهاية .

ب - يمثل الإنفاق على الأصول الثابتة الالتزام بتحمل أعباء ثابتة سنويا ، وهذه الأعباء الثابتة لا تتأثر بحجم الإنتاج وسيتحملها المشروع سواء أنتج أم لم ينتج . وتبين هذه المشكلة في أوقات الكساد ، وفترات الركود الاقتصادي ، لذا فإن إدارة الأصول الثابتة والاهتمام بها أمر في غاية الأهمية .

ج- أن الاستثمار في أصل ثابت معين يؤثر على المنشأة لفترة طويلة ، فقرار شراء آلة معينة يربط المنشأة بنوع الإنتاج الذي تنتجه تلك الآلة ، ومستوى الجودة التي تعمل بها . كما أن بيع الأصل الثابت ليس بالأمر الهين أو اليسيير ، علاوة على أنه ليس من السهل أيضا استخدام الأصل الثابت في غير ما خصص له .

د - تتعرض الأصول الثابتة لخطر التقادم الفني أو التكنولوجي ، حيث تظهر كل عام آلات جديدة تؤدي العمل بكفاءة أكثر وتكلفة أقل ، مما يجعل الاحتفاظ بالآلات القديمة رغم صلاحتها للعمل أمرا غير اقتصادي .

ونظرا لم تم عرضه من مبررات ، فإن الاستثمار في هذه الأصول ، يعد أمرا هاما خاصة في المنشآت التي تمثل الأصول الثابتة فيها معظم الأصول الإجمالية .

٤/٥- إدارة الاستثمار في الأصول الثابتة :

نظرا لأهمية الاستثمار في الأصول الثابتة للمنظمة عموما وللمدير المالي بوجه خاص ، فإن الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة ينبغي إدارتها بشكل فعال ، وهذا يتطلب التخطيط الجيد لاحتياجات من هذه الأصول ، وتشمل عملية التخطيط ما يلى :

أ - تحديد الاحتياجات من الأصول الثابتة وتوقيت الحصول عليها ، وذلك في ضوء خطط الإنتاج والبيع والتوسيع في المنشأة .

ب تحديد ما إذا كانت المنشأة ستقوم بالشراء أم بالاستئجار ، ودراسة التكلفة والعائد فى كل حالة مع الأخذ فى الاعتبار حجم الأعمال التى تؤديها المنظمة باستخدام الأصل الثابت خلال فترة زمنية معينة ، وقد خصصنا لذلك الفصل الخامس لمعالجة هذا الأمر .

ج- تحديد البدائل المختلفة من الأصول الثابتة ، والمفاضلة بينها لاختيار أفضلها على ضوء إمكانيات المنظمة وأهدافها . ويتم هنا تقييم للاقتراحات الاستثمارية المرتبطة بهذه الأصول ، وقد خصصنا لذلك الفصل السادس لمعالجة هذا الأمر .

وبالطبع فإن عملية التخطيط هذه ، تشارك فيها عدة إدارات معينة من بينها الإدارة المالية .

٤/٥- تقييم الاستثمار في الأصول الثابتة :

وتشمل عملية التقييم هذه استخدام عدة مقاييس منها :

أ - معدل دوران الأصول الثابتة وقد أشرنا إليه فى الفصل الثالث من هذا الكتاب ، إلا أننا نضيف هنا أنه يمكن حسابه بقسمة عدد الوحدات المباعة أو المنتجة على إجمالي الأصول الثابتة تحاشياً للمشكلات المرتبطة بانخفاض أو ارتفاع أسعار البيع .

وهذا المعدل يبين كفاءة استخدام الأموال فى الأصول الثابتة من خلال العلاقة بين الوحدات المباعة أو المنتجة ، والاستثمار فى الأصول الثابتة .

ويعاني هذا المعدل من مشكلة تعدد الأصناف التى تنتجه المنشأة ، ويمكن التغلب على ذلك بحساب معدل الدوران للوحدات الإنتاجية التى تستخدم فى إنتاج كل صنف على حدة .

ب - المقارنة بين العائد على الأصول الاجتماعية قبل وبعد استخدام الأصول الثابتة ، للوقوف على ما أضافه استخدام الأصول الثابتة الجديدة كعائد .

جـ- تحديد أثر الاستثمار في الأصول الثابتة على موقف السيولة ، فاستخدام الأموال في الأصول الثابتة تحبسها عن الاستخدام في أغراض السيولة ، ويتم ذلك (كما سبق وأوضحنا في الفصل الثالث) من خلال قسمة مجموع الأصول الثابتة على مجموع الأصول الكلية كالتالي :

$$\frac{\text{إجمالي الأصول الثابتة}}{\text{إجمالي الأصول (المتداولة والثابتة معا)}} \times 100$$

ويمكن القول بصفة عامة أن التخطيط الجيد للاستثمار في الأصول الثابتة وتقدير هذا الاستثمار بشكل مستمر ، سوف يؤدي إلى التحسن في إدارة الأصول الثابتة والحصول على مؤشرات جيدة من الناحية المالية ، الأمر الذي ينعكس في صورة تحسن الأداء المالي للمنظمة .

المراجع:

- د. جمیل احمد توفیق ، د. علی الشریف ، الادارة المالية ، الإسكندرية ، المكتب العربي الحديث ، ١٩٨٤ ، ص ٤٩٩-٥١٢ .
- د. محمد يونس خان ، د. هشام صالح غراییة ، مراجع سابق ، ص ٢٣٠-٢٤٠ .
- د. منیر ابراهیم هندی ، مراجع سابق ، ص ٢٥٤-٢٦١ .
- Christy, G. and P. Roden, Finance: Environment and Decisions, N. Y. : Harper and Row, 1973, PP. 250-268.
- Gitman, J. Principles of Managerial Finance, (2ed.) N.Y. :Harper and Row Publishers, 1991, PP. 669-679 , 720-780.
- Van Horne, J. Financial Management and Policy, (6th ed.), Englewood Cliff, N. J. : Prentice-Hall, 1989 a., PP.403-475.

الفصل الخامس

الاستئجار التمويلي

- الأهداف التعليمية :

١/٥ - مفهوم وأنواع الاستئجار التمويلي .

٢/٥ - تكاليف إستئجار وتملك الأصل .

٣/٥ - الأهمية الاقتصادية للاستئجار التمويلي .

الفصل الخامس

الاستئجار التمويلي

- الأهداف التعليمية :

يهدف هذا الفصل إلى إطلاع الطالب في الإدارة المالية ، على ماهية الاستئجار التمويلي فيما يتعلق بالأصول الثابتة ، كظاهرة مالية شاعت في الكثير من دول العالم . وتستمد هذه الظاهرة أهميتها من أن إمتلاك هذه الأصول يؤدي إلى تجميد جزء كبير من الأموال ، والتي كان من الممكن استخدامها إما في تسديد القروض طويلة الأجل ، أو في الاستثمارات البديلة .

لذلك فإن الهدف الرئيسي لهذا الفصل ، هو إطلاع الطالب على المفاهيم التالية:

- ١/٥ - مفهوم وأنواع الاستئجار التمويلي .
- ٢/٥ - تكاليف استئجار وتملك الأصل .
- ٣/٥ - الأهمية الاقتصادية للاستئجار التمويلي .

١٥- مفهوم وأنواع الاستئجار التمويلي :

١١٥- مفهوم الاستئجار التمويلي :

تشير عملية الاستئجار التمويلي إلى أن بعض الشركات تلجأ إلى تمويل احتياجاتها من الأصول الثابتة ، خاصة من الآلات والمعدات غالباً الثمن عن طريق تأجير هذه الأصول . وطبقاً لهذا النوع من التمويل ، يتعهد المستأجر بدفع أقساط (دفعات) دورية للمؤجر في مقابل استخدام هذه الأصول محل التأجير . وتحتاج عملية الاستئجار هذه للجهة المستأجرة فرصة بقاء الأصل تحت تصرفها ، ودون أن يصاحب ذلك تملك لهذا الأصل . وهناك تشابه بين الاستئجار المالي والاقتراض من زوايا عديدة ، ولكن المفهوم الأول يمتاز عن المفهوم الثاني من ناحية أن المؤجر يكون في وضع أفضل من وضع الدائن ، خاصة عندما تواجه الجهة المستأجرة عقبات مالية . فإذا لم يستطع المستأجر سداد التزامات الإيجار ، فإن المؤجر يتمتع بحق قانوني أقوى (من حق الدائن في حالة القرض) لاسترداد أصله المؤجر ، فهو لا يزال المالك القانوني لهذا الأصل . أما الدائن (ولو كان دينه مضموناً) فيتحمل نفقات وتأخيراً في استرداده للأصول التي قام بتمويلها في حالة عدم استطاعة الجهة المقرضة لسداد الدين عند الاستحقاق ، ولذلك كلما كانت درجة المخاطرة المالية المحيطة بالجهة الراغبة في الحصول على التمويل مرتفعة ، كلما كان من الأفضل للممول أن يصبح مع هذه الجهة إتفاقية استئجار تمويلي ، بدلاً من منها قرضاً مالياً

٢١٥- أنواع الاستئجار التمويلي :

تأخذ عقود الإيجار وفقاً لمفهوم الاستئجار التمويلي واحداً من الأنواع التالية:

١٢١٥- بيع الأصول مع الاحتفاظ بحق استئجارها من المشتري : وفي هذه الحالة تقوم الجهة البائعة ببيع بعض أصولها نتيجة لحاجتها إلى الأموال، إلا أنها لا تستطيع الاستغناء عن هذه الأصول ، ولذلك فإن الجهة البائعة تقوم ببيع هذه الأصول مقابل مبلغ نقدى ، وعلى أن تحتفظ بهذه الأصول في مقابل دفع إيجار دورى لهذه الأصول ، ويطلق على هذا النوع مصطلح (البيع ثم الاستئجار) Sale and Leaseback . وتشبه هذه العملية تسديد القرض المرهون بعقار ، حيث في الوضع الأول تدفع الجهة المستأجرة للجهة المؤجرة أقساطاً متساوية في فترات متالية

تساوى فى مجموعها القيمة الكلية لشراء الأصل ، علاوة على عائد معين على الاستثمارات للجهة المؤجرة . أما فى الوضع الثانى ، فالجهة المقرضة تسدد القرض على أقساط متساوية فى فترات متتالية بمقدار يكفى لاستهلاك القرض ، علاوة على عائد مناسب للجهة المقرضة .

٢/٢/١٥ - استئجار الأصول مع تعهد البائع بالصيانة : وفي هذه الحالة تقوم الجهة المستأجرة بدفع مبلغ يكون عبارة عن جزئين ، أحدهما يمثل قيمة لإيجار الأصل والثانى يكون ك مقابل لعمليات الصيانة التى تقوم بها الجهة المؤجرة . وطبقاً لهذا النوع ، يكون من حق الجهة المستأجرة فسخ العقد وإعادة الأصل (أو الأصول) إلى الجهة المؤجرة قبل المدة المتفق عليها ، وذلك لتحقيق الحماية للمؤجر ضد أي تطور تكنولوجى ، إذ أن هذا الشرط يمكنه من الحصول على الأصول الأكثر حداة ، ويطلق على هذا النوع مصطلح " استئجار التشغيل (أو الخدمة) " Operating Leases . ويتضمن استئجار التشغيل (أو الخدمة) بشكل عام المعدات مثل أجهزة الكمبيوتر ، وماكينات النسخ ، والسيارات ، والشاحنات ، وخدمات صيانتها .

٣/٢/١٥ - استئجار الأصول لمدة تكفى لتغطية ثمنها عن طريق الإيجار المدفوع : وفي هذه الحالة يتم الاتفاق بين الجهة المؤجرة والجهة المستأجرة على أن تقوم الجهة الثانية (المستأجرة) بدفع إيجارات للأصول محل التأجير للجهة الأولى (المؤجرة) وذلك خلال مدة الإيجار ، ويكون مجموعها مساوياً لقيمة الأصول المؤجرة ، علاوة على الفائدة المستحقة على المبلغ ، ويعتبر هذا النوع أكثر أنواع التأجير شيوعاً ، ويطلق عليه مصطلح " الاستئجار المالي " Financial Leases . وهذا النوع من الاستئجار لا يتضمن خدمات الصيانة ، ولا يمكن إلغاؤه من جهة المستأجر ، وإن كان له الحق فى تجديد استئجار الأصل مرة ثانية بإيجار مخفض وذلك بعد انتهاء مدة الاستئجار الأساسية .

ويشبه النوع الثالث من الاستئجار التمويلي النوع الأول السابق ذكره ، ولكن الاختلاف بينهما هو أن " الاستئجار المالي " يتضمن أصلاً جديداً تشتريه الجهة

المؤجرة من مورد هذا الأصل مباشرة ، بينما في حالة " البيع ثم الاستئجار " فالجهة المؤجرة تشتري الأصل من الجهة المستأجرة ذاتها ، والذى يكون من بين الأصول المستخدمة لبها . وعلى كل ، يمكن اعتبار طريقة " البيع ثم الاستئجار " حالة خاصة من " الاستئجار المالى " .

٢/٥ - تكاليف استئجار وتملك الأصل :

يتجه التركيز في هذه الجزئية نحو المقارنة بين تكلفة استئجار الأصل وتكلفة تملكه ، وخاصة في حالة الاستئجار المالى الذي يستهلك مجمل قيمة شراء الأصل ، ولا يمكن إلغاؤه ، كما لا يتضمن خدمات صيانة الأصل . ونظرياً تتطلب عملية المقارنة هذه ضرورة معرفة ما إذا كان الأصل محل التأجير سيحقق العائد المطلوب على استثماره أم لا (٤) ، وما إذا كان الاستئجار أو التملك لهذا الأصل سيحقق أقل تكلفة للتمويل أم لا . وفي ضوء حساب هذا العائد ، سيتقرر إما قبول أو رفض الأصل (أو الأصول) محل التأجير .

وبتركيز المقارنة بين تكلفة الاستئجار ، وتكلفة التملك لشراء الأصول من وجهة نظر الجهة المؤجرة ، يتضح ما يلى :

١/٢/٥ - أن استئجار الأصل يمثل نوعاً من أنواع الافتراض من الجهة المؤجرة ، وأن مقدار العائد المطلوب على استثمار هذا الأصل ، يجب أن يكون مساوياً لتكلفة رأس المال لهذه الجهة المؤجرة ، والتى تساوى تقريباً العائد الذى يجب أن تحصل عليه الجهة المؤجرة من وسائل الدين (أو ما يماثلها كالاستئجار) ، والتى تشكل أصولها (كالأصل المؤجر) .

٢/٢/٥ - تتمثل تكلفة التمويل عن طريق التأجير في الفرق بين المبلغ الذى يجب دفعه في حالة شراء الأصل مطروحاً منه قيمة هذا الأصل (خردة) في نهاية مدة الإيجار ، وبين القيمة الإيجارية التي ستدفع طوال فترة الإيجار . ولتفهم ذلك - نعطي المثال التالي :

ترغب إحدى الشركات في الحصول على آلة معينة لمدة ١٠ سنوات ، وقد رأت الشركة أن شراء هذه الآلة سيحملها نفقات تقدر بـ ٢٠٠٠٠ جنيه نقداً ، وأنه بعد السنوات العشر ، يمكن للشركة بيع هذه الآلة بمبلغ ٥٠٠٠ جنيه . أما في حالة تأجير هذه (الآلة) فالشركة ستقوم بدفع مبلغ ٢٥٠٠ جنيه سنوياً ، وقد اختارت الشركة البديل الثاني ، وهو تأجير الآلة بدلأً من شرائها .

^(٤) يمثل العائد على استثمار الأصل المؤجر ، الحد الأدنى الممكن قبوله ، والذى يتساوى مع التكلفة الحدية لرأس المال .

والمطلوب : حساب تكلفة التمويل عن طريق التأجير والذى اختارته الشركة ؟

(الحل)

$$\begin{aligned}
 & \text{- المبلغ المدفوع فى شراء الآلة} = 20000 \text{ جنيه} \\
 & \text{- قيمة الآلة بعد عشر سنوات} = 5000 \text{ جنيه} \\
 & \text{- المبلغ المستثمر فى الآلة} = 15000 \text{ جنيه} \\
 & \text{- المبلغ المدفوع فى استئجار الآلة} = 25000 \text{ جنيه} (25000 \times 10) \\
 & \text{إذن الفرق بين الإيجار والشراء} = 25000 - 20000 \\
 & = 5000 \text{ جنيه} \\
 & \text{- مدة الاستخدام للآلة} = 10 \text{ سنوات}
 \end{aligned}$$

إذن التكلفة السنوية للتمويل عن طريق الاستئجار للآلة = $10000 \div 10 = 1000$ جنيه

$$\frac{\text{قيمة شراء الآلة} + \text{قيمة الآلة كخردة}}{2} = \text{متوسط المبالغ المستثمرة فى شراء الآلة}$$

$$\frac{5000 + 20000}{2} =$$

$$12500 =$$

$$\frac{\text{التكلفة السنوية للتمويل بالإيجار}}{\text{متوسط المبالغ المستثمرة فى الشراء}} \times 100 = \text{إذن التكلفة السنوية للتمويل عن طريق الاستئجار للآلة (نسبة)}$$

$$\frac{1000}{12500} \times 100 =$$

$$8 \% \text{ سنوياً}.$$

٣/٢/٥ - باستخدام المعادلات الكمية يمكن تحديد مقدار أقساط الإيجار السنوى التى يجب أن تحصل عليها الجهة المؤجرة ، من أجل تحقيق معدل مساوى كحد أدنى لتكلفة رأس المالها ، ولتوضيح ذلك ، نعطى المثال التالى :

- تكلفة (قيمة) شراء الأصل = ٢ مليون جنيه .

- التكفة السنوية لاستهلاك الأصل باستخدام طريقة القسط الثابت لحساب الاستهلاك ، وبافتراض أن القيمة التخزينية صفر = ٢٠٠ ألف جنيه .
- معدل الضريبة على دخل الجهة المؤجرة = ٤٠ % .
- العمر الإنتاجي المقدر للأصل المستأجر = ٥ سنوات .
- نسبة مجمل الدين إلى قيمة الأصول للجهة المؤجرة = ٧٥ % .
- معدل تكفة التمويل عن طريق حقوق الملكية = ٨,٦ % .

وفي ضوء هذه المعلومات يمكن حساب مقدار الإيجار السنوي للجهة المؤجرة ، والذى يحقق التوازن بين القيمة الحالية لتكلفة تملك الأصل والقيمة الحالية لتكلفة استئجاره . وبذلك يصبح التساؤل المطروح الآن هو : ما مقدار التدفق النقدي (أى أقساط الإيجار) الذى يجب الحصول عليه من تأجير الأصل لتحقيق عائد مساوى لتكلفة رأس المال الملائمة ؟

إن الاستثمار أو تكفة الأصل هو ٢ مليون جنيه ، أما العائد فسيكون من جزئين ، هما التدفق النقدي المحصل من إيجار الأصل ، والوفر الضريبي نتيجة استهلاك الأصل السنوى ، كما أن معدل الخصم سيساوى التكفة المرجحة لرأس المال الجهة المؤجرة ؟ وتحسب هذه التكفة بعد الضرائب بالمعادلة الآتية :

تكلفة رأس المال المرجحة بعد الضرائب للجهة المؤجرة =

معدل تكفة التمويل عن طريق حقوق الملكية [١ - (نسبة مجمل الديون إلى قيمة الأصول للجهة المؤجرة × معدل الضريبة على الدخل للجهة المؤجرة)]

وفي المثال المذكور ، فإن التكفة المرجحة تكون :

$$8,6 \% [1 - (0,75 \times 0,40)] =$$

ولتحديد مقدار قسط الإيجار السنوى المطلوب تحصيله لحساب الجهة المؤجرة ، لتحقيق ما يعادل تكفة رأس المال المرجحة بعد الضريبة كحد أدنى على الأقل – تستخدم العلاقة التالية :

تكلفة (قيمة شراء) الأصل = القيمة الحالية لمبالغ الدفعات الممثلة للعمر الإنتاجي للأصل المستأجر [(قسط الإيجار السنوى المفترض) (س) × تكفة

رأس المال المرجحة بعد الضرائب للجهة المؤجرة) + (القسط السنوي الثابت للأصل × معدل الضريبة على دخل الجهة المؤجرة)]
وطبقاً للمثال المذكور ، فإن قسط الإيجار السنوي والمفترض (s) يتحدد كالتالي :

$$\begin{aligned}
 4,2124 &= 200000 \\
 [160000 &+ 4,2124 = 200000] \\
 160000 \times 4,2124 &= 200000 \\
 6739840 + 2,52744 &= 200000 \\
 2,52744 - 6739840 &= 200000 \\
 524648 &= 200000 \\
 \frac{6739840}{2,52744} &= \text{جيهاً}
 \end{aligned}$$

إذن قسط الإيجار السنوي الواجب تحصيله للجهة المؤجرة للأصل = 524648 جيهاً . وبالنسبة للجهة المستخدمة للأصل المؤجر ، عليها أن تأخذ بعين الاعتبار تكلفة الاستئجار هذه (524648 جيهاً) ، خاصة عندما تقارن بين هذه التكلفة للأصل وتكلفة تملكه (أى شراءه بنفسها) . ولتحديد أى من التكلفتين أفضل للجهة المستخدمة للأصل ، يجب مراعاة ما يلى :

١/٣/٢/٥ - تحليل التدفقات النقدية التالية :

أ- التدفق النقدي المساوى لتكلفة الاستئجار للأصل ، والتى لا ترغب الجهة المستخدمة أن تتකبدها إذا ما قررت استئجار الأصل بدلاً من شرائه .

ب- التدفق النقدي المساوى للقيمة الحالية لأقساط الاستئجار بعد الضرائب ، والتى يجب أن تدفعها الجهة المستخدمة عند الاستئجار .

ج- القيمة الحالية لتكلفة الفرصة البديلة المساوية للوفر الضريبي من استهلاك الأصل ، والتى ستدفعها الجهة المستخدمة إذا ما قامت باستئجار الأصل بدلاً من شرائه .

٢/٣/٢/٥ - التأكد من صحة انتظام العلاقة التالية :

(*) هذا الرقم مستخرج من جدول القيمة الحالية لسنوية جيها واحد متوقع في نهاية عدد (n) من الفترات الزمنية ومحضوم بمعدل فائدة (k) كالتالى (انظر الملحق) $PVIFA_{kn} = \left\{ \frac{1 - (1+k)^{-n}}{k} \right\}$

القيمة الحالية لتكلفة تملك الأصل المؤجر = القيمة الحالية لتكلفة استئجار هذا الأصل .
 (أى أن) :

[تكلفة شراء الأصل - (القيمة الحالية لمبالغ الدفعات الممثلة للعمر الإنتاجي للأصل المستأجر عند تكلفة رأس المال المرجحة بعد الضرائب \times معدل الضريبة على دخل الجهة المؤجرة \times القسط السنوي الثابت للأصل)] = [القيمة الحالية لمبالغ الدفعات الممثلة للعمر الإنتاجي للأصل المستأجر عند تكلفة رأس المال المرجحة بعد الضرائب \times قسط الإيجار السنوي للأصل من وجهة نظر الجهة المؤجرة \times التكلفة المرجحة لرأس المال بعد الضرائب] .

ومعنى هذا أن الجهة المحتاجة لاستخدام الأصل تكون في حالة توازن تام ، إذا ما كانت القيمة الحالية لتكلفة التملك لهذا الأصل مساوية لقيمة الحالية لتكلفة الاستئجار له .

وبالتعويض في ضوء المثال المذكور ، نحصل على :

$$\text{القيمة الحالية لتكلفة التملك للأصل} = 200000 - 4,2124 \times 0,40 = 13260,6 \text{ ج}$$

$$\text{القيمة الحالية لتكلفة استئجار الأصل} = 4,2124 \times 524648 \times 0,60 = 13260,3 \text{ ج}$$

وبتساوي القيمة الحالية للتلفتين السابقتين تقريباً ، يكون هناك توازن بين سوق الجهة المؤجرة للأصل ، وسوق الجهة المستأجرة له ، وذلك في ضوء استخدام تكلفة رأس المال المرجحة بعد الضرائب (٦%) كعامل للخصم .

٤/٢/٤- يمكن الحصول على نفس النتائج عند المقارنة بين تكلفة تملك الأصل وتكلفة استئجاره ، باستخدام طريقة ترتيب التدفقات المالية في جداول وفقاً لسنوات العمر الإنتاجي للأصل ، وتعرف هذه الطريقة في تحليل الاستئجار التمويلي بطريقة الجداول . ولتوسيع خطواتها نستخدم البيانات الرقمية في المثال السابق ، كما يلى :

- قيمة شراء الأصل = ٢ مليون جنيه .

- قسط الإيجار السنوى المطلوب (باستخدام طريقة القسط الثابت لحساب استهلاك الأصل) = ٥٢٤٦٤٨ جنيه

وبفرض أن الاستئجار والاقراض هما بديلان لبعضهما ، بمعنى أنه عند تحليل تكلفة التملك نفترض أن الجهة المستخدمة للأصل تقرض ٢ مليون جنيه بتكلفة دين قبل الضريبة نسبتها ، هي :

$$\frac{٦٠٠ \text{ بعد الضريبة}}{(١ - ٤٠ \% \text{ معدل})} = \frac{٦٠٠ \text{ الضريبة}}{١٠ \%}$$

وعلى أساس أن القرض المذكور يسدد على أقساط سنوية متساوية بمقدار يكفى لتغطية تكاليف الفائدة السنوية ، علاوة على السداد السنوى من أصل القرض (استهلاك القرض السنوى) ، ويحدد قسط السداد السنوى باستخدام العلاقة التالية :

قيمة القرض = القيمة الحالية لأقساط السداد السنوية المتساوية للقرض بمعامل فائدة على الدين قبل الضريبة \times قسط السداد السنوى للقرض المفترض (ص) وفي ضوء البيانات السابقة للمثال المذكور ، يمكن حساب قسط السداد السنوى للقرض (ص) - على النحو التالى :

$$٢٠٠٠٠٠ = ٣,٧٩٠٨ [\text{القيمة الحالية لأقساط السداد الخمسة السنوية للقرض} \\ \text{بمعامل فائدة } ١٠ \% \text{ (أنظر الملاحق)}] \times \text{قسط السداد السنوى للقرض (ص)}$$

$$٣,٧٩٠٨ = ٢٠٠٠٠٠ \\ \text{إذن (ص)} = \frac{٢٠٠٠٠٠}{٣,٧٩٠٨} = \frac{٢٠٠٠٠٠}{٥٢٧٥٩٣} \text{ ج}$$

إذن قيمة القرض المذكورة (٢٠٠٠٠٠ ج) ستسدد على مدار خمسة أقساط سنوية ، قيمة كل قسط ٥٢٧٥٩٣ جنيهًا شاملًا كلًا من الفائدة السنوية واستهلاك القرض السنوى ، وتنظر هذه البيانات في الجدول التالي :

جداؤل سداد القرض

الرصيد غير المدفوع في نهاية السنة (٢) - (٥)	السداد من أصل القرض	الفائدة السنوية $\times ١٠ \%$	القسط المسدّد سنويًا (الفائدة + أصل القرض)	الرصيد غير المدفوع في بداية السنة	السنة

(٦)	(٤) - (٣) (٥)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)
١٦٧٢٤ ٠٧	٣٢٧٥٩٣	٢٠٠٠ ٠	٥٢٧٥٩٣	٢٠٠٠٠ ٠	-١
١٣١٢٠ ٥٤	٣٦٠٣٥٣	١٦٧٢٤ ٠	٥٢٧٥٩٣	١٦٧٢٤٠ ٧	-٢
٩١٥٦٦ ٦	٣٩٦٣٨٨	١٣١٢٠ ٥	٥٢٧٥٩٣	١٣١٢٠٥ ٤	-٣
٤٧٩٦٣ ٩	٤٣٦٠٢٧	٩١٥٦٦	٥٢٧٥٩٣	٩١٥٦٦	-٤
صفر	٤٧٩٦٣٩	٤٧٩٦٤	٥٢٧٥٩٣	٤٧٩٦٣٩	-٥
	٢٠٠٠٠ ٠	٦٣٧٩٦ ٥	٢٦٣٧٩٦ ٥	المجموع	

وبترتيب التدفقات النقدية الخارجة التي تمثل الاقراض وتملك الأصل ،
تحدد القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد الضريبة ، والتي يوضحها الجدول
التالي :

جدول تكلفة تملك الأصل

القيمة الحالية لتكلفة التملك بعد الضريبة × (٦) (٧)	معامل القيمة الحالية عند ٦% (%) معامل خصم (*)	التدفقات النقدية بعد الضري- بة - (٢) (٥)	الوفر الضري- بي (+)(٣) × (٤) (٠,٤)	الاستهلا- ك السنوي ٢٠٠٠ ٥ ÷ ٠٠ سنوات) (٣)	الفائدة السنوية (٣)	الدفعات السنوية لسداد الدين (٢)	نهاية السنة (١)
(٨)	(٧)	(٦)	(٥)	(٤)	(٣)	(٢)	(١)
ألف جنيه ٢٧١,٣	جنيه ٠,٩٤٣	جنيه ٢٨٧٥٩	جنيه ٢٤٠٠٠	جنيه ٤٠٠٠	جنيه ٢٠٠٠	جنيه ٥٢٧٥٩	-١

٢٦٧,٦	٤	٣	٠	٠	٠	٣	
	٠,٨٩٠	٣٠٠٦٩	٢٢٦٨٩	٤٠٠٠	١٦٧٢٤	٥٢٧٥٩	-٢
٢٦٤,٦	٦	٧	٦	٠	٠	٣	-٣
	٠,٨٣٩	٣١٥١١	٢١٢٤٨	٤٠٠٠	١٣١٢٠	٥٢٧٥٩	
٢٦٢,٢	١	٢	٦	٠	٥	٣	-٤
	٠,٧٩٢	٣٣٠٩٦	١٩٦٦٢	٤٠٠٠	٩١٥٦٦	٥٢٧٥٩	
٢٦٠,٣	١	٧	٦	٠	٤٧٩٦٤	٥٢٧٥٩	-٥
	٠,٧٤٧	٣٤٨٤٠	١٧٩١٨	٤٠٠٠			
١٣٢٦,		١٥٨٢٧	١٠٥٥١	٢٠٠٠	٦٣٧٩٦	٢٦٣٧٩	المجمو
٠		٦٨	٨٨	٠	٥	٦٥	ع

(*) نسبة تكلفة الاقراض قبل الضريبة = ١٠% ، إذن هذه النسبة بعد الضريبة = $10 \times 1.10 = 11\%$

(٠,٦٠% = وتنستخدم كعامل خصم .

وأخيراً يمكن الحصول على تكاليف استئجار الأصل بطريقة مماثلة ، كما في الجدول التالي :

جدول تكلفة إستئجار الأصل

نهاية السنة	مدفوعات الاستئجار السنوية (قسط الإيجار السنوي) (*)	تكلفة الاستئجار بعد الضريبة $0.60 \times (2)$	معامل القيمة الحالية عند كعامل خصم (%)	القيمة الحالية لتكلفة الاستئجار بعد الضريبة $(4) \times (3)$	(١)
(جنيه)	(جنيه)	(جنيه)	(جنيه)	(جنيه)	(٥)
-١	٥٢٤٦٤٨	٣١٤٧٨٨,٨	٠,٩٤٣٤	٢٩٧,٠	
-٢	٥٢٤٦٤٨	٣١٤٧٨٨,٨	٠,٨٩٠٠	٢٨٠,٢	
-٣	٥٢٤٦٤٨	٣١٤٧٨٨,٨	٠,٨٣٩٦	٢٦٤,٣	
-٤	٥٢٤٦٤٨	٣١٤٧٨٨,٨	٠,٧٩٢١	٢٤٩,٣	
-٥	٥٢٤٦٤٨	٣١٤٧٨٨,٨	٠,٧٤٧٣	٢٣٥,٢	

١٣٢٦,٠	١٥٧٣٩٤	٤	٢٦٢٣٢٤٠	المجم وع
--------	--------	---	---------	-------------

(*) راجع في حساب هذا القسط البيانات الواردة في المثال السابق المذكور بالبند رقم (٣٢٥) من هذا الفصل.

وبمقارنة الجدولين السابقين (جدول تكلفة تملك الأصل ، وجدول تكلفة استئجار الأصل) ، يلاحظ تساوى التكلفتين عند ١,٣٢٦ مليون جنيه ، وهذه النتيجة هي ذاتها التي حصلنا عليها عند استخدام طريقة المعدلات الكمية .

٣/٥ - الأهمية الاقتصادية للاستئجار التمويلي :

للحظ مما سبق أن القيمة الحالية لتكلفة التملك للأصل أو تكلفة إستئجاره متساوية ، وتمثل حسب البيانات الواردة في المثال المذكور ١٣٢٦٠١٦ جنيه ، ولكن التساوى الهام هنا - متى يكون الأصل المقترح للجهة المستخدمة له مربحاً؟. ولتوسيع هذا ، نفترض أن الأصل المقترح سيحقق للجهة المستخدمة له إذا ما تم تتنفيذ تدفقات نقدية صافية سنوياً تقدر بـ ٢ مليون جنيه سواء إشتريت هذه الجهة هذا الأصل أو إستأجرته ، وكذلك نفترض بأن معدل تكلفة رأس المال لهذا الأصل المقترح ١٢٪ . عندئذ يتم حساب القيمة الحالية للدخل الصافي من المقترح ، كالتالى :

القيمة الحالية للدخل الصافي من الأصل المقترح = القيمة الحالية لمبالغ الدفعات الخمس الممثلة للعمر الإنتاجي للمقترن المستأجر عند معدل تكلفة رأس المال لهذا المقترن \times إجمالي التدفقات النقدية السنوية الصافية \times (١ - معدل الضريبة على دخل الجهة المؤجرة للمقترن)

وفي ضوء البيانات السابقة ، تكون :

$$\text{القيمة الحالية للدخل الصافي من الأصل المقترن} = ٣,٦٠٤٨ \times ٢٠٠٠٠٠ \times (١ - ٠,٤٠)$$

$$= ٢٠٠٠٠٠ \times ٣,٦٠٤٨ = ٧٢٠٠٠٠$$

$$= ٤٣٢٥٧٦٠ \text{ جنيه} .$$

وإذا ما تم خصم القيمة الحالية لتكلفة استخدام الأصل المقترن (سواء عن طريق التملك أو الاستئجار) من هذا المبلغ ، والتى تبلغ كما سبق وأوضحتنا ١٣٢٦٠١٦ جنيهًا ، فإننا سنحصل على صافي القيمة الحالية للأصل المقترن كالتالى :

صافى القيمة الحالية للأصل المقترح = (القيمة الحالية للدخل الصافى من الأصل المقترح) - (القيمة الحالية لتكلفة استخدام الأصل المقترن)

$$\text{إذن صافى القيمة الحالية للأصل المقترح} = ٤٣٢٥٧٦٠ - ١٣٢٦٠١٦ = ٢٩٩٩٧٤٤ \text{ جنیهاً.}$$

وطالما أن صافى القيمة الحالية للأصل المقترح يمثل رقمًا موجباً ، فيجب تبني الأصل المقترح لأنه مربح .

وعلى كل ، فهناك عدد كبير من العوامل المؤثرة فى المتغيرات التى تشملها عملية تحليل الاستئجار مقابل التملك للأصل المقترح . ومن الضرورى أن نتعرف على العوامل التى تؤدى إلى ارتفاع تكلفة الاستئجار عن تكلفة التملك ، وفيما يلى بعضاً من هذه العوامل :

١/٣/٥- الإختلاف فى تكاليف رأس المال :

إذا كانت تكلفة رأس مال الجهة المؤجرة للأصل المقترح أقل من تكلفة رأس مال الجهة المستأجرة له ، فمن الممكن أن تكون تكلفة الاستئجار للأصل أقل من تكلفة تملكه والعكس صحيح . ولكن من الصعب أن تتواجد الظروف التى تؤدى إلى حدوث مثل هذا الاختلاف بين تكاليف رأس المال المؤجر ، والمستأجر للأصل .

٢/٣/٥- ارتفاع تكاليف تمويل الاستئجار عن تكاليف تملكه :

هناك اتجاه يرى بأن الاستئجار يشتمل على تكاليف تمويل ضمنية أعلى من تكاليف تملك الأصل المقترح ، ولكن هذا الاتجاه غير صحيح لما يلى :

١/٢/٣/٥- قد لا يكون هناك اختلاف في المركز الائتماني بين المؤجر والمستأجر للأصل .

٢/٢/٣/٥- صعوبة التمييز بين التكاليف النقدية للاستئجار ، وتكاليف الخدمات الأخرى غير المالية المتضمنة في عقد الاستئجار (خدمات صيانة الأصول المؤجرة).

٣/٣/٥- الفروق في تكاليف الصيانة :

هناك إتجاه آخر يرى بأن الاستئجار قد يكون أقل تكلفة ، فهو لا يتضمن تكاليف صيانة واضحة ، وإن كانت هذه التكاليف يتم إضافتها لمدفوعات الاستئجار السنوية.

ولذلك فالعبرة هنا لمن يستطيع إنجاز الصيانة بتكلفة أقل ، فهل هي الجهة المؤجرة أم جهة مستقلة متخصصة في خدمات الصيانة لأصول من نوع الأصل المؤجر ؟.

٤/٣/٥- القيمة المتبقية للأصل المقترح :

تشير القيمة المتبقية للأصل إلى قيمة الأصل المؤجر عند انتهاء الإيجار ، بمعنى أن الجهة المؤجرة سوف تمتلك الأصل بعد انتهاء عقد الإيجار . ويبدو بشكل ظاهري أنه إذا كانت قيمة الأصل المتبقية عالية ، فستكون تكلفة تملكه أقل من تكلفة استئجاره . ولكن في الواقع هذه الظاهرة ليست بدون قيود ، فمثلاً إذا ما كان التقادم الفني أو التكنولوجى للأصل كبيراً ، فإن القيمة المتبقية له ستتختضن كثيراً ، وهو ما يمكن تفسيره بأن وجود قيمة متبقية للأصل لا يعني بالضرورة أن تكلفة تملكه أقل من تكلفة استئجاره .

٥/٣/٥- تكاليف التقادم الفني للأصل المقترح :

هناك قول شائع بأن تكاليف استئجار الأصل تكون أقل من تكاليف تملكه ، خاصة إذا ما كان التقادم الفني لهذا الأصل كبيراً . وبوجه عام ، يمكن القول بأنه لا تأثير للتقادم الفني أو للقيمة المتبقية للأصل ، على تكلفة تملكه مقابل استئجاره . فهناك شركات في بعض الدول متخصصة في تصنيع وإصلاح المعدات المختلفة ، ولها جهازها الخاص لبيع وتوزيع وتأجير هذه المعدات ، وتقوم هذه الشركات في العادة بتأجير معداتها بشروط وتكاليف إيجار معقولة . وفي حالة التقادم الفني لهذه المعدات ، فإن هذه الشركات تقوم بتوزيع وإبدال ونقل هذه المعدات من عمل لآخر حسب الحاجة لاستخدامها ، وهو ما يمكن أن يساعد على تخفيض تكاليف التقادم الفني ، وعلى رفع القيمة المتبقية الحقيقية لهذه الأصول ، كما يمكن أن يكون مجمل تكاليف استئجار واستخدام هذه الأصول منخفضاً نسبياً .

٦/٣/٥- الفروق في معدلات الضريبة أو بين المعونات الضريبية :

إذا كان معدل الضريبة التي تدفعها الجهة المؤجرة للأصل مختلفاً عن معدل الضريبة التي تدفعها الجهة المستأجرة له ، فإن تكلفة الاستئجار ستكون مختلفة عن تكلفة التملك للأصل بحيث أن إدراهما تكون أقل من الأخرى ، فمدى تأثير الفروق بين

الضرائب يعتمد على اختلاف حجم المكاسب في الأصول الرأسمالية مع المعدلات الضريبية .

ففي حالة عدم قدرة الجهة المستخدمة للأصل على الانتفاع من الوفر الضريبي باستثماره أو الاستهلاك السريع للأصل ، فسيكون من مصلحتها أن تستأجر الأصل بدلاً من شرائه . وعندئذ يمكن للجهة المؤجرة للأصل أن تستفيد من الوفر الضريبي الناتج عن تمويلها للأصل المؤجر ، وبالتالي يمكنها أن تتفق مع الجهة المستأجرة على تكلفة إيجار منخفضة .

فمثلاً إذا كانت الجهة المستخدمة للأصل تحقق خسائر ، أو أنها توسع ويتولد عن ذلك إعفاءات ضريبية كبيرة لا تقدر على استثمارها ، عندئذ سيكون من الأفضل لها أن تستأجر الأصل بدلاً من تملكه . وفي هذه الحالة تقوم الجهة المؤجرة للأصل بالاستفادة من الإعفاءات الضريبية ، وإعطاء الجهة المستأجرة تخفيضاً مساوياً لها من خلال تخفيض تكاليف الاستئجار . ولهذا السبب تتجه كثير من المنظمات مثل خطوط السكك الحديدية ، وشركات الطيران في السنوات الأخيرة على سبيل المثال ، إلى استخدام الاستئجار التمويلي بدرجة كبيرة .

وعلى كل يمكن قبول سياسة التمويل بالتأجير ، إذا ما أدت هذه السياسة إلى أن تكون الميزانية الخاصة بالمنشأة ، وكذلك قائمة الدخل في وضع أفضل ، وذلك كنتيجة لتخفيض القيمة الدفترية للأصول على أساس عدم ظهور الأصول المؤجرة في الميزانية ، أو زيادة القيمة الدفترية للدخل على اعتبار أن الإيجار مصروف (فمثلاً لو قامت المنشأة بشراء الأصل كبديل للإيجار ، ثم افترضت لتمويل هذا الشراء ، في هذه الحالة سيتم خصم مصاريف الاستهلاك والفوائد من وعاء الدخل) .

وفي مقابل ذلك ، يمكن تقادم هذه السياسة في الحالات التالية :

- عند ارتفاع تكلفة الإيجار بالنسبة لبعض الأصول .
- عند عدم توافر الأصل المطلوب تأجيره بالمواصفات المطلوبة ، وفي الزمان والمكان المحددين .
- عند تعرض البيئة التجارية المحيطة لتقلبات غير متوقعة ، وعدم الاستقرار في قوانين الشراء والتأجير .

- المراجع

- د. درويش مرعي ، الإدارة المالية ، القاهرة ، نور الإيمان للطباعة ، ٢٠٠٦/٢٠٠٧ ، ص ١٧٧-١٧٨ .
- د. سمير محمد عبد العزيز ، التمويل وإصلاح خلل الهياكل المالية ، القاهرة ، مكتبة ومطبعة الإشاعع الفنية ، ١٩٩٧ ، ص ١٨١ - ٢٠٥ .
- Neveu, Raymond P., Managerial Finance , 3rd ed., South – Western publishing Co. , 1989, PP. 577 – 592 .

الفصل السادس

أسس اتخاذ قرارات الاستثمار

- الأهداف التعليمية :

١/٦ المؤشرات أو الخطوط الرئيسية لقرارات الاستثمار :

- ١/٦- إحلال الأصل عند استهلاكه .
 - ٢/٦- استثمار الفائض بعد الضرائب والتوزيعات .
 - ٣/٦- استثمار خفض التكاليف (الوفر في التكاليف) .
- ٤/٦- نظام (MAPI) . Machinery and Allied Products Institute System

٥/٦- الاستثمارات للمدفووعات المبكرة .

٢/٦ - الأسس الاقتصادية لنظرية موازنة رأس المال :

- ١/٢/٦- نظرية الإنتاج الحدي .
- ٢/٢/٦- نظرية الكفاءة الحدية لرأس المال .
- ٣/٢/٦- مفهوم الكفاءة الهامشية لرأس المال .

٣/٦ - هيكل اتخاذ القرار الاستثماري :

- ١/٣/٦- منهجية اتخاذ القرار الاستثماري .
- ٢/٣/٦- التنظيم لاستثمار رأس المال .
- ٣/٣/٦- بحث وتحليل فرص الاستثمار .
- ٤/٣/٦- مدخل التدفق النقدي .
- ٥/٣/٦- معدل العائد الداخلي لاتخاذ قرار الاستثمار .
- ٦/٣/٦- القيمة الحالية لتقدير القرار الاستثماري .

الفصل السادس

أسس اتخاذ قرارات الاستثمار

- الأهداف التعليمية :

إن أسس اتخاذ قرارات استثمار رأس المال ، تعتمد بدرجة كبيرة على تحليل بسيط للقيمة التي كان عليها من قبل - تحليليا يقوم على أسس علمية دقيقة . وفي نهاية القرن التاسع عشر ظهرت جهود الاقتصادي الإنجليزي Alfred Marshall في هذا المجال ، كم قام منذ الخمسينات دارسو العلوم المالية والتجارية وما شابه ذلك بإعادة تشكيل وتطوير وتنمية الجوانب الأساسية للتحليلات الجديدة لمسايرة نظرية استثمار رأس المال ، وقدموها على أنها النظام الحالى لأحد جوانب الاستثمار لعمل موازنة لرأس المال .

وفي هذا الفصل ، سنتناول أسس الاقتصاد النظرية لمعايير التحليل واتخاذ القرار . إن جانب الاستثمار لعمل ميزانية لرأس المال لا يزال مجموعة من القوانين النظرية ، أو مجموعة من القرارات العلمية بدرجة أكبر أو أقل ، وسوف نختبر تلك القوانين أو المعايير مع مراعاة خلفية نظامنا الحالى للتحليل واتخاذ القرار .

ولذلك ينبغي على الطالب بعد دراسة الجوانب الأساسية لهذا الموضوع ، أن يصبح قادرا على فهم وتحليل المفاهيم العلمية التالية :

- ١/٦ - المؤشرات أو الخطوط الرئيسية لقرارات الاستثمار .
- ٢/٦ - الأساس الاقتصادية لنظرية موازنة رأس المال .
- ٣/٦ - هيكل اتخاذ القرار الاستثمار .

١/٦ - مؤشرات الاستثمار :

إن المعايير التالية لا يمكن أن تسمى نظريات ، فهى ليست عبارات كاملة لعلاقة السبب والنتيجة لاتخاذ القرار ، وإن كان لا يمكن استبعادها من المناقشة الخاصة باستثمار رأس المال لكونها لا تزال تستخدم في أعمال تجارية ناجحة على نطاق واسع .

والسمة الرئيسية التي تميز هذه المعايير – هي أنها أنظمة أو أساليب تعمل كمؤشرات أو خطوط رئيسة لاتخاذ قرارات استثمار رأس المال . ولذلك فإن قوانين اتخاذ القرار ربما تكون واضحة للبعض وغير واضحة للبعض الآخر ، فهي مفهومة للغالبية وإن كانت غير واضحة عند التطبيق .

إن نقطة الضعف الرئيسية – من وجهة نظرنا – أنها ليست جزءاً من نظام متكامل لإدارة رأس المال ، وهو ما يعني عدم وجود علاقة أو صلة بين قرار استثمار رأس المال وقرار إدارة الأموال ، كما أنها لا ترتبط بصفة خاصة أو عامة بهدف عام أو مشترك في الإدارة ، مثل رفع قيمة السهم إلى أقصى حد . وبمراجعة تلك المؤشرات سوف نتدرج إلى معايير أو مقاييس فنية أكثر ، وأن مراجعة مثل هذه المؤشرات سيكون إلى حد ما حساساً لدرجة لفت الانتباه لمناطق أو جوانب المشكلة الأولية في عمل ميزانية رأس المال ، وفيما يلى عرض موجز لمضمون هذه المؤشرات .

١/٦ – إحلال الأصل عند استهلاكه :

عندما تستهلك المباني والآلات والمعدات، أو عندما يكون الإصلاح لا يعيدها إلى ما كانت عليه من ذى قبل، فإن هناك العديد من الأسئلة التي سوف تطرح مثل: هل هناك طرقاً حديثة للإصلاح؟، وهل إصلاح الآلات الحالية يجعلها قادرة على تقديم الخدمات؟، ولذلك فمن الملاحظ أن هناك قراراً سوف يتخذ . إن آراء كل من المهندس / البائع / الخبراء على مستوى كبير من الأهمية ، فمثلاً هل الآلة عندما تستهلك تحتاج لمبلغ كبير للإصلاح أو إعادةتها لما كانت عليه أو أن استبدال الآلة أفضل من الإصلاح؟ . وكلمة (استبدال) من الصعب تحديدها بصفة عامة بالرغم من أننا سوف نرى لاحقاً أن تطبيق مبدأ الخصم يمكن أن يستخدم لتأكيد القيمة الحالية للآلة ، وأن استخدام ضريبة الدخل كمؤشر لاستخدام الأصول الثابتة يمكن من استبدالها بدلًا من إصلاحها عند انتهاء فترة الصلاحية لهذه الأصول .

وبالنسبة لعملية اتخاذ القرار ، فإن هذا يطرح اتجاهها سلبياً أكثر منه إيجابياً تجاه الاستثمار الذي ينادي بضرورة استثمار ما لدينا أطول فترة ممكنة ، وذلك أكثر من البحث عن عمل ميزانية لرؤوس الأموال الجديدة . إن فرص

الاستثمار المربحة سوف نمر بها ببساطة لأن الأصول المستخدمة حاليا لا تزال فعالة و المناسبة ، وهذه الطريقة ليست فعالة للاختيار بين الأصول المتنافسة حيث أنها تتعلق فقط بالأصول المستخدمة فعلا . فمثلا لو أن الأصل (أ) أو (ب) ينافس لكى يحل محل الأصل المستهلك ، فإن هذه الطريقة ذو فائدة قليلة سوى أنها تؤكد لمدير التسويق على أن الأصل أصبح مستهلكا وفى حاجة إلى استبداله ، وقيمة الأسهم الحالية ربما تزيد بالرغم من ممارسة هذا الاستثمار .

٢/١٦ – استثمار الفائض بعد الضرائب والتوزيعات :

إن السياسة الآمنة لدى رأى بعض المديرين ، هو أن نستثمر فى الأصول الحد الأقصى لدخل المنظمة الثابت ، إن الدائنين قد يفرضون ولفترة طويلة بعض القيود على استخدام رؤوس الأموال الفعالة ، وموضحين أن أطول المشتريات يجب أن تكون محددة طبقا للمواقف التى تكون فيها الدخول ثابتة وتجاوز قيمة الجنيه (أو الدولار) . أو عندما تتجاوز هذه الدخول نسبة مئوية محددة لقيمة معينة ، مثل رصيد رأس المال أو صافى الأرباح . إن مثل تلك القيود تحمى نصيب الدائنين ، ولكن هذا يجعله غير مقبول كسياسة للاستثمار إذا كان هدف الإداره هو زيادة قيمة الأسهم . ومثل هذا عملية آمنة لا يمكن إنكارها لكونها تحد من مخاطر الاقتراض ، وخطورة عدم المقدرة على مواجهة أسس الدفع التى تصاحب الاقتراض ، وارتكاك مدير التسويق على أنه غير قادر على دفع الالتزامات والذى يمكن تجنبه باستخدام مقاييس الدخل الثابت لاتخاذ قرارات الاستثمار . وفي الحقيقة استخدمت بعض المؤسسات الكبيرة هذه الطريقة فى الماضى لبناء أو تكوين رأس مال ضخم من الدخول الثابتة ، والذى جعلها تحقق قدرًا من المكانة فى مجتمع الإداره ، وإن كانت تفشل فى مواجهة الفلسفة الحديثة لإدارة رأس المال لعدة أسباب هى :

أولا : أنها تحتوى على خطأ بقصر الدخول الثابتة على الجانب الأيمن من الميزانية ، أو مصاحبة بالنقدية أو بأصول سائلة كبيرة فى انتظار استثمار المعدات فى الجانب الأيسر .

ثانياً : أن قرار الاستثمار ربما يعتمد على مدخلات قديمة أكثر من اعتماده على دخول متوقعة ، وهذا ربما يطرح تساؤلاً عما إذا كانت الاستثمارات يجب أن تكون متعلقة بكل جوانب العمل .

ثالثاً : معظم مؤسسات الأعمال قد لا تحقق قدرًا كافياً من الأرباح الصافية .
رابعاً : أن هذه الطريقة ليس لديها ما تقدمه لمساعدة في تحديد رأس المال بين المشاريع المتنافسة ، وهذه المعالجة سلبية مثل المؤشر السابق لاتخاذ القرار ، حيث أن نقطة الضعف الرئيسية لهذا المؤشر هي أنه يضع العربية أمام الحصان .

٣/١٦ - استثمار خفض التكاليف (الوفر في التكلفة) :

إن هذه المعالجة لاتخاذ القرار الاستثماري لديها الكثير الذي تقدمه ، وذلك بخلاف الطريقتين السابقتين ، وإن كانت تمثل أيضاً معالجة محدودة لكونها تتجاهل قدرات الدخل الاستثماري الجديدة . وربما أهم مساهمة لهذا المؤشر تكمن في منحه القدرة على المقارنة والاختيار بين الأصول المتنافسة ، حيث أن أبسط طريقة لمقارنة بدائل الاستثمار هو متوسط الدخل الحدي بالحسابات البسيطة وإن كانت لا توجد حفائق كاملة لتجنب جميع الأخطار ، كما أنه ليس هناك تمييز بين ما هو نقدى وما هو غير نقدى . وإذا كان استخدام المواد الخام هو نفس الشيء للآلات المتنافسة ، فليس هناك حاجة لأن تشمل تكلفة المواد عند مقارنة التكلفة .

ويوضح الجدول رقم (١-٦) ، كيف يمكن تحديد الوفر في التكاليف عند إجراء المقارنة والتفضيل بين الأصول المتنافسة كبدائل للاستثمار ؟

جدول رقم (١-٦) - التكاليف المقارنة لاختيار الاستثمارات

الأصل ب	الأصل أ	الأصل المستخدم	تكاليف التشغيل
٤٨٠٠ ج	٥٨٠٠ ج	٥٧٠٠ ج	العمالة المباشرة
٧٠٠	٣٠٠	٩٠٠	التمويل الدائم
٤١٠٠	٤٠٠٠	٥٠٠٠	التوزيعات (الخصم)
٥٠	١٤٠	٣٠	ضرائب وتأمين
١٥٠	٢٠٠	٢٠٠	طاقة
٩٨٠٠ ج	١٠٤٤٠ ج	١١٨٣٠ ج	إجمالي

ج ٢٠٣٠	ج ١٣٩٠	عن المس تخدم خفض التكاليف بالزيادة
--------	--------	------------------------------------

وبمقارنة الأصل "أ" والأصل "ب" من حيث أيهما يوفر تكاليف العملية الإنتاجية ، فإن البدائل تصبح :

- حفظ الأصل المستخدم حاليا .
- استبدال الأصل الحالى بالأصل "أ" .
- استبدال الأصل الحالى بالأصل "ب" .

ويمكن أن نرى أن الأصل المستخدم يستبدل بالأصل "ب" الذى يقدم أكبر توفير من التكلفة بما يعادل ٢٠٣٠ جنيه ، ومن الملاحظ أن طريقة خفض التكلفة فى عملية اتخاذ القرار تعد طريقة بسيطة وواضحة وإن كانت محدودة

إلى درجة ما – لما يلى :

أولا : أنها موجهة بصفة أولية إلى الماكينات والآلات وقرارات استبدالها .
ثانيا : أنها لا تتيح الفرصة للآثار الممكنة لاستثمار رأس المال على الدخل فى المستقبل . وإذا كان الدخل لا يتأثر بقرارات الاستثمار لما طرحتنا هذا الاستفسار ، ولكن قيمة وجودة العمل المنتج ربما تختلف بقدر كبير باختلاف الأفراد ، والتى تؤثر على حجم المبيعات وصافى الربح وقيمة الأسهم . كما أن الأصل "أ" والمرفوض نهائيا (لأن تكاليف تشغيله أعلى من الأصل "ب") ربما أوجد دخلا إضافيا كافيا من المبيعات المضافة .

وهناك عامل آخر هام ، وهو المعاملة المقدمة للخصم ، إذ ليس هناك أى اهتمام بإمكانية زيادة الدخل عن طريق الاستثمار للمصاريف غير النقدية ، وأيضا قيمة الخصم الحالية لتلك المدخرات .

٤/٦ - نظام MAPI : Machinery and Allied Products Institute System

وهناك طريقة مقارنة جدلية أخرى بخصوص قرارات الاستثمار توجد فى نظام MAPI لإجراءات استبدال الأصول الثابتة ، حيث أن كل أصل ثابت مستخدم حاليا يسمى (المدافع) ، وكل أصل جيد يسمى (المتحدي) ولكل منها تكاليف رأس مال ، ومزايا وعيوب تشغيل كما يلى :

تكليف رأس المال ، ومزايا وعيوب التشغيل :

لا شك أن مبلغ الخسارة في السوق ، يرجع إلى قيمة الآلة بسبب عمرها . ولذلك فإن عروض الاستثمار الجديدة لتكلفة رأس المال تكون أعلى من الأصول القديمة الموجودة ، بسبب الخسارة الكبيرة في السوق خلال الأعوام السابقة . ولكن الآلة الجديدة من المحتمل أن يكون لها مميزات إنتاج ، تتمثل في صافي دخل التشغيل الناتج عن توفير التكلفة . ومن ثم فإن المدير المالي يجب عليه دائماً أن يتحدى بالآلات والمعدات الموجودة ، مزايا التشغيل للآلات والمعدات الجديدة وبتكليف رأس مال منخفضة ، وإن لم تستطع الآلة الموجودة مواجهة مثل هذا التحدي يجب أن تستبدل لصالح العمل .

وهذا النظام (MAPI) يستخدم على نطاق واسع في صناعة الآلات لاتخاذ قرارات الإحلال والتبديل ، ويساهم بقدر كبير في إيجاد مديرين للأعمال ومديرين ماليين على دراية كبيرة بالجوانب العملية لقرارات أصول الاستثمار . وبالرغم من أن هذا ليس المقصود به نظرياً عمل ميزانية كاملة لرأس المال ، إلا أنه يساهم بقدر كبير في عملية استخدام الآلات البسيطة لتقدير فرص الاستثمار لاتخاذ القرارات السليمة (أي الاستثمار أو عدم الاستثمار) . وهذه الطريقة وضعت موضوع استثمار رأس المال في جانب نشط في تطبيقه لتحليل الميكنة والمعدات ، فليس هناك انتظار لاستهلاكها ، وكذلك ليس هناك انتظار لترامك الأرباح قبل بدأ الاستثمار . وتعتبر هذه الطريقة أن الاستثمارات يمكن أن يكون لها أثراً على المبيعات ، وتهتم بالبحث عن فرص استثمار جديدة لها اعتبارها بالنسبة للمؤشرات الثلاثة التي تحددت من قبل .

وفي الحقيقة لو أن مؤشراً من هذه المؤشرات يمكن اعتباره أكثر من قانون ، فهو النظام (MAPI) وملامحه المحددة كأسلوب لاستبدال الأصول الثابتة مثل الآلات والماكينات بصفة خاصة ، وهو لا يحاول تقدير صافي الدخل أو إيجاد علاقة بين قرارات الآلات والماكينات المحددة بقيمة أسهم الشركة .

٥/٦ – الاستثمارات للمدفوعات المبكرة :

وهو أسلوب يستخدم على نطاق واسع في مجال الأعمال في الوقت الحاضر ، ويمكن تطبيقه على معظم الأصول الثابتة وأى شكل من أشكالها .

و هذا الأسلوب هو استثمار أحد الأصول في أي وقت متوفّر فيه السيولة النقدية التي يكون الأصل متوقع أن يحقق لها الأمان ، وأن يكون هذا الأصل كبيرا بدرجة كافية لرد الاستثمار الأول في فترة قصيرة نسبيا . إن هذه السياسة يمكن تطبيقها في عملية إحلال الآلات والمعدات والإضافة ، وأحيانا عند استكمال خطوط الإنتاج . وفي تطبيق هذه الطريقة فإن أساس اتخاذ القرار ، هو أن تكون السيولة النقدية أكثر من صافي الربح ، وتخصم التكاليف النقدية المتعلقة بالمشروع من المبيعات ، كما أن صافي النقدية السنوية الناتج يقسم وفقا لتكاليف الأصل .

ويعتمد الاستثمار في هذه الحالة على فترة توقف الإدارة ، وإذا كانت فترة التوقف أقل من سنتين ونصف ، فإن الاستثمار سوف لا يكفي ، ولكن إذا كانت أكثر من ذلك فيمكن الاستثمار . ونظريا فتلك الطريقة تحافظ على معدل العائد لرأس المال لاستخراج السيولة النقدية من الاستثمار ، واللزمه لكي تعود نفسها في فترة قصيرة . ويوضح الجدول رقم (٢-٦) كيف تتم هذه العمليات باستخدام ثلاثة آلات هي أ ، ب ، ج كانت أسعار مشترياتها تمثل ٦٨٠٠ جنيه ، ١٠٠٠٠ جنيه ، ١٢٠٠ جنيه على التوالي :

و غالبا ما يكون صناع ووزعوا الآلات والمعدات جاهزين بأرقامهم ، ليوضحوا أن منتجاتهم تتمتع بفترات دفع قصيرة الأجل . وتلك الطريقة لاتخاذ القرار يفضلها الكثير لكونها تقلل من الأخطاء ، ولذلك فإن الحدود الأساسية لهذه الطريقة في مواجهة احتياجات ميزانية رأس المال العامل ، تكمن فيما يلى :

١/٥/١٦ - يركز اتخاذ القرار على أصول ثابتة .

٢/٥/١٦ - المعالجة دفاعية بصفة أساسية ، والأسلوب المتبّع هو الحذر ، والمناقشة بدلاً من البحث والتجريب .

٣/٥/١٦ - يمكن فحص الأسلوب المتبّع في إتخاذ القرارات في السنوات القليلة الأولى ، كما أن الاستثمار يمكن تغطيته خلال هذه السنوات ، وتكون الأرباح في الأعوام التالية .

جدول رقم (٦ - ٢)
 طريقة الدفع قصير الأجل
 (المبالغ بالألف جنيه)

ج	ب	أ	بيان الأصول
١٢,٠٠	١٠,٠٠	١٠,٠٠	صافي المبيعات
٥,٠٠	٤,٠٠	٥,٠٠	تكليف الصرف والنفقات
١,٢٠	١,٠٠	١,٠٠	الخصم
٥,٨٠	٥,٠٠	٤,٠٠	أرباح قبل الضريبة
٢,٣٢	٢,٠٠	١,٦٠	الضريبة (٤٠ %)
٣,٤٨	٣,٠٠	٢,٤٠	أرباح ما بعد الضريبة
١٢,٠٠	١٠,٠٠	٦,٨٠	أسعار الشراء
صافي السيولة النقدية :			
٣,٤٨	٣,٠٠	٢,٤	صافي الأرباح
١,٢٠	١,٠٠	١,٠٠	الخصم

٤,٦٨	٤,٠٠	٣,٤٠	إجمالي
١٢,٠٠	١٠,٠٠	٦,٨	
= ٠٠	= ٠٠	= ٢,٠٠	
٢,٦ ٤,٦	٢,٥ ٤,٠	٠ ٣,٤	فترة الدفع (استرداد الأموال)
٨	٠		

٢/٦- الأسس الاقتصادية لنظرية موازنة رأس المال :

يشمل رأس المال في التحليل الاقتصادي الأصول الثابتة ، وأى شكل من أشكال رأس المال التي تساهم في الإنتاج . وليس هناك أية محاولة في التحليل الاقتصادي لكي تميز بين رأس المال ، والصلة غير الندية للأصول الفردية المتداولة . إن الهدف الأمثل لاستثمار المشروعات الجديدة لرأس المال يكمن في تعظيم الفوائد المتوقعة في المستقبل ، حيث أنه في حالة تعظيم مثل هذه العوائد ، فإن القرارات الاستثمارية ستكون حينئذ في حالة من التوازن ، ولهذا فليس هناك مبرراً لزيادة أو نقص الاستثمارات ، لأن التحرك في أي من الاتجاهات ربما يشكل عائقاً أمام الأعمال .

وهناك ثلاثة أمثلة علمية لتحليل كيفية تطبيق قرارات الاستثمار بشأن تعظيم الربحية ، ويتمثل الأول والثاني منها في كل من نظرية الإنتاج الحدي ونظرية الكفاءة الحدية لرأس المال ، وهاتين النظريتين يرتبان عن قرب في بعض الخصوصيات ، وإن كانت هناك بعض الاختلافات الكلية فيما بينهما . أما المثال الثالث ، فيختص بمفهوم الكفاءة الهاشمية لرأس المال ، وفيما يلى توضيح لهذه المفاهيم :

٢/٦- نظرية الإنتاج الحدي : Marginal Productivity Theory

وهذه النظرية تمثل نموذجاً للتوضيح جدول ومنحنى الطلب للشركة ، وذلك لمدخرات رؤوس الأموال الالزامية لتمويل المشروعات الاستثمارية . وكلمة " حدي " في النظرية ، تشير إلى مقدار الزيادة في المكاسب قبل السماح بمصاروفات الفوائد والضرائب . إن النظرية المذكورة توضح لنا الزيادة في

صافى الربح قبل الفائدة والضريبة ، والناتجة عن الاستثمار للزيادة فى رأس المال .

وإذا كانت هذه الطريقة مفيدة فى هذا الاستثمار ، فإن الزيادة فى عائد الجنيه (أو الدولار) يجب أن يعاد تقديرها كقيمة نسبية ، وهى بالطبع نسبة عدديه للأرباح المتزايدة قبل الفائدة والضريبة بالنسبة للزيادة فى رأس المال والتى تؤدى إلى الأرباح . ويوضح الجدول رقم (٣-٦) - ميل (أو انحراف) الإنتاجية الحدية لرأس المال .

جدول رقم (٣-٦)
انحراف الإنتاجية الحدية لرأس المال

زيادة مدخلات رأس المال (Δx)	الزيادة فى الأرباح (Δy)	وحدة رأس المال (x)	إجمالي الأرباح قبل الفائدة والضرائب (y)
٠٠	٠٠	١٠٠ ج	١٠٠ ج
١٠٠ ج	١٠٠ ج	٢٠٠ ج	٢٠٠ ج
١٠٠ ج	٨٠ ج	٣٠٠ ج	٢٨٠ ج
١٠٠ ج	٣٠ ج	٤٠٠ ج	٣١٠ ج
١٠٠ ج	١٠ ج	٥٠٠ ج	٣٢٠ ج
١٠٠ ج	٥ ج	٦٠٠ ج	٣٢٥ ج

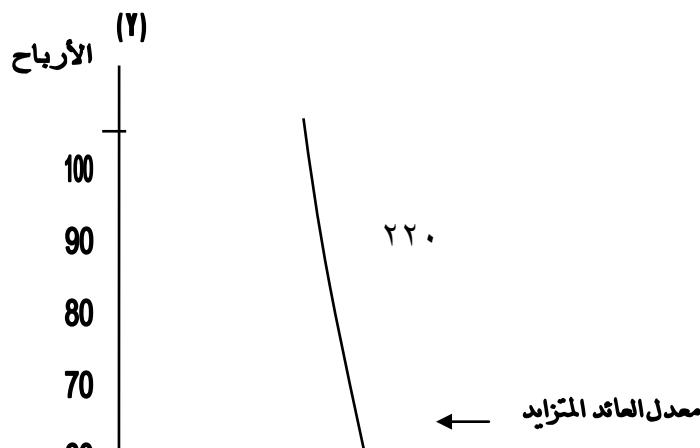
إن قانون تخفيف العوائد يجعل الزيادة الحدية فى الأرباح تقلل من الزيادة الحدية الثابتة لرأس المال ، ولذلك تقييد هذه الطريقة فى تخفيف القيمة والتى يمكن شرحها بصورة أفضل كما فى الجدول رقم (٤-٦) ، الذى يوضح النسب

المئوية للمعدل الحدى للعائد $\frac{\Delta Y}{\Delta X}$.
جدول رقم (٤-٦) ميل (أو انحراف) المعدلات الحدية للعائد

%	$\frac{\Delta Y}{\Delta X}$	ΔX	ΔY	Y
100	$1 = \frac{100}{100}$	100	100	100
50	$= 0.5$	100	50	200
30	$= 0.3$	100	30	250
10	$= 0.1$	100	10	280
5	$= 0.05$	100	5	290
2	$= 0.02$	100	2	292
				297

وبمعرفة معدل السوق للفائدة وجدول ميل الإنتاجية الحدية لرأس المال ، فإن الإدارة المالية يمكنها أن تحدد مستوى الاستثمار ، والذى عنده تكون الإنتاجية الحدية لرأس المال مساوية لمعدل سعر الفائدة السائد فى السوق . إن السمة الرئيسية لهذه الفائدة ، تتضح فى أن قرارات الاستثمار يتم تشجيعها من خلال الحاجة إلى معدلين هما : معدل الاستثمار المتزايد ، ومعدل سعر الفائدة .

وهناك طريقة أخرى لتحديد النظرية ، وتمثل فى أن العمل سوف يستثمر فى مشروعات جديدة ، حتى يكون معدل العائد قبل الفائدة والضرائب مساوياً لنكاليف رأس المال الذى تم افتراضه ، وهذه الحالة يوضحها الشكل التالى رقم (١-٦) :



3 6

شكل رقم (١-٦) - المستوى الأمثل للاستثمار ولتقييم هذه النظرية يجب أن نضع في أذهاننا - أننا نتحدث فقط عن أسس النظرية ، وليس على النظرية الكلية لموازنة رأس المال . كما يجب أن نلاحظ أيضاً أن الإدارة يمكنها أن تتحكم في معدل الاستثمار ، وإن كانت لا تستطيع أن تتحكم في معدل سعر الفائدة ، حيث أن مثل هذه المؤشرات تعد عواملًا هامة نحتاج إليها في قرارات الاستثمار . هذا علاوة على أن الإدارة لا يمكنها أن تراقب مستوى الاستثمار ، ومن ثم لا تستطيع أن تراقب معدل الفائدة . ووفقاً لهذه النظرية ، فإن معدل السوق للفائدة هو تكلفة موحدة لرأس المال ، كما أن الأمر الهام أيضاً في هذا الشأن يكمن في أن معدل الفائدة السائد في سوق المدخرات ، هو معدل فترة الانقطاع العامة في كل الأعمال .

٢/٢/٦ - نظرية الكفاءة الحدية لرأس المال (نظرية MEC) :

The Marginal Efficiency of Capital Theory (MEC) .

إن نظرية الكفاءة الحدية لرأس المال معروفة بالطبع في أعمال "جون كينز" في نظريته العامة ، والتي تختلف عن النظرية السابقة من حيث كونها توضح أهمية مبدأ الخصم والذى يعرف بمفهوم قيمة الوقت (الأمن) للنقد ، كمحدد لمعدل العائد على الوحدة الحدية من رأس المال . كما أن الاقتصادي البريطاني (الفريد مارشال) ، كتب أيضا مبادئه الكلاسيكية للاقتصاد بالقرب من نهاية القرن العشرين عن أهمية مفهوم قيمة الوقت للنقد وتأثير الخصم على القيمة الحالية ، وإن كان "مارشال" لم يوضح ذلك في نظريته الأساسية للاستثمار ، وهو بالرغم من ذلك يقول "إن كل عنصر من أى وقت يجب أن يقابله فائدة مركبة لفترات المتراكمة عليه ، وأن أى عنصر من أى وقت حتى الآن يجب أن يكون له فائدة مركبة لفترات المخصومة منه .

إن العائدات المشار إليها ، هي صافي الأرباح المتوقعة قبل الفوائد والضرائب ، ويطلق عليها بالإنجليزية اصطلاح "PBIT" . ولكل نوضح المقصود بكفاءة رأس المال الحدية ، فإننا سوف نختار بعض القيم من جدول القيمة الحالية في (الملاحق) .

وكمثال ، دعنا نفترض أن صافي الأرباح المتوقعة قبل الفوائد والضرائب (PBIT) لاستخدام أحد الأصول تمثل ١٠٠٠ جنيه في كل من السنوات الخمس المذكورة في الجدول رقم (٥-٦) ، وأن تكلفة توريد (أو توظيف) الأصل كانت تعادل ٤٢١٢ جنيهًا . ولذلك ، فإنه من الأفضل الآن أن نحدد ببساطة من الجدول رقم (٥-٦) ، الكفاءة الحدية لرأس المال (الأصل المستخدم) والتي يحددها المعدل ٦% كما هو واضح . ومعنى ذلك ، أن هناك معدلا واحدا فقط من

بين المعدلات الثلاثة الموضحة ، هو الذى يحدد القيمة الحالية للتدفق المتوقع للعائد (١٠٠٠ جنيه) خلال السنوات الخمس لمثالنا بما يعادل ما قيمته ٤٢١٢ جنيهًا . إن الشكل الموجود عليه المعدل فى الجدول (٥-٦) يظهر لنا أن العامل المستخرج من جدول القيمة الحالية (أنظر الملحق) تحت المعدلات الثلاثة ٤% - ٦% ، ٨% فى نهاية كل سنة من السنوات الخمس المذكورة ، قد ضرب فى التدفق المتوقع للأصل وقدره ١٠٠٠ جنيه . وبالنسبة للمعدلين ٤% ، ٨% فقد أهمل ، حيث أن المعدل الأول (٤%) قد أعطى قيمة حالية لنفس التدفق النقدي خلال السنوات الخمس أكبر من تكلفة توريده أو توظيف الأصل بمقدار ٢٤٠ جنيه (٤٤٥٢ - ٤٢١٢) ، فى حين أن المعدل الثالث (٨%) قد أعطى قيمة حالية للتدفق الموضح خلال نفس الفترات أقل من تكلفة توريده أو توظيف الأصل بمقدار ٢١٩ جنيه (٤٢١٢ - ٣٩٩٣) . ومن ثم فهو نصف المعدلين ، لا يحققان الكفاءة الحدية لرأس المال (الأصل الموظف فى المثال) .

جدول رقم (٥-٦)

الكفاءة الحدية لدخل رأس المال

البالغ ١٠٠٠ جنيه خلال كل فترة من السنوات الخمس

٨%	٦%	٤%
٠,٩٢٦	٠,٩٤٣	٠,٩٦٢
١,٧٨٣	١,٨٣٣	١,٨٨٦
٥,٥٧٧	٢,٦٧٦	٢,٧٧٥
٣,٣١٢	٣,٤٦٥	٣,٦٣٠
$٣,٩٩٣ \times ١٠٠٠ = ٣,٩٩٣$	$٤,٢١٢ \times ١٠٠٠ = ٤,٢١٢$	$٤,٤٥٢ \times ١٠٠٠ = ٤,٤٥٢$

وهناك طريقة أخرى لتوضيح أثر المعدل (٦%) ، كنسبة من الواحد الصحيح كالتالى :

- أن القيمة الحالية للعائد (١٠٠٠ جنيه)
عند المعدل ٦% خلال السنوات الخمس = ٤٢١٢ جنيه

$$\begin{array}{rcl}
 & & \text{-(تكلفة توريد أو توظيف الأصل} \\
 & \underline{4212} & \text{-(رأس المال)} \\
 & \underline{\text{جنيها}} & \text{المبلغ الجبرى} \\
 & \underline{\text{= صفر}} & \text{-} \\
 \end{array}$$

ومما سبق – يتضح أن الكفاءة الحدية لرأس المال الموظف ، هي ذلك المعدل الذى يؤدى بمحرى صافى الأرباح المتوقعة قبل الفوائد والضرائب وتكلفة توريد أو توظيف الأصل (رأس المال) إلى المبلغ الجبرى (صفر) ، وهو ما يفهم بشكل واضح فى الجدول رقم (٦-٦) ، وذلك مع ضرورة ملاحظة أن القيمة السالبة المعطاة لتكلفة توريد الأصل الموظف فى الجدول (٦-٦) - تعنى أن هذه التكلفة (٤٢١٢ جنية) هي المبلغ الصحيح المتوقع فى البداية للأصل قبل أية أرباح متوقعة منه .

جدول رقم (٦-٦)
 المبلغ الجبرى لصافى الأرباح المتوقعة ،
 وتكلفة توريد الأصل الموظف تعادل الصفر

خلال السنوات الخمس

القيمة الحالية لصافى الأرباح المتوقعة قبل الفوائد والضرائب			
%			
٩٤٣	=	$0,943 \times$	١٠٠٠
٨٩٠	=	$0,890 \times$	١٠٠٠
٨٤٣	=	$0,843 \times$	١٠٠٠
٧٨٩	=	$0,789 \times$	١٠٠٠
٧٤٧	=	$0,747 \times$	١٠٠٠
<hr/>			
٤٢١٢		القيمة الحالية للدخل	
٤٢١٢		(-) تكلفة توريد الأصل	
<hr/>			
صفر		المبلغ الجبرى	

٣/٢/٦ - مفهوم الكفاءة الهامشية لرأس المال :

هناك أيضا طريقة أخرى وهى الكفاءة الهاشمية لرأس المال ، والتى تشير إلى المعدل الذى يؤدى بمجرى كل من صافى الأرباح المتوقعة قبل الفوائد والضرائب ، وسعر الفائدة إلى المبلغ الجبرى (صفر) . وهو ما يعنى بمفهوم آخر ، أن الكفاءة الهاشمية لرأس المال إنما تشير إلى مجرى الربح لرأس المال الصافى ، وحيث أن هذا المفهوم يستخدم بصورة متكررة كثيرا فى موازنة رأس المال ، فإننا نعتبره واحدا من أشهر المعدلات والتى معظمها يسمى بمعدل العائد الداخلى ، لكونه مشتق من تقييم الدخل . إن الأخذ بهذا المعدل - من وجهة نظرنا - أفضل من ظاهرة إمداد الأسواق الخارجية لرأس المال ، كما أنه مقياس كافى لمديرى الأعمال لاتخاذ القرارات ، وذلك لارتباطه بالدخل والتكاليف والربح الصافى المتعلق برأس المال .

إن الموازنة المثلى لرأس المال فى نظرية الكفاءة الحدية لرأس المال (M E C Theory) السابق الإشارة إليها ، تميزها نقطة تعظيم صافى الأرباح المتوقعة قبل الفوائد والضرائب (P B I T) . ولذلك فإن الأمل فى زيادة هذه الأرباح المتوقعة حتى أثناء الأزمات الاقتصادية ، يمكن أن يتحقق بخطوة داخلية ذات كفاءة عالية تسيدر على الدخل والتكاليف ، والتى تزيد من الكفاءة الحدية لرأس المال ، وأما إذا كان صافى الأرباح المتوقعة قبل الفوائد والضرائب غير قابل للزيادة ، فإن الكفاءة الحدية لرأس المال ربما تزداد من خلال المناقشة لسعر منخفض للاستثمار الخارجى الخاص ، وبسيطرة عملية محددة ، وعلى أن تكون موجودة بالشركة ، وفى متناول واسعى الخطة .

٦- هيكل اتخاذ القرار الاستثمارى :

١/٣/٦ - منهجية اتخاذ القرار الاستثمارى : Methodology

إن الاعتبار الأول يعكس فرضيات منهجية فى الإدارة المالية ، والتى سبق الإشارة إليها فى الفصول الخمسة الأولى من هذا المجلد ،

و هذه الفرضيات تم تطبيقها بصفة خاصة فى قرارات استثمار رأس المال .

إن التوقعات الواسعة لاستثمارات رأس المال والأخطار المصاحبة لها - أوجدت لدى المديرين الماليين الحاجة الماسة إلى تأسيس طريقة لتنمية الخطط والاقتراحات الخاصة بالاستثمار ، وذلك قبل اتخاذ أية إجراءات فى هذا الشأن .

٢/٣/٦ - التنظيم لاستثمار رأس المال :

Organizing for Capital investment

إن أحد الأشياء التي يمكن ملاحظتها تتمثل فى نقص الأسس النظرية لميزانية رأس المال ، ورغم أن القرارات المتخذة تكون غالبا أقل فى إدارة رأس المال عنها فى مستوى العمليات الجارية ، حيث أن الأهمية والعلاقات المعقدة لأماكن القرارات الفردية تكون أكثر من صنع القرارات الصحيحة . ولذلك فإن التنظيم يكون لاتخاذ قرارات العمليات الجارية وليس لاتخاذ قرارات استثمار رأس المال ، وهو ما يشبه إلى حد كبير التخطيط لتوقيت محاضرة واحدة فى كلية ما ، وبدون أية خطة رئيسة للبرنامج الدراسي ككل .

إن وظيفة الاتصالات وجدت فى التنظيم لتدعم الإدارة المالية تتسلم الأخطار من الأشخاص الذى على علاقة مباشرة مع العمل ، وثبتت كذلك الاحتياطيات الكبيرة . ولذلك فالإدارة المالية يجب أن تحرك أهداف الاستثمار فى مناطق البيع والإنتاج ، وأن تجتهد فى تنفيذ الأهداف باللجوء إلى الأدوات المالية والمهارات للتحليل واتخاذ القرارات .

إن إدارة المبيعات يمكن أن تكون الأحق قدرة لاقتراح الطرق لزيادة الوحدات المباعة (X) ، وسعر بيع الوحدة (b) فى معادلة الفائدة (الربحية) خلال الاستثمار الكبير .

أما إدارة الإنتاج فيمكنها أن تقترح الطرق لزيادة تكلفة الوحدة الواحدة (c) ، وفي الحالات الخاصة بزيادة استثمارات الرأسمالية .

إن المديرين الماليين يجب أن يكونوا مؤهلين لاستخدام المقاييس الآلية والمهارات لتنقية الأهداف وتنسيقها ، وذلك حتى يمكن وضع الأعمال على مستوى خطة عالية لبلوغ الأهداف الشاملة . إن الخطط الاستراتيجية أو الرأسمالية يجب أن لا تكون قصيرة الأجل (أو الآجال) في النجاح تماما ، وذلك لأن العوائد المبكرة تزيد من استهلاك الأصول . وبالنسبة للأهداف أو المشروعات المحدودة التغيير لوظيفة العوائد – فيجب أن تؤخذ مثل هذه المشروعات في الاعتبار بشكل أكبر لتحريك العوائد ، وبصورة غير مباشرة ومؤثرة ، وذلك مثل : أمان البرامج التي تحسن من صحة الموظفين (أو المستخدمين) على سبيل المثال .

إن مهارة التنظيم تبدو مطلوبة لوضع نظرية الميزانية الرأسمالية ومستوياتها ، وذلك لتقرير أي الامتيازات أكبر فائدة وأيها ليست كذلك . وعندما نحدد جزءا من نقية الميزانية الرئيسة لتوظيفه – فالامر يتطلب إذن مستوى من المشروعات لتقرير الأهداف الأعلى تقدما ، وتلك الأقل . وفي النهاية ، ينبغي على المدير أن يكون منظما لميزانية الاستثمار .

إن أحد الأشياء لتنمية الافتراضات للميزانيات الرأسمالية تكمن في ضرورة أن تكون الاعتمادات مناسبة ، ومحتملة التطبيق لاتخاذ قرار الميزانية . ورغم توقعات الاعتمادات الرأسمالية ، فإنها يمكن أن تكون مذكورة بشكل ضمنى في ميزانية الاستثمار ، وتزيد من المشاكل داخل المشروع ، وإن كانت في صورة مختلفة تماما عن استثمار القرار .

٣/٣/٦ - بحث وتحليل فرص الاستثمار : Research and Analysis

إن التنظيم لميزانية رأس المال – يعني الاستثمار في اعتبار الميزانية الرأسمالية تنظيما معينا لعرض الفوائد أفقيا ، ولزيادة طول مشاركتها في القيمة ، وذلك مثل الفرص الاستثمارية موضع التفكير خلال البحث . وحينئذ تحل مثل هذه الفرص من خلال استخدام مظاهر التخطيط طويل الأجل . ونحن تعتبر هذا ، مدخلا تحليليا للموضوع في بعض التفصيات .

إن الجوانب الفنية للتخطيط بعيد المدى ، تشير إلى تدبير المشروعات المقترحة لجزئيات وظيفة الفائدة (الربحية) ، وذلك قبل حجز المصاريف الرأسمالية أو التمويل الرأسمالي .

إن قوة الأداة للتحليل هي رؤية طويلة المدى ، وتعنى باختصار مدى التأثير لمشاركة قيمة القرار الاستثماري الضعيف . فالمديرون الماليون ، لا يستطيعون عمل مصاريف اجتماعية لأجل احتمال طويل المدى ، وذلك بدون اختبار أولى لمجهوداتهم في الأشكال الظاهرة . ولتوسيع ذلك ، دعنا نبدأ بنموذج الفائدة التالي : $P_e = X(b - c) - a$ وعلى أساس أن (Pe) تمثل قيمة الأرباح المتوقعة ، وأن (a) تشير إلى التكاليف غير التقديرية (الثابتة) .

ومعنى هذا ، أننا ندخل القيم مع تسهيلات رأسمالية حاضرة ، ونقرر من بينها أفضل العوائد المتوقعة ، أو بتعبير آخر أفضل التوقعات للفائدة . ونحن بذلك ندخل التغييرات التي تحدث في هيكل عناصر الفائدة (العائد) ، لتعطى لنا خطة الاستثمار المقترحة ، ونقرر أيضاً أفضل الفوائد المتوقعة . إن الربح المتوقع الإضافي يمثل الربح الأساسي من أول زيادة في الاستثمار .

٤/٣/٦ – مدخل التدفق النقدي : Cash Flow Approach

وبوجه عام ، فإن الهدف الأمثل يكمن في تعظيم التدفق النقدي الداخلي من خطة الاستثمار المؤدية إلى التدفق النقدي الخارجي لها . ولكن قبل أن نتعرض لهذه الأهداف ، فنحن في حاجة لشرح النقاط المرتبطة بجوانب التدفق النقدي الداخلي والخارجي .

١/٤/٣/٦ – صافي التدفق النقدي الداخلي : Net Cash Inflow

يهم المديرون الماليون عند اتخاذهم للقرارات بمقارنة صافي التدفق النقدي المتوقع من مشروع الاستثمار بأسعار الاستثمار المعروضة . إن صافي التدفق النقدي يمثل الفرق بين الدخل النقدي ،

وكل من التكاليف النقدية والتوقعات المرتبطة بخطط الميزانيات الفردية

إن الوظيفة الربحية – كما أشرنا سابقا – تكمن في العلاقة التالية : $P_e = X(b - c) - a$ ، وذلك باعتبارها الأساس لأدوات العمليات الجارية ، والتي يمكن تطبيقها لكافحة المشروعات . وفي ضوء العلاقة السابقة للربحية ، فإن النموذج الأساسي لصافي التدفق النقدي يمكن صياغته على النحو التالي :

$$(1) \quad NCF_e = [X(b - c) - a] (1 - tr) + nc$$

حيث أن :

NCF_e = صافي التدفق النقدي المتوقع .

X = عدد الوحدات المباعة .

b = سعر بيع الوحدة .

c = التكلفة المتغيرة للوحدة .

a = التكاليف غير النقدية (الثابتة) .

tr = معدل الضرائب (%) .

nc = التكاليف غير النقدية المضافة (التكاليف الثابتة) .

Noncash Charges added back .

وهو ما يمكن صياغته على الصورة التالية :

صافي التدفق النقدي المتوقع (NCF_e)

= صافي الربح بعد الضرائب + الخصم (٢)

ويوضح الجدول رقم (٧-٦) – كيفية قياس صافي التدفق النقدي ، سواء تم استخدام هذا التدفق بشكل مباشر ، أو غير مباشر . ومن الجدول (٧-٦) يمكن استنتاج ما يلى :

جدول رقم (٦-٧)
قائمة العمليات الجارية لإحدى الشركات
صافى المبيعات ١٠٠٠٠

٧٠٠٠	التكاليف النقدية والتوقعات
٣٠٠٠	الأرباح المتوقعة
١٠٠٠	التكاليف غير النقدية (الثابتة)
٢٠٠٠	الأرباح قبل الضرائب
٨٠٠	الضريبة ٤٠٪
١٢٠٠	صافى الأرباح
	صافى التدفق النقدى (NCF)

القائمة غير المباشرة القائمة المباشرة

١٢٠٠ صافى الأرباح (بعد الضرائب)	١٠٠٠٠ صافى المبيعات
١٠٠٠٠ التكاليف غير النقدية (الثابتة)	التكاليف النقدية
	٧٠٠٠ تكاليف وتوقعات
٧٨٠٠٠	٨٠٠ ضرائب
٢٢٠٠	صافى التدفق النقدى الداخلى (Nc Inflow)

- عدد الوحدات المباعة (x) = ١٠٠٠٠ وحدة
- سعر بيع الواحد (b) = جنيه واحد
- التكلفة المتغيرة للوحدة (c) = ٠,٧٠ من الجنيه
- التكلفة غير النقدية (الثابتة) (a) = ١٠٠٠ جنيه
- معدل الضريبة (tr) = ٤٠ %

∴ صافي التدفق النقدي المتوقع (NCFe)

$$\begin{aligned}
 & (1 - 0.4) [10000 - (0.70 - 1) 10000] = \\
 & + 10000 \\
 & 10000 + [10000 - 3000] = \quad (NCFe) \therefore \\
 & = 22000
 \end{aligned}$$

وإضافة لما سبق ، فإن التسوية الحسابية في الجدول رقم (٦-٧) - تعتبر مفيدة أيضا ، حيث توضح لنا عدم التناقض بين مستوى صافي التدفق النقدي الداخلي لإدارة المالية ، وبين مستوى صافي الربح والمتصل بسوق الأوراق المالية . ولذلك نلاحظ أنه عندما يتسم سوق الأوراق المالية بالغالطة (التضليل) في الوقت الحاضر ، فإن معادلة صافي التدفق النقدي المتوقع (NCFe) يمكن استخدامها كمؤشر قياسي لقائمة صافي الربح وذلك لأفضل اتصال بالسوق (سوق الأوراق المالية) ، وكذلك لأعظم تقييم لأسهمها فيه .

٢/٤/٣/٦ - التدفق النقدي الخارجي : The Cash Out flow

والآن نحن نستطيع - في ضوء ما سبق - أن نتوقع الهدف الأمثل للاستثمار الرأسمالي ، كأساس لعلاقة المتغيرات في معادلة صافي التدفق النقدي المتوقع المشار إليها سابقا .

إن استكمال قائمة هدف اتخاذ القرار - تستطيع أن تبدأ بتعظيم الزيادة لصافي التدفق النقدي من أي استثمار ، بحيث تصبح أعلى من

أية توقعات نقدية له . ومن ثم ، فإنه كلما كان صافي التدفق النقدي للمشروع كبيراً ، كلما كانت هناك فرصاً أكبر للتوسيع الاستثماري .

إن التدفق النقدي الخارجي يعبر - في ضوء ما سبق - عن التكاليف الاستثمارية الرأسمالية ، والتي يتم تخصيصها وإنفاقها بغرض التوسيع الاستثماري . ولذلك تمثل التدفقات النقدية الخارجية أعباءً والتزامات مالية تتعلق بالمشروعات الاستثمارية منذ البداية ، وحتى أداء العمليات الإنتاجية فيها .

إن أية أخطاء في تقدير التدفقات النقدية ستكون بالطبع في غير صالح المستثمر ، وذلك لتأثير العائد المتوقع من الاستثمار بمثيل هذه الأخطاء ، كما أن ذلك من شأنه أن يقلل من فرص تغطية تكاليف الاستثمار الرأسمالية والجارية .

٥/٣/٦ - معدل العائد الداخلي لاتخاذ قرار الاستثمار :

Internal Rate of Return for Decision Making .

أن فكرة معدل العائد الداخلي تعتمد أساساً على تحديد قيمة استثمار معين وذلك في ضوء تدفقاته النقدية ، ومعدل العائد على رأس المال المستثمر المحدد قدماً والذي يمثل في الحقيقة تكلفة رأس المال .

وعليه فإن معدل العائد الداخلي ، ما هو إلا معدل العائد على رأس المال المستثمر ، والذي يكون في شكل قيمة حالية معادلة لتكلفة الاستثمار ، ومن ثم فهو يعكس في النهاية معدل العائد على رأس المال المستثمر الذي ينتج عن تحقيق صافي قيمة حالية قدرها (صفر) .

وفي ضوء هذا المؤشر ، يمكن إجراء المقارنة بين البديلان الاستثمارية المختلفة على النحو التالي :

- إذا كان معدل العائد الداخلي لاستثمار معين أكبر من المعدل المطلوب على رأس المال المستثمر ، فهذا يعني قبول الاستثمار .

- إذا كان معدل العائد الداخلي لنفس الاستثمار أقل من المعدل المطلوب تحقيقه ، فهذا يعني رفض الاستثمار .

- إذا كان معدل العائد الداخلي للاستثمار المذكور يعادل (يساوى) معدل العائد المطلوب تحقيقه ، فهذا يعني أن الاستثمار مقبول طالما أنه قد حقق المعدل المطلوب على رأس المال .

ولتحديد كيفية قياس معدل العائد الداخلي – فإننا نحتاج أولاً إلى تحديد العامل الصحيح لمعامل معدل الخصم الذى تتكلفه المنظمة من قيمة رأس المال ، ولكن كثيراً ما يخضع المشروع لأكثر من تكلفة لرأس المال والسنادات . وفي مثل هذه الحالة يكون من المفيد عند تحديد معدل العائد الداخلي ، معرفة معدلى الخصم اللذين يقع بينهما معامل معدل الخصم لتكلفة رأس المال .

ولتوضيح ذلك – دعنا نذكر عناصر إطار المعامل الصحيح لمعدل الخصم ، والذى تمثله المعادلة التالية :

$$\text{المعامل الصحيح} = \frac{أ - ب}{أ - ج} \quad (٣) \quad \quad (ر_١ - ر_٢)$$

حيث أن :

أ = القيمة الحالية لصافى التدفق النقدى بعد الضرائب عند معامل معدل الخصم الأقل .

ب = القيمة الحالية للتکاليف الاستثمارية للمقترح الاستثمارى .

ج = القيمة الحالية لصافى التدفق النقدى بعد الضرائب عند معدل الخصم الأكبر .

ر_١ = معامل معدل الخصم الأكبر .

ر_٢ = معامل معدل الخصم الأقل .

وبإضافة المعامل الصحيح المستخرج من المعادلة رقم (٣) إلى معامل معدل الخصم الأقل – نحصل على المعدل المصحح ، والذى هو ذاته معدل العائد الداخلى .

وللواتعى التدريب على كيفية قياس معدل العائد الداخلى – دعنا نفترض أن هناك مقتراحاً استثمارياً بلغت تكاليفه ٤٠٠٠٠ جنیها ، وأن فترة حياته

الاقتصادية كانت تمثل ١٠ سنوات ، كما بلغ صافى التدفق النقدي له بعد الضرائب خلال السنوات الخمس الأولى ١٠٠٠٠ جنيه ، فى حين كان هذا التدفق خلال السنوات الخمس الأخيرة يمثل ٥٠٠٠ جنيه . ما معدل العائد الداخلى لهذا المقترن ؟ بفرض أن معدلى الخصم للذين يقع بينهما معامل معدل الخصم لتكلفة رأس مال هذا الاستثمار هما ١٦٪ ، ١٨٪ ، وأن معامل الجدول المستخرج من جدول القيمة الحالية فى الملحق تحت المعدلين السابقين كان على النحو التالى :

السنوات	٪ ١٦	٪ ١٨
٥ - ١	٣,٢٧٤	٣,١٢٧
٦ - ١٠	١,٥٥٩	١,٣٦٧

وفى ضوء مثل هذه البيانات ، فإن معدل العائد الداخلى يتم قياسه – كما سبق وأوضحنا – من خلال تحديد المعدل المصحح لمعامل معدل الخصم لتكلفة هذا الاستثمار ، والذى تتحدد معالمه وفقا للخطوات الثلاث التالية :

الأولى - تحديد إجمالى القيمة الحالية لصافى التدفقات النقدية بعد الضرائب الأولى :

السنوات	صافى التدفقات النقدية بعد الضرائب	أرقام جدول القيمة الحالية	القيمة الحالية لصافى التدفق النقدي بعد الضرائب
٪ ١٦	٪ ١٨	٪ ١٦	٪ ١٨
٥ - ١	١٠٠٠	٣,٢٧٤	٣,١٢٧
٦ -	٥٠٠	١,٥٥٩	١,٣٦٧
جملة القيمة الحالية للتدفق النقدي			٣٨١٠٥
٤٠٥٣٥			٤٠٥٣٥

الثانية - تحديد المعامل الصحيح لمعدل الخصم لتكلفة الاستثمار وفقا للمعادلة رقم (٣) كالتالى :

$$\text{المعامل الصحيح} = \frac{أ - ب}{أ - ج} = \frac{1}{(r_1 - r_2)}$$

$$\begin{array}{rcl}
 & - & ٤٠٥٣٥ \\
 & \frac{٤٠٠٠}{- ٤٠٥٣٥} & = \\
 (\% ١٨ - \% ١٦) & - & ٣٨١٠٥
 \end{array}$$

$$\begin{array}{rcl}
 & ٥٣٥ & \\
 (\% ٢) - \frac{٢٤٣٠}{} & & = \\
 & &
 \end{array}$$

$$\begin{array}{rcl}
 & \% ٠,٤٤ & \\
 & & = \\
 & &
 \end{array}$$

الثالثة - تحديد معدل العائد الداخلى لهذا الاستثمار بإضافة العامل الصحيح لمعامل معدل الخصم فى الخطوة رقم (٢) ، إلى معامل معدل الخصم الأقل (١٦٪) ، كالتالى :

معدل العائد الداخلى = المعامل الصحيح لمعامل معدل الخصم + معامل معدل الخصم الأقل

$$\begin{array}{rcl}
 ١٦ & + & \% ٠,٤٤ \\
 & & = \\
 & & \% \\
 & & \% ١٦,٤٤ =
 \end{array}$$

ومما يسبق ، يتضح لنا أن معدل العائد الداخلى ، هو ذلك المعدل الذى يخبرنا عن القيمة الحالية لصافى رأس المال المستثمر المساوية لتكلفة رأس المال ، أو هو الذى يخبرنا بمعامل العائد على رأس المال المستثمر الذى ينتج عنه تحقيق صافى قيمة حالية قدرها (صفر) .

ومما يميز هذا المعدل ، أنه يساعد متخذ القرار الاستثمارى على ترتيب البذائل الاستثمارية المتاحة ، وذلك على أساس أقصى عائد يمكن تحقيقه على رأس المال المستثمر كما سبق وأشارنا . وعلى الرغم من هذه الميزة ، إلا أن المعدل المحسوب لتكلفة رأس المال المستثمر لا يعبر عن الأداء السنوى المباشر خلال فترة حياة المشروع ، وذلك لكونه معدلاً متوسطاً خلال هذه الفترة .

٦/٣/٦ – القيمة الحالية لتقدير القرار الاستثماري :

Present Value for Decision Evaluation .

يرتبط أسلوب القيمة الحالية للاستثمار ، بالتدفقات النقدية المتوقعة لهذا الاستثمار على مدار حياته الإنتاجية . ويعتمد هذا الأسلوب على عملية الخصم Discounting ، والتي تستخدم لاتخاذ التدفقات النقدية المخصومة Discounted Cash Flow وتحديد قيمتها الحالية في ضوء معدل عائد مطلوب تحقيقه ، ومحدد مقدما . ويسخدم جدول القيمة الحالية في الملاحق لاستخراج قيم الخصم الازمة للحسابات الخاصة بهذا الأسلوب .

وفي حالة تساوى معدل الخصم المستخدم مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار ، فإن ذلك يعني أن هذا الاستثمار يحقق معدل العائد المطلوب بالإضافة إلى وفر صافى من النقدية يعكس صافى القيمة الحالية في هذه الحالة ، وهو ما يمثل الفرق بين القيمة الحالية لصافى التدفقات النقدية الداخلية والقيمة الحالية للتدفقات الخارجية .

١/٦/٣/٦ – المخاطرة والقيمة الحالية لاتخاذ القرار :

هذا ، ويتم تقدير صافى القيمة الحالية بطرح تكلفة الاستثمار من قيمته الحالية الكلية . فإذا فرض أن هناك استثمارا تكلفته ١٠٠٠ جنيه ، وأن إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخاصة به خلال فترة حياته عند معدل عائد على هذا الاستثمار ١٠ % تبلغ ١٣١٨,١ جنيه ، فإن صافى القيمة الحالية في هذه الحالة يمثل (١٣١٨,١ - ١٠٠٠) = ٣١٨,١ جنيه .

وفي بعض الحالات ، هناك بعض الاستثمارات التي تتعرض لدرجة معينة من المخاطرة . وفي مثل هذه الحالات ، فإن معدل الخصم المناسب هو معدل الفائدة الخالى من الخطير . وعليه ، فإن التدفق النقدى بعد الضرائب سيتم ترجيجه بمعامل تساوى اليقين الخاص بكل تدفق نقدى سنوى خلال فترة حياة المشروع . ولتوسيع

ذلك ، دعنا نفترض أن إدارة إحدى الشركات عرض عليها الاستثمار في أحد المقترنات الاستثمارية التي تتعرض لدرجة معينة من المخاطرة ، وقد قامت إدارة الموارنة الاستثمارية بالشركة بتوفير البيانات التالية عن هذا المقترن الاستثماري :

معامل تساوى اليقين	التدفق النقدي المتوقع بعد الضرائب	السنة
٠,٨	١٦٠٠٠	١
٠,٧	١٤٠٠٠	٢
٠,٦	١٣٠٠٠	٣
٠,٤	١٢٠٠٠	٤
٠,٣	٨٠٠٠	٥

فإذا كانت التكاليف الاستثمارية لهذا المقترن تمثل ٢٠٠٠٠ جنيه ، وأن معدل تكلفة رأس المال المستثمر ١٨% ، ومعدل تكلفة الديون ٩% ، ومعدل الفائدة الحالى من الخطر على الأوراق المالية الحكومية ٦% - فهل ترى أن هذا الاستثمار مقبول أم لا ؟

وطبقاً لمنهج تساوى اليقين ، فإن معدل الخصم المناسب هو معدل الفائدة الحالى من المخاطرة ، طالما أن التدفق النقدي بعد الضرائب سيتم تعديله باستخدام معامل تساوى اليقين كما سبق وأوضحنا . ولذلك سيتم تقييم هذا المقترن الاستثماري من خلال تحديد صافى القيمة الحالية للتدفقات النقدية بعد الضرائب الخاصة به ، كما يلى :

ص.ق.ح للتدفق النقدى	القيمة الحالية للتدفق النقدي	معامل الجدول عند معدل المعدل (%)	التدفق النقدى المعدل	معامل تساوى البيجين	التدفق النقدي المتوقع بعد الضرائب	السنة
٣٢٩٤	١٢٠٧٠٤	٠,٩	١٢٨٠	٠,٨	١٦٠٠٠	١
٧٨		٤٣	٠٠			
-)	٨٧٢٢٠	٠,٨	٩٨٠٠	٠,٧	١٤٠٠٠	٢
(٩٠	٠			
٢٠٠٠٠						
	٦٥٧٥٤	٠,٨	٧٨٠٠	٠,٦	١٣٠٠٠	٣
		٤٣	٠			
	٣٧٨٧٢	٠,٧	٤٨٠٠	٠,٤	١٢٠٠٠	٤
		٨٩	٠			
	١٧٩٢٨	٠,٧	٢٤٠٠	٠,٣	٨٠٠٠	٥
		٤٧	٠			
	٣٢٩٤٧٨				إجمالي القيمة الحالية للتدفقات النقدية	
١٢٩٤					صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية	
٧٨					(إجمالي ق.ح للتدفقات النقدية - التكالفة الاستثمارية)	

ومن البيانات السابقة ، يتضح أنه يجب قبول المقرر الاستثماري ، طالما أن صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخاصة به موجبة .

٢/٦/٣/٦ - التوزيعات الاحتمالية للتدفقات النقدية :

وعند تقييم أثار المخاطرة على قيمة الاستثمارات - فإن متى تخذى القرارات المالية ، يهتم بدراسة الاحتمالات المختلفة لحدوث التدفقات النقدية السنوية المتوقعة للمشروع ، فقد يحدد متى تأخذ القرار الاحتمالي لتقديراته :

- أفضل الظروف (التقدير المتفائل)

- الظروف الأكثر احتمالا (التقدير الأكثر حدوثا)

- أسوأ الظروف (التقدير المتشائم)

ولاشك أن الحصول على التوزيعات الاحتمالية الخاصة بالتدفقات النقدية لهذه التقديرات - تكمن في الاحتمالات الموضوعية الكلاسيكية ، والتي تعتمد على ملاحظة عدد كبير من تكرارات وقوع حدث ما في ظل مواقف مستقلة ومحددة بعينها . هذا ، وإن كان هناك في الواقع صعوبة في تطبيق هذا النوع من الاحتمالات على قرارات الاستثمار ، وذلك لكونها قرارات غير متكررة ، ويصعب وقوعها في ظل المواقف المحددة على مدار الوقت .

ومن باب التعرف على كيفية حساب صافي القيمة الحالية لكل تقدير (احتمال) على حدة - دعنا نفترض أن هناك شركة تريد أن تزيد من طاقتها الإنتاجية ، وقد عرض عليها الاستثمار في أحد المفترضين (أ) ، (ب) . وفي سبيل اتخاذ قرار بذلك ، قامت إدارة الشركة بتقدير التدفقات النقدية لكل مفترض في ظل ثلاث حالات هي : أسوأ الظروف ، والظروف الأكثر احتمالا ، وأفضل الظروف ، وكانت التقديرات كما يلى :

مفترض (ب)	مفترض (أ)	صافي الاستثمار (بالألف جنيه)
٣٠	٣٠	

التدفق النقدي السنوي بعد الضرائب (بالألف جنيه) :

٣,٧	١,٢	- أسوأ الظروف
٤	٤	- الظروف الأكثر احتمالا
٤,٥	٧	- أفضل الظروف

وضع في ضوء هذه البيانات ، كيف يمكن تحديد صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لكل تقدير ، مع العلم بان العمر الاقتصادي لكل مفترض هو ٢٠ سنة ، وأن معدل تكلفة رأس المال للشركة يمثل ١٠% . وأى المفترضين ، ترى أن تختاره الشركة ، ولماذا ؟ .

ويتطلب تقييم المقترحين (أ) ، (ب) – تحديد صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لكل منها كما يلى :

١- صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمقترح (أ) :

صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية (ق . ح للتدفقات النقدية – تكفة الاستثمار	القيمة الحالية للتدفقات النقدية	معامل الجدول عند معدل %١٠	التدفق النقى بعد الضرائب (بالألف جنيه)	التدفق النقى المتوقع
١٩٧٨٣,٢	١٠٢١٦,٨	٨,٥١٤	١,٢	أسوأ الظروف
٤٠٥٦	٣٤٠٥٦	٨,٥١٤	٤	الظروف الأكثر احتمالا
٢٩٥٩٨	٥٩٥٩٨	٨,٥١٤	٧	أفضل الظروف

٢- صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمقترح (ب):

صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية (ق . ح للتدفقات النقدية – تكفة الاستثمار	القيمة الحالية للتدفقات النقدية	معامل الجدول عند معدل %١٠	التدفق النقى بعد الضرائب (بالألف جنيه)	التدفق النقى المتوقع
١٥٠١,٨	٣١٥٠١,٨	٨,٥١٤	٣,٧	أسوأ الظروف
٤٠٥٦	٣٤٠٥٦	٨,٥١٤	٤	الظروف الأكثر احتمالا
٨٣١٣	٣٨٣١٣	٨,٥١٤	٤,٥	أفضل الظروف

ومن التحليل السابق ، يتضح أنه يمكن للشركة أن تختار كلا المقترحين إذا ما كان معيار المفاضلة هو الظروف الأكثر احتمالا . وبالرغم من ذلك ، فإنه يبدو واضحا أن المقترح (أ) أكثر مخاطرة من المقترح (ب) ، حيث أن صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمقترح (أ) يمكن أن تكون سالبة ، في حين أن صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمقترح (ب) كانت موجبة في كل الظروف .

وطالما أنه يجب على الشركة أن تختار أحد المقترحين ، فإن اختيارها لأحدهما يعتمد على اتجاهات صانع القرار فيما يتعلق بالمخاطر . فإذا ما كان

صانع القرار يميل إلى المخاطرة ، فإنه سيختار المقترح (أ) – خاصة وأن هذا المقترح يمكن أن يدر صافي قيمة حالية للتدفقات النقدية أكثر بالمقارنة بصافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي يدرها المقترح (ب) . وأما إذا كان صانع القرار لا يتقبل المخاطرة ويتجنبها ، فإنه سيختار بالطبع المقترح (ب) .

المراجع -

- *Brandt, L.k., Op.Cit., PP. 337-357, 359-387.*
- *Emery G.W., "Some guidelines for evaluating Capital investment alternatives with unequal lives " , Financial Management, 11 (Spring 1982), PP. 14-19.*
- *Keynes J.M., The General Theory of Employment Interest and Money, (New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1936), P.135.*
- *Lee, Cheng F., Op. Cit., PP. 303-323 .*
- *Marshall A., Principles of Economics, 8th ed., (London : Macmillan and Co. Limited, 1936), P. 353 .*

مصادر التمويل وتكليفها

- الأهداف التعليمية :

١/٧ - مصادر التمويل قصيرة الأجل وتكليفها :

١/١/٧ - أنواع مصادر التمويل قصيرة الأجل :

١/١/١/٧ - الإنتمان التجارى .

٢/١/١/٧ - الإنتمان المصرفي .

٢/١/٧ - تكليف مصادر التمويل قصيرة الأجل :

١/٢/١/٧ - تكلفة التمويل فى حالة الإنتمان التجارى .

٢/٢/١/٧ - تكلفة التمويل فى حالة الإنتمان المصرفي .

٢/٧ - مصادر التمويل طويلة الأجل وتكليفها :

١/٢/٧ - أنواع مصادر التمويل طويلة الأجل :

١/١/٢/٧ - السندات .

٢/١/٢/٧ - القروض المصرفية طويلة الأجل .

٣/١/٢/٧ - الأسهم العادية .

٤/١/٢/٧ - الأسهم الممتازة .

٥/١/٢/٧ - الأرباح المحتجزة .

٢/٢/٧ - تكاليف مصادر التمويل طويلة الأجل :

١/٢/٧ - تكلفة السندات .

٢/٢/٧ - تكلفة القروض المصرفية طويلة الأجل .

٣/٢/٧ - تكلفة الأسهم العادية .

٤/٢/٧ - تكلفة الأسهم الممتازة .

٥/٢/٧ - تكلفة الأرباح المحتجزة .

٦/٢/٧ - التكلفة المرجحة للتمويل طويل الأجل .

٣/٧ - الإختيار بين مصادر التمويل المختلفة .

الفصل السابع

مصادر التمويل وتكليفها

الأهداف التعليمية :

يهدف هذا الفصل إلى تبادل أوجه أهمية مصادر الأموال وتكليفها في حياة المنظمات ، فكل منظمة ظروفها التي تؤدي إلى اعتمادها على توليفة معينة من الأموال ، حيث أن لكل نوع من هذه الأموال طبيعته ومزاياه وعيوبه وتكليفه .

وهناك تقسيمات متعددة لمصادر هذه الأموال ، منها تقسيمها حسب طبيعة استخدامها وآجال سدادها ، إلى مصادر طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل . وفي هذا الفصل سيتم استخدام هذا التقسيم مع التركيز فقط على مصادر التمويل القصيرة والطويلة الأجل لشروعها في الحياة العملية .

لذلك يتجه هذا الفصل إلى توضيح أهم المصادر المختلفة لهذه الأموال بنوعيها القصيرة والطويلة الأجل ، وكيفية تحديد التكلفة الخاصة بكل مصدر من هذه المصادر على حدة ، ثم حساب التكلفة المرجحة لمصادر التمويل طويلة الأجل ، وأخيراً إبراز المعايير التي على أساسها يتم المفاضلة لاختيار بين هذه المصادر المتعددة للتمويل .

١/٧ - مصادر التمويل قصيرة الأجل وتكليفها :

تلجأ المنظمات عموماً إلى مصادر التمويل القصيرة الأجل كمصدر لتمويل الاحتياجات الضرورية الطارئة ، وتحتخص هذه الأموال بالأصول التي تمتاز بسرعة دورانها ، للتمكن من سداد هذه الديون المستحقة غالباً خلال عام واحد . وفيما يلى نتناول أهم أنواع هذه المصادر ، وكيفية حساب التكلفة الخاصة بها:

١/١/٧ - أنواع مصادر التمويل قصيرة الأجل :

سنعرض هنا لأكثر أنواع مصادر التمويل قصيرة الأجل إستخداماً بواسطة المنظمات ، وهما : الإنتمان التجارى والإئتمان المصرفي ، موضحين مفهوم كل منهما ، وكيفية حساب تكلفة التمويل الخاصة بهما .

١/١/١ - الإنتمان التجارى : Trade Credit

يعتبر الإنتمان التجارى شكلاً من أشكال التمويل قصير الأجل الذى تحصل عليه المنشأة من الموردين ، ويتمثل هذا النوع من التمويل فى قيمة المشتريات الآجلة للسلع التى تتاجر فيها ، أو تستخدمها المنشأة فى العملية الصناعية . ويعد الإنتمان التجارى من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل التى تعتمد عليه المنشآت بدرجة أكبر من إعتمادها على الإنتمان المصرفي ، أو غيره من المصادر الأخرى القصيرة الأجل .

كما قد يكون هو المصدر الوحيد القصير الأجل المتاح لبعض المنشآت ، ومن مزايا هذا النوع من التمويل أنه يكون متاحاً بالقدر المناسب وفى الوقت المناسب ، كما أنه يتم دون أية تعقيدات أو إجراءات رسمية .

٢/١/١/٧ - الإنتمان المصرفي : Short - term Bank Loans

يشير الإنتمان المصرفي إلى القروض قصيرة الأجل التى تحصل عليها المنشأة من البنوك ، وتأتى أولوية إعتماد المنشآت عليه كمصدر لتمويل فى المرتبة الثانية بعد الإنتمان التجارى .

ومن مزايا هذا النوع من التمويل أنه أقل تكلفة من الإنتمان التجارى فى حالة عدم إستفادة المنشأة من الخصم ، كما أنه مصدر لتمويل الأصول الثابتة للمنشأة التى تعانى من مشكلات فى تمويل هذه الأصول من المصادر الطويلة الأجل ، هذا علاوة على أنه أكثر مرونة من الإنتمان التجارى لكونه فى صورة نقدية .

وفي العادة تضع البنوك شروطاً للإئتمان المصرفي بصورة قد تجعله غير متاح لبعض المنتجات ، خاصة في حالة المنتجات صغيرة الحجم ، أو التي تكون في بداية عهدها بالنشاط الذي تمارسه ، أو في حالة عدم تميزها بمركز مالي قوي . وتأخذ هذه الشروط أشكالاً متعددة مثل تقديم الرهونات ، أو طلب توقيع طرف ثالث كضامن للتعاقد ، أو طلب سداد الفائدة مقدماً ، أو سداد قيمة القرض على دفعات ... الخ ، وبالطبع تؤثر هذه الشروط على تكلفة التمويل الذي تحصل عليه المنتجة من هذا المصدر .

٢/١٧ - تكاليف مصادر التمويل قصيرة الأجل :

١/٢/١٧ - تكلفة التمويل في حالة الإئتمان التجارى :

تشير تكلفة الإئتمان التجارى إلى مقدار الخصم المسموح به للمشتري للإستفادة منه لو أنه قام بالدفع نقداً ، ولم يؤجل السداد إلى ما بعد الفترة الزمنية التي ينبغي السداد خلالها من أجل أن يستفيد بالخصم . ولذلك فإن مقدار هذا الخصم يعتبر تكلفة للتمويل بالإئتمان التجارى خلال الفترة المحددة ، وهى مهلة السداد والتى تترواح ما بين ٢٠ إلى ٣٥ يوماً فى أغلب الأحوال . وللتعرف على كيفية تحديد تكلفة التمويل بالإئتمان التجارى ، نعرض المثال التالي :

يقوم أحد المتاجر بتمويل إحتياجاته من إحدى السلع عن طريق الإئتمان التجارى ، وقد كانت شروط التعامل بين المتجر والمورد هى ١٠٪ صافى ٣٠ يوماً . وبلغت المشتريات الشهرية للمتجر من هذا المورد ١٥٠٠٠ جنيه ، ويرغب المتجر فى التعرف على تكلفة التمويل السنوية لو أنه استفاد من مهلة السداد ، وقام بالسداد فى نهاية المدة .

والمطلوب : تحديد هذه التكلفة وفقاً لهذه الشروط ، حتى يمكن للمتجر إتخاذ القرار المالى المناسب .

(الحل)

بما أن المتجر ينوى السداد فى نهاية المدة ، إذن فالمتجر سوف يخسر مقدار الخصم وهو (٢٪) . ومعنى هذا أن مقدار الخصم الذى سيفقده المتجر يتحدد كما يلى :

$$3000 = \frac{2}{\frac{100}{100} - \frac{300}{300}} \times \frac{150}{100} = \frac{150}{100} \times \frac{100}{100} = \frac{150}{100}$$

- مقدار الخصم المفقود =

- إذن مقدار الأموال المتاحة للمتجر خلال مهلة السداد بشكل حقيقي =

$$147000 = \frac{150}{\frac{300}{300} - \frac{300}{300}} = \frac{150}{\frac{300}{300}}$$

- وبما أن المدة التي يستعادها المتجر بالمبلغ تمثل ٢٠ يوماً .

$$\frac{\% 2,04}{100} = \frac{100}{\frac{147}{147}} = \frac{100}{100}$$

- إذن تكلفة الائتمان التجارى بمدة ٢٠ يوماً =

- وبما أن تكلفة الائتمان التجارى السنوية ، تتحدد بالعلاقة التالية :

$$\frac{360}{فترة\ الإئتمان} \times \frac{\frac{\text{معدل}\ \text{الخصم}}{1 - \text{معدل}\ \text{الخصم}}}{فترة\ \text{الخصم}} = \text{تكلفة}\ \text{الائتمان}\ \text{التجارى}\ \text{السنوية}$$

$$\frac{360}{10 - 30} \times \frac{0,0204}{1 - 0,0204} =$$

$$\frac{360}{20} \times \frac{0,0204}{0,9796} = 0,3748 = 37 \% \text{ تقريباً .}$$

وتتحفظ تكلفة الائتمان التجارى ، كلما كانت مهلة السداد أطول . ففى المثال السابق إذا ما كانت شروط الدفع فرضاً هى ١٠/٢ صافى ٦٠ يوماً ، فإن تكلفة التمويل - تصبح كما يلى :

- بما أن المدة التي يستعادها المتجر بالمبلغ هى ٥٠ يوماً .

$$\frac{3000}{100} = \frac{3000}{147000} \times 100$$

- إذن تكلفة الائتمان التجارى لمدة ٥٠ يوماً =

$$\% 204 =$$

- وبما أن تكلفة الإنتمان التجارى السنوية ، تتحدد بالعلاقة التالية :

$$\frac{36}{فترة الإنتمان - فترة الخصم} \times \frac{\text{معدل الخصم}}{1 - \text{معدل الخصم}} = \text{- إذن تكلفة الإنتمان التجارى السنوية}$$

$$\frac{36}{10 - 6} \times \frac{0,0204}{1 - 0,0204} = \text{- إذن تكلفة الإنتمان التجارى السنوية}$$

$$\frac{36}{5} \times \frac{0,0204}{0,9796} =$$

$$0,1499 = \\ = 10 \% \text{ تقريباً}.$$

٢/٢/١٧- تكلفة التمويل في حالة الإنتمان المصرفى :

تمثل تكلفة التمويل في حالة هذا الإنتمان في الفائدة التي تدفعها المنشأة كنسبة مئوية من قيمة القرض التي حصلت عليه ، ويمكن أن يطلق على هذه التكلفة بالتكلفة الإسمية تمييزاً لها عن التكلفة الفعلية المرتبطة بشروط الإنفاق بين المنشأة والجهة المانحة للقرض ، والمتأثرة أيضاً بمعدل الضريبة الخاضعة له أرباح المنشأة . وهناك ثلاثة احتمالات بشأن هذه الشروط ، هي :

- ١- أن يطلب من المنشأة الإحتفاظ برصيد معين .
- ٢- أن يطلب من المنشأة سداد الفائدة مقدماً .
- ٣- أن يطلب من المنشأة سداد القرض على دفعات .

وللوضيح فكرة الفائدة الفعلية وفقاً لهذه الشروط ، نعرض المثال التالي :

بفرض أن منشأة معينة عقدت إتفاقاً مع أحد البنوك التجارية لإقتراض مبلغ ٢٠٠٠٠ جنيهاً لمدة عام بفوائد قدرها ١٥٠٠ جنيهاً ، وذلك مقابل إحتفاظ المنشأة لدى البنك برصيد معوض خلال فترة الإقتراض لا يقل عن ٥٠٠٠ جنيه . وطبقاً لهذا الاتفاق يكون معدل الفائدة الإسمى ٧,٥ % ، أما معدل الفائدة الفعلى فسوف يكون أكبر من ذلك ، فإحتفاظ المنشأة لدى البنك برصيد معوض قدره ٥٠٠٠ جنيه ، يعني أن المنشأة تدفع ١٥٠٠ جنيهاً سنوياً مقابل قرض

تبلغ قيمته الفعلية ١٥٠٠٠ جنيه . وتوضح العلاقة التالية ، كيفية حساب معدل الفائدة الفعلى قبل الضريبة فى مثل هذه الحالة :

$$\frac{\text{قيمة الفائدة قبل الضريبة}}{\text{المعدل الفعلى للفائدة (قبل الضريبة)}} = \frac{\text{قيمة القرض} - \text{الرصيد المعرض}}{\text{قيمة القرض}} =$$

$$\frac{1500}{5000 - 2000} =$$

$$\frac{1500}{15000} =$$

$$= 0,1 \%$$

وأما إذا كان الاتفاق بين المنشأة والبنك يقضى بضرورة قيام المنشأة بسداد الفائدة مقدماً ودون الاحتفاظ برصيد معرض ، ففى ظل هذا الاتفاق لا يزال معدل الفائدة الإسمى ٧,٥ % ، إلا أن معدل الفائدة الفعلى سيكون أكبر . فسداد الفائدة مقدماً (١٥٠٠) ، يعني أن القيمة الفعلية للفرض ١٨٥٠٠ جنيه يدفع عنها فوائد قدرها ١٥٠٠ جنيه ، وبالتالي فإن معدل الفائدة الفعلى قبل الضريبة سيتحدد وفقاً للعلاقة التالية :

$$\frac{\text{قيمة الفائدة قبل الضريبة}}{\text{المعدل الفعلى للفائدة (قبل الضريبة)}} = \frac{\text{قيمة القرض} - \text{قيمة الفائدة قبل الضريبة}}{\text{قيمة القرض}} =$$

$$\frac{1500}{15000 - 2000} =$$

$$\frac{1500}{18500} =$$

$$= 0,0811$$

$$= 8 \% \text{ تقريراً} .$$

وفى حالة ما إذا كان الاتفاق بين المنشأة والبنك يقضى بضرورة قيام المنشأة بدفع قيمة القرض للبنك على دفعات ربع سنوية ، ودون الاحتفاظ برصيد معرض ، أو دفع الفوائد مقدماً ، فهذا يعني أن المنشأة ستدفع ٥٠٠٠ جنيه (٢٠٠٠ ÷ ٤) كل ثلاثة أشهر إلى جانب الفائدة السنوية وقدرها

١٥٠٠ جنيهًاً ، وبالتالي فإن معدل الفائدة الفعلى قبل الضريبة سيتحدد وفقاً للعلاقة التالية :

$$\begin{aligned}
 & \frac{٢ \times \text{عدد الدفعات} \times \text{قيمة الفائدة قبل الضريبة}}{\text{قيمة القرض} (\text{عدد الدفعات} + ١)} = \text{المعدل الفعلى للفائدة (قبل الضريبة)} \\
 & \frac{١٥٠٠ \times ٤ \times ٢}{(١ + ٤) \times ٢٠٠٠} = \\
 & \frac{١٥٠٠ \times ٤ \times ٢}{٥ \times ٢٠٠٠} = \\
 & \frac{١٢٠٠}{١٠٠٠٠} = \\
 & ٠,١٢ = \% ١٢
 \end{aligned}$$

ولتحديد معدل الفائدة الفعلى (بعد الضريبة) ، فإن المنشأة تحقق من وراء فوائد القروض وفورات ضريبية ، تتمثل في مقدار الفائدة الفعلى قبل الضريبة مضروباً في معدل الضريبة . وهذا معناه أن معدل الفائدة النهائي يتمثل في معدل الفائدة الفعلى قبل الضريبة مطروحًا منه الوفورات الضريبية ، وهو ما توضحه العلاقة التالية :

$$\begin{aligned}
 & \text{معدل الفائدة الفعلى (بعد الضريبة)} \\
 & = \text{معدل الفائدة الفعلى قبل الضريبة} - (\text{معدل الفائدة الفعلى قبل الضريبة} \times \text{معدل الضريبة}).
 \end{aligned}$$

= معدل الفائدة الفعلى قبل الضريبة (١ - معدل الضريبة) .
وفي المثال السابق والذي كان الاتفاق فيه بين المنشأة والبنك ، يقضى بضرورة احتفاظ المنشأة برصيد معوض لدى البنك يساوى ٥٠٠٠ جنيه . فإنه إذا ما كان معدل الضريبة الذي تخضع له المنشأة يبلغ فرضاً ٣٥% ، فإن معدل الفائدة الفعلى (بعد الضريبة) يتحدد وفقاً للعلاقة الأخيرة ، كما يلى :

$$\begin{aligned}
 & \text{معدل الفائدة الفعلى (بعد الضريبة)} = \text{معدل الفائدة الفعلى قبل الضريبة} (١ - \text{معدل الضريبة}) \\
 & = ٠,١٠ \times (١ - ٠,٣٥) \\
 & = ٠,٦٥ \times ٠,١٠ \\
 & = ٠,٠٦٥٠
 \end{aligned}$$

= ٪٧ تقريراً .

٢/٧ - مصادر التمويل طويلة الأجل وتكليفها :

تنشأ الحاجة إلى مصادر التمويل الطويلة الأجل ، نتيجة للتوسعات التي تتوى المنشآت القيام بها . وهذا النوع من التمويل يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن العام الواحد ، ومن ثم فالأفضل إنفاقه على الأصول الثابتة . ومن هنا تبدو الأهمية الكبيرة للتمويل طويل الأجل ، والذي كثيراً ما يحدد سرعة وإتجاه نمو المنشآت ، كما أن مهمة تدبيره تعد من المهام الأساسية للمدير المالي ، وذلك لتلبية احتياجات المنشآة من الأموال المطلوبة سواء لعملياته الحالية ، أو لأغراض التوسيع والتحسينات . وفيما يلى عرض لأهم أنواع مصادر هذا التمويل ، وتكلفة كل مصدر على حدة ، وكذلك التكاليف المرجحة لهذه المصادر :

١/٢/٧ - أنواع مصادر التمويل طويلة الأجل :

١/١/٢/٧ - السندات :

يمثل السند قرضاً طويلاً الأجل يستحق الدفع في فترات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت ، وتقوم المنشآة بدفع قيمة السند عند استحقاقه علاوة على دفع الفوائد حسب ما يتفق عليه وتكون في أوقات منتظمة . ويختلف السند عن باقي أنواع القروض الأخرى طويلاً الأجل ، من حيث أنه يباع إلى فئات مختلفة (جمهور عادي ، ومؤسسات مالية) ، بينما يتم الحصول على القروض المصرفية من مصادر معينة ومحدودة . كما أن مشترى السند يمكنه بيعه لجهة أخرى حسب رغبته ، في حين أن القروض المصرفية لا يجوز في الغالب تحويلها لجهات أخرى ، كذلك يتم إصدار السندات بأسعار موحدة .

ويمكن أن يتغير سعر السند ويأخذ القيم التالية :

** القيمة الأسمية ، وهي تمثل سعر الإصدار أو المبلغ الذي تقوم المنشآة بدفعه عند موعد استحقاق السند .

** القيمة السوقية ، وهي القيمة المتغيرة التي يستحقها السند في السوق المحلية .

وهناك علاقة بين القيمة السوقية للسند ، وسعر الفائدة السائد في السوق . ففي حالة ارتفاع أسعار الفوائد بدرجة أكبر من الفائدة التي يحملها السند ، تميل

القيمة السوقية إلى الإنخفاض وذلك لإتجاه المستثمرين إلى بيع السندات للحصول على الأرباح الكبيرة في السوق . أما في حالة إنخفاض الفوائد السائدة في السوق بدرجة أقل من الفائدة التي يحملها السند ، فإن القيمة السوقية للسند تمثل إلى الإرتفاع ، وذلك لإنفاق المستثمرين على شراء السند ، أي أن العلاقة عكسية بين القيمة السوقية للسندات وأسعار الفوائد الجارية .

ومن الناحية القانونية لا يعد حامل السند مالكاً للمنشأة ، بل هو دائن لها بمبلغ محدد ويحدد في فترة معينة ، وبالتالي فلا يحق لحامل السند المطالبة بالاشتراك في الإدارية أو التصويت طالما أن المنشأة ملتزمة بالسداد بانتظام . أما في حالة الإفلاس ، فيجوز لحملة السندات التدخل في شؤون المنشأة لضمان حقوقهم .

١- أنواع السندات :

يمكن تصنيف السندات إلى الأنواع التالية :

١/١- السندات المضمونة :

وهي أكثر أنواع السندات شيوعاً عن غيرها ، وتشير إلى السندات التي تصدرها المنشأة بضمانة معينة ، إما برهن بعض أو كل أصول المنشأة ، أو غير ذلك من الضمانات - وفي حالة الإفلاس ، يجوز لحملة السندات بيع هذه الأصول المرهونة وإستعادة أموالهم بالكامل .

٢/١- السندات غير المضمونة :

وهي التي تصدرها المنشأة بدون رهن عقاري ، أو حجز للأصول ، أو أية ضمانات أخرى . وهذا النوع من السندات ، هو أبسط أنواع السندات وأكثرها خطورة على حاملها . ومن الواضح أن هذا النوع تصدره في الغالب فقط المنشآت ذات الربحية العالية ، والحالة المالية الجيدة ، وهو ما يغرى الآخرين على شراء هذا النوع من السندات . وعادة ما تحمل هذه السندات فوائد أعلى من فوائد السندات المضمونة ، نظراً لما فيها من عنصر المخاطرة إذا ما قورنت بأنواع السندات الأخرى .

٣/١- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم :

وهي التي تعطى لحاملها حرية إستبدال ما يحمله من سندات بأسهم عادية من أسهم المنشأة ، وفي الغالب يتم تحديد وقت التحويل أو الاستبدال بأسهم ، كما يتم تحديد عدد الأسهم لكل سند عند الاستبدال .

ويتمتع حامل هذا النوع من السندات بنفس الحقوق التي يتمتع بها حملة الأنواع الأخرى من السندات ، من حيث الضمانات وأولوية الدفع عند تصفية المنشأة ، وذلك في حالة عدم رغبة حامل السند في تحويله إلى أسمهم .

٤/٤- السندات القابلة للإستدعاء :

وهي التي يحق للمنشأة التي تصدرها سدادها قبل حلول موعد الاستحقاق لها ، وذلك في الوقت الذي تراه المنشأة مناسباً ، ويجوز للمنشأة سداد بعض أو كل السندات التي تحمل صفة الاستدعاء قبل موعد استحقاقها .

وهذا النوع من السندات ، يتتيح للمنشأة المصدرة الحصول على تمويل بتكلفة أقل ، خاصة في حالة انخفاض أسعار الفوائد بدرجة أقل من الفوائد التي تحملها السندات المصدرة . وبالطبع لا تقوم المنشأة بإستدعاء السندات ، إذا ما مالت أسعار الفوائد إلى الارتفاع ، ففي ذلك خسارة للمنشأة نتيجة لزيادة تكلفة الدين .

٢- مزايا وعيوب السندات :

يمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب السندات من وجهة نظر كل من المنشأة المصدرة والمستثمر ، على النحو التالي :

١/٢- بالنسبة للمنشأة المصدرة :

المزايا	العيوب
- يمكن للمنشأة خصم الفوائد المدفوعة على السندات من الضرائب التي تدفعها للحكومة .	- تمثل التزاماً ثابتاً على المنشأة باعتبارها عبئاً يرهق المنشأة إذا لم تتحقق أرباحاً كبيرة .
- لإدارة المنشأة حرية الحركة والتصرف دون قيود .	- محدودية الاستفادة من السندات في ظل القيود المختلفة للتشريعات القانونية .
- تحقق للمنشأة التكلفة القليلة والثابتة خاصة إذا كانت الأرباح كبيرة .	- تقييد حرية المنشأة في التصرف بالأصول المرهونة .
- تتحقق للمنشأة المرونة من حيث إستغلال مصادر التمويل الأخرى .	- التأثير على سيولة المنشأة خاصة عند تخصيص مبالغ كبيرة لسداد قيمة السندات .

- زيادة مخاطر المنشأة لطول مدة استحقاق
السندات في القالب .

: ٢/٢ بالنسبة للمستثمر :

العيوب	المزايا
<ul style="list-style-type: none"> - ليس لحامل السند حق التصويت أو الإشتراك في الإدارة ، إلا في حالة الإفلاس فله حق التدخل في شؤون المنشأة . - قد يتأثر الدخل الثابت الذي يحصل عليه حامل السند بظروف التضخم ، مما يقلل من القوة الشرائية لهذا الدخل 	<ul style="list-style-type: none"> - يعتبر السند من أقل أنواع الاستثمارات مخاطرة ، فلحامله حق استرجاع أمواله عند تصفية المنشأة المصدرة له . - يحصل حامل السند على دخل ثابت وفي أوقات محددة .

: ٢/١/٢- القروض المصرفية طويلة الأجل :

تحصل الشركات على قروض طويلة الأجل من البنوك أو شركات التأمين أو من أية مؤسسات مالية أخرى ، ويستحق سداد هذه القروض بفوائدها على عدد معين من السنوات يتراوح في العادة ما بين ١٠ إلى ١٥ سنة . وقد يتتفق على تسديد هذه القروض على دفعات متساوية أو غير متساوية ، حسب علاقة الجهة المقرضة بالجهة المقترضة وتقديرها لظروفها . وغالباً ما تلجم المنشآت إلى هذا النوع من التمويل ، لتلبية الاحتياجات المالية لمشروعات تحتاج لمدة طويلة للتنفيذ . ولذلك يمكن للجهة المقرضة أيضاً السداد لقيمة هذا القرض على شكل دفعات ، وتسمى طريقة السداد هكذا بالسداد التدريجي . ويتم حساب قيمة الدفعة وفقاً لهذه الطريقة باستخدام الأساليب الكمية أو من خلال الكشف في جداول الدفعات لمبلغ واحد جنيه بسعر فائدة معين (سعر فائدة القرض) ولمدة معينة (مدة القرض) ، وذلك على أساس أن القرض ما هو إلا وديعة بفائدة معينة ومطلوب إستردادها خلال مدة معينة . وللوضوح ذلك ، نفترض المثال التالي :

بفرض أن أحد البنوك قد أقرض إحدى المنشآت بقرض قدره ٤٠٠ ألف جنيه ، وبسعر فائدة ٦% ، ولمدة ١٠ سنوات ، ويريد البنك أن يحصل على مقدار القرض والفائدة على دفعات سنوية .

والمطلوب : تحديد مقدار الدفعة السنوية الواجب على المنشأة دفعها للبنك حتى تنتهي من سداد قيمة القرض والفائدة في نهاية عمر القرض .

(الحل)

لتحديد قيمة الدفعة نبحث في جدول الدفعات عن القيمة الحالية لواحد جنيه يدفع بصفة مستمرة لمدة 10 سنوات وبسعر فائدة 16% ، وذلك لتحديد معامل السداد والبالغ ٤,٨٣٢ (أنظر الملاحق).
إذن معامل السداد = ٤,٨٣٢

$$\frac{٤٠٠٠٠}{٤,٨٣٢} = \frac{\text{أصل القرض}}{\text{معامل السداد}} = \text{قيمة الدفعة} = ٨٢٧٨١ \text{ جنيه تقريباً}$$

وبذلك في حالة سداد المنشأة لبالغ ٨٢٧٨١ جنيه سنوياً ولمدة 10 سنوات ، فإنها تكون قد دفعت أصل القرض والبالغ ٤٠٠ ألف جنيه علاوة على فائدة القرض والبالغة ٦٤٠٠ جنيه بسعر فائدة 16%. ويوضح الجدول التالي كيفية توزيع الجوانب المختلفة للقرض وسداده .

السنوات	الدفعة	الفائدة	أصل القرض	الاستقطاع من رصيد القرض
١	٨٢٧٨١	٦٤٠٠	٨٢٧٨١	١٨٧٨١
٢	٨٢٧٨١	٦٠٩٩٥	٨٢٧٨١	٢١٧٨٦
٣	٨٢٧٨١	٦٠٥١٤	٨٢٧٨١	٢٢٢٦٧
٤	٨٢٧٨١	٦٠٤٣٧	٨٢٧٨١	٢٢٣٤٤
٥	٨٢٧٨١	٦٠٤٢٥	٨٢٧٨١	٢٢٣٥٦
٦	٨٢٧٨١	٦٠٤٢٣	٨٢٧٨١	٢٢٣٥٨
٧	٨٢٧٨١	٦٠٤٢٣	٨٢٧٨١	٢٢٣٦٠
٨	٨٢٧٨١	٦٠٤٢٢	٨٢٧٨١	٢٢٣٥٩
٩	٨٢٧٨١	٦٠٤٢٣	٨٢٧٨١	٢٢٣٥٨
١٠	٨٢٧٨١	٦٠٤٢٣	٨٢٧٨١	٢٢٣٥٨

٣/١/٢/٧ - الأسماء العادية :

بعد هذا النوع من الأسهم من أكثر الأنواع شيوعاً ، وهو عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخلو لصاحبها الحصول على الأرباح بعد سداد الالتزامات لآخرين ، كما أن لحامل السهم العادي حق المشاركة في إدارة المنشأة . وتعتبر هذه الأسهم مصدراً أساسياً للتمويل وتكوين رأس المال خاصة في مرحلة التأسيس ، حيث يتم تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية في شكل أسهم يتم طرحها للجمهور مرة واحدة ، كما قد تغير قيمة السهم العادي تبعاً لتغير ظروف المنشأة المالية والظروف الاقتصادية عامة .

ويمكن للسهم أن يتقلب مع الزمن بين قيم ثلاثة هي : القيمة الإسمية ، والقيمة السوقية ، والقيمة الدفترية على النحو التالي :

أ- القيمة الإسمية : وهي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس المنشأة ، وعلى أساسها يتم توزيع الأرباح كنسبة مئوية منها . وكثيراً ما تنص التشريعات القانونية على إلزام المنشآت بحد أدنى لقيمة إسمية للسهم .

ب- القيمة السوقية : وهي التي يتم التعامل بها في السوق المالية (البورصة) ، وتعتبر قيمة كثيرة التذبذب بالمقارنة بالقيمة الإسمية التي تظل ثابتة . وقد تزيد القيمة السوقية على القيمة الإسمية ، وحينئذ يحقق حملة الأسهم أرباحاً رأسمالية إذا ما أقدموا على بيع أسهمهم . أما في حالة إنخفاضها عن القيمة الإسمية ، فإنهم سيحققون خسارة لكونهم لا يستردون قيمة ما دفعوه ثمناً لهذه الأسهم . وللظروف الاقتصادية والسياسية وتوقعات المستثمرين ، دور هام في التأثير على القيمة السوقية للسهم .

ج- القيمة الدفترية : وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمنشأة ، وتحسب هذه القيمة بالعلاقة التالية :

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \frac{\text{القيمة الدفترية للسهم}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

وتشمل حقوق الملكية كلاً من رأس المال المدفوع ، والاحتياطيات ، والأرباح المحجوزة . وتتغير القيمة الدفترية للسهم باستمرار ، وتعتمد على ربحية المنشأة بشكل عام ، كما تعطى هذه القيمة فكرة جيدة عن القيمة الحقيقية للسهم ، ومن ثم فهي تساهم في التوصل لقرار رشيد حول شراء الأسهم المتداولة في السوق المالية .

١- حقوق ومزايا حملة الأسهم العادية :

يتمتع حملة هذه الأسهم بحقوق ومزايا في مقابل احتفاظهم بالأسهم ، وهذه الحقوق والمزايا تزيد عن تلك التي يتمتع بها حملة السندات والأسمم الممتازة ، وأهمها :

١١- الحق في التصويت : حيث يحق لحامل السهم العادي التصويت في مجالس الإدارة ، وأية اجتماعات تعقدتها المنشأة بحضور حملة الأسهم . ويكون لكل سهم صوت واحد ، ومن ثم يتحدد تأثير المساهم على كمية الأسهم التي يملكونها .

٢١- الحق في المشاركة في الربحية : فلكل مساهم في المنشأة حق الحصول على حصته من الأرباح إذا ما تم توزيعها ، وذلك بعد سداد المنشأة لالتزاماتها تجاه حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة والدائنين . وبالطبع لا يجوز لحملة الأسهم العادية المطالبة بتوزيع الأرباح إذا لم تتحقق المنشأة أرباحاً كافية ، أو إذا لم تكن هذه الأرباح كافية لدفع الالتزامات لآخرين .

٣١- المشاركة في أصول المنشأة : في حالة تصفية المنشأة ، يتم سداد الالتزامات تجاه حملة السندات والأسمم الممتازة والدائنين ، ثم يتم توزيع الباقي بعد ذلك على حملة الأسهم العادية . وعند عدم كفاية المبالغ المتبقية ، فإن حملة هذه الأسهم سيتعرضون لخسارة مؤكدة ، حيث أن الأولوية في التوزيع لهذه المبالغ تكون لحملة السندات والأسمم الممتازة والدائنين كما أوضحنا .

٤١- الحق في بيع وشراء الأسهم : حيث يكون لحملة الأسهم العادية حق بيعها أو شراء المزيد منها في أي وقت ، كما يجوز لهم المطالبة بحق الأولوية في حالة إصدار أسهم جديدة للمحافظة على النسبة المئوية لمساهمتهم .

٢- مزايا وعيوب الأسهم العادية للمنشأة المصدرة :

يمكن تلخيص مزايا وعيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المنشأة المصدرة لها ، كما يلى :

المزايا	العيوب
- لا تشكل إلتزاماً مالياً على المنشأة .	- إحتمال فقدان السيطرة على إدارة المنشأة .
- لا يوجد لها تاريخ استحقاق معين .	- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة ، فهي لا تعتبر

<p>نفقة .</p> <ul style="list-style-type: none"> - تعتبر تكاليف إصدار الأسهم أكبر من تكاليف إصدار السندات . - تحد الأسهم من قدرة المنشأة على المتاجرة بالملكية فهي لا تحمل عائدًا ثابتاً . 	<ul style="list-style-type: none"> - تعتبر الأسهم عامل آمان للدائنين . - سهولة بيع وشراء الأسهم . - يمكن تداول الأسهم بأعداد قليلة . <p>- يمكن للمنشأة الناجحة بيع أسهم جديدة والحصول على (علاوة الإصدار) وهي القيمة الزائدة عن القيمة الإسمية .</p>
--	---

٤/١٢/٧ - الأسهم الممتازة :

يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطاً بين الأسهم العادية والسندات ، وتنسم ببعض خصائص ومميزات كل منهما ، فهي تشبه الأسهم العادية لكونها حصة في ملكية المنشأة ، كما يحق لحامليها المطالبة بحصته . وتشبه السندات لكونها تمثل أرباحاً محددة في الغالب ، حيث تضمن المنشأة حداً أدنى أو أعلى من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة ، كما أن حملة هذه الأسهم لا يشتركون في التصويت كحملة السندات ، ولهم الأولوية بعد حملة السندات في إسترداد حقوقهم عند التصفية للمنشأة . وتجمع هذه الأسهم بعض الشروط التي تصدر على أساسها السندات ، كالقابلية إلى التحويل لأسهم عادية ، أو القابلية للإسنداع في الوقت الذي تحدده المنشأة المصدرة لهذه هذه الأسهم . هذا وتعتبر الأسهم الممتازة من أقل مصادر التمويل طويلة الأجل شيئاً ، ويمكن الاستغناء عنها بإصدار الأسهم العادية أو السندات .

١- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة :

يمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر كل من المنشأة المصدرة والمستثمر ، على النحو التالي :

١/١- بالنسبة للمنشأة المصدرة :

المزايا	العيوب
-	إصدار هذه الأسهم يضمن سيطرة - لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على

حملة هذه الأسهم من ضريبة الدخل . - تمثل هذه الأسهم عبئاً مالياً ثابتاً على المنشأة . - تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة السندات .	الإدارة دون تدخل الآخرين . - إصدار هذه الأسهم لا يتطلب من المنشأة رهن عقاراتها أو أصولها . - لا تتطلب هذه الأسهم تخصيص مبالغ لسدادها .
--	--

٢/١- بالنسبة للمستثمر :

المزايا	العيوب
- تضمن هذه الأسهم لحامليها دخلاً شبه ثابت وأكثر إستقراراً من دخل الأسهم العادي . - عند التصفية للمنشأة فتحملة هذه الأسهم الأولوية في إستلام الأرباح والحصول على استثماراتهم قبل حملة الأسهم العادي .	- يتعرض حملة هذه الأسهم للمخاطرة إذا ما كانت أرباحهم محدودة ولا تتناسب مع مستوى المخاطرة . - تميل أسعار هذه الأسهم إلى التذبذب أكثر من أسعار السندات . - لا يجوز لحملة هذه الأسهم التدخل في شئون المنشأة أو الانتخاب .

٥/١٢/٧- الأرباح المحتجزة :

تختلف هذه الأرباح عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل ، من حيث كونها مصدراً داخلياً للتمويل وليس خارجياً كبقية المصادر الأخرى . وتحقق المنشأة هذه الأرباح ، وفي نهاية العام يمكن توزيع جزء منها ، والإحتفاظ بالجزء الآخر داخل المنشأة لحين الحاجة إليه ، وهناك بعض التشريعات القانونية التي تلزم المنشآت بالإحتفاظ بالإحتياطيات الإجبارية كنسبة مئوية من الأرباح السنوية المحققة . وتحص الأرباح المحتجزة المساهمين ، وتعد جزءاً من حقوق الملكية ، كما أن كمية هذه الأرباح تتأثر بسياسة توزيع الأرباح في المنشأة كما سيوضح ذلك بشكل تفصيلي في الفصل التاسع من القسم الثاني لهذا الكتاب ، حيث يخلص هذا الفصل إلى وجود

علاقة إيجابية بين كمية هذه الأرباح والقيمة الدفترية للسهم ، فبزيادة الأرباح المحتجزة يمكن زيادة حقوق الملكية ، ومن ثم القيمة الدفترية للسهم.

١- مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة :

يمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر كل من المنشأة والمساهمين (أو المستثمرين) ، على النحو التالي :

١/١- من وجهة نظر المنشأة :

المزايا	العيوب
<ul style="list-style-type: none"> - تعتبر تكالفة هذه الأرباح قليلة نسبياً وتعادل تكالفة الفرصة البديلة لاستثمار هذه الأموال في مجالات أخرى . 	<ul style="list-style-type: none"> - قد لا تكون هذه الأرباح متاحة أمام المنشأة خاصة في بداية حياتها الإنتاجية .
<ul style="list-style-type: none"> - لا يتطلب الحصول على هذه الأرباح عماملات وتكليف كثيرة . 	<ul style="list-style-type: none"> - زيادة نفقات استخدام هذه الأرباح ، إذا تتطلب ذلك إصدار أسهم مجانية للمساهمين .
<ul style="list-style-type: none"> - لا يترتب على إستعمال هذه الأرباح أي ضمان أو رهن لأصول المنشأة . 	<ul style="list-style-type: none"> - لا تستطيع المنشأة إستخدام هذه الأرباح بشكل متكرر .

٢/١- من وجهة نظر المساهمين (أو المستثمرين) :

قد يعكس تراكم هذه الأرباح على السعر السوقى للسهم ، فإذا ما زادت هذه الأرباح فمن المحتمل زيادة السعر السوقى للسهم . كما أنه عند رسملة هذه الأرباح ، فإن المساهمين يحصلون على أسهم مجانية مما يزيد من عدد الأسهم التي يملكونها ، هذا علاوة على إحتمال إنخفاض هذه الأرباح في المستقبل لزيادة عدد الأسهم .

٢/٢/٧- تكاليف مصادر التمويل طويلة الأجل :

٢/٢/٧- ١- تكلفة السندات :

تحسب تكلفة التمويل لإصدار السندات بإستخدام العلاقة بين نسبة كل المصاروفات التي تتحملها المنشأة للحصول على الأموال الخاصة بالسند إلى صافي المبالغ التي يتم تحصيلها من الإصدار ، أى أن :

$$\frac{\text{إجمالي التكاليف السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار خلال المدة}} = \frac{\text{تكلفة التمويل بالسندات}}{\text{نحو}}$$

ومن هذه العلاقة يلاحظ أن تكاليف التمويل بالسندات يحكمها عاملان هما :

- 1- إجمالي التكاليف السنوية للسند ، وتكون من النفقات التي تتحملها المنشأة لإصدار السندات ، والتي تشمل رسوم الإصدار ورسوم الرهونات وغيرها من النفقات . كما تشمل هذه التكاليف السنوية للسند أيضاً كلاً من عمولة إصدار السندات ، والمتوسط السنوي للفرق بين القيمة الإسمية للسندات والمبالغ التي حصلت عليها المنشأة المصدرة بعد إستبعاد كافة النفقات .
- 2- متوسط الاستثمار خلال مدة الإصدار ، ويتم الحصول عليه بقسمة القيمة الصافية لإصدار السند مضافةً إليها القيمة الإسمية للسند والمدفوعة في نهاية المدة على (٢) .

ولتوضيح كيفية حساب تكلفة التمويل بالسندات ، نعرض فيما يلى الأمثلة الثلاثة التالية :

المثال الأول:

أصدرت إحدى المنشآت سندات قيمتها الإسمية ٢٠٠٠ جنيه و تستحق الدفع بعد ١٠ سنوات ، ومن المتوقع بيع السند بالقيمة الإسمية ، إلا أن هناك نفقات إصدار بقيمة ٢% من القيمة الإسمية علماً بأن نسبة الضريبة هي ٥٠% .
والمطلوب : تحديد تكلفة الدين علماً بأن معدل الفائدة على السندات ١٢% .

(الحل)

$$\frac{\text{صافي سعر}}{\text{قيمة السندات عند}} \frac{\text{الفوائد}}{\text{انقضاء مدتتها}} - \frac{\text{بيع السندات}}{\text{السنوية}} + \frac{\text{مدة السند}}{\text{}} = \frac{\text{تكلفة الدين قبل}}{\text{الضريبة}} = \frac{\text{(قيمة السندات عند انقضاء مدتتها + صافي سعر بيع}}{\text{السندات)}} - ٢$$

حيث أن صافي سعر بيع السندات = (القيمة الإسمية للسندات - النفقات) ،
وبتطبيق هذه العلاقة تكون :

$$\frac{١٩٦٠}{٢٠٠٠} - \frac{٢٤٠}{٢٦٩} = \frac{\text{تكلفة الدين قبل}}{\text{الضريبة}} =$$

$$\frac{(\frac{10}{(1960 + 2000)} +)}{2}$$

$$\frac{+ 240}{4} =$$

$$\frac{244}{1980} =$$

$$\% 12,3 =$$

إذن تكلفة الدين بعد الضرائب = $\% 12,3 \times (1 - 0,5) = \% 6,15$

المثال الثاني:

أصدرت إحدى المنشآت سندًا بقيمة إسمية مقدارها 200 جنيه ويحمل فائدة مقدارها 10% ، وتم بيع السند بسعر إضافي مقداره 10% ، ولكن سداده يتم بقيمه الإسمية عند إنتهاء فترته والبالغة 5 سنوات .

المطلوب : حساب تكلفة هذا الدين ، وإذا تم إصدار هذا السند بسعر خصم مقداره 10% ، فكم تكون تكلفة هذا الدين أيضًا؟ ، علماً بأن نسبة الضريبة هي 5% .

(الحل)

$$\frac{\frac{\text{الفوائد}}{\text{السنوية}} - \left(\frac{\text{السعر الإضافي للسند}}{\text{مدة السند}} \right)}{\frac{(\text{قيمة السند عند إنتهاء مدته} + \text{صافي سعر بيع السند})}{2}} = \frac{\text{تكلفة الدين قبل الضرائب}}{\text{الضريبة}}$$

علماً بأن صافي سعر بيع السندات = (القيمة الإسمية للسند + السعر الإضافي للسند) ، وبتطبيق هذه العلاقة ، تكون :

$$\frac{\frac{20}{5} - \left(\frac{20}{220 + 200} \right)}{2} = \frac{\text{تكلفة الدين قبل الضريبة}}{\text{الضريبة}}$$

$$\frac{16}{210} =$$

$$\% 7,6 =$$

إذن تكلفة الدين بعد الضرائب = $\% 7,6 \times (1 - 0,5) = \% 3,8$
وإذا ما تم إصدار السند بسعر خصم ١٠ % ، تكون تكلفة الدين قبل الضرائب
كالتالي:

$$\frac{\frac{\text{الخصم على سعر السند}}{\text{الفوائد السنوية}} - \frac{1}{\text{مدة السند}}}{\frac{(\text{قيمة السند عند إنتهاء مدته} + \text{صافي سعر بيع السندات})}{2}} = \frac{\text{تكلفة الدين قبل الضرائب}}{\text{الضرائب}}$$

علماً بأن صافي سعر السند = (القيمة الإسمية للسند - الخصم على سعر السند)
وبتطبيق هذه العلاقة ، تكون تكلفة الدين قبل الضريبة :

$$\frac{\left(\frac{20}{5} + 20 \right)}{(180 + 200)} = \frac{24}{190} = \% 12,6$$

$$\text{إذن تكلفة الدين بعد الضرائب} = \% 12,6 \times (1 - 0,5) = \% 6,3$$

- المثال الثالث :

أصدرت إحدى المنشآت سندات دين بقيمة ١٠٠ ألف جنيه ، وتحمل سعر فائدة ١٠ % ، وبلغت نفقات الإصدار ١٠ % من قيمة الدين . وقد وافقت المنشآة على سداد السندات بقيمتها الإسمية وبوالى قسطين سنويين متساوين اعتباراً من نهاية العام الأول للحصول على الدين ، وعلى إفتراض أن نسبة الضرائب ٥ % ، فما تكلفة هذا الدين ؟ ، وإذا ما تم السداد فرضاً بواقع خمسة أقساط سنوية متساوية ، فكم تكون تكلفة الدين في هذه الحالة ؟ .

(الحل)

- الإيرادات الصافية من بيع السندات بعد خصم نفقات الإصدار = ٩٠ ألف جنيه.
- القسط السنوي المستحق عند السداد على قسطين متساوين = $(2 \div 100000) \times 10000 = 50$ ألف جنيه.
- القسط السنوي المستحق عند السداد على خمسة أقساط متساوية = $(5 \div 100000) \times 10000 = 20$ ألف جنيه.

- الفوائد المستحقة عن السنوات الخمس:

$$\begin{aligned}
 \text{السنة الأولى} &= 10000 \times \frac{100}{100} = 1000 \text{ جنيه} \\
 \text{السنة الثانية} &= 8000 \times \frac{800}{100} = 6400 \text{ جنيه} \\
 \text{السنة الثالثة} &= 6000 \times \frac{600}{100} = 3600 \text{ جنيه} \\
 \text{السنة الرابعة} &= 4000 \times \frac{400}{100} = 1600 \text{ جنيه} \\
 \text{السنة الخامسة} &= 2000 \times \frac{200}{100} = 400 \text{ جنيه}
 \end{aligned}$$

- في حالة سداد السند على قسطين متساوين ، تكون تكلفة الدين قبل الضريبة كالتالي

$$\frac{28000}{(1+d)} + \frac{30000}{(1+d)^2} = \frac{900}{(1+d)^5}$$

أى أن تكلفة الدين قبل الضريبة تصبح متساوية مع سعر الفائدة الذى يجعل طرفى العلاقة السابقة متساوية ، ويمكن معرفة قيمة (د) باستخدام معادلة العائد الداخلى التالية :

$$\frac{1}{(1+d)^n} = \frac{1}{1+i} \quad (أو)$$

$$\text{صفر} = \frac{n}{\frac{1}{1+d} - \frac{t_i}{(1+d)^{t_i}}}$$

حيث أن $ج =$ مبلغ الاستثمار الأصلي ، وبما أن معدل العائد الداخلي هو المعدل الذي يجعل صافي القيمة الحالية لأى استثمار مساوياً للصفر ، إذن يمكن استخدام معادلة لتحديد تكلفة الدين قبل الضريبة في هذا المثال ، وفي حالة السداد على قسطين متساوين كالتالى :

$$\begin{aligned} 3000 & & 2800 \\ \frac{9000}{(1+d)^1} + \frac{9000}{(1+d)^2} & = \text{صفر} \\ \frac{1}{1+d} - \frac{1}{(1+d)^2} & = \frac{2800}{3000} \end{aligned}$$

وعلى إفتراض أن $[1 \div (1+d)]$ هو معدل العائد المطلوب (أو تكلفة رأس المال) ، والذي يرمز له بالرمز (ف) نحصل على :

$$28000 + 30000 \cdot \frac{1}{1+d} - 90000 = \text{صفر}$$

والمعادلة أعلاه من نوع العلاقة الحدية التالية :

$$Af^2 + Bf + C = \text{صفر}$$

والتي يمكن حلها باستخدام العلاقة التالية :

$$f = \frac{-B \pm \sqrt{B^2 - 4AC}}{2A}$$

وبالتعويض :

$$f = \frac{\frac{90000 \times 28000}{30000} - \sqrt{\left(\frac{90000 \times 28000}{30000}\right)^2 - 4 \times \left(\frac{90000 \times 28000}{30000}\right) \times 28000}}{2 \times \left(\frac{90000 \times 28000}{30000}\right)}$$

$$\begin{array}{r}
 + 30000 \\
 91800000 \\
 \hline
 56000
 \end{array} =$$

$$\begin{array}{r}
 + 30000 \\
 95812 \\
 \hline
 56000
 \end{array} =$$

$$\begin{array}{r}
 95812 \\
 \hline
 56000
 \end{array} =$$

$$1,1 =$$

$$\% 110 =$$

(أو)

$$\begin{array}{r}
 95812 - 30000 \\
 \hline
 56000
 \end{array} =$$

$$\begin{array}{r}
 125812 - \\
 \hline
 56000
 \end{array} =$$

$$2,2 - =$$

$$\% 220 - =$$

وهكذا ينتج معدلان للعائد الداخلى أحدهما موجباً والأخر سالباً ، ومثل هذه المشكلة لا تظهر في حالة تطبيق طريقة صافى القيمة الحالية ، وتصبح المشكلة وفقاً لمعدلى العائد الداخلى هي تحديد المعدل الصحيح الذى يجعل من صافى القيمة الحالية مساوياً للصفر .

- أما في حالة سداد السند على خمسة أقساط سنوية متساوية ، تكون تكافة الدين قبل

الضريبة كالتالى :

$$\begin{array}{r}
 22000 + 2400 + 26000 + 2800 \\
 \hline
 30000 = 900
 \end{array}$$

$$\begin{array}{c} + 1) \\ \hline \end{array} \quad \begin{array}{c} + 1) \\ \hline \end{array} \quad \begin{array}{c} + 1) \\ \hline \end{array} \quad \begin{array}{c} + 1) \\ \hline \end{array} \quad \begin{array}{c} + 1) \\ \hline \end{array}$$

ويتمكن استرجاع قيمة (د) بإستخدام طريقة تحديد معدل العائد الداخلي . ومنها يتضح أن :

$$\text{العائد السنوى المفترض} = \frac{2600}{9000} \text{ جنيه}$$

$$\text{مدة الاسترداد المفترضة} = \frac{2600}{2600} \text{ .}$$

$$= \frac{3,46}{10}$$

وبالتالى يكون أقرب المعاملات من القائمة هو ٣,٤٣٣ (تحت معدل ١٤%) ، و ٣,٣٥٢ (تحت معدل ١٥%) . وتكون صافى القيمة الحالية للتدفقات النقدية مساوية للصفر عند نسبة ١٥% ، وتصبح تكلفة رأس المال مساوية ١٥% .

$$\begin{array}{c} - 1) \\ \hline 10 \\ \hline 0,0 \\ \hline \end{array} = \text{إذن تكلفة الدين بعد الضريبة} \\ \begin{array}{c} 7,5 \\ \hline \% \\ \hline \end{array} = \%$$

٢/٢/٢- تكلفة القروض المصرفية طويلة الأجل :

تعرف تكلفة الأموال المفترضة ، على أنها معدل العائد المطلوب تحقيقه على الاستثمارات المملوكة بالقروض .

وللوضيح ذلك نفترض أن مبيعات إحدى المنشآت كانت ٢ مليون جنيه ، وتكلفة التشغيل لها بلغت ١,٨٥ مليون جنيه ، وتعتمد المنشأة فى تمويل عملياتها على رأس المال المملوک ، وتدفع ضريبة أرباح تجارية قدرها ٥٠% ، وفي ضوء هذه البيانات تصبح أرباح المنشأة بعد الضرائب كالتالى :

٢٠٠٠٠٠	المبيعات
١٨٥٠٠٠ جنية	تكلفة المبيعات
<hr/>	
١٥٠٠٠ جنية	الربح قبل الضرائب
٧٥٠٠ جنية	الضرائب (%)
<hr/>	
٧٥٠٠ جنية	الربح بعد الضرائب

وبفرض أن المنشأة قررت أيضاً إقراض مبلغ ١٥٠ ألف جنيه بمعدل فائدة ١٠% ، وقد ترتب على المبلغ المقترض زيادة المبيعات بمقدار ٢٠ ألف جنيه، وزيادة مصاريف التشغيل بمقدار خمسة آلاف جنيه - فإن أرباح المنشأة تصبح كما يلى :

٢٠٢٠٠٠ جنية	المبيعات
١٨٥٥٠٠ جنية	تكلفة المبيعات
<hr/>	
١٦٥٠٠ جنية	الربح قبل الضرائب والفوائد
١٥٠٠ جنية	الفوائد
<hr/>	
١٥٠٠٠ جنية	الربح قبل الضرائب
٧٥٠٠ جنية	الضرائب (%)
<hr/>	
٧٥٠٠ جنية	الربح بعد الضرائب

ومن الملاحظ أن الإقتراض لم يترتب عليه أي انخفاض في أرباح المالك ، إذ أن ما تبقى من أرباح في الحالتين متساوياً ، ومن ثم فإن تكلفة الإقتراض على هذه المنشأة هي ١٠ % .

٣/٢/٢/٧ - تكلفة الأسهم العادية :

يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بإستخدام أسلوبين مختلفين هما :

- ١- أسلوب الأرباح الموزعة على جملة الأسهم العادية .
- ٢- أسلوب الأرباح المنسوبة إلى سعر السهم .

وفيما يلى توضيح لكل أسلوب على حدة :

١- أسلوب الأرباح الموزعة ، ويركز على أن تكلفة رأس المال المتحصل من إصدار الأسهم العادية ، تعتمد على توقعات الأرباح الموزعة وإحتمالات تزايدها . ويمكن استخدام العلاقة التالية لحساب تكلفة الأسهم العادية طبقاً لهذا الأسلوب:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم} (١ - \text{تكلفة إصدار للسهم}) + \frac{\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}}{\text{الارباح المتوقعة لكل سهم}}$$

وللتوضيح ذلك ، نعرض المثال التالي :

بفرض أن إحدى المنشآت وزعت أرباحاً مقدارها جنيهاً واحداً لكل سهم عادي ، ومن المتوقع أن تنمو هذه الأرباح بمقدار ٤% سنوياً ، علمًا بأن سعر السهم في السوق يمثل ٢٠ جنيهًا ، فما تكلفة الأسهم على المنشأة؟

(الحل)

بما أنه لا يوجد بيانات خاصة بتكلفة إصدار الأسهم ، فيمكن إستخدام العلاقة التالية :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\frac{\text{الارباح المتوقعة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \frac{\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}}{\frac{١}{٢٠}} = \frac{٠,٤}{٢٠} + \frac{١}{٢٠} = ٩ \% =$$

ومن هذه العلاقة يمكن معرفة القيمة السوقية للسهم في سنوات مختلفة كما يلى :

$$\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{الإرباح المتوقعة لكل سهم}} = \frac{\text{تكلفة الأسهم العادية} - (\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة})}{\text{السعر المتوقع في نهاية السنة الأولى}}$$

وفى ضوء بيانات المثال ، يمكن حساب القيمة السوقية المتوقعة للسهم كما يلى :

$$\frac{1,04}{1,04 - 0,09} = \frac{\text{السعر المتوقع في نهاية السنة الأولى}}{20,8 \text{ جنيه}}$$

$$\frac{1,0816}{1,04 - 0,09} = \frac{\text{السعر المتوقع في نهاية السنة الثانية}}{21,6 \text{ جنيه}}$$

ويلاحظ أن الرقم $1,0816$ قد حصلنا عليه بضرب الرقم $1,04$ بمعدل النمو السنوى 4% ، أى حاصل ضرب $(1,04 \times 1,04)$.

وبفرض أن المنشأة في المثال المذكور تبيع السهم العادى في السوق بسعر 120 جنيهًا ، وترغب في إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس المالها ، ومن المتوقع أن يكون عائد كل سهم مباع مساوياً لقيمتها السوقية ناقصاً تكلفة الإصدار والبالغة 5% . فإذا كانت المنشأة تخطط لدفع أرباح لسهم الواحد تبلغ 8 جنيه ، فما تكلفة الإصدار من الأسهم العاديه الجديدة ؟ .

(الحل)

بما أن :

$$\frac{\text{تكلفة الأسهم العادية الجديدة}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} = \frac{\text{الإرباح المتوقعة للسهم}}{\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}} + \frac{1 - \text{تكلفة إصدار}}{\text{القيمة السوقية للسهم}}$$

إذن :

$$\frac{8}{1,04 - 1,00} = \frac{\text{تكلفة الأسهم العادية الجديدة}}{0,05}$$

$$\frac{8}{1,04 \times 1,00} = \frac{0,95}{0,95}$$

$$= \frac{8}{95} + 0,04$$

$$= \frac{8}{8} + 0,04$$

$$= \frac{12}{\%}$$

٢- أسلوب الأرباح المنسوبة لسعر السهم : ويعتمد هذا الأسلوب في قياس تكلفة رأس المال المتحصل من بيع الأسهم العادية ، على نسبة الأرباح لسعر السهم من خلال العلاقة التالية :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

وللوضيح ذلك - نفترض أن أرباح المنشأة في المثال المذكور قد بلغت ١٠٠ ألف جنيه ، وبيع السهم العادي بمبلغ ١٠٠ جنيه ، ويبلغ عدد الأسهم العادية المباعة ١٠٠٠٠ سهماً . وتتلوى المنشأة إصدار أسهم إضافية مجموعها ٢٥٠٠ سهماً ، ومن المتوقع أن تبلغ تكلفة إصدار السهم ١٠ جنيه ، و تستطيع المنشأة بيع السهم بسعر ٩٠ جنيهًا (أى بخصم مقداره ١٠%). فما تكلفة الأسهم العادية؟

(الحل)

$$\text{بما أن الأرباح للسهم الواحد} = \frac{\text{مجموع الأرباح}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}}$$

$$= \frac{100000}{10000} =$$

$$= 10 \text{ جنيه}$$

$$= 10 - 10 - 100 = \text{والقيمة الصافية للسهم} 80 \text{ جنيه}$$

$$\text{إذن تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح الحالية للسهم}}{\text{القيمة الصافية للسهم}}$$

$$\% 12,5 = \frac{10}{80} =$$

وتعتبر هذه الطريقة بوجه عام غير دقيقة ، فهى لا تعكس التوقعات الحقيقية لجملة الأسهم ، وبذلك تعد طريقة الأرباح الموزعة أدق من هذه الطريقة لكونها تعكس النمو المتوقع في الأرباح .

٤/٢/٧ - تكلفة الأسهم الممتازة :

يمكن التعبير عن تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية :

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة}}{\text{سعر السهم الممتاز} (1 - \text{نفقات إصدار الأسهم الممتازة})}$$

وللوضيح ذلك - نفترض أن المنشأة في المثال المذكور قد أصدرت أسهماً ممتازة تربح ١٠% سنوياً وسعر السهم الإسمى ١٠٠ جنيه . وقدرت نفقات الإصدار بحوالى ٥% من سعر البيع المتوقع ، فإذا تم بيع السهم بالسعر الإسمى وبزيادة ١٠% منه وبخصم ٥% ، فما تكلفة السهم الممتاز ؟.

(الحل)

١- في حالة الإصدار بالسعر الإسمى :

$$\begin{aligned} \frac{10}{100} &= \text{تكلفة السهم الممتاز} \\ (0,05) & \\ \frac{10}{95} &= \\ \% 10,5 &= \end{aligned}$$

٢- في حالة بيع السهم بزيادة ١٠% :

$$\begin{aligned} \frac{10}{110} &= \text{تكلفة السهم الممتاز} \\ (0,05) & \\ \frac{10}{104,5} &= \end{aligned}$$

$$\% 9,0 =$$

٣- في حالة بيع السهم بخصم :

$$\frac{10}{10 - 95} = \frac{10}{0,05} = \text{تكلفة السهم الممتاز}$$

$$\frac{10}{90,2} =$$

$$\% 11,1 =$$

وتشبه تكلفة الأسهم الممتازة تكلفة الدين ، إلا أن الفارق بينهما يتمثل في أن تكلفة الديون تحسب بعد الضريبة ، في حين أن تكلفة الأسهم الممتازة تحسب قبل الضريبة ، وذلك لأن الأرباح الموزعة على حملة هذه الأسهم يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من النفقات .

٤- تكلفة الأرباح المحتجزة :

ينظر إلى الأرباح المحتجزة كبديل لدفع الأرباح للمساهمين ، فإذا لم يتم إحتجاز هذه الأرباح ، فإنها ستوزع حتماً على المساهمين . وتعادل تكلفة الفرصة البديلة هذه الأرباح ، بمعنى أنها تساوى العائد الذي من المفروض أن يتسلمه المساهمون لو لم يتم إحتجاز الأرباح . وهناك بدائل لإحتجاز هذه الأرباح ، هما :

١- توزيع الأرباح على المساهمين بنسبة معينة ، وقد يقوم كل مساهم بإستثمار هذه العوائد .

٢- إستثمار المنفعة لهذه الأرباح في شكل استثمارات خارجية ، مقابل عائد معين من هذا الاستثمار .

ولذلك يلاحظ أن هناك طريقتين لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة : الأولى تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين ، والثانية تعتمد على عائد الإستثمار الخارجى . وعليه ، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تحسب كما يلى :

١- في حالة الاعتماد على الأرباح الموزعة على المساهمين :

١/١- على إفتراض عدم وجود ضرائب وعمولات ، تصبح :

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \text{تكلفة الأسهم العادلة}$$

$$\text{الأرباح المتوقعة للسهم} + \text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم} =$$

٢/١ على إفتراض وجود ضرائب وعمولات ، تصبح :

تكلفة الأرباح المحتجزة = تكالفة الأسهم العادية =

$$\frac{\text{الأرباح المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم (١ - تكالفة إصدار السهم)}} + \frac{(\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم (١ - نسبة الضريبة) (١ - نسبة العمولة})}{\text{القيمة السوقية للسهم (١ - تكالفة إصدار السهم)}}$$

ولتوضيح ذلك - نفترض في المثال المذكور أن نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون هي ٥٠% ، ونسبة العمولة هي ٥% ، فما تكالفة الأرباح المحتجزة ؟ .

(الحل)

باستخدام العلاقة في بند (٢/١) - تصبح :

$$\begin{aligned} \text{تكلفة الأرباح المحتجزة} &= \left(\frac{٨}{١٠٠} - \frac{١}{١٠٠} \right) (٠,٠٤) (١ - ٠,٥) - \frac{٨}{٠,٠٥} \\ &= (٠,٩٥) (٠,٠٤) + \frac{٨}{٩٥} \\ &= (٠,٩٥) (٠,٠٥) \times (٠,١٢) \\ &= ٥,٧ \% \end{aligned}$$

٢- في حالة الاعتماد على الإستثمارات الخارجية :

يعتمد حساب تكالفة الأرباح المحتجزة ، والتي تتعلق بالإستثمارات الخارجية للأرباح ، على نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون ، ومن الصعوبة تقدير النسب المختلفة للضريبة لكل مساهم ، مما يجعل هذه الطريقة غير مناسبة للإستخدام .

٦/٢/٢/٧ - التكالفة المرجحة للتمويل طويل الأجل :

غالباً ما تلجأ المنشآت إلى عدة مصادر للتمويل ، ويكون لكل مصدر تكالفة معينة . ولذلك يصبح من المهم معرفة حساب التكالفة الإجمالية للأموال ، وهي عبارة عن متوسط التكالفة المرجحة لهذه الأموال . ويشير الترجيح هنا إلى الوزن النسبي لكل مصدر تمويلي من الهيكل الكلى للأموال . وعند إجراء عملية الترجيح هذه ، يمكن تحقيق ذلك عن طريق :

١- الترجيح باستخدام القيمة الدفترية أو القيمة السوقية .

٢- الترجيح بإستخدام الأوزان التاريخية السابقة أو الأوزان الحدية .
ويقصد بالقيمة السوقية المرجحة قيمة كل مصدر تمويلي في السوق ، أما القيمة الدفترية المرجحة فتمثل وزن كل مصدر تمويلي حسب قيمته في السجلات . أما الترجيح بإستخدام الأوزان التاريخية ، فيعني الأوزان لكل مصدر تمويلي في رأس مال المنشأة الحالى . أما الأوزان الحدية ، فتمثل النسبة المئوية لعناصر التمويل المختلفة والتي تنوى المنشأة الحصول عليها ، وتسخدم هذه الطريقة في حالة الرغبة في زيادة رأس مال المنشأة للتوسيع .

ولتوضيح ذلك - نعرض المثال التالي :

١- بفرض توافر البيانات التالية لإحدى المنشآت ، إحسب متوسط التكلفة المرجحة للأموال ؟ .

مصدر التمويل	المبلغ	تكلفة العنصر
القروض	٣٥٠ ألف جنيه	% ٤,٨ (بعد الضرائب)
الأسهم الممتازة	٢٥٠ ألف جنيه	% ١٠,٥
الأسهم العاديّة	٣٠٠ ألف جنيه	% ١٤,٦
الأرباح المحتجزة	١٠٠ ألف جنيه	% ١٤,٠ (باتباع طريقة الاستثمار الخارجى)
المجموع	مليون جنيه	

(الحل)

متوسط التكلفة المرجحة للأموال (بالقيمة الدفترية) :

المصدر	المبلغ	النسبة المئوية	تكلفة العنصر	التكلفة المرجحة
القروض	٣٥٠٠ ..	% ٣٥	% ٤,٨	% ١,٧
الأسهم الممتازة	٢٥٠٠ ..	% ٢٥	% ١٠,٥	% ٢,٦

% ٤,٤	% ١٤,٦	% ٣٠	٣٠٠٠ ..	الأسهم العاديـة
% ١,٤	% ١٤,٠	% ١٠	١٠٠٠ ..	الأربـاح المحتجزـة
% ١٠,١		% ١٠٠	١٠٠٠ ..	المجموع

إذن متوسط التكلفة المرجحة للأموال = % ١٠,١

٢- وبفرض أن البيانات المتوفرة في هذا المثال عن مصادر التمويل المذكورة كانت بالقيمة السوقية ، إحسب متوسط التكلفة المرجحة للأموال في ضوء ما يلى :

مصدر التمويل	القيمة السوقية
القـرض	٥٠٠ ألف جـنيـه
الأسـهم المـمتـازـة	٣٠٠ ألف جـنيـه
الأـسـهمـ العـادـيـة	٦٠٠ ألف جـنيـه
الأـربـاحـ المـحتـجزـة	١٠٠ ألف جـنيـه
المـجمـوع	١,٥ مـليـونـ جـنيـه

(الحل)

متوسط التكلفة المرجحة للأموال (بالقيمة السوقية) :

المصدر	القيمة السوقية	تكلفة العنصر	التكلفة المرجحة
القـرض	٥٠٠٠٠	% ٤,٨	٢٤٠٠٠
الأسـهمـ المـمتـازـة	٣٠٠٠٠	% ١٠,٥	٣١٥٠٠
الأـسـهمـ العـادـيـة	٦٠٠٠٠	% ١٤,٦	٨٧٦٠٠
الأـربـاحـ المـحتـجزـة	١٠٠٠٠	% ١٤,٠	١٤٠٠٠

١٥٧١٠٠	١٥٠٠٠٠	المجموع
--------	--------	---------

١٥٧١

$$\text{إذن متوسط التكلفة المرجحة للأموال} = \frac{١٠,٥}{\frac{١٥٠٠}{١٥٧١}} \approx ١٠,٥ \text{ تقريباً}$$

٣- وبفرض أن المنشأة في هذا المثال ترغب في زيادة رأس المالها بمقدار ٨٠٠ ألف جنيه للتوسيع في نشاطها ، وقدرت مبلغ الأرباح المحتجزة بمقدار ٢٠٠ ألف جنيه ، والباقي سيتم الحصول عليه عن طريق : القروض بمقدار ٤٠٠ ألف جنيه ، والأسهم الممتازة بمقدار ٢٠٠ ألف جنيه . احسب متوسط التكلفة المرجحة للأموال .؟

(الحل)

متوسط التكلفة المرجحة للأموال (بالأوزان الحدية) :

المصدر	المبلغ	النسبة المئوية	تكلفة المصدر	التكلفة المرجحة
القروض	٤٠٠٠	% ٥٠	% ٤,٨	% ٢,٤
الأسهم الممتازة	٢٠٠٠	% ٢٥	% ١٠,٥	% ٢,٦
الأرباح المحتجزة	٢٠٠٠	% ٢٥	% ١٤,٠	% ٣,٥
المجموع	٨٠٠٠	% ١٠٠		% ٨,٥

إذن متوسط التكلفة المرجحة للأموال = % ٨,٥ . ومن الملاحظ أن هذه الطريقة تشبه في خطواتها ، طريقة الترجيح بالقيمة الدفترية

٣/٧- الاختيار بين مصادر التمويل المختلفة :

بعد التعرف على مصادر التمويل المختلفة وتكلفتها – يبقى تساؤل هام هو : كيف يتم اختيار المصدر المناسب من مصادر التمويل المختلفة خاصة الطويلة الأجل ؟ . وفى هذا ، نورد فيما يلى بعض الاعتبارات المطلوب مراعاتها عند اختيار مصدر التمويل الملائم :

١/٣/٧- التكلفة ، حيث التركيز يجب أن يكون على أساس تكلفة كل مصدر ، وإختيار المصدر الأقل تكلفة .

٢/٣/٧- أسعار الفوائد السائدة ، حيث يجب تجنب المصادر التمويلية ذات التكلفة المرتفعة نتيجة لتدبب هذه الأسعار في السوق المالية .

٣/٣/٧- ربحية المنشأة ، حيث من الأفضل إختيار المصادر التمويلية التي تكون نسبة ربحية المنشأة أعلى من نسبة الفوائد المدفوعة على هذه المصادر .

٤/٣/٧- مكونات رأس المال ، حيث من الأفضل أن تعمل المنشأة بقدر الإمكان على الاحتفاظ بنسب متوازنة من مصادر التمويل المختلفة .

٥/٣/٧- طبيعة نشاط المنشأة ، حيث يجب مراعاة حالة الأصول الثابتة في ضوء عمل المنشأة ، فقد تكون هذه المنشأة مجبرة على إصدار الأسهم بدلاً من السندات ، خاصة إذا كانت لا تمتلك الكثير من هذه الأصول لرهنها ، أو لبيع السندات بضمانتها كالبنوك على سبيل المثال .

- المراجع

- د. سيد الهوارى ، الإدارة المالية : منهج إتخاذ القرارات ، القاهرة ، مكتبة عين شمس ، ١٩٧٥ ، ص ١٢٤ - ١٢٨ .
- د. محمد يونس خان ، د. هشام صالح غرابية ، مراجع سابق ، ص ١٦٧ - ١٨١ ، ١٩٢ - ٢٠٤ .
- د. منير إبراهيم هندى ، مراجع سابق ، ص ٤٩٣ - ٤٩٩ .
- *Weston, F. and Brigham, E., Managerial Finance, 7th ed., Illinois : The Dryden press, 1993, PP. 465 - 472 .*

القسم الثاني

بعض القرارات ذات الارتباط بمشاكل التمويل والإدارة المالية

الفصل الثامن : قرارات هيكل التمويل والعائد .

الفصل التاسع : قرارات توزيع الأرباح .

الفصل العاشر : قرارات التوسيع والاندماج .

الفصل الحادى عشر : قرارات المخاطر المالية وتكليفها .

الفصل الثامن

قرارات هيكل التمويل والعائد

- الأهداف التعليمية

- ١/٨ - هيكل التمويل المناسب للمشروع
- ٢/٨ - الربحية التجارية للمشروع (العائد الاستثماري)
- ١/٢/٨ - القيمة فى نهاية حياة المشروع .
- ٢/٢/٨ - العائد الاحتمالى للاستثمار ومخاطره .
- ٣/٨ - الرافعة والأوضاع الاقتصادية لربحية المشروع التجارية .
- ٤/٨ - هيكل التمويل المناسب واحتمالات مخاطر الإفلاس .

الفصل الثامن

قرارات هيكل التمويل والعائد

- الأهداف التعليمية :

يتعرض هذا الفصل بإيجاز لأهم قرارات الاستثمار والتمويل المتعلقة بتركيب هيكل المزيج التمويلي الذي يؤثر على ربحية المشروع الحالية أو المتوقعة مع مراعاة عنصر المخاطرة كمتغير مستقل يؤثر بالتالي في الربحية ومن ثم في قيمة المشروع كأموال مستثمرة . وفي ضوء هذا – سيتم التركيز على كيفية تحديد الهيكل التمويلي المناسب للمشروع ، وما يترتب عليه من عائد استثماري ممكن ، مع إدخال الأوضاع الاقتصادية المحتملة لهذا العائد واحتمالات مخاطر الإفلاس في الحساب . ولذلك يهدف هذا الفصل إلى التدريب على كيفية صنع واتخاذ قرارات هيكل التمويل والعائد للمشروع على النحو التالي :

١٨ - هيكل التمويل المناسب للمشروع

قد يختلف الأمر عند الحديث عن هيكل المزدوج التمويلي بين هذا المفهوم كاصطلاح معروف في دنيا الأعمال ، وبين مفهوم هيكل رأس المال Capital Structure . لذلك فمن الأجرد في هذا المقام أن نبدأ التحليل بلفت النظر إلى أهم الآراء المطروحة في هذا الشأن ، ثم نجيب بعد ذلك على التساؤل الخاص بمفهوم الهيكل المناسب للتمويل .

وأما عن هيكل التمويل Financial Structure - فالمفهوم يشير إلى جانب المصادر اللازمة لتمويل الأصول . فالأصول يمكن تمويلها من مصادر متعددة مثل رأس المال ، الفائض المحتجز ، القروض طويلة الأجل ، الائتمان المصرفي أو التجارى الخ . لذلك فهيكل التمويل يعكس مكونات الأموال (الجانب الأيسر للميزانية) التي يمكن بموجبها تمويل الأصول (الجانب الأيمن للميزانية) في المشروع .

وفيما يتعلق بمفهوم هيكل رأس المال - فالمعنى يتمثل في تركيب الأموال المملوكة للمشروع (رأس المال ، الاحتياطيات ، الفائض غير الموزع) ، وإن كانت هناك آراء تعتبر هذا الهيكل ممثلا لتركيب الأموال الدائمة (طويلة الأجل) ، وهي بذلك تشمل القروض طويلة الأجل كجزء من هذا التركيب المالي .

إن المفهوم الأخير لهيكل رأس المال (مكونات التمويل طويل الأجل) ، هو المفهوم الأكثر شمولا وشيوعا على أساس أن عنصر القروض طويلة الأجل يشكل مصدرا هاما من مصادر التمويل في المشروعات الكبيرة خاصة الصناعية منها . ومع ذلك قد يرى البعض ضرورة استبعاد الخصوم المتداولة من هيكل التمويل على أساس كونها تمويل مؤقت ، وهم بذلك من الأنصار المجندين لاستخدام مفهوم هيكل رأس المال بدلا من اصطلاح هيكل التمويل . ومن ناحية أخرى ، قد يؤيد البعض ضرورة إدخال الخصوم المتداولة في مكونات التمويل خاصة في المشروعات الصغيرة أو التجارية وذلك على أساس أن هذه المشروعات تعتمد بشكل كبير على الخصوم قصيرة الأجل ، ولذلك فهو لاء من الأنصار المجندين لمفهوم هيكل التمويل بدلا من مفهوم هيكل رأس المال .

وإذا كان هيكل التمويل بشكل عام – يعكس ذلك الهيكل من الأصول التي يتم تمويلها حسب متطلباتها وطبيعة حركتها ، فما الهيكل الأمثل لهذا التمويل ؟ ، هل هو ذلك الهيكل الذى يعظم الربحية للملاك ، وبالتالي يعظم القيمة السوقية للسهم ؟ . إن القاعدة العامة فى هذا الخصوص هى أن أسلوب التمويل المتبعة (بالملكية أو بالقروض) يؤثر فى الربحية التجارية للمشروع ، وبالتالي فى ربحية السهم الواحد . لذلك فهياكل التمويل الأمثل Optimum Capital Structure يتحدد اختياره وفقاً لمعايير أقصى ربحية ممكنة (دالة الهدف التمويلي) . ولما كان استمرار هذه الدالة (تعظيم الربحية) مستقبلاً مقررون تحقيقه ببعض القيود المرتبطة مباشرةً بالقيمة السوقية للأسهم – فإن عنصر الخطر الناجم من الاعتماد على القروض من شأنه أن يؤثر على الربحية في المستقبل ، وهو ما يؤكد من ضرورة العناية بكيفية اختيار هيكل التمويل في المشروع . إن مثل هذا الهيكل يجب أن يحقق التوازن بين العائد وبين المخاطر المتعلقة بهيكل التمويل ذاته ، أي بين الربحية والمخاطر المالية المناسب – ضرورة الاهتمام بدراسة تقديرات التكاليف المتعلقة بإنشاء وتأسيس وتشغيل المشروع ، ويسمى الجزء المالي اللازم لتمويل تكاليف التشغيل برأس المال العامل والذى يضاف إلى رأس المال الثابت ليكونا معادلة التمويل اللازم للمشروع (رأس المال الكلى) .

ولاشك أنه عند حساب تقديرات التمويل ينبغي أن يضاف نسبة مئوية مناسبة من جملة التمويل المطلوب وذلك لتغطية أية احتياطات Contingencies . وفي عرف دراسات الجدوى المالية تهدف مثل هذه الاحتياطات إلى تغطية الجوانب التالية :

- الأخطاء المحتملة في تقديرات التكاليف .

- ارتفاع أسعار الأصول المختلفة نتيجة لمعدلات التضخم السائدة .

وتمثل نسبة ١٠% كاحتياطي من جملة التمويل المطلوب نسبة معقولة لغطية أخطار تقديرات التكاليف والتضخم .

ولمزيد من التحليل حول كيفية تقدير جملة التمويل المطلوب - يمكن إعطاء المثال التالي:

فبفرض أن تقديرات التكاليف الاستثمارية في إحدى الشركات المصرية كانت كما يلى :

أراضي ومبانى ٩٠٠,٠٠٠

آلات ومعدات ٩٥٠,٠٠٠

أجهزة ٥٥٠,٠٠٠

أثاث ١٨٠,٠٠٠

معدات نقل داخلي وخارجي ٣٤٠,٠٠٠

مصاريف التأسيس ١٠٠,٠٠٠

٣,٠٢٠,٠٠٠

جنيه

وأن تكاليف التشغيل السنوية كانت فرضا تمثل :

خامات ٧٠١,٠٠٠

عمالات ٨٩٩,٠٠٠

وقود وزيوت ٣٥٠,٠٠٠

مصاريف صناعية وإدارية تسويقية ٤٥٠,٠٠٠

٢,٤٠٠,٠٠٠

جنيه

وبفرض أيضاً أن دورة التشغيل كانت تمثل ٣ شهور – فمعنى ذلك أننا نحتاج فقط إلى ١، قيمة تكاليف التشغيل كتمويل لازم لهذه التكاليف ، وهو ما يسمى برأسمال العامل ، والذى يمثل وفقاً لهذه الفرضية $(2,400,000 \div 4 = 600,000)$ جنيه .

إذن – فالتمويل المطلوب لهذه الشركة يتمثل فى :

رأسمال الثابت ٣,٠٢٠,٠٠٠

رأسمال العامل ٦٠٠,٠٠٠

3,620,000

وعليه يكون الاحتياطي المطلوب يمثل

$$\frac{3,620,000}{100} = 362000 \times 10$$

وذلك على أساس نسبة ١٠% كاحتياطي ضد أخطار خطر التقدير أو التضخم المحتملة .

ومما سبق . يلاحظ أن جملة التمويل المطلوب :

$$= 362000 + 362000 = 3982000$$
 جنيه .

وبعد هذا العرض ، يبقى لنا تساؤل آخر مؤداته – من أين نحصل على التمويل المطلوب ، ومتى؟ .

ولنفرض أيضاً – أن المالك كانوا على استعداد لتقديم ٢٩٨٢٠٠٠ جنيه كحصة مساهمة فى رأس مال الشركة ، وبالتالي فإن مبلغ ١٠٠٠٠٠ جنيه والباقي من جملة التمويل المطلوب يجب تدبيره من خلال القروض ، وتعد نسبة ١ : ١ (المالك إلى القروض) النسبة المقبولة والمناسبة من جانب المؤسسات المالية فى مصر .

ولتحديد مواعيد القرض المالي – دعنا نحدد توقيت التدفقات النقدية (الدخلة والخارجية) في كل من فترات التأسيس والتشغيل كما هو واضح في الجدول رقم (١/٨) .

ومنه يتبين أن القرض يمكن سداده في السنة الثانية منذ بدء التشغيل (لاحظ أن فترة التأسيس قد تم الإشارة إليها بأرقام سالبة في الجدول وأن فترة التشغيل قد تم الإشارة إليها بأرقام موجبة) .

وبعد تقدير حجم التمويل اللازم للمشروع ومصادره ، كما أوضحنا – يأتي ضرورة تحديد الربحية التجارية له ، وبيان مدى تأثيرها بطريقة التمويل المتبعة وهيكله .

جدول رقم (١/٨)
بالعرض

٢/٨ - الربحية التجارية للمشروع (العائد الاستثمارى) :

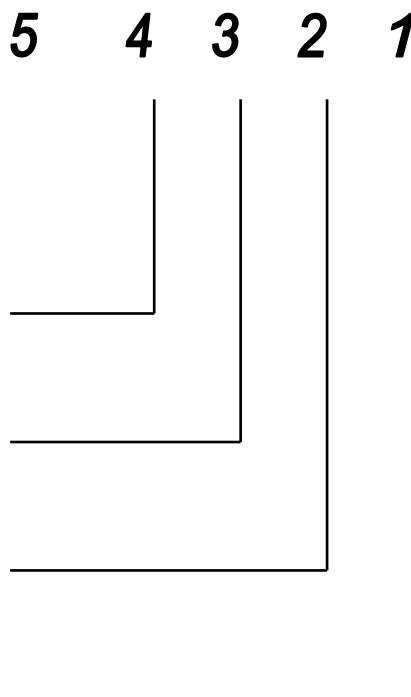
يشير مفهوم الربحية التجارية للمشروع إلى التقييم المالى له من حيث وجهة النظر الداخلية ، أى بمعنى – إلى أى مدى يمكن للمشروع أن يحقق الأهداف الخاصة للملك ؟ . وفي هذا الشأن هناك العديد من الأدوات التى يمكن من خلالها إثبات هل العائد الذى سيحصل عليه الملك كافيا أم لا ؟ . ومثل هذه الأدوات منها ما هو مناسب للمشروع الواحد سواء فى ظل ظروف التأكيد (اليقين) Certainty ، أو فى ظل ظروف عدم التأكيد Uncertainty ، ومنها ما هو مناسب أيضا فى حالة المشروعات المتعددة . ولسنا هنا بصدده التعرض لتوضيح هذه الأدوات ، وإن كان تركيزنا فى هذا الخصوص سينصب فقط على مؤشر " القيمة فى نهاية حياة المشروع " كأداة مختارة لدراسة مدى كفاية العائد الذى سيحصل عليه أصحاب الأموال المستثمرة من عدمه .

١/٢/٨ - القيمة فى نهاية حياة المشروع :

إن اختيارنا لهذا المؤشر يرجع إلى أن أى تدفق نقدى يمكن أن يحصل عليه المشروع يجب أن يتم إعادة استثماره منذ لحظة استلامه ولحين انتهاء حياة هذا المشروع ، وهو ما يعزم الهدف من قيمة الاستثمارات المالية المتاحة . ولتوضيح فلسفة هذا الأسلوب دعنا نفترض أن هناك ٣٠٠٠ جنية مطلوب استثمارها فى مشروع عمره خمس سنوات ، وأن هذا المشروع سوف يحقق تدفقات نقدية داخلية قدرها ١٠٠٠ جنية سنويا ، وسوف يتم أيضا إعادة استثمار هذه التدفقات بمعدل فائدة قدره ٥% وذلك للثلاث سنوات الأولى ، ثم ٦% للسنوات التالية حتى نهاية السنة الخامسة – (حيث أنه فى نهاية السنة الأخيرة ستتوقف حياة المشروع) .

وبعد أن يتم معاملة التدفقات النقدية الداخلية على هذا الأساس سيتم خصمها بمعدل معين (عادة تكلفة رأس المال) ، وذلك لمقارنتها مع القيمة الحالية لمقادير التدفقات النقدية الخارجية والتى تمثل فى هذا الموقف مبلغ الـ ٣٠٠٠ جنيه الذى سيتم استثمارها .

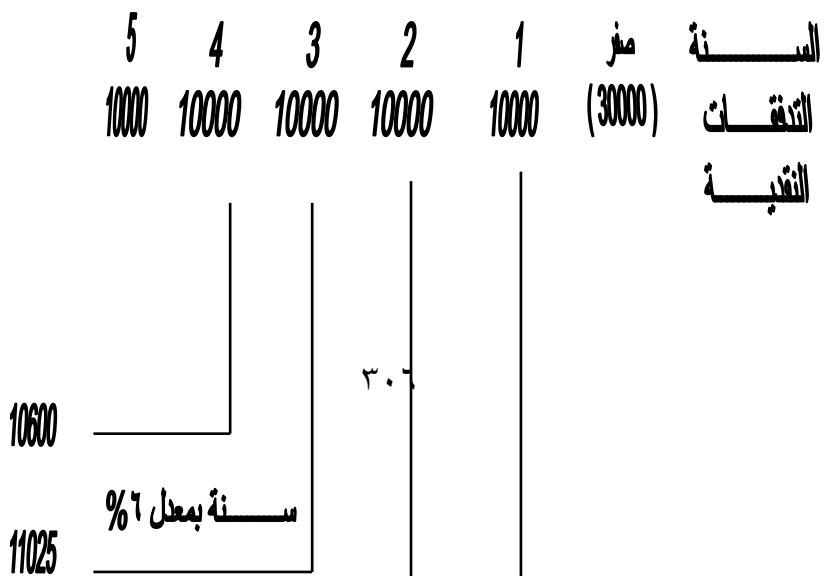
ويوضح الشكل رقم (١/٨) – كيفية حساب القيمة فى نهاية حياة المشروع خلال السنوات الخمس المذكورة :



شكل رقم (١٨) القيمة في نهاية حياة المشروع

فإذا ما افترضنا أن تكلفة رأس المال في المشروع السابق كانت تمثل ١٠% - فإن حساب القيمة في نهاية حياة المشروع ستكون على النحو التالي

:



وبعد الحصول على القيمة في نهاية حياة المشروع – سيتم خصمها بمعدل الخصم والذي عادة ما يتمثل في تكلفة رأس المال وذلك للحصول على القيمة الحالية الإجمالية في نهاية حياة المشروع Present Value of the project . ثم يتم بعد ذلك مقارنة هذه القيمة (PVTS) مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية Present Value of out flows (PVO) . فإذا ما كانت (PVTS) أكبر من (PVO) أو مساوية لها – فإن القرار ينصح بقبول هذا المشروع ، أما إذا كانت (PVTS) أصغر من (PVO) – فإن القرار يوصى برفض هذا المشروع تجاريًا .

وقياساً على ما سبق – يلاحظ في مثالنا أن (PVTS) وهي تمثل ٣٩٢٥١ أكبر موضع الدراسة لكونه منظمة تجارية ناجحة . من (PVO) والتي تمثل ٣٠٠٠ جنيه . لذلك فالقرار هنا يوصى بقبول المشروع موضع الدراسة لكونه منظمة تجارية ناجحة .

إن هذا الأسلوب (القيمة في نهاية حياة المشروع) يتميز بتركيزه بشكل أساسى على أن أى تدفق نقدى يحصل عليه المشروع يتم استثماره منذ لحظة الحصول عليه وحتى نهاية حياة المشروع ، وإن كان هذا الأسلوب يواجه صعوبة عند تحديد معدلات الاستثمار بدقة خلال فترة حياة المشروع خاصة وأن الطريقة المثلثى لاختيار هذه المعدلات الاستثمارية تتم فى ضوء عنصرين رئيسيين هما :

- استخدام نظرية الاحتمالات لتحديد العائد المتوقع من الاستثمار .
 - درجة المخاطرة (عدم التأكيد) المصاحبة لهذا الاستثمار .
- وهو ما سيتم التعرض له فى الصفحات التالية بغية التوصل إلى الأسلوب الأمثل للاستثمار فى المشروعات .

٢/٢/٨ – العائد الاحتمالي للاستثمار ومخاطر :

من المعروف فى دنيا الأعمال أن الاستثمارات تتعلق دائمًا بالمستقبل ، وعليه فإن العائد على هذه الاستثمارات غير يقينية ، بمعنى أنه ليس أمامنا إلا أن نتوصل إلى تقدير للعائد الذى نتوقعه على هذا الاستثمار . وطالما أن التحليل هنا تحكمه التوقعات ، فالأمر يتطلب استخدام نظرية الاحتمالات لحساب القيمة المتوقعة للعائد الاستثمارى كالتالى : $m = \sum A_i P_i$

$$\text{حيث أن : } (1)$$

m = معدل العائد المتوقع .

m = العائد المحتمل مع كل حالة من حالات النشاط .

A = احتمالات النشاط .

ولتوضيح كيفية حساب معدل العائد المتوقع على الاستثمار الفردى – دعنا نفترض أن تقديرات العائد على أحد الأسلوبين كانت كما يلى :

العائد	الاحتمال	حالات النشاط الاقتصادي
٠,٠٢	٠,٣	كساد
٠,٠٦	٠,٤	عوادى

ولحساب معدل العائد المتوقع على الاستثمار في هذا السهم – نستخدم المعادلة رقم (١) كما يلى :

$$\begin{aligned} M &= -0.02 \times 0.03 + 0.06 \times 0.04 + 0.05 \times 0.14 \\ &= -0.006 + 0.024 + 0.070 \\ &= 0.088 \text{ أو } 8.8\% \end{aligned}$$

ومن الملاحظ أن هذا المعدل للعائد على السهم يعني في الحقيقة أن العائد في المتوسط هو 8.8% (متوسط مرجح) ، وذلك لأن هذا العائد هو متوسط للعائد المختلفة مع كل حالة ولكنه مرجحا باحتمال حدوث كل حالة .

وإذا كانت المخاطرة في أبسط معانيها تعنى احتمال حدوث شيء غير مرغوب فيه ، وهذه المخاطرة كما سبق وأوضحنا تعكس أحد حالات عدم التأكيد ، فإن المخاطرة إذن تعبر عن التقلبات التي قد تحدث في العائد على الاستثمار .

وفي مثانا – نلاحظ أن العائد على السهم قد يكون بالسالب – 2% أو 6% أو 14% وهذا يتوقف على الوضع الاقتصادي الذي قد يكون سيئا أو عاديا أو جيدا . وإذا كان هناك أكثر من مقياس إحصائى لحساب درجة المخاطرة للاستثمار إلا أنه من المفضل استخدام أسلوب التباين أو الانحراف المعياري كمقياس في هذا الخصوص .

ولتحديد درجة المخاطرة الاستثمارية في المثال السابق – تجرى الخطوات التالية :

$\sigma (M - \bar{M})$	$(M - \bar{M})^2$	$M - \bar{M}$	σ
٠,٠٠٣٥	٠,١١٧	٠,١٠٨ -	٠,٣
٠,٠٠٠٣	٠,٠٠٠٨	٠,٠٢٨ -	٠,٤
٠,٠٠١٤	٠,٠٠٢٧	٠,٠٥٢	٠,٥

$$\text{إذن التباين} = ٠,٠٠٣٥ + ٠,٠٠٠٣ + ٠,٠٠١٤ + ٠,٠٠٥٢ = ٠,٠٠٥٢$$

وبما أن الانحراف المعياري هو الجذر التربيعي للتباين .

$$\text{إذن الانحراف المعياري} = \sqrt{٠,٠٠٥٢} = ٠,٠٧٢ = 7.2\%$$

وعليه يكون العائد والمخاطر للاستثمار في مثاناً السابق هو :

- العائد المتوقع = ٨,٨%

- المخاطرة = ٧,٢%

وعلى ضوء كل من العائد والمخاطر السابقين للاستثمار ، يمكن الانتقال إلى تحديد كيفية الاستثمار الفردي من بين عدد معين على سبيل المثال من الاستثمارات الفردية المتاحة وهو ما سنقوم بتوضيحه في الخطوات التالية :

١/٢/٢/٨ - اختيار الاستثمار الفردي :

أوضح مثاناً السابق - أنه لكي نختار الاستثمار الفردي يجب أن يتوافر لدينا تقديرات رقمية عن كل من العائد ودرجة المخاطرة ، وهذا ما تم تقديره . ولكن إذا ما كان متاح أمامنا أكثر من فرصة استثمارية ، فكيف يمكن اختيار الاستثمار الأمثل من بين هذه الفرص الاستثمارية المتاحة ؟ . إن ذلك يتطلب أيضاً تقدير كل من العائد المتوقع ومخاطره في كل فرصة استثمارية على حدة ، ثم بعد ذلك نقوم بتحديد ارتباط معامل الاختلاف لكل فرصة استثمارية حتى يمكن اتخاذ قرار بأفضل هذه الفرص .

وفي هذا المقام سنكتفى فقط بكيفية تقييم مثل هذا الموقف مع افتراض توافر كل من العائد المتوقع ودرجة المخاطرة للفرص الاستثمارية موضع التقييم وذلك على أساس أن عمليات تقدير كل من هذه العوائد ودرجات المخاطرة قد سبق الإشارة إليها من خلال كيفية اختيار الاستثمار الفردي في المثال السابق .

وللوضوح فلسفه التقييم لاتخاذ قرار بأفضل فرصة استثمارية من بين عدة فرص متاحة - دعنا نسوق المثال التالي والذي يفترض أن هناك ٤ فرص استثمارية متاحة ، توافرت عنها البيانات التالية :

<u>المخاطرة</u> (الانحراف المعياري)	<u>العائد المتوقع</u>	<u>الفرصة الاستثمارية</u>
%٧,٢	%٨,٨	الأولى
%٦,١	%١٢	الثانية
%١٠,٣	%١٥	الثالثة
%٣٠,٤	%٢٥	الرابعة

والقرار المطلوب هنا هو - أى من هذه الفرص يمكن أن نختار إذا كنا نريد اختيار بديل واحد من بين بدائل الاستثمار الفردى الأربع ؟ . هل نختار الفرصة الرابعة لكونها تعطى اكبر عائد ؟ أم نختار الفرصة الثانية لأنها تحمل أدنى درجة من المخاطرة ؟ .

ولحسم هذا الخلاف الذى يواجه متخذ القرار (المستثمر) ، يجب استخدام الاصطلاح الإحصائى الذى يعرف بمعامل الاختلاف (ارتباط معامل الاختلاف) ، حيث يتحدد كما يلى :

معامل الاختلاف = $\frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القييم المفوق للاستثمارية الأربع}} \dots \dots (2)$
وباستخدام هذا المعامل فى التقييم المفوق للاستثمارية الأربع ، يلاحظ أن معامل الاختلاف لكل من هذه الفرص وفقاً لمعادلته السابقة رقم (2) يتحدد كما يلى :

<u>الفرصة الاستثمارية</u>	<u>معامل الاختلاف</u>
الأولى	٠,٨٢
الثانية	٠,٥٨
الثالثة	٠,٦٩
الرابعة	١,٢٢

ومفهوم هذا المعامل - أنه مقياس نسبى حيث أنه يقىس عدد وحدات الخطر بالنسبة لوحدة واحدة من العائد المتوقع . فعلى سبيل المثال نلاحظ أن الفرصة الاستثمارية الأولى تحمل ٠,٨٢ وحدة خطر فى مقابل وحدة واحدة من العائد ، أى أن كل وحدة عائد (١ %) تقابل أقل من

وحدة مخاطرة ، في حين أن الفرصة الاستثمارية الرابعة يلاحظ أن كل وحدة عائد منها تقابلها أكثر من وحدة وخمس مخاطرة (%) .
و غالبا ما يفضل متخذ القرار أن يحصل على وحدات عائد أكبر نسبيا من وحدات الخطر التي تصاحب عملية الاستثمار ، ولذلك فإن أفضل بديل استثماري فردي من بين الفرص الاستثمارية الأربع هو البديل الثاني (أي الفرصة الثانية) حيث يحمل هذا البديل أقل قدر من درجة المخاطرة بالنسبة للعائد .

٢/٢/٢/٨ - المحفظة الاستثمارية :

يطلق لفظ المحفظة الاستثمارية على تلك الاستثمارات التي تتكون من أكثر من استثمار فردي ، وعادة ما تسمى بمحفظة الأوراق المالية عندما تكون هذه المحفظة مكونة من عدة أسهم أو سندات مختلفة ، ومن وجهة نظرنا أن المصطلح الأول (محفظة استثمارات) أوسع من مجرد محفظة للأوراق المالية . فأصول المشروع على اختلافها تمثل استثمارات ، لذلك فطالما أن هناك أكثر من استثمار واحد ، فمن الأمثل أن نطلق على مثل هذا الموقف لفظ محفظة استثمارات .

إن اختيار محفظة استثمارات يكون مطلوبا أيضا كما هو الحال في الاستثمار الفردي ، وإن كان الأمر في التقدير يختلف قليلا كما يلى :
أولا : عند تحديد معدل العائد المتوقع على المحفظة :

هنا يجب أن يتوافر الآتى :

- أ - معدل العائد المتوقع على كل استثمار فردي ضمن المحفظة .
 - ب - قيمة المبلغ المستثمر في كل استثمار فردي ضمن المحفظة .
- وعليه يكون $m^* = \frac{J}{G} j^* m \dots \dots (3)$
- حيث أن :

- m^* = معدل العائد المتوقع على المحفظة .
ج = الجزء المستثمر في كل استثمار فردي .
 m = معدل العائد المتوقع على الاستثمار الفردي .

وذلك مع ملاحظة أن :

$$ج = \frac{\text{المبلغ المستثمر في الاستثمار الفردي}}{\text{إجمالي المبالغ المستثمرة في المحفظة}} \dots \dots \dots (4)$$

وبالنظر إلى المعادلة رقم (٣) - يلاحظ أن معدل العائد المتوقع على المحفظة الاستثمارية هو متوسط مرجح لمعدلات العائد المتوقعة على الاستثمارات الفردية الداخلة في المحفظة .

وللوضيح ذلك دعنا نفترض أن العائد المتوقع على الاستثمارات الفردية التالية والمبالغ المستثمرة فيها كان كما يلى :

الاستثمار	العائد المتوقع	المبلغ المستثمر بالجنيه
الأول	%١٠	١٠٠٠
الثاني	%٢٠	٢٠٠٠
الثالث	%١٥	١٠٠٠

ولحساب معدل العائد المتوقع على المحفظة المكونة من ٣ استثمارات (م) - تحدد أولاً قيمة ج باستخدام المعادلة رقم (٤) كالتالى :

$$ج_١ = \frac{١٠٠}{٤٠٠} = \%٢٥$$

$$ج_٢ = \frac{٢٠٠}{٤٠٠} = \%٥٠$$

$$ج_٣ = \frac{١٠٠}{٤٠٠} = \%٢٥$$

ثم نستخدم المعادلة رقم (٣) لحساب معدل العائد المتوقع على هذه المحفظة كما يلى :

$$م = \%٢٥ \times ٠,١٠ + \%٥٠ \times ٠,٢٠ + \%١٥ \times ٠,٢٥ = ٠,١٦٣$$

ولكى نحسب المخاطرة المتعلقة بمحفظة الاستثمارات ، فيجب أن يتوافر لدينا ما يلى :

أ - المخاطرة لكل استثمار فردى على حده (الانحراف المعيارى أو التباين) .

ب- الأجزاء المستثمرة فى كل استثمار فردى .

ج- معامل الارتباط بين كل زوجين من الاستثمارات الفردية .

ويمثل المطلب الثالث أهم معلومة يجب توافرها ، حيث يعكس هذا المطلب درجة الارتباط بين كل زوجين من الاستثمارات المكونة للمحفظة .

ولحساب المخاطرة الخاصة بالمحفظة – نحدد أولا التباين ثم الانحراف المعيارى . فعلى سبيل المثال مخاطرة المحفظة المكونة من استثمارين فقط تحدد كما يلى :

مخاطرة المحفظة

$$= (ج_1)^2 \times تباين_1 + (ج_2)^2 \times تباين_2 + 2 \times ج_1 \times ج_2 \times انحراف_1 \times انحراف_2 \quad (5)$$

حيث أن :

$(ج_1)^2$ = مربع الجزء المستثمر فى الاستثمار الأول .

$(ج_2)^2$ = مربع الجزء المستثمر فى الاستثمار الثاني .

r_{12} = معامل الارتباط بين العائد على الاستثمار الأول والعائد على الاستثمار الثاني .

ويتم قياس معامل الارتباط إحصائيا بين العائد على الاستثمارين (1) ، (2) – كما يلى :

$$r_{12} = \frac{\text{التغير}}{ج_1 ج_2} \quad (6)$$

حيث التغير أي $ج_2 - ج_1$ كما يلى :

$$\text{التغير} = ج_2 - ج_1 \quad (7)$$

وللوضيح كيف يمكن حساب مخاطرة المحفظة الاستثمارية بصورة أفضل إلى الأذهان – دعنا نفترض فى مثالنا السابق أن الانحراف المعيارى للعائد على الاستثمار الأول كان يمثل 8% ، فى

حين كان الانحراف المعياري للعائد على الاستثمار الثاني يشكل ١٠٪ ، ومعامل الارتباط بين كل من الاستثمارين عبارة عن ، فما مخاطرة هذه المحفظة الاستثمارية؟

ولتحديد هذه المخاطرة نستخدم المعادلة رقم (٥) كما يلى :

مخاطر المحفظة

$$= (ج_1)^2 \times تباین_1 + (ج_2)^2 \times تباین_2 + 2 \times ج_1 ج_2 \times انحراف \times انحراف \times$$

٢١

$$= (0,25)^2 \times 0,50 + (0,25)^2 \times 0,10 + 2 \times 0,25 \times 0,50 = 0,25 \times 0,10 + 0,0025 + 0,0005 = 0,0034$$

$$\therefore \text{إذن الانحراف المعياري للمحفظة} = \sqrt{0,0034} = 0,058 = 5,8\%$$

وعليه يمكن أن نستنتج المعلومات التالية :

<u>المحفظة الاستثمارية</u>	<u>الاستثمار الأول</u>	<u>الاستثمار الثاني</u>
----------------------------	------------------------	-------------------------

العائد المتوقع	٪ ١٣,٥	٪ ٢٠	٪ ١٠
المخاطرة (ح)	٪ ٥,٨	٪ ١٠	٪ ٨

والآن ، نحن أمام سؤال هام : هل الاستثمار في المحفظة المذكورة ، أفضل من الاستثمار في أي من البديلين المكونين لهذه المحفظة (الاستثمار الأول والثاني) ، ولماذا ؟

إن الإجابة على هذا التساؤل – تتحتم أولاً ، أن نحسب الاختلاف (ارتباط معامل الاختلاف) لكل من المحفظة المدروسة ومكوناتها ، وذلك باستخدام المعادلة رقم (٢) السابق الإشارة إليها .

وبتطبيق هذه المعادلة نحصل على الموقف التالي :

<u>المحفظة ومكوناتها</u>	<u>معامل الاختلاف</u>
--------------------------	-----------------------

الاستثمار الأول	٠,٨٠
-----------------	------

الاستثمار الثاني	٠,٥٠
------------------	------

وتشير هذه النتائج إلى أن الاستثمار في المحفظة السابقة أفضل من الاستثمار في أي من المكونين الاستثماريين لها على حده (الأول والثاني)، وهذا ما يوضحه العائد المتوقع ومخاطر المحفظة. فإذا كان العائد المتوقع قد انخفض على المحفظة عن عائد الاستثمار الثاني الأكثر خطورة (١٠%)، فإننا نلاحظ أن المخاطرة على المحفظة قد انخفضت كثيراً عن مخاطرة هذا الاستثمار، ومن ثم قد تحسن معامل الاختلاف ليصبح ٤٣٠ فقط.

ولعل الدارس للموقف السابق، يمكن أن يستنتج نتيجة هامة تتلخص في أن سياسة تنويع الاستثمارات بزيادة عددها يمكن أن تساعد في تجنب الكثير من مخاطر الاستثمار. ورغم ذلك يجب أن تحاط هذه النتيجة بمزيد من التحفظ، فليس مجرد زيادة عدد الاستثمارات هو المؤثر لنقص درجة المخاطرة، إن معامل الارتباط الذي أشرنا إليه سابقاً هو المحدد النهائي في القرار الخاص بهذه السياسة (سياسة تنويع الاستثمارات).

وللوضيح ذلك – دعنا نفترض في المثال السابق أن المخاطرة لكل من الاستثمار الأول والثاني معاً قد تم حسابها في الحالات التالية:

- أن معامل الارتباط بين البديلين الاستثماريين هو (+١) فرضاً.
- أن معامل الارتباط بين هذين البديلين هو (صفر) فرضاً.
- أن معامل الارتباط بين نفس البديلين هو (-١) فرضاً.

وعليه نحصل على المعلومات التالية:

- الانحراف المعياري عند معامل ارتباط موجب (+١)

$$\begin{aligned} &= \sqrt{\frac{\text{التباين}}{}} \\ &= \sqrt{(0,10 \times 0,25 + 0,08 \times 0,50 + 0,07 \times 0,07)} \\ &= \sqrt{0,07} = 0,07 \% \end{aligned}$$

- الانحراف المعياري عند معامل ارتباط صفرى (صفر)

$$= \sqrt{\frac{\text{التباين}}{}}$$

$$\begin{aligned} &= \frac{(\underline{0,25} \times \underline{0,08}) + (\underline{0,50} \times \underline{0,10}) + \text{صفر}}{\underline{0,0029}} \\ &= \underline{0,054} \text{ أو } \underline{0,05} \% \end{aligned}$$

• الانحراف المعياري عند معامل ارتباط سالب (1-)

$$\begin{aligned} &= \frac{\text{التباين}}{(\underline{0,10} \times \underline{0,50} - \underline{0,08} \times \underline{0,25})} \\ &= \underline{0,03} \text{ أو } \underline{0,0009 \%} \end{aligned}$$

ويبدو لنا من هذه المعلومات - أن مخاطرة المحفظة تمثل 7% عند معامل ارتباط موجب كامل ، في حين أن هذه المخاطرة قد انخفضت إلى 4% بينما كان الارتباط صفريا ، ثم تصل إلى أدنى معدل لها عند معامل ارتباط بالسالب التام وقدره 3%. ومعنى ذلك أن السياسة المثلثة لتنويع الاستثمارات تتحقق عندما يتوجه معامل الارتباط بين الاستثمارات المختلفة نحو الارتباط السالب .

وأخيرا يبقى لنا أن نوضح في هذا الجزء ملحوظة هامة تتأخص في أن الخطر لا يشمل فقط نتائج سيئة للمشروع، ولكن قد يشمل أيضا احتمال تحقق نتائج حسنة .. كيف ذلك ؟

إن الخطر قد يمكن قياسه من خلال الاختلاف أو الانحراف بين الربح المتوقع وبين ما يتحقق فعلا ، وعليه فإن مشروع معين قد يكون أفضل من الآخر إذا كان الانحراف المعياري للمشروع الأول أقل من مثيله للمشروع الثاني .

ومن هنا يمكن القول أن الربح المتوقع ومعامل الاختلاف أو الانحراف المعياري - يمكن استخدامهم في التقييم المالي للمشروعات ، حيث يقيس الربح المتوقع الربحية بينما معامل الاختلاف يقيس درجة الخطر . فمثلا المشروع (أ) يعد أفضل من المشروع (ب) - إذا تحقق أحد الشرطين التاليين .

- الربح المتوقع من (أ) \leq الربح المتوقع من (ب) ، ومعامل الاختلاف للمشروع (أ) $>$ معامل الاختلاف للمشروع (ب) .

- الربح المتوقع من (أ) $<$ الربح المتوقع من (ب) ، ومعامل الاختلاف للمشروع (أ) \geq معامل الاختلاف للمشروع (ب) .

ومعنى ذلك أننا قد نصل إلى نتيجة أكثر تحديدا في المفضلة بين المشروعين (أ) ، (ب) وذلك إذا ما كان الربح المتوقع بينهما متساويا . ولكن كيف يكون الحل عند اختلاف الربح المتوقع بين المشروعين السابقيين ؟ ، إن الموقف في مثل هذه الحالة يحتم استخدام " ارتباط معامل الاختلاف " لجسم القرار الخاص بالمفضلة بين المشروعين . ولمزيد من التفسير حول هذا الموقف – دعنا نفترض البيانات التالية عن المشروعين (أ) ، (ب) كما يلى :

<u>المشروع (ب)</u>	<u>المشروع (أ)</u>	<u>الربح المتوقع</u>
١٠٠	٢٠٠	الربح المتوقع
٥٠	٢٠	الانحراف المعياري
٠,٠٥	٠,١	ارتباط معامل الاختلاف

ومنها يلاحظ أن الاستناد إلى الربح المتوقع أو الانحراف المعياري – لا يمكننا من الوصول إلى نتيجة محددة . فالمشروع (ب) يحقق ربحية خمسة أمثال المشروع (أ) ، بينما هو يحتوى على درجة من الخطير أكبر من المشروع (أ) . وعلى الرغم من هذا – فما زال المشروع (ب) أفضل من المشروع (أ) ، ولكن لماذا ؟ .

وبفرض توافر سوء الظروف الاقتصادية للمشروع (ب) وحدث انحراف قدره ٨ درجات نحو الظروف السيئة – فإن النتائج ستكون كالتالى :

$$٦٠٠ - (٥٠ \times ٨) = ١٠٠$$

وفي نفس الوقت لو افترضنا تحسن الظروف للمشروع (أ) وحدث انحراف قدره ٨ درجات نحو الظروف الحسنة – فإن النتائج ستكون كما يلى :

$$٣٦٠ = (٢٠ \times ٨) + ٢٠٠$$

وعليه يبدو أن المشروع (ب) ما زال هو الأفضل ، وهذا يؤكد لنا صحة الاعتماد على أسلوب ارتباط معامل الاختلاف (المعادلة رقم ٢) ، والذى فى ضوئه نلاحظ أن المشروع (ب) أفضل من المشروع (أ) .

٣/٨- الرافعة والأوضاع الاقتصادية لربحية المشروع التجارية :

إن المفهوم العام لدرجة الرافعة يستمد أهميته من كونه يجعلنا قادرين على تفسير ما يحدث للربحية المتاحة للملك كنتيجة لأى تغيير في حجم المبيعات ، كما يسمح أيضاً بمعرفة طبيعة العلاقات المتبادلة بين رافعة التشغيل والرافعة المالية وهو ما يشكل بما يعرف بالرافعة الكلية .

وعليه فالرافعة المالية وفقاً لهذا المفهوم تعنى توظيف الأموال في المشروع مقابل تكاليف ثابتة وذلك على أمل زيادة العائد للملك في المستقبل .

ولفهم كيفية التطبيق السليم للرافعة المالية – فإننا سنوضح أثراًها على ربحية المشروع في ظل ظروف اقتصادية متغيرة ، حيث كقاعدة عامة – تتأثر أرباح المشروع بأسلوب التمويل المستخدم ، إذ تزداد الأرباح بزيادة الاعتماد على القروض وذلك إذا ما تحسنت الظروف الاقتصادية العامة للدولة . والمؤشر العام هنا هو : نسبة إجمالي الخصوم المفترضة من الغير إلى إجمالي الأصول ، ويسمى هذا المؤشر بالرافعة المالية . Financial Leverage .

هذا ويتم قياس درجة الرافعة المالية ، بقسمة الأرباح قبل الفوائد على الأرباح بعد طرح الفوائد ، وبذلك تصبح المعادلة المستخدمة في قياس الرافعة المالية كالتالي :

$$\text{درجة الرافعة المالية} = \frac{\text{الأرباح قبل الفوائد}}{\text{الأرباح بعد الفوائد}}$$

ولتوضيح كيف تؤثر الأنماط التمويلية في الربحية العائد للملك ؟ ، دعنا نطرح الجدول التالي رقم (٢/٨) ، والذي يفسر على سبيل المثال العائد على الأموال المملوكة باختلاف الرؤافع المالية والأحوال الاقتصادية المختلفة لثلاث شركات مفترضة .

و واضح من الجدول المذكور – أن النتيجة تتعلق بالحالة الاقتصادية للشركات الثلاث . فعندما تكون هذه الحالة سيئة فإن الأرباح تكون قليلة ، إذ أن الشركة الأولى والتي تعتمد على القروض في تمويلها تبين أنه لا يتأثر معدل العائد على الأموال المملوكة فيها حيث يتساوى هذا المعدل مع معدل العائد على الأصول . وعندما تكون الحال الاقتصادية جيدة فإن الشركة التي تتمتع برافعة مالية كبيرة (

(%٧٥) هي التي تحقق عائداً على الأموال المملوكة (١٨%) ، في حين كانت الشركة (ب) قد حققت عائداً على الأموال المملوكة في نفس الحالة الاقتصادية قدره (١٢%). أما في الشركة (ج) فقد ارتفع معدل العائد على حق الملكية إلى ٥٤% (ذات الرافعة المالية ٧٥%) في حال رواج الحالة الاقتصادية ، وهو ارتفاع أكبر من نظيره في الشركة (ب) (٣٠%) حيث الرافعة المالية فيها كانت ٥٠%.

وهذا المثال الافتراضي يفسر لنا كيف أن استخدام الرافعة المالية ، يعظم أثر تغيير الأحوال الاقتصادية على عائد حق الملكية سواء بالارتفاع أو بالانخفاض حسبما تكون الحال الاقتصادية رائحة أو غير رائحة .

جدول رقم (٢/٨)

العائد على الأموال المملوكة باختلاف الروافع المالية

والأحوال الاقتصادية المختلفة

لثلاث شركات مفترضة

ممتازة	جيدة	عادية	سيئة	الحالة		بيان الاقتصادي
				الأرباح	الفوائد	
%١٨	%٩	%٣	%١	الأرباح الفوائد	معدل العائد على الأصول (قبل الفوائد) العائد على الأصول (بالجنيه)	المنشأة (أ) الرافعة المالية (صفر)
٣٦ ج	١٨ ج	٦ ج	٢ ج			
٣٦ ج صفر	١٨ ج صفر	٦ ج صفر	٢ ج صفر	الأرباح الفوائد (١٠٠ × %٦)	صافي الربح بعد الفوائد معدل العائد على حق الملكية	المنشأة (ب) الرافعة المالية (%٥٠)
٣٦ ج %١٨	١٨ ج %٩	٦ ج %٣	٢ ج %١			
٣٦ ج ٦ ج	١٨ ج ٦ ج	٦ ج ٦ ج	٢ ج ٦ ج	الأرباح الفوائد (١٠٠ × %٦)	صافي الربح بعد الفوائد معدل العائد على حق الملكية	المنشأة (ب) الرافعة المالية (%٥٠)
٣٠ ج %٣٠	١٢ ج %١٢	صفر صفر	٤- ج ٤- ج			

ج ٣٦	ج ١٨	ج ٦	ج ٢	الأرباح الفوائد ($\times 100$) (%٦)	المنشأة (ج) الرافعة المالية (%٧٥)
ج ٩ %٥٤	ج ٩ %١٨	ج ٣- %٣-	ج ٧- - %١٤	صافي الربح بعد الفوائد معدل العائد على حق الملكية	

المصدر: د سيد الهوارى ، الاستثمار والتمويل طويل الأجل ، القاهرة : مكتبة عين شمس ، ١٩٧٨ ، ص ٢٠٥ .

ومن الجدول السابق رقم (٢/٨) يمكن تصوير الشكل التالي رقم (٢/٨) كمؤشر للارتباط بين معدلات العائد على الأصول ومعدلات العائد على حق الملكية في الشركات الثلاث المفترضة ذات الروابط المالية المختلفة .

رسم بياني شكل (٢/٨)

شكل رقم (٢/٨) – الارتباط بين معدلات العائد على الأصول
ومعدلات العائد على حق الملكية .

المصدر: المرجع السابق مباشرة ، ص ٢٠٦ .

ويلاحظ من الشكل الموضح ، مدى تقاطع (البقاء) المنحنيات الثلاثة في نقطة واحدة عندما يكون معدل العائد على الأصول يمثل (٦%) وهو نفس تكلفة القرض

وعليه يمكن القول أن الرافعة المالية تكون مرغوبة للشركة عندما يزداد عائد الأصول عن تكلفة القرض ، وكلما ارتفعت الرافعة المالية ارتفع العائد على حق الملكية . في حين أن الرافعة المالية تكون غير مرغوبة إذا ما كان عائد الأصول أقل من تكلفة القرض ، وعلى ذلك فالرافعة المالية غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية السيئة والعادمة كما يبدو من الجدول رقم (٢-٨) والرسم البياني المستخلص منه .

وانطلاقاً أيضاً من المفهوم العام للرافعة وأهميتها في المشروعات الصناعية نستعرض فيما يلى تحليلاً موجزاً للرافعة التشغيلية وكذلك الرافعتين المالية والتشغيلية معاً وأثرهما على حجم أعمال وأرباح المنظمات .

فالرافعة التشغيلية توجد في أي موقف به تكاليف ثابتة ومطلوب تغطيتها بصرف النظر عن رقم المبيعات أو حجم الأعمال ، وعلى أساس الأمل في زيادة حجم الأعمال (أو المبيعات) مما يؤدي إلى تحقيق إيرادات تفوق التكاليف الكلية (الثابتة والمتغيرة) مستقبلاً ، وعليه فالرافعة التشغيلية يمكن دراستها من خلال نموذج تحليل التعادل باعتباره منهجاً لخطيط الربحية في ضوء العلاقات القائمة بين التكاليف والإيرادات .

وعندما نستخدم رافعة التشغيل لتحليل الاختلافات بين المشروعات ، فإن الاهتمام ينصب على التغير في الأرباح (قبل الفوائد والضرائب) وذلك عند

مستوى معين للمبيعات ، وعليه يتم قياس رافعة التشغيل باعتبارها تمثل معدل التغير فى أرباح التشغيل منسوبة إلى معدل التغير فى المبيعات ، وبهذا تكون المعادلة المستخدمة هي :

$$\frac{\text{نسبة التغير فى الأرباح}}{\text{نسبة التغير فى المبيعات}} = \text{درجة الرافعة التشغيلية}$$

عند مستوى معين من المبيعات بالوحدات .

ومن الممكن تحديد الرافعة التشغيلية عند نقطة معينة مباشرة وذلك من خلال المعادلة التالية :

$$\text{درجة الرافعة التشغيلية} =$$

$$\frac{\text{المبيعات بالوحدات} \times (\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكاليف المتغيرة للوحدة})}{\text{المبيعات بالوحدات} \times (\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكاليف المتغيرة للوحدة}) - \text{التكاليف الثابتة}} =$$

$$\frac{\text{المبيعات بالوحدات} \times \text{الربح الحدى للوحدة}}{(\text{المبيعات بالوحدات} \times \text{الربح الحدى للوحدة}) - \text{التكاليف الثابتة}} =$$

وتعكس الرافعة التشغيلية مدى حساسية أرباح الشركات للتغيرات فى حجم المبيعات . فإذا ما كانت هذه الرافعة فى شركة معينة صغيرة – كان معنى ذلك أن أرباح هذه الشركة أقل حساسية للتغيرات فى حجم المبيعات .

وأخيرا يبقى هنا تساؤل هام هو : ماذا يحدث إذا ما تم دمج كل من الرافعة المالية والتشغيلية معا ؟ .

لقد رأينا كيف أن الرافعة المالية ذات تأثير عظيم على الأرباح (بعد الفوائد) لصالح المالك ، وكذلك كيف أن الرافعة التشغيلية تجعل من أية زيادة فى المبيعات ذات تأثير كبير على الأرباح (قبل الفوائد) . لذلك إذا ما تم إدماج الرافعتين المذكورتين معا – فإن أي تغيير بسيط فى حجم المبيعات سيكون له تأثير ملحوظ على الأرباح .

وفىما يلى معادلة دمج الرافعة المالية والرافعة التشغيلية معا كما يلى^(*) :

تأثير الرافعتين التشغيلية والمالية معا

$$ك (س_1 - ت_1) =$$

(*) تمثل المعادلة المذكورة (حاصل ضرب كل من معادلة درجة الرافعة المالية مضروبة فى معادلة درجة الرافعة التشغيلية) .

$$\frac{\text{ك (س، - ت، م)}}{\text{ك (س، - ت، م)}} = \text{ف}$$

حيث أن :

- ك = المبيعات بالوحدة دات .
- س، = سعر بيع الوحدة الواحدة .
- ت، = التكاليف المتغيرة للوحدة الواحدة .
- ت ث = التكاليف الثابتة .

وفىما يلى مثال تطبيقى يشرح لنا - كيف يمكن حساب كل من الرافعة المالية والتشغيلية والاثنين معا (الرافعة الكلية) وذلك فى إحدى الشركات التى كانت مبيعاتها فرضا تمثل ١٦٠ ألف وحدة خلال عام ٢٠٠٥ ، وسعر بيع الوحدة الواحدة ١٦ جنيه ، وتكلفتها المتغيرة ٤ جنيه والتكاليف الثابتة ٦٦٠ ألف جنيه . وبفرض أيضا أن الشركة لديها قروض تبلغ مليون و٥٠٠ ألف جنيه بسعر فائدة قدرها ٦% وأن هناك زيادة فى المبيعات خلال عام ٢٠٠٦ بلغت ٤٠% .

فإذا علمت أن معدل ضريبة الأرباح التجارية والصناعية عبارة عن ٤٠% - أحسب :

١- تحديد درجة الرافعة التشغيلية للشركة قبل وبعد زيادة المبيعات .

٢- تحديد درجة الرافعة المالية للشركة قبل وبعد زيادة المبيعات .

٣- تحديد درجة الرافعة الكلية للشركة قبل وبعد زيادة المبيعات .

ولتحديد المتطلبات الثلاثة السابقة - يستلزم الأمر اتباع الخطوات التالية :

١- تحديد درجة الرافعة التشغيلية للشركة قبل وبعد زيادة المبيعات :

أ- الرافعة التشغيلية قبل زيادة المبيعات :

$$\frac{\text{ك (س، - ت، م)}}{\text{ك (س، - ت، م)}} = \frac{\text{ك (س، - ت، م)}}{\text{ت ث - ف}}$$

$$1,5 = \frac{(4 - 16) 160000}{-(4 - 16) 160000 - 66000} =$$

ب- درجة الرافعة التشغيلية بعد زيادة المبيعات :

$$\begin{aligned} \text{بما أن المبيعات عام 2005} &= \text{مبيعات عام 2006} \\ 1,4 \times 160000 &= \\ 224000 &= \\ 1,3 &= \frac{(4 - 16) 224000}{-(4 - 16) 224000 - 66000} = 2006 \end{aligned}$$

٢- تحديد درجة الرافعة المالية للشركة قبل وبعد زيادة المبيعات :

أ- إعداد قائمة نتائج الأعمال لعامي ٢٠٠٦ ، ٢٠٠٥

$$\begin{aligned} \text{مبيعات عام 2005} &= 160000 \text{ وحدة} \\ \text{مبيعات عام 2006} &= 224000 \text{ وحدة} \end{aligned}$$

عام ٢٠٠٦	عام ٢٠٠٥
٣٥٨٤٠	المبيعات (١٦ × ١٦٠٠٠)
..	٢٥٦٠ خ١٦٠٠٠ (١٦)
٨٩٦٠٠	- التكاليف المتغيرة
٦٦٠٠٠	٦٤٠٠ (٤ × ١٦٠٠٠)
٠	٦٦٠٠ التكاليف الثابتة
٢٠٢٨٠	٠٠
..	١٢٦٠ صافي الربح قبل الفوائد والضرائب
٢٠٠٠	٢٠٠٠ ١٢٥٠٠٠ - الفوائد (١٦ × ١٢٥٠٠٠)
٠	٠٠ (١٦ × ٠٠)

١٨٢٨٠	صافي الربح قبل الضرائب
..	...
٧٣١٢٠	- الضرائب (٤٢٤٠ %٤٠)
..	..
١٠٩٦٨	صافي الربح النهائي
..	..

ب- درجة الرافعة المالية قبل زيادة المبيعات :

$$\frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب - الفوائد}} =$$

$$1,2 = \frac{١٢٦٠٠٠}{٢٠٠٠٠ - ١٢٦٠٠٠} =$$

ج- درجة الرافعة المالية بعد زيادة المبيعات :

$$1,1 = \frac{٢٠٢٨٠٠}{٢٠٠٠٠ - ٢٠٢٨٠٠} =$$

٣ - تحديد درجة الرافعة الكلية قبل وبعد زيادة المبيعات :

أ- درجة الرافعة الكلية قبل زيادة المبيعات :

= الرافعة التشغيلية قبل زيادة المبيعات × الرافعة المالية قبل زيادة المبيعات

$$1,8 = 1,2 \times 1,5 =$$

ب- درجة الرافعة الكلية بعد زيادة المبيعات :

= الرافعة التشغيلية بعد زيادة المبيعات × الرافعة المالية بعد زيادة المبيعات

$$1,43 = 1,1 \times 1,3 =$$

٤/٨ - هيكل التمويل المناسب واحتمالات مخاطر الإفلاس :

من المعروف في دنيا الأعمال ، أن المشروع الذي يرغب في اختيار هيكل التمويل المناسب في ضوء احتمال خطر الإفلاس - عليه أن يدرس جيداً كيف

يمكنه أن يتجنب أو يقال من هذه المخاطر ؟ . ومن البديهي في هذا الشأن ، أن يلجأ المشروع في ذلك إلى التأمين ضد المخاطر ، وهو ما يعني أن المشروع سوف يدفع لشركة التأمين قسطاً تأمينياً سنوياً ، وعليه يمكن تقدير تكلفة الإفلاس وذلك على أساس أن قيمة المشروع في ظل خطر الإفلاس تقل بمقدار تكلفة الإفلاس ، أي أن :

قيمة المشروع = القيمة الحالية للمشروع - القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

وتقدر القيمة الحالية لتكلفة خطر الإفلاس على أساس أنها تساوى
$$\frac{\text{تكلفة الإفلاس}}{\text{سعر الفائدة}} ,$$
 حيث يجب مراعاة كل من احتمالات الإفلاس عند مستويات المديونية المختلفة ، وكذلك قسط التأمين بعد الضرائب عند تحديد تكلفة الإفلاس والقيمة الحالية لها .

ولعل المثال التالي يوضح لنا كيف يمكن اختيار الهيكل المناسب للتمويل في ظل احتمال خطر الإفلاس .

وفي هذا المثال نفترض أن قيمة المشروع السوقية تتكون من قيمة الأسهم وقيمة الديون عند مستويات مختلفة من المديونية كالتالي :

مستوى ديون (٤٠٠٠)	مستوى ديون (١٠٠٠)	مستوى ديون (٢٠٠٠)	مستوى ديون (صفر)	قيمة الديون
الرابع	الثالث	الثاني	الأول	قيمة السهام
٤٠٠٠	٢٠٠٠	١٠٠٠	٠٠	قيمة الديون
١٢٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠٠	٣٥٠٠	قيمة السهام
٥٢٠٠	٥٠٠٠	٤٠٠٠	٣٥٠٠	قيمة المشروع السوقية

فإذا علمت أن :

١ كلما زادت مستويات الديون زاد احتمال الإفلاس حيث نفترض أن هذا الاحتمال $0.02, 0.05, 0.2, 0.005$ للمستويات من الأول إلى الرابع

٢ أن قسط التأمين السنوي يمثل ٥٠٠٠ جنيه .

٣ أن سعر الفائدة على القروض عبارة عن 5% .

٤ أن نسبة الضرائب تشكل 50% .

ما هيكل التمويل المناسب لهذا المشروع في ضوء البيانات المتاحة؟
 إن تحديد الهيكل المناسب للتمويل في هذا المشروع ، يستلزم مراعاة الخطوات التالية :
 أولاً : تحديد القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس :

بما أن تكلفة الإفلاس = فسط التأمين بعد الضرائب × احتمال الإفلاس .

$$\frac{\text{تكلفة الإفلاس}}{\text{معدل الخصم}} = \frac{\text{القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس}}{\text{معدل الخصم}}$$

إذن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس عند كل مستوى من مستويات المديونية الموضحة تكون كما يلى :

1- المستوى الأول = (صفر) ديون :

$$\text{بما أن تكلفة الإفلاس} = 50000 \times (1 - 0,50) = 25000$$

$$\text{إذن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس} = \frac{50000}{0,50} = 100000$$

2- المستوى الثاني = (10000)
 ديون :

$$\text{بما أن تكلفة الإفلاس} = 50000 \times (1 - 0,50) = 25000$$

$$\text{إذن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس} = \frac{25000}{0,50} = 50000$$

3- المستوى الثالث = (20000)
 ديون :

$$\text{بما أن تكلفة الإفلاس} = 50000 \times (1 - 0,50) = 25000$$

$$\text{إذن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس} = \frac{25000}{0,50} = 50000$$

4- المستوى الرابع = (40000)

ديون :

$$\text{إذن القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس} = \frac{13000}{0,05} = 260000 - 10000 = 250000$$

ثانياً : تعديل قيمة المشروع في ضوء تكلفة الإفلاس :

وحيث أن قيمة المشروع في ضوء تكلفة الإفلاس
= قيمة المشروع الحالية - القيمة الحالية لتكلفة الإفلاس

إذن ، فقيمة المشروع تتحدد بعد التعديل عند كل مستوى من مستويات الديون
الأربع - كالتالى :

المستوى الأول = 35000 - 1000 = 34000 جنية .

المستوى الثاني = 40000 - 2500 = 37500 جنية .

المستوى الثالث = 50000 - 10000 = 40000 جنية .

المستوى الرابع = 52000 - 13000 = 39000 جنية .

وتشير النتائج السابقة إلى أن قيمة المشروع تزيد بزيادة القروض حتى
المستوى الثالث ، حيث تبدأ قيمة المشروع في الانخفاض مرة أخرى بفعل وتأثير
تكلفة الإفلاس .

وعليه يمثل المستوى الثالث للديون - هيكل التمويل المناسب للمشروع .

المراجع :

- د . أحمد فهمي جلال ، مرجع سابق ، ص 161 - 228 ، 175 - 239 .

- د . سعيد توفيق عبيد ، الإدارة المالية (قيمة المنشأة ومحدداتها) ، الجزء
الثاني ، غير موضح جهة النشر ، 1989 ، ص 42 - 63 .

- د . سيد الهوارى ، مرجع سابق ، ص 202 - 221 ، 213 - 236 .

- Higgins, Robert, C., Analysis for Financial Management, 6th ed., Irwin
: Mc Graw - Hill, 2000, PP. 191 - 218 .

الفصل التاسع

قرارات توزيع الأرباح

- الأهداف التعليمية

- ١/٩ - سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل :

 - ١/١/٩ - سياسة توزيع الأرباح ، كقرار استثمارى
 - ٢/١/٩ - سياسة توزيع الأرباح ، كقرار تمويلي

- ٢/٩ - سياسة توزيع الأرباح فى المنظمة - كاتجاه ضروري :
 - ١/٢/٩ - النظريات التى تفسر سياسة توزيع الأرباح
 - ٢/٢/٩ - الطرق الحالية لتوزيع الأرباح فى المنظمات
- ٣/٩ - الآثار المترتبة على سياسة توزيع الأرباح فى المنظمة :
- ٤/٩ - الاتجاه الأمثل لسياسات توزيع الأرباح فى المنظمة
- ٥/٩ - القيود المالية لعمليات النمو فى المنظمة وعلاقتها بسياسة توزيع الأرباح

الفصل التاسع

قرارات توزيع الأرباح

- الأهداف التعليمية :

بالطبع لا يختلف اثنان على أن اتخاذ الإدارة لقرار ما بشأن توزيع الأرباح في المنظمة – هو من أخطر القرارات الإدارية في مجالات الاستثمار والتمويل. وفي هذا الخصوص ثار الجدل وتعددت الآراء لكثير من كبار وأساتذة التمويل والباحثين ، ولذلك يهدف هذا الفصل وبايجاز إلى إلقاء بعض الضوء على مدى أهمية وخطورة القرار الخاص بتوزيعات الأرباح في المنظمة وذلك كوجهة نظر متواضعة تؤكد من قيمة الجهود المبذولة في هذا السبيل ، وتحبيب على بعض التساؤلات الهامة بهذا القرار – وهي :

- هل سياسة توزيع الأرباح تمثل مشكلة استثمارية أم مشكلة تمويلية – ولماذا ؟ .
- هل من الممكن اعتبار هذه السياسة – اتجاه حتمي أم اختياري ؟ .
- ما الآثار المترتبة على سياسة توزيع الأرباح في المنظمة ؟ .
- ما الاتجاه الأمثل لسياسات توزيع الأرباح في المنظمة ؟ .
- ما القيود المالية المحددة لعمليات النمو في المنظمة ، وما أثرها على سياسة توزيع الأرباح ؟ .

١/٩ – سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل :

إن العمل على تجديد رأس المال المستثمر الدائر بالكامل في المشروع ، هو اتجاه ضروري للنظام التجارى بوحداته المختلفة وذلك كأساس لرفاهية المجتمع . أن مثل هذا الأمر يحتم الإبقاء على رأس المال المستثمر في التجارة من أية طوارئ مستقبلة قد تخفض من قيمته الاقتصادية ، وعليه يصبح الاتجاه نحو رفع مستوى المعيشة للمجتمع قائما على أساس علمية ، فلا يزيد الاستهلاك عن الإنتاج بسبب زيادة القوة الشرائية افتعلالا فتختل الموازين ويتأتى التضخم والرواج الكاذب .

إن عملية استرداد الاستثمارات الدائرة بالكامل في المشروع ، هي عملية تتم بالبيع ، والفائض ما هو إلا ذلك الربح القابل للتوزيع وذلك بعد اقتطاع كل ما من شأنه المحافظة على هذه الاستثمارات في التجارة . ومثل هذا الجزء الفائض القابل للتوزيع قد يأتى من أحد مصادرين أو من كليهما معا في حالة الضرورة ، وهذين المصادرين هما :

الأول : النقدية الناجمة عن العمليات .

الثاني : الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة .

ويمثل المصدر الأول الناتج عن عمليات التشغيل داخل المنظمة الاتجاه الأول لها لمواجهة متطلبات سياسة توزيع الأرباح ، في حين أن المصدر الثاني هو البديل المتاح أمام المنظمة عندما لا يتوافر لها المصدر الداخلي وهو النقدية الناجمة عن العمليات .

والتساؤل الهام هنا .. هل سياسة توزيع الأرباح في المنظمة ، تعد قرارا استثماريا أم قرارا تمويليا ، ولماذا ؟ .

١/١٩ – سياسة توزيع الأرباح – قرار استثماري :

وتشير سياسة توزيع الأرباح إلى كونها فرارا استثماريا إذا ما اعتمدت القرارات الخاصة بها على المصدر الأول ، وهو النقدية الناجمة عن عمليات التشغيل . وفي مثل هذا الموقف ، قد يمتد آثار هذه القرارات على فرص الاستثمارات المتاحة للمنظمة ، ومن ثم فإن قرار التوزيع الخاص بالأرباح هنا

قد يعكس مشكلة استثمارية يحتم الموقف الخاص بها اتخاذ قرار ضروري لمحابتها .

إن البحث عن حلول لسياسة توزيع الأرباح - كمشكلة استثمارية قد يفرض على المنظمة أن تنتظر حتى تقرر اختيار الفرص الاستثمارية المتاحة ، واستخدام ذلك الجزء المتبقى من النقدية الناتجة عن التشغيل في عملية توزيع الأرباح وذلك بعد استيفاء كافة متطلبات الاستثمار في المنظمة .

ولكن ما الذي يجب على المنظمة أن تقرره إذا كانت تريد من البداية أن تتفادى مثل هذه المشكلة لقرار توزيع الأرباح ، هل عليها أن تلجأ إلى الاقتراض أو إصدار أسهم جديدة لتجنب مثل هذا الموقف ؟ . هذا ما سنوضحه في الخطوة التالية :

٢/١٩- سياسة توزيع الأرباح - قرار تمويلي :

هذا ، وقد تلجأ المنظمة في بعض الحالات إلى الاعتماد على المصدر الخارجي في توزيعات الأرباح ، وذلك لتجنب المشكلة الاستثمارية الناجمة عن استخدام النقدية المترتبة عن عمليات التشغيل الداخلية . وفي مثل هذا الموقف ، قد يعكس قرار توزيع الأرباح باستخدام الأموال الخارجية (القروض أو الأسهم الجديدة) مشكلة تمويلية ، خاصة إذا ما كان هذا سيؤثر على هيكل التمويل المناسب في المنظمة . وهذا يعني بالدرجة الأولى أن الاتجاه نحو استخدام المصدر الخارجي لتمويل عملية توزيع الأرباح ، لابد وأن يتم تخطيده في ضوء محددات الهيكل المناسب للتمويل ، أي بما لا يخل بهدف تعظيم سعر السهم الواحد إلى أقصى حد ممكن (تعظيم ثروة المالك) .

إن من الملاحظ ، أن سياسة توزيع الأرباح في المنظمة - قرار ، ليس بالأمر الهين . فهـى تحمل في مضمونها مشكلة مزدوجة ومعقدة ، وعليه فإن معالجة هذه السياسة يجب أن تتم في ضوء الهدف الذي تسعى المنظمة إلى تحقيقه ، وهو ما يعرف بتعظيم قيمة المنظمة - كأموال مستمرة .

إن الارتباط بين سياسة توزيع الأرباح وقرارات الاستثمار والتمويل تبدو واضحة من خلال العلاقة التالية :

توزيعات الأرباح =

النقدية الناتجة عن التشغيل + مصادر التمويل الخارجية – الأموال المطلوبة
للاستثمار

و هذه العلاقة السابقة توضح لنا أن عملية توزيع الأرباح في المنظمة ، ما
هي إلا محصلة لفارق بين ما هو متاح لهذه المنظمة من نقدية (داخلية أم
خارجية) وبين ما تحتاجه من أموال لعمليات الاستثمار . وذلك مع ملاحظة أنه
إذا ما كانت النقدية الداخلية كافية للتغطية مطالب الاستثمار أو تزيد عنها ، فلا
حاجة أصلاً للحصول على الأموال الخارجية كإتجاه لتمويل عملية التوزيع .

والتساؤل الهام هنا – هل من مصلحة المنظمة في مثل هذا الموقف أن
تراعي محددات الهيكل التمويلي لديها ، أم تتبني سياسة التوزيع للأرباح دون
أى اهتمام لقرار التمويل ؟ .

وللرد على مثل هذا التساؤل – دعنا نفترض أن إحدى المنظمات تدفع
جنبيين لكل سهم كتوزيعات أرباح ولديها ٥٠٠ سهماً ، كما أن متطلبات
الاستثمار لديها تحتاج إلى ٨٠٠ جنية ، فإذا كانت النقدية الناتجة عن عمليات
التشغيل لدى المنظمة تمثل :

الأول - ٩٠٠ جنية
الثاني - ٨٠٠ جنية
الثالث - ٧٠٠ جنية

وبتحليل هذه البيانات – يلاحظ أن المنظمة سوف لا تكون في حاجة إلى
التمويل الخارجي ، ويمكنها بالفعل الوفاء بمتطلبات الاستثمار وكذلك تنفيذ
سياسة توزيع الأرباح على أصحاب الأسهم ، وذلك عند مستوى من النقدية
الناتجة عن العمليات قدره ٩٠٠ جنية ، حيث أن :

التوزيعات = النقدية من العمليات – الاستثمار

$$500 \times 2 = 1000 - 900 = 100$$

وأما عند مستوى من النقدية الناتجة عن التشغيل قدره ٨٠٠ جنية ، فإن
المنظمة ستكون أمام قرار صعب ، وهو : إما عدم تبني سياسة توزيع الأرباح
على الإطلاق أو الحصول على نقدية خارجية قدرها ١٠٠ جنية ، حيث أن
حجم التوزيعات المطلوبة (٢ × ٥٠٠) لا يمكن تحقيقه وفقاً لهذه الحالة
كالتالي :

التوزيعات = النقدية من العمليات - الاستثمار

$$8000 - 8000 = 0$$

و عند المستوى الأخير من النقدية الناتجة عن العمليات و قدره ٧٠٠٠ جنيه ، فإن الاختيار أمام المنظمة في مثالنا السابق سيكون صعبا ، حيث سيحتم الموقف على المنظمة إما الحاجة إلى ما قيمته ١٠٠٠ جنيه للاستثمارات المطلوبة ، أو الحاجة إلى نفس المستوى من النقدية لمواجهة توزيعات الأرباح على المالك .

ومما سبق ، يمكن أن نستنتج أن القرار في الموقف الأول كان ينصب على الاستثمارات ، في حين كان في الموقف الثاني يركز على التمويل ، أما في الموقف الثالث فكان محوره يجمع بين الاستثمار والتمويل معا . ولعل هذا الاستنتاج المطروح يواجهنا بالتساؤل التالي : هل تشكل سياسة توزيع الأرباح في المنظمة اتجاهها حتميا ، وإذا كان الأمر كذلك ، فهل هناك ما يمكن أن نطلق عليه بالسياسة المثلث (أو المناسبة) لتوزيع الأرباح ؟ . هذا ما سنوضحه في الجزء التالي :

٢٩ - سياسة توزيع الأرباح في المنظمة - إتجاه ضروري :

تستمد عملية توزيع الأرباح في المنظمات أهميتها من خلال النظام التجارى الكفاء ، وذلك على أساس كونه الوسيلة الوحيدة لإمكان تحقيق الرفاهية للمجتمع ، ولكن كيف يمكن لهذا النظام و وحداته تحقيق الأرباح ؟ .

إن الإدارة تتعلق بالمستقبل ، والربحية ينبغي أن تتحدد في ضوء هذا المستقبل ، وذلك حتى يأتى مثل هذا التحديد في الشكل المنطقى والمقبول على أساس التنبؤ العلمى بالخطيط السليم للمستقبل . فالمنظمة بجانب كونها تنظيم له أهميته لتوفير العمالة وتدبير الدخول للمجتمع فهى في حاجة أيضا إلى مزيد من الاستقرار ، باعتبارها الوسيلة الفعالة لسد حاجات العمالة المتزايدة والمتطورة . لذلك فالتوزيع يجب أن يكون من ذلك الفائض النقدي الذى يزيد عن حاجات المشروع ، والخطيط العلمى طويل الأجل . وفي هذا يجب أن ننبه إلى ضرورة أهمية إدارة سياسات توزيع الأرباح في ضوء المراحل المختلفة لحياة المشروع ، حيث أن سوء إدارة المنظمة خلال هذه المراحل وخاصة فيما يتعلق بالإسراف في توزيعات الأرباح ، قد يكون بذور الفشل للمنظمة في فترة الكساد (الدورة

التجارية) ^(*) . ولذلك يجب أن يكون هناك سياسة محافظة لتوزيع الأرباح في فترة الرفاهية ، حتى يمكن للمنظمة مجابهة فترة الكساد التي تعقبها.

هذا ، وتميل معظم المنظمات الناجحة إلى تحقيق المزيد من الاستقرار لسياسة توزيع الأرباح ، وتمثل الأسباب وراء هذه الرغبة فيما يلى :

- محافظة المستثمر (المساهم) على مستوى دخل معين مناسب له ، وغالبا ما يتحدد هذا المستوى بمقدار العائد الذي يحصل عليه من المنظمة على أسهمه ، وعلى أساس أن ما يحصل عليه الآن من حيث القيمة والقوة الشرائية أفضل مما يحصل عليه مستقبلا .

- إن في استقرار سياسة توزيع الأرباح - تقوية للمركز الائتماني للمنظمة ، وذلك بجانب الإقبال من المساهمين وحملة الأوراق المالية الأخرى على الشراء لكل ما تصدره المنظمة من أوراق مالية جديدة .

- إن عدم استقرار سياسة توزيع الأرباح ، قد يؤثر بالطبع على مقدار الأرباح الممكن احتجازها وكذلك إعادة استثمارها في المنظمة .

وبعد أن تبين لنا مدى أهمية الحاجة إلى سياسة توزيع الأرباح في المنظمات ، كاتجاه ضروري - يبقى لنا أن نشير إلى أهم الاجتهادات في مجال توزيعات الأرباح ، وكذلك الطرق الحالية المتبعة في معظم المنظمات لتحقيق هذه السياسة ، وفي هذا الخصوص سنركز فيما يلى على الجانبين الآتيين :

١/٢/٩ - أهم النظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح .

٢/٢/٩ - الطرق الحالية لتوزيع الأرباح في المنظمات .

على أنه يجدر الإشارة هنا إلى أن هذه النظريات تتضمن بعض الاتجاهات الحديثة نسبيا ، وهذه الإتجاهات لم تستقر بعد على الرغم من منطقيتها .

١/٢/٩ - أهم النظريات التي تفسر سياسة توزيع الأرباح :

١/١/٩ - نظرية توزيع المتبقى من الأرباح :

وتقوم هذه النظرية على فكرة توزيع المتبقى من الأرباح بعد تغطية كافة تكاليف الاستثمارات المطلوب القيام بها ، وتتلخص خطوات هذه النظرية فيما يلى :

^(*) تمثل كل من مرحلتي الرفاهية والكساد - المرحلة التي تمر بها المنظمة من الدورة التجارية .

- تحديد الاستثمارات المزمع تنفيذها ، وكذلك حجم الأموال المطلوبة لتمويل عمليات هذه الاستثمارات .
- تحديد نسبة الأموال المملوكة الازمة لتمويل هذه الاستثمارات وفقا لهيكل التمويل المناسب .
- تغطية كافة متطلبات الاستثمار المزمع تنفيذها من قيمة الأرباح المحققة في نهاية العام (انظر الخطوة السابقة) .
- توزيع الجزء المتبقى من الأرباح على أصحاب الأسهم (المساهمين) ، وإذا لم يتبقى من الأرباح أية مبالغ فلا توزع المنظمة أرباحا . ولتقسيير هذه الخطوات – دعنا نفترض أن الندية الناتجة من عمليات التشغيل كانت تمثل في هذا العام ١٢٠٠٠ جنيه ، وأن إجمالي الاستثمارات المزمع تنفيذها هي ٢٤٠٠٠ جنيه ، وكان هيكل التمويل المناسب يمثل ٥٥٪ حقوق الملكية ، ٥٥٪ قروض – هل ترى في ضوء هذه البيانات أن المنظمة يمكنها أن توزع أرباحا ، ولماذا ؟ .

إن الرد على مثل هذا التساؤل في ضوء مفهوم نظرية توزيع المتبقى من الأرباح – ينلخص في أن المنظمة في مثيلنا السابق سوف لا تستطيع أن توزع أرباحا . وذلك بالطبع يرجع إلى أن المبالغ المتاحة من حقوق الملكية تمثل ١٢٠٠٠ جنيه وتأتي جميعها من الأرباح ، حيث أن الهيكل المناسب للتمويل يتطلب ٥٪ من إجمالي الاستثمارات من حقوق الملكية . ولما كانت الأرباح – كما هو معروف – من حق المساهمين (أصحاب الأسهم) في أية منظمة – فما الأساس الذي يمكن الاعتماد عليه عند استخدام هذه النظرية ؟ .

إن موافقة المساهمين بالطبع ورضائهم ، هي الحكم الأول والأخير على اتباع منطوق هذه النظرية خاصة وأن هذه الموافقة سترتبط بمعدل العائد الذي يطلبه هؤلاء المساهمين على إعادة استثمار أرباحهم . فإذا ما اعتقد هؤلاء أن المنظمة لن تستطيع الوفاء بالمعدل المطلوب أو أن هناك فرصة استثمارية خارج المنظمة يمكن أن تعطى لهم عائدا أفضل ، فإن الحالة بالطبع محكوم عليها بالرفض ، ويصبح معها مفهوم نظرية توزيع المتبقى من الأرباح – مفهوما غير مقبول أو غير اقتصادي من وجهة نظر المساهمين .

فمثلاً لنفرض أن المساهمين الحاليين يطلبون معدل عائد قدره ١٥٪ على إعادة استثمار أرباحهم ، بينما المنظمة توعدهم بمعدل قدره ١٠٪ . ففي هذه الحالة سوف يرفض المساهمون إعادة استثمار أرباحهم من جديد ، والعكس صحيح إذا ما كان العائد المتوقع على إعادة استثمار الأرباح \leq معدل العائد المطلوب من أصحاب الأسهم .

٢/١/٢/٩ - نظرية التأثير الضريبي على الدخل :

وللتوسيح منطوق هذه النظرية – يجب أن نحدد المصادر الأساسية لدخل المساهمين ، على أساس أنهم مطالبون بدفع ضرائب على مقدار ما يحصلون عليه من دخل . ومن المعروف أن الدخل المتعلق بأصحاب الأسهم والناتج عما يملكونه من هذه الأسهم ، يحكمه مصدرين هما :

- ١- الدخل العادي من الأسهم ، وهو الناشئ من توزيعات الأرباح .
- ٢- المكاسب الرأسمالية الناشئة نتيجة التصرف في السهم ، وهي عبارة عن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع .

وعليه يتحدد منطوق هذه النظرية في أنه : " إذا كانت نسبة الضرائب التي يدفعها المساهم على الدخل العادي من الأسهم (التوزيعات) أعلى من مثيلتها التي يدفعها على المكاسب الرأسمالية ، فإن المساهم في هذه الحالة سوف يفضل عدم توزيع الأرباح (إعادة استثمارها) . وأما إذا كانت نسبة الضرائب المدفوعة على الدخل العادي من الأسهم أقل من مثيلتها التي يدفعها على المكاسب الرأسمالية ، فهو في هذه الحالة سيفضل الحصول على توزيعات الأرباح " . ولعل ذلك راجع إلى طبيعة المساهم ذاتها والتي تدفعه دائماً إلى الحصول على أعلى العوائد بعد الضرائب ، ومن ثم فعلى المنظمة أن تدرس جيداً طبيعة المساهمين حتى يمكنها اتخاذ القرار السليم بتوزيعات الأرباح .

ولمزيد من التفسير حول مضمون هذه النظرية – دعنا نفترض أن أحد المساهمين يقع في شريحة ضرائب قدرها ٢٠٪ على الدخل العادي و ٥٪ على المكاسب الرأسمالية ، في حين أن آخر من المساهمين يتمتع بالإعفاء من الضرائب على الدخل العادي ، ويدفع ٥٪ فقط على المكاسب الرأسمالية ، ومن المحتمل أن تقوم المنظمة

بتوزيع أرباح عن السهم قدرها ٤ جنيه ، وسعر السهم الحالى هو ٤٠ جنيه بينما سعر الشراء كان يمثل ٣٦ جنيهها ، ما موقف كل مساهم فيما يختص بسياسة توزيع الأرباح ؟ .

وللرد على هذا التساؤل – ينبغي أن نحدد موقف كل مساهم على النحو التالى :

• المساهم الأول ، حيث أن :

صافى دخله العادى على السهم

= ربح السهم من التوزيعات $\times (1 - ض_1)$ ،

حيث أن : ض₁ تمثل ضرائب الدخل العادى .

أى أن صافى دخله العادى على السهم = $4 \times (1 - 0.2) = 3.2$ جنيه

وبما أن صافى دخله من بيع السهم ،

= المكاسب الرأسمالية للسهم $\times (1 - ض_2)$

حيث أن : ض₂ تمثل ضرائب الأرباح الرأسمالية .

إذن صافى دخله من بيع السهم = $4 \times (1 - 0.05) = 3.8$ جنيه

وعليه فالمساهم الأول يفضل بالطبع عدم توزيع الأرباح ، طالما أن دخله من هذه التوزيعات أقل مما لو تصرف فى سهم واحد عند حاجته إلى النقدية .

• المساهم الثاني ، حيث أن :

صافى دخله من التوزيعات = $4 \times (1 - صفر) = 4$ جنيه .

صافى دخله من بيع السهم = $3.8 = 4 \times (1 - 0.05)$ جنيه .

وعليه فالمساهم الثاني يفضل الحصول على توزيعات الأرباح ، فهو أولاً معفياً من ضرائب الدخل على التوزيعات ، وهو ثانياً من واقع مثالنا السابق لا يحيد التصرف فى السهم حتى لا يدفع ضرائب قدرها ٠.٢ جنيه على السهم . لذلك فلن تكون هناك مشكلة ما إذا ما استطاعت المنظمة أن تلبى كافة رغبات جميع المساهمين ، وهو ما يتحقق فقط عندما يكون هؤلاء المساهمين من نوع واحد ، أى يقعون فى نفس الشريحة الضريبية .

ومن الملاحظ هنا أن كاتبنا (الدكتور سعيد توفيق عبيد) يستبعد عدم رفض هذه النظرية ، لما يراه من أن الأبحاث الميدانية التي طبقت في هذا المجال ، قد أثبتت لدرجة كبيرة مدى وجود تأثير للضرائب التي يدفعها المساهمون على سياسة التوزيع المتبعة في المنظمة .

٣/١/٢/٩ - نظرية تأثير الرسالة الضمنية لسياسة توزيع الأرباح :

ويطلق على هذه النظرية - نظرية الإشارات ، حيث يختلف هنا المضمون بما كان عليه في النظريات السابقة اختلافاً كبيراً . فالمنظمة قد تعلن عن زيادة في توزيعات أرباحها لأنها تريد أن تنقل رسالة أو إشارات معينة إلى السوق ، فمثلاً - قد ترغب المنظمة في أن توضح أن زيادة توزيعات الأرباح تحمل في مضمونها ، أنها تتوقع في المستقبل تدفقات نقديّة كبيرة تمكّنها من مقابلة أعباء الديون ، وكذلك توزيعات الأرباح دون أن تؤدي إلى الفشل المالي . وعليه ، فالتأثير يبدو إيجابياً إذا ما كان السوق المستقبل لهذه الرسالة (أو الإشارة) يتمتع بتجانس تام عند تفسير هذه الرسالة ، وحينئذ فإن أسعار الأسهم لهذه المنظمة قد ترتفع في سوق الأوراق المالية . لذلك فإن إدارة المنظمة وفقاً لهذه النظرية قد تفكّر في الإعلان عن اتجاه تنوّي تحقيقه ، بعرض التأثير على السوق من خلال هذه الرسائل (أو الإشارة) . واضح أن هذه النظرية تفترض أن السوق يتصف بعدم الكفاءة ، أي أن المعلومات المتوفرة عن هذا السوق لا تعكس كل المعلومات المطلوب توافرها عن منظمة معينة . لذلك تتجه هذه الإدارة إلى استغلال هذه الفرضية بإعطاء رسائل خاصة ، إلا إذا كانت الإدارة صادقة فيما تعنيه من رسائل للسوق ، وإن كان من المعروف أن وجود سوق كفء قد لا يتوافر في الكثير من الحالات .

وفيما يتعلق بتطبيق هذه النظرية - يمكن تلخيص مراحلها على النحو التالي :

- ١- إذا كانت المنظمة تريد أن تنقل رسالة إلى السوق بشأن مستقبل النمو فيها - فهـى سـوف تـعلن عن زـيـادـة في تـوزـيعـات الأـربـاح لـالـمسـاـهـمـين .
- ٢- أن نسبة التوزيعات المعلن عنها سوف تتغير طبقاً لرغبة الإدارة في نقل المعلومات إلى السوق .

٣- إن السياسة المثلثى لتوزيع الأرباح - هى التى من المتوقع أن تتحقق قيمة موجبة من الرسالة الموجهة ، وذلك فى شكل ارتفاع فى سعر السهم يمكن أن يعطى على الأقل مقدار الخسارة التى قد تأتى من زيادة الضرائب المدفوعة من قبل المساهمين .

ومن الملاحظ أن هناك ارتباطا واضحا بين كل من نظرية التأثير الضريبي ونظرية الرسالة (أو الإشارة) ، حيث أنه إذا كان المساهمون سيدفعون ضرائب عالية - فهم لن يهتموا كثيرا برسالة زيادة توزيعات الأرباح ، ويكون الاختيار بين ما يكسبونه نتيجة للرسالة (ارتفاع أسعار الأسهم) ، وبين ما قد يخسرون نتائج لدفع الضرائب على هذه التوزيعات .

٤/١/٩ - نظرية تكلفة الوكالة :

وبدون الدخول فى تفاصيل من الرياضيات المعقدة - يمكن بشيء من التبسيط توضيح كيفية استخدام نظرية تكلفة الوكالة كأساس لسياسة توزيع الأرباح .

ولتحقيق ذلك يجب أن نوضح أولا المقصود بتكلفة الوكالة ، ثم نشير بعد ذلك إلى أثر هذه التكلفة على قرارات توزيعات الأرباح فى المنظمة .

ومن المعروف أنه بزيادة حجم المشروعات واتساع نطاقها انفصلت الملكية عن الإداره ، ومن ثم ظهر ما يسمى بطبقة المديرين المحترفين ، ومن هنا بدأت علاقات الوكالة . فالوكالة هي بمثابة عقد يقوم فيه المالك (المالك) بتفويض (توكيل) شخصى أو آخرين فى القيام بإدارة المنظمة نيابة عنه . ويعتبر أهم شرط فى عقد الوكالة هو ذلك الخاص بقيام الوكيل (المدير) بأداء مسؤولياته بما يحقق ويعظم مصلحة المالك (الموكل) ، وذلك مقابل حصول الوكيل على الأجر المناسب مقابل تأدية مسؤولياته .

فإذا ما أحس المالك أن الإداره لا تعمل على تعظيم مصالحهم (قيمة المنظمة كأموال مستثمرة) - فإنهم فى هذه الحالة سيلجأون إلى :

- وضع نظام لحوافر المدير حتى يتوجه لتعظيم مصلحة المالك .

- وضع نظام رقابي يضمن سلامة تصرفات المدير بما لا يضر بمصالح المالك .

وفي كلتا الحالتين فالأمر يتطلب نوعا من التكاليف ، ومن هنا يأتي أحد المصادر الأساسية لما نطلق عليه بتكلفة الوكالة . ولهذه التكلفة أثرها على قيمة المنظمة كأصول مستمرة (مصلحة المالك) خاصة عند المقارنة بين تصرفات المدير المالك للمشروع بالكامل ، وبين تصرفاته عندما يبيع جزء من ملكية المشروع لمالك آخرين عن طريق إصدار أسهم عاديّة جديدة تطرح للبيع ، ولكنه يحتفظ لنفسه بحق الإدارة والرقابة

لذلك تمثل تكلفة الوكالة وفقا لهذا لمفهوم – الفرق بين قيمة المنظمة عند مستوى الإنفاق الأمثل للمنافع غير المالية ، وبين قيمة المنظمة عند مستوى الإنفاق الجديد . وللوضوح ذلك – دعنا نفترض أن هناك منظمة يمتلكها وينظمها صاحبها ، حيث تحقق له صافي تدفقات نقدية قدرها ٢٨٠٠٠ جنيه ، ومعدل العائد المطلوب هو ٢٠% ، وعدد الأسهم لهذه المنظمة ١٤٠٠ سهما ، فما قيمة المنظمة بافتراض أن المدير لا ينفق أية مصروفات على المنافع غير المالية . وبفرض أن هذا المدير المالك يفكر في بيع نصف أسهمه لمالك آخرين على أن يحتفظ بالإدارة لنفسه وفي نفس الوقت يعتقد أنه من الممكن أن ينفق في هذه الحالة بعض المصروفات على منافعه الشخصية (منافع غير مالية) مبالغ بقيمة حالية قدرها ٤٠٠٠ جنيه . فما قيمة المنظمة ، وما السعر الذي يوافق المساهم الجديد على دفعه ثمنا للسهم ، وما تكلفة الوكالة في هذه الحالة ؟ .

إن الرد على مثل هذا التساؤل في ضوء مفهوم نظرية تكلفة الوكالة يتحدد وفقا للفرق بين سعر السهم السوقى في الوضع الأول ، وبين السعر للسهم الجديد في الوضع الثاني كالتالى :

- الوضع الأول ، حيث تكون المتغيرات فيه كما يلى :

$$\text{قيمة المنظمة} = \frac{٢٨٠٠٠}{٠,٢٠} = ١٤٠٠٠$$

$$\text{سعر السهم السوقى} = \frac{١٤٠٠٠}{١٠٠} = ١٤٠٠٠$$

• الوضع الثاني ، حيث تكون المتغيرات فيه كالتالى :
 القيمة الجديدة للمنظمة = $14000 - 4000 = 136000$ جنيه .

$$\text{السعر للسهم الجديد} = \frac{136000}{1400} = 97,1 \text{ جنيه}$$

وبما أن تكلفة الوكالة للسهم الواحد = $100 - 2,9 = 97,1$ جنيه .
 إذن التكلفة الكلية للوكالة = $2,9 \times 1400 = 4060$ جنيه .
 حيث يتحمل المدير المالك كل هذه التكلفة .

ومن الواضح ، أنه وفقاً لمفهوم هذه النظرية يجب مراعاة عاملين أساسين
 هما :

الأول - أن المالك يفضلون أن تكون تكلفة الوكالة في أدنى حد لها .
 الثاني- أن المالك أيضاً لا يرغبون في تحمل تكاليف إصدار إضافية عند طرح
 أسهم جديدة في السوق .

وعليه فإن الزيادة في توزيعات الأرباح ، قد تكون مؤشراً على أن إدارة
 المنظمة لا تقرط في استخدام أموال المساهمين لإشباع المنافع غير المالية ،
 ومن ثم فإن تكلفة الوكالة تقل بزيادة توزيعات الأرباح . وفي المقابل فإن
 الزيادة في توزيعات الأرباح ، قد تعنى في الوقت نفسه حاجة المنشأة إلى
 أموال خارجية إضافية مثل إصدار الأسهم الجديدة مما يزيد من تكاليف
 الإصدار والمعاملات المالية .

ومما سبق يتضح لنا أن المنطق الصحيح لسياسة توزيع الأرباح المثلثى
 وفقاً لمفهوم هذه النظرية ، يتلخص في أن هذه السياسة المثلثى تتحقق عندما:
 تتساوى المنفعة الحدية الناشئة من نقص تكلفة الوكالة كنتيجة لزيادة التوزيعات
 - مع التكلفة الحدية الناتجة من زيادة التمويل الخارجي كنتيجة أيضاً لزيادة
 التوزيعات " . وبذلك تفرد هذه النظرية بخاصية هامة تتمثل في أنه حتى في
 ظل عدم وجود ضرائب ، فقد توجد سياسة مثلثى لتوزيع الأرباح .

٢/٢/٩ - الطرق الحالية لتوزيع الأرباح :

الحقيقة أن هناك عدداً من البدائل المتعارف عليها لسياسة توزيع الربح في
 الوقت الحاضر ، ويمكن تصنيف هذه البدائل إلى قسمين كالتالى :

١/٢/٢/٩ - التوزيعات النقدية للأرباح .

٢/٢/٢/٩ - التوزيعات غير النقدية للأرباح .

وفيما يلى بيان بأشكال ومفاهيم هذه التوزيعات للأرباح وذلك وفقا للتقسيم السابق .

١/٢/٢/٩ - التوزيعات النقدية للأرباح

:

وقد تأخذ هذه التوزيعات الأشكال التالية :

١ توزيع نسبة ثابتة من الأرباح القابلة للتوزيع ، كأن تقرر المنظمة متلا توزيع ٤٠ % من الأرباح بشكل دوري مستمر . ولكن هذه السياسة غير مرغوبة لما لها من آثار سيئة على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي

٢ توزيع مقدار ثابت لكل سهم ، وهذا لا يتحقق إلا في ضوء اتباع سياسة تحقيق الاستقرار للأرباح الموزعة ، وتتبع هذه السياسة معظم المنشآت . ويعاب على هذه السياسة أن المنظمة قد تتعرض لخسائر مما يصعب معه الوفاء بالمقدار الثابت ، وفي هذه الحالة أما أن تفترض المنظمة أو تصدر أسهما .

٣ وجود قواعد قانونية تحدد ما يتم توزيعه من أرباح ، حيث قد يتم توزيع حد أدنى مضافا إليه علاوة . وهذه السياسة وسط بين السياسيتين السابقتين ، ويتربّ عليها اختلاف مقدار الربح الموزع على السهم من سنة لأخرى .

٢/٢/٢/٩ - التوزيعات غير النقدية للأرباح :

وقد تأخذ هذه التوزيعات الأشكال التالية :

١ الأشكال العينية للأرباح المساهمين ، حيث قد توزع المنظمة عليهم أسهما لبعض الشركات التي تمتلكها أو من نفس أسهم المنظمة . والغرض الأساسي من هذه السياسة ، هو المحافظة على قيمة الأصول المستثمرة بالمنظمة ، ويتم ذلك عادة كجزء من برنامج التوسيع في الأعمال . هذا وقد يكون الغرض أيضا هو عدم إثارة المساهمين في حالة عدم وجود أرباح كافية خلال إحدى السنوات ، أو قد يكون الهدف هو زيادة عدد الأسهم

المتداولة للمنظمة بحيث يقل نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة ، فالمساهم الذى كان يمتلك سهما قيمته الأسمية ٢ جنيه ويدر ربحا سنويا قدره ٢٠ قرشا بمعدل ١٠ % ، سوف يحصل على سهم إضافى قيمته الأسمية ٢ جنيه أيضا وسوف يدر له هذان السهمان نفس القدر من الأرباح ومقداره ٢٠ قرشا ، فيكون معدل الأرباح فى هذه الحالة ٥ % . ومن الظاهر أن مقدار الأرباح التى يحصل عليها المساهم ، هو نفس المقدار الذى كان يحصل عليه من قبل ، ولكن الظاهر للغير أن معدل الأرباح انخفض من ١٠ % إلى ٥ % .

٢- إعادة شراء الأسهم ، حيث تعتبر هذه السياسة عكس السياسة السابقة. إذ قد ترغب المنظمة فى تقليل عدد الأسهم الخاصة بها ، ومن ثم عدم توزيع نسبة كبيرة من الأرباح . هذا وتم عملية استرداد الأسهم بثلاث طرق ، هي :

الأولى - شراء هذه الأسهم من بورصة الأوراق المالية وفقا لسعر السوق .

الثانية - مخاطبة المساهمين برغبة المنظمة فى شراء عدد من الأسهم الخاصة بهم بسعر محدد للسهم ، وكل من يرغب يقدم بما يفيد ذلك خلال المدة المحددة للشراء .

الثالثة - إجراء المفاوضة مع كبار المساهمين من يمتلكون عددا كبيرا من أسهم المنظمة ، وذلك على بيع بعض أو كل أسهمهم .

وبشكل عام يتوقف قيمة أي سهم مسترد من السوق المالى على نصيب السهم من الأرباح ، حيث ترتفع هذه القيمة باتجاه نصيب السهم نحو الزيادة ، وبالتالي فمن الملاحظ أن عملية استرداد الأسهم المصروفة بإعادة شراء الأسهم تؤثر وبدرجة ملحوظة على رأس المال والأرباح معا .

٣/٩ - الآثار المترتبة على سياسة توزيع الأرباح في المنظمة :

فى الواقع أن حدوث أى تغيير فى سياسة توزيع الأرباح سوف يترتب عليه حدوث بعض التغييرات داخل المنظمة ، فمثلا إذا ما قررت إدارة المنظمة زيادة توزيعات الأرباح ، فإن هذا بالضرورة قد يترتب عليه أحد الاتجاهات التالية:

أ - تقليل حجم الأموال المطلوبة للاستثمار .
ب بإصدار أسهم جديدة لمواجهة زيادة التوزيعات .

ج- الحصول على قروض إضافية (أو إصدار سندات) ، ومن ثم تأثر هيكل التمويل ومكوناته .

ولعل الاتجاه الأول (خفض حجم أموال الاستثمارات) قد يترتب عليه فقدان بعض الفرص الاستثمارية المرجحة على سبيل المثال ، ونفس الأثر قد يحدث عندما تزيد تكلفة الأموال نتيجة لتأثير التدفقات النقدية الناتجة من العمليات التشغيلية .

وإذا كان سعر السهم - كما هو معروف - يتحدد وفقاً للمعادل التالية (*) :

$$\text{سعر السهم} = \frac{t}{m_u - m_n}$$

حيث أن :

t = توزيعات الأرباح المتوقعة في العام القادم .

m_u = معدل العائد المطلوب .

m_n = معدل النمو .

فإن أية زيادة في التوزيعات الحالية للعام الحالي ، وهي (t صفر) قد يكون لها أثرها العكسي على سعر السهم حيث :

- قد تقل التدفقات النقدية لفقدان الفرص الاستثمارية ، ومن ثم تقل معدلات النمو .

- أو قد تزيد تكلفة الأموال ، ومن ثم يزداد معدل العائد المطلوب .

ولمزيد من التفاصيل حول كيفية تأثير أحد هذين الأثرين أو كليهما على سعر السهم ، ومن ثم على قيمة المنظمة كأموال مستثمرة ، دعنا نفترض أن إحدى المنظمات كانت تقوم بتوزيع ٢ جنيه لكل سهم حيث معدل النمو ٤% ومعدل العائد المطلوب ١٤%. وبفرض أيضاً أن المنظمة قدر قررت زيادة التوزيعات الحالية للأرباح إلى ٣٠٠ جنيه لكل سهم ، وقد يترتب على ذلك ما يلى :

أ - زيادة تكلفة الأموال إلى ٤% ، أو

(*) تعكس هذه المعادلة أهم المتغيرات التي تحكم في تحديد السعر السوقى للسهم الواحد .

ب نقص معدل النمو حيث يصبح ٤٠% .
فما تأثير سياسة توزيع الأرباح الجديدة على قيمة المنظمة كأموال مستثمرة ، وذلك بفرض حدوث الحالة الثانية أو الحالتين معا ؟ .

- الوضع الأول ، حيث كان قبل زيادة التوزيعات :

٢ (١٠٤)

$$\text{سعر السهم} = \frac{٢٠,٨}{٠,١٤ - \frac{٠,٠٤}{جنيه}}$$

- الوضع الثاني ، حيث كان بعد زيادة التوزيعات :
أولا - سعر السهم في حالة نقص معدل النمو

-١ (٢٠٣)

$$١٠,٨ = \frac{٠,٠٤}{٠,١٤ + \frac{٠,٠٤}{جنيه}} =$$

ثانيا - سعر السهم في حالة زيادة تكلفة الأموال ونقص معدل النمو

-١ (٢٠٣)

$$٨,٨٦ = \frac{٠,٠٤}{٠,١٨ + \frac{٠,٠٤}{جنيه}} =$$

ولعل النتائج السابقة توضح لنا كيف كان التأثير على سعر السهم ، حيث في الوضع الأول كان سعر السهم يمثل ٢٠,٨ جنيه ، ثم انخفض في الوضع الثاني إلى ١٠,٨ جنيه نتيجة لانخفاض معدل النمو . في حين كان سعر السهم أقل من ذلك في الحالة الأخيرة حيث وصل إلى ٨,٨٦ جنيه ، وذلك كنتيجة لزيادة تكلفة الأموال ونقص معدل النمو معا . ومعنى ذلك أن زيادة قدرها ١,٥% في توزيعات الأرباح ، قد أدت إلى نقص في سعر السهم وصل إلى ٥٧,٤% في الحالة الأخيرة

ولذلك فسياسة التوزيعات للأرباح تتطلب إذن تخطيطا علميا واضحا حتى يمكن تفادي أية مشكلات قد تترجم عن هذه السياسة ، وهو ما يعني بمفهوم آخر ،

ضرورة البحث عن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح ، فهل توجد بالفعل مثل هذه السياسة؟ ، هذا ما سنوضحه في النقطة التالية :

٤/٩ - الاتجاه الأمثل لسياسات توزيع الأرباح في المنظمة :

سبق وأوضحنا ، أن المنظمة أمامها عدد من البدائل فيما يختص بسياسة توزيع الأرباح ، والتى تعتبر مثالى من وجهة نظر المنظمة ومساهميها . ومن الطبيعي ألا تظل أية منظمة متمسكة بسياسة معينة ، فالسياسة - كما هو معروف - قابلة للتغيير طبقاً للتغير الظروف ، ودرجة الأهمية النسبية للمتغيرات المؤثرة في قيمة المنظمة كأصول مستثمرة .

وإذا كانت المنظمات تختلف باختلاف الظروف والعوامل المؤثرة في طبيعة نشاطها - إلا أن هناك نقاطاً لاتفاق حول سياسة توزيع الأرباح تتخلص في اتجاهين ، هما :

الأول - الاتجاه نحو تعظيم سعر السهم في السوق (قيمة المنظمة) .

الثانى - الاتجاه نحو ترشيد العوامل المؤثرة في سياسة التوزيع للأرباح .

ومن البديهي - أن تكون السياسة المثلى لتوزيع الأرباح ، هي تلك السياسة التي تعمل على تحقيق الهدف الذي تسعى إليه المنظمة . ولتحقيق هذا الهدف ، يجب مراعاة العوامل التالية :

١/٤/٩ - الاتجاه نحو تعظيم سعر السهم في السوق ، وذلك من خلال مراعاة ما يلى :

١/١/٤/٩ - التخطيط المالى الجيد لفرص الاستثمارية المتوقعة ، بحيث يتم تحديد العائد المتوقع من الاستثمارات الجديدة المزمع تنفيذها في ضوء تكلفة الأموال ، وبحيث أيضاً أن تسعى المنظمة إلى زيادة معدلات النمو الخاصة بها .

٢/١/٤/٩ - التحديد الجيد لهيكل التمويل الأمثل ، والعمل على ألا يزيد معدل تكلفة الأموال عن معدل العائد المتوقع على الاستثمارات الجديدة .

٣/١/٤/٩ - العمل على ألا تتأثر القيمة السوقية للديون والسنديات عند العمل على تحقيق هدف تعظيم قيمة المنظمة ، من خلال تعظيم ثروة أصحاب الأسهم (المالك) .

٤/٤/٤- الدراسة المعمقة لطبيعة وأحوال المساهمين من حيث مدى اعتمادهم على سياسة التوزيعات كمصدر للدخل ، وكذلك من حيث مدى تأثير الضرائب على صافي دخلهم من هذه التوزيعات .

٥/٤/٥- أن تكون الإرشادات الإعلامية الموجهة إلى السوق المالى صادقة وتعكس معلومات صحيحة ، وذلك حتى لا تتأثر قيمة الأسهم مستقبلاً إذا ما ثبت للسوق عدم جدية الإدارة واهتمامها .

٢/٤/٩- الاتجاه نحو ترشيد العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح ، وذلك من خلال مراعاة ما يلى :

١/٢/٤/٩- ضرورة الاسترشاد بالقواعد القانونية التي تحدد مقدار ما يتم توزيعه على المساهمين والعاملين والإدارة .

٢/٢/٤/٩- التعرف على درجة الرغبة في إعادة استثمار الأرباح ومدى علاقتها بالحاجة إلى النمو ، والاتجاه نحو تجنب مصادر التمويل الخارجي .

٣/٢/٤/٩- تحديد أثر توزيعات الأرباح على المركز الاستثماري للمنظمة ، باعتبار أن هذه التوزيعات ذات أثر كبير في تحديد القيمة السوقية للأسهم خاصة إذا ما كانت هناك سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح .

٤/٢/٤/٩- تحديد أثر توزيعات الأرباح على المركز المالى ودرجة السيولة بالمنظمة ، وذلك للتعرف على مدى الرغبة في تقوية المركز المالى للمنظمة .

٥/٢/٤/٩- ضرورة مراعاة الشروط التعاقدية بين المنظمة وجهات التمويل طويلاً الأجل ، والتي قد تتضمن الأرباح الموزعة عن نسبة معينة ، وذلك لحماية مركزهم كدائنين .

٦/٢/٤/٩- التعرف على مدى استقرار دخل المنظمة ، وكذلك مدى درجة الرقابة المفروضة على نشاط إدارتها من قبل مصادر التمويل المختلفة . إن هذه العوامل مجتمعة من شأنها أن تساعد الجهات المعنية بسياسة توزيع الأرباح - في أن تحدد الاتجاه الأمثل المطلوب في هذا المجال ، وذلك إذا ما روى عن التخطيط لاختيار هذا الاتجاه ، دراسة هذه العوامل السابقة كمتغيرات لها تأثيرها الكبير في تقرير السياسة المثلث لتوزيعات الأرباح في المنظمة .

ولكن بعد أن تبين لنا – كيف يمكن تحديد السياسة المثلثى للتوزيعات ، لنا أن نتساءل أيضا عن القيود المالية لعمليات النمو فى المنظمة ، والذى كثيرا ما يكون لها تأثيرها عند إقرار مثل هذه التوزيعات للأرباح ، وهذا ما سنوضحه فى الجزئية التالية :

٥/٩ - القيود المالية لعمليات النمو فى المنظمة وعلاقتها بسياسة

توزيع الأرباح :

من الأمور المتعارف عليها فى دنيا الأعمال – أن أى مدير كثيرا ما يتعرض لقيود متعددة تحد من قدرة إدارته على تنمية أهدافها . فمثلا قد يواجه المدير التسويقى قيودا تتعلق بالحصة السوقية المتوقعة لشركته والتي تحد من فرص تنمية المبيعات ، أو قد يواجه مدير العمليات الإنتاجية قيودا مناظرة تحد أيضا من قدرة شركته على تنمية حجم مخرجاتها من المنتجات .. وهكذا قد يسود نفس المنطق المدير المالى ويواجه بقيود تحد من عمليات النمو فى منظمته ، حيث توجد الكثير من الحدود المالية التي تحد من عملية التوسيع فى المبيعات . وفي هذا لنا أن نتساءل عما يمكن أن يكون من المتغيرات التي يمكن إدراجها فى معادلة النمو ، وكيف يمكن زيادة النمو المرتقب للمنظمة ؟

١/٥/٩ - المتغيرات التي تشملها معادلة النمو :

وفي هذه الجزئية الفرعية يلاحظ أن نمو عمليات المنظمة ، يتأثر بالكثير من المتغيرات والتي يهمنا منها تلك المتغيرات ذات التأثير المباشر ، وهى : هامش الربح إلى المبيعات ، نسبة الإيرادات السنوية التي يعاد استثمارها ، نسبة المديونية الكلية ، ونسبة الأصول إلى المبيعات .

فإذا ما رمنا إلى نسبة النمو $(ن_m)$ ، وإلى نسبة هامش الربح إلى المبيعات $(بر)$ ، وإلى الإيرادات المحتجزة لإعادة استثمارها $(برد)$ ، وإلى نسبة المديونية الكلية $[(الديون الإجمالية \div حقوق الملاك) + 1] برد$ ، وإلى نسبة الأصول إلى المبيعات $(برص)$ – فإن نسبة النمو يمكن تقديرها من خلال المعادلة الآتية :

$$ن_m = (بر \times برد) \div برص - (بر \times برد)$$

ولعل الدارس للمعادلة السابقة يلاحظ ما يلى :

١١/٥/٩ - أن (ص) كمؤشر له أهميته يوضح أنه كلما نمت عمليات المنظمة ، كلما ارتبط ذلك بالحاجة إلى المزيد من الأصول الازمة لدعم مثل هذا النمو في المبيعات . ومعنى ذلك أن هذا المؤشر (ص) ، يمكننا من تقدير مستوى الأصول الازم لكل مستوى معين من المبيعات . فعلى سبيل المثال لو أن النسبة (ص) كانت تساوى الواحد الصحيح (ص = ١) ، فإن ذلك يعني أن هناك حاجة إلى جنيه واحد من الأصول لدعم جنيه واحد من المبيعات وهكذا ...

٢١/٥/٩ - إن توفير حجم الأصول المطلوبة لدعم عمليات التوسيع في المبيعات ، يستلزم ضرورة توفير الأموال الازمة لتمويل هذه الأصول ، وتأتي مثل هذه الأموال إما من استثمارات المالك أو من الديون . ومن هذا يبدو مدى أهمية تقدير المؤشرات الأخرى الخاصة بالتمويل الازم لعمليات النمو ، وهي : (ر) ، (أ) ، (د) على التوالي . أما (ر) فتشير إلى هامش الربح للمبيعات ، في حين أن (أ) يتم توفيرها إما من خلال بيع أسهم عادية بواسطة المنظمة ، أو من خلال إعادة استثمار جزء من إيرادات المنظمة ، وقد يتم الجمع بين الطريقتين ، وعادة ما تعتمد المنظمة في تمويل احتياجاتها الاستثمارية من سنة لأخرى من خلال الأرباح المحتجزة . وتحسب (أ) بقسمة الأرباح المحتجزة إلى صافي الربحية ، فإذا ما كانت الإيرادات المحققة في المنظمة تتمثل ٣٠٠ ألف جنيه ، وأن توزيعات الأرباح على المساهمين كانت ١٠٠ ألف جنيه ، فإن الأرباح المحتجزة تبلغ في هذه الحالة ٢٠٠ ألف جنيه ، أي بنسبة تبلغ ٦٧% تقريبا [(٢٠٠٠٠٠ ÷ ٣٠٠٠٠٠) × ١٠٠] .

وأما فيما يتعلق بنسبة المديونية الكلية (د) ، فإن هذا المؤشر يوضح أن قدرة المنظمة على الاقتراض تتوقف على مستوى حقوق المالك فيها . فمثلا إذا كانت هذه النسبة (د) تبلغ في المنظمة ٢ (يضاف إليها واحد صحيح) ، فسوف تتمكن من الحصول على ٢ جنيه ديون مقابل كل جنيه من حقوق المالك . وعليه يمكن القول أنه كلما

استطاعت المنظمة أن تزيد من قيمة حقوق الملاك بها من خلال زيادة الأرباح المحتجزة ، كلما أمكنها زيادة طاقتها في الافتراض .

ولتحديد نسبة النمو للعمليات في المنظمة – دعنا نفترض أن مبيعات إحدى المنظمات كانت تصل إلى ٣٠٠٠ جنيه ، وصافي الربحية ٣٠٠ جنيه ، والإيرادات الموزعة على المساهمين ١٥٠ جنيه ، والأصول الإجمالية ٣٠٠٠ جنيه ، والالتزامات الكلية (الخصوم) ١٥٠٠ جنيه ، فإنه يمكن تقدير نسبة النمو المتوقعة لهذه المنظمة كالتالي :

$$r = \frac{300}{3000} = 0,1$$

$$0,5 = \frac{150}{300} = 0,5$$

$$d = 1 + \frac{1500}{1500} = 1,0$$

$$s = \frac{3000}{3000} = 1$$

وبذلك يمكن تطبيق معادلة نسبة النمو كالتالي :

$$n_m = (r \times d) \div s - (r \times d)$$

$$= (0,1 \times 0,5) \div 1 - (0,1 \times 0,5)$$

$$= 0,05 \div 0,5 = 0,10$$

$$= 0,10 \div 0,10 = 1,0$$

$$= 11,1\%$$

ويلاحظ من نسبة النمو في المعادلة السابقة ، أن مبيعات المنظمة يمكن أن تنمو بمعدل ١١,١% سنويا . ولكن ماذا يحدث إذا ما افترضنا أن المنظمة في مثالنا السابق تريد أن تحقق درجة أسرع من النمو في ظل ظروفها المالية الحالية ؟

إنها لكي تحقق ذلك يمكنها أن تتعرض لانخفاض فى درجة السيولة حتى المستوى الذى تتوقف فيه أنشطة المنظمة مع تبخر النقدية منها ، وعلى العكس إذا ما أرادت هذه المنظمة أن تحقق معدلات نمو أقل من ذلك ولتكن مثلًا ٥% - فإن ذلك يعني أن هناك تراكم من السيولة الزائدة عن الاحتياجات ، وهو ما يسبب أخيرا ارتفاعا فى نسبة الأصول إلى المبيعات .

وما يتبدى إلى ذهننا الآن - ما مستوى الجمود المالى الذى يمكن أن تصاب به المنظمة إذا ما أرادت أن تسرع بمعادلات نموها فى المبيعات عن نسبة النمو المناسبة مع ظروفها المالية ؟ ، وبالطبع فإن مثل هذا الجمود يتأتى من الاختلال الناتج عما يلى :

أولا - أن المبيعات كانت فى مثالنا السابق ٣٠٠٠ جنيه ، ومع زيادة معدل النمو إلى ١٥% على سبيل المثال ، فإن ذلك سيؤدى إلى زيادة المبيعات لمبلغ ٣٤٥٠ جنيه . وبما أن ص = واحد صحيح ، فإن الأصول يجب فى هذه الحالة أن تزداد بنفس مبلغ الزيادة فى المبيعات وهو ٤٥٠ جنيه ، وإذا كان الأمر كذلك ، فمن أين تدفع الزيادة المطلوبة فى الأصول ؟ .

ثانيا- وباعتبار أن هامش الربحية يبلغ ١٠% ، فإن ذلك سيؤدى إلى رفع صافي الدخل لمبلغ ٣٤٥ جنيه . وبحيث أن توزيعات الأرباح على المساهمين تتمثل ٥% من صافي الربحية ، فهذا معناه أن ١٧٢,٥ جنيه فقط سوف يتم احتجازها فى المنظمة لإعادة استثمارها ، وذلك لأن صافي الربحية = $(0,10) \times 3450 = 345$ جنيه ، وكذلك فإن الأرباح المحتجزة = $(0,05) \times 345$ أى ما يعادل ١٧٢,٥ جنيه .

ثالثا- وبما أن المديونية الكلية (الديون / حقوق الملكية) تبلغ الواحد الصحيح ، فإن الحاجة إلى الاقتراض الإضافى تظهر بالمبلغ المتبقى بعد الزيادة فى الأرباح المحتجزة $(172,5 \times 1 = 172,5)$ ، أى بالمبلغ الذى ارتفعت به حقوق المساهمين .

رابعا- من الملاحظ فى ضوء ما سبق ، أن القصور فى النقدية المتاحة أمام المنظمة يعد أمرا لا يمكن تجنبه ، فالمنظمة تحتاج فى الحقيقة إلى مبلغ وقدره ٤٥٠ جنيه لزيادة الأصول الازمة لدعم سياسة المبيعات وفقا لنسبة النمو الحديثة (١٥%) . إلا أن المبلغ الذى أمكن تدبيره يمثل ١٧٢,٥ جنيه من حقوق الملك (كأرباح محتجزة) ، ومضافا إليه مبلغ ١٧٢,٥

جنيه كديون ، أى بمبلغ إجمالي قدره ٣٤٥ جنيه ، وهو ما يوضح لنا مدى حاجة المنظمة إلى النقدية لاستكمال الأموال الازمة للأصول وقدرها ٤٥٠ جنيه (٤٥٠ - ٣٤٥) .

وإجمالاً لما سبق ، يلاحظ أنه طالما أن الأصول المطلوبة لا يمكن تدبيرها بالكامل في مثل هذا الموقف ، فإن المبيعات المزمع زيتها إلى ١٥% - تعد أمراً لا يمكن تنفيذه ، ومن ثم يصبح تحقيق نسبة النمو المقترنة ١٥% ، اتجاهها علمياً يصعب تخطيده .

وفي هذه الجزئية أيضاً - يبقى لنا تساؤل هام فيما يتعلق بنوعية المasar المطلوب للمنظمة في مثل هذا الموقف؟، بمعنى ما الذي يمكن أن يحدث للمنظمة إذا ما عملت في ظل معدل النمو المناسب لها وهو ١١,١% . إن أول ما يمكن استنتاجه في ضوء هذا المعدل هو زيادة المبيعات بمبلغ وقدره ٣٣٣ جنيه ($3000 \times 11,1\%$) ، وعليه فإن الزيادة في الأصول ستكون أيضاً ٣٣٣ جنيه ، إلا أن التساؤل الرئيسي هنا - هو كيف يمكن تمويل هذه الزيادة في الأصول؟ . إن مثل هذا التمويل سيتأتى أولاً من الأرباح المحتجزة في المنظمة والتي تبلغ في هذا الموقف $3000 \times 111,1\% \times 10\% = 500$ لتنويعات الأرباح ، وهذا يساوى (٣٣٣,٣ - ٣٣٣,٣) ، أى ١٦٦,٦ جنيه تقريراً . وفي الجانب الآخر سوف تزداد الديون بنفس كمية الزيادة التي حدثت في حقوق الملك وقدرها ١٦٦,٦ جنيه ، وعليه يمكننا أن نرى - أن المبالغ التي تم توفيرها من مصادر التمويل (الذاتية + الدائنية) تمثل ٣٣٣,٣ جنيهها تقريراً ، ومثل هذا المبلغ يعد كافياً لمواجهة الحاجة إلى تمويل الزيادة في الأصول والتي تستخدم لدعم عمليات النمو في المبيعات .

والتساؤل الأخير في هذا الموقف هو - كيف يمكن زيادة النمو المرتقب للعمليات في المنظمة؟، إن حسم مثل هذا التساؤل يمكن في تحديد الاتجاهات التي يمكن لإدارة المنظمة أن تعمل من خلالها لكي ترفع معدلات نموها المرتقبة . وباستثناء الاتجاه الخاص بزيادة عدد الأسهم العادي لزيادة حقوق الملك ، ومن ثم زيادة حجم الديون - فإن المنظمة يمكنها اتباع الاتجاهات الثلاثة التالية :

الأول - زيادة نسبة المديونية الكلية إلى حقوق المالك ، على الرغم من المخاطر التي يمكن أن تترتب على ذلك . فإذا ما ارتفعت مثلاً نسبة المديونية الكلية من واحد صحيح إلى ٢ ، فمعنى ذلك أن قيمة (د) سوف تصبح ٣ (١٤٢) . وبفرض أن المتغيرات الأخرى المحددة لمعدل النمو لم تتغير ، فإن (ن م) تصبح كما يلى :

$$ن م = (٠,١ \times ٠,٥ \times ٣) \div ١ - (٠,١ \times ٠,٥ \times ٣) \\ = ٠,١٨$$

الثاني - زيادة معدل الاحتفاظ بالأرباح لإعادة استثمارها في المنظمة ، فرغم أن ذلك يدعم في الغالب قدرة المنظمة على زيادة مديونيتها ، لكن الجانب الآخر لهذا الأسلوب هو انخفاض نصيب السهم العادي من توزيعات الأرباح وما يتترتب على ذلك من آثار . وبفرض أن المنظمة في مثانا السابق قد قررت عدم توزيع أرباح على المساهمين ، مع عدم وجود أي تغيير في المتغيرات الأخرى المؤثرة على نسبة النمو ، فإن (م ن) ستصبح كما يلى :

$$م ن = (٠,١ \times ١ \times ٢) \div ١ - (٠,١ \times ١ \times ٢) \\ = ٠,٢٥$$

هذا ، ونوضح فيما يتعلق بالبديلين السابقين (رفع نسبة المديونية ، وزيادة معدل الأرباح المحتجزة) ، أنهما يمثلان أكثر البدائل الممكنة سهولة ، فهما يتأثران كثيراً بالسياسات المالية السائدة في المنظمة ، ولذلك فلإدارة نطاق كبير من التحكم والضبط على معدل الاحتفاظ بالأرباح فيم بين الصفر و ١٠٠ % ، كما أن نسبة المديونية إلى حقوق المالك يمكن أن تتراوح فيما بين الصفر والحد الأقصى الذي يمكن أن يقدمه الدائنوون .

الثالث - اختيارات بدائل أخرى ممثلة في كل من (ص) ، (ر) ، حيث أن استخدام كل من نسبة هامش الربحية (ر) أو نسبة الأداء الخاصة بالأصول على المبيعات (ص) في تشكيل معدل النمو المتوقع من جانب الإدارة - يرجع

أساساً إلى مدى ارتباطهما الشديد بطبيعة المنظمة وعملياتها ، وكذلك
المتغيرات والظروف السائدة في المناخ الخاص بها .

المراجع:

- د . سعد توفيق عبيد ، مراجع سابق ، ص ٧٥ - ٩٨ .
- د . محمد على شهيب ، مراجع سابق ، ص ٣٤١ - ٣٥٠ .
- *Brennan, M., "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial policy", National Tax Journal, (December 1970), PP. 417 – 427.*

الفصل العاشر

قرارات التوسيع والاندماج

- الأهداف التعليمية

- ١/١٠ - التوسيع والاندماج وقرارات الاستثمار والتمويل
- ١/١١٠ - مفهوم التوسيع ، كقرار مالى
- ٢/١١٠ - مفهوم الاندماج وأثره على هيكل التمويل
- ٢/١٠ - الاندماج ومخاطر الإفلاس في المنظمة
- ٣/١٠ - تقييم مقتراحات التوسيع في المنظمات
- ٤/١٠ - العوامل الكمية المؤثرة في عملية الاندماج

الفصل العاشر

قرارات التوسيع والاندماج

- الأهداف التعليمية :

على الرغم من أن قرارات التوسيع والاندماج في المنظمات المختلفة ، تشير إلى استثمار المزيد من الأموال الجديدة ، وذلك بهدف التخطيط للتوسيع في الإنتاج أو تقديم الخدمات ، إلا أن ظاهرة التوسيع في حد ذاتها لها خطورتها خاصة في المنظمات الصناعية ، حيث يترتب عليها استثمار الأموال في أصول ثابتة ، وهو ما يعني تحويل المنظمة بأعباء ثابتة . لذلك فالقرارات الحكيمية لعمليات التوسيع والاندماج - هي تلك القرارات القائمة على الدراسة الفاحصة لكل البديل المطروحة للتوسيع ، و اختيار البديل (أو البديل) التي تحقق للمنظمات أهدافها العامة والتوسعية ، وهو ما يهدف إليه هذا الفصل .

ولتحقيق ذلك ، نحاول - وبإيجاز - أن نجيب على بعض التساؤلات الهامة فيما يختص بقرارات التوسيع والاندماج في المنظمات . وهذه التساؤلات ، هي :

- ما المقصود بالتوسيع كقرار مالي ، وما أثر الاندماج على هيكل التمويل في المنظمات ؟ .

- كيف يمكن تقليل مخاطر الإفلاس بالاندماج بين المنظمات ؟ .
- ما الأدوات القياسية التي يمكن استخدامها في تقييم مقتراحات التوسيع في المنظمات ؟ .

١١٠ - التوسيع والاندماج وقرارات الاستثمار والتمويل :

إن الإدارة الناجحة هي التي تعمل دائماً على انتهاز فرص التوسيع في أعمالها ، وتطوير منتجاتها ، وتوسيع أسواقها . ظاهرة النمو بالتوسيع في منظمات الأعمال - ظاهرة طبيعية ، لأن المشروع الذي لا ينمو يعد لبنة ضعيفة في البنيان الاقتصادي . ولما كان التخطيط عملية مستمرة في المشروع ، وتوقف أهميته على مدى أهمية الأعمال المزمع تنفيذها ، وتعقدتها ، فإن التخطيط للتوسيع يتطلب مجهوداً كبيراً في التحليل والدراسة قبل الإقدام على عملية التوسيع ذاتها وذلك للتحقق من مدى فعاليتها .

ودوافع التوسيع قد تكون اقتصادية مالية ، أو غير اقتصادية مثل الدوافع الاجتماعية أو النفسية الخ . فالدوافع الاقتصادية لها ارتباطها بالربحية التي تزيد بالتوسيع كنتيجة لاستغلال قانون تناقص التكاليف وإدارة أموال المنظمة بشكل علمي ، فالمفروض أن يترتب على التوسيع انخفاضاً في التكاليف ، ومن ثم تتأثر الربحية بالزيادة . فمن الملاحظ على سبيل المثال أن الإنتاج الكبير من شأنه ، أن يحقق وفورات في مختلف نواحي نشاط المشروع ، كما أن المكاسب في حالة الاندماج قد تأتي نتيجة للفورات من الاستغناء عن بعض المديرين واستغلال الكفاءات الممتازة ، وقد تأتي المزايا المالية من سهولة الحصول على الأموال عن طريق المشاركة أو الاقتراض بفائدة صغيرة ، إن التوسيع بهذه المزايا ينتظر معه انخفاض التكاليف وزيادة الربحية .

هذا ، وقد يكون دافع الربح ليس هو المحرك الوحيد للرغبة في عملية التوسيع ، حيث هناك الحوافز الاجتماعية أو النفسية التي قد تكون أساساً لدافع التوسيع بغض النظر عن الربحية ذاتها . وربما يبرر رجال الأعمال التوسيع على أساس الربحية ، ولكن شعورياً قد يكون الباعث الحقيقي هو سبب اجتماعي أو نفسي ، وينبغي الحذر من مثل هذا النوع لما قد يتترتب عليه من انحرافات تضر بالنظام التجارى والمجتمع .

وعليه ، يجب تقدير أثر التوسيع على الربحية ، فالتوسيع الذي يؤدي إلى خسائر لا يعتبر أساساً للنظام التجارى بشكل عام . لذلك سنوضح فيما يلى مفهوم التوسيع والاندماج كقرارات استثمارية ومالية ينبغي ترشيدها ، والتخطيط العلمي

لها ، وذلك حتى يؤتى التوسيع ثماره ولا يضر بالمشروع ذاته ، ومن ثم النظام التجارى بشكل خاص .

١١٠ - مفهوم التوسيع ، قرار مالى :

يمثل قرار التوسيع المفاجئ - أخطر القرارات التى تتخذ خلال حياة المشروع ، لذلك يجب أن يتخذ هذا القرار فى ضوء كل ما يحيط بعملية التوسيع من ظروف ومتغيرات ، وإلا كان لهذا القرار أخطر المواقف .

إن قرار التوسيع الرشيد ، هو ذلك القرار الذى يعطى لاختيار الوقت المناسب لبدأ التوسيع أهمية خاصة ، فقد يكون لسوء اختيار الوقت السبب فى فشل البرنامج الخاص بالتوسيع .

إن الإدارة الناجحة هى التى تعمل دائمًا على تفادي أية أخطاء عند اتخاذ قرارات تتعلق بعمليات التوسيع . فبرنامج التوسيع لأية منظمة يمثل تخطيطاً طويلاً الأجل ولا بد من الاهتمام بدراسته حتى لا تقع أخطاء غير قابلة للإصلاح إلا على حساب المنظمة نفسها ومصيرها .

إن التخطيط الجيد يعد أمراً ضرورياً لتفادي أي تغيير بعد إتمام عملية التوسيع ، فإصلاح الأخطاء كما هو معروف سيكلف المنظمة الكثير من التكاليف . وفيما يلى نورد بعض الآثار التى يمكن أن تترتب على التخطيط المفاجئ لعمليات التوسيع ، وهذه الآثار تعكس لنا نتائج خطيرة باهظة التكاليف على المنظمة ، ومن بين هذه الآثار على سبيل المثال ما يلى :

- عدم وضوح أهداف التوسيع بدقة ، مما قد يحمل المنظمة أعباء غير اقتصادية .

- تحمل المنظمة لتكاليف زائدة ، نتيجة لسوء تخطيط أساليب ووسائل عمليات التوسيع .

- عدم القدرة على التوقع السليم لتكاليف الإنتاج والربحية بعد وقبل التوسيع فى المدى الطويل ، وكذلك سوء تقدير الأموال المطلوبة وكيفية تدبيرها ، وعدم تحقيق التوازن فى تكوين رأس مال المنظمة .

- عدم القدرة على وضع البرنامج الزمنى الصحيح لعمليات التوسيع ، مما يترتب عليه الكثير من الأخطاء التى قد يصعب إصلاحها بالنسبة للمنظمة .

وإذا كانت مسئولية التخطيط للتوسيع تقع على عاتق مجلس الإدارة ، ولجان مختصة ومخططين فنيين – إلا أن دور المدير المالي من كل ذلك يتمثل فى ترجمة خطة التوسيع إلى تقديرات وأرقام تعكس الناحية المالية النقدية على شكل حساب للأرباح والخسائر وميزانية عمومية وتحليل مالى ، ولابد أن يحدد أيضا حاجات المنظمة من أموال ومصادر تدبيرها .

وإذا كان الهدف الرئيسي فى معظم حالات التوسيع ، هو تخفيض التكاليف أو زيادة الربحية – إلا أن المدير المالي فى ضوء هذا الهدف ، يحاول جاهدا أن يحقق المزايا المالية التالية .

- الاستخدام الأمثل للأصول بهدف الحد من التكاليف الكلية .

- استعمال الإمكانيات العلمية ووسائل الرقابة المالية .

- العمل على انتظام الربحية واستقرار المنظمة .

وهناك ثلاثة أساليب أساسية لعمليات التوسيع ، هي :

أ - النمو الداخلى ، ويتم عن طريق التمويل الذاتى ، وذلك من خلال احتجاز جزء من أرباح المنظمة كل عام وإعادة استثماره من جديد داخل المنظمة ذاتها . وتعد هذه الطريقة أهم طرق تمويل التوسيع فى المرحلة الأولى من عمر المشروع ، وتميز بسهولتها فى الحصول على الأموال المطلوبة ، غير أن التوسيع بهذه الطريقة يتم عادة بأسلوب تدريجى وفقا لمقدار الأرباح المعاد استثمارها .

ب - الاندماج ، وهو عملية اتحاد مشروعين أو أكثر فى مشروع واحد ، وتحت إداره واحدة وملكية مشتركة ، وذلك إما بالمزج وهو فناء شركتين فى شركة جديدة ، أو بالابتلاء وهو فناء شركة أو أكثر فى شركة أخرى موجودة . وتميز هذه الطريقة بأنه يمكن إجراء التوسيع المطلوب فى حجم المنظمة طفرة واحدة ، وفي الوقت الملائم للظروف السائدة .

ج- زيادة الأموال المستثمرة من خارج المشروع عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم وسندات) ، واستخدام حصيلتها لشراء أصول جديدة .
ومما سبق – يلاحظ أن القرار الخاص بالتوسيع ، هو قرار مالى له أهميته الخاصة فى المنظمات الصناعية . وعليه فإن اتخاذ قرار رشيد فى هذا المجال ، يتطلب ضرورة مراعاة الخطوات التالية :

- التخطيط السليم الشامل للتوسيع ، وبحيث يتضمن الخطوات والتوفيت الزمنى ، وأن يتصف بالمرونة حيال ما يطرأ من ظروف خارج الحساب.
 - البحث عن مقترحات التوسيع فى الأجل الطويل مثل إنشاء شركة قابضة أو ضم مشروعات جديدة ، وتقدير مثل هذه المقترحات لاختيار أمثلها للمنظمة .
 - وضع خطة تتعلق بكيفية تدبير الأموال اللازمة ، والتوفيت الزمنى لتحقيق عمليات التوسيع وتنفيذها .
 - إجراء المفاوضات الخاصة بعمليات الشراء وتحديد الثمن وتسويته .. الخ .
 - تحقيق عملية الاندماج بين المشروعات وإعادة التنظيم اللازم إذا اقتضى الأمر ، وذلك حتى يصبح هناك مشروعًا واحدًا مستمرا ، وناجحا .
- وإذا كان الاندماج يمثل – كما رأينا- أحد الخطوات الأساسية لعمليات التوسيع ، فماذا نعني بمفهوم الاندماج ، وما أثره على هيكل التمويل في المنظمة ؟، وهذا ما نريد توضيحه في الجزئية التالية :
- ٢/١١٠ - مفهوم الاندماج وأثره على هيكل التمويل :

الاندماج – قرار استثماري ومالى ، يعني أن جميع المشروعات المنضمة (المتحدة) تفقد شخصيتها القانونية لتكون شركة جديدة تحت إدارة وملكية مشتركة . وبعبارة أخرى ، فإن الاندماج هو – كم سبق وأشارنا – فناء شركة أو أكثر في شركة أخرى ، أو فناء شركتين أو أكثر وقيام شركة جديدة . وعلى ذلك فلا تعتبر الشركة القابضة أو المقبوسة إندماجا ، حيث أن كل منهما تظل محتفظة بشخصيتها وكيانها . إذن فالعبرة في مفهوم قرار الاندماج أن تفقد الشركات المتحدة شخصيتها القانونية بهذا الانضمام لتكون معا بعد ذلك شركة واحدة ، ولها شخصيتها القانونية الخاصة بها .

وفي الحقيقة ، هناك أسباب متعددة وراء عملية الاندماج – منها :

- الرغبة في توسيع الطاقة الإنتاجية .
- التكامل الرأسى في نشاط المنظمات .
- تدعيم المركز التنافسى وزيادة المبيعات .
- تخفيض التكاليف وتدعيم المركز المالى للمبيعات .
- تحسين برامج الإدارية بما يؤدي إلى رفع الكفاءة الإنتاجية .

وعلى الرغم من الرغبة نحو الاندماج لدواعي التوسيع كما أوضحتنا - إلا أن لهذا الاندماج آثاره على هيكل التمويل العام للمنظمة . ويلاحظ أن هيكل التمويل الخاص بالمنظمة الدامجة يتأثر تأثيراً واضحاً ، حيث تظهر تغيرات مفاجئة عليه ، وذلك على عكس التغيرات التي تتم من خلال النمو الداخلي بالتدريج . وعليه فإن هيكل التمويل للمنظمة الدامجة يصبح مختلفاً عما كان عليه من قبل ، وعادة ما يكون التغير في صالح نسبة ملكية أصحاب المشروع ، ولكن هذا الاتجاه يقابل اتجاه مضاد نتيجة لانتقال خصوص الشركxات المندمجة للشركة الدامجة . ولذلك فالنتيجة النهائية تتوقف على هيكل تمويل المنظمات المندمجة ، وكذلك على القيمة التي تشتري بها هذه المنظمات ، والحجم النسبي لها بالنسبة لحجم المنظمة الدامجة .

هذا بالإضافة إلى مخاطر الاستثمار في كل من المنظمات المندمجة ، حيث يختلف الأمر عن درجة المخاطر في المنظمة الدامجة ، ومن ثم فإن الاندماج قد يتربّط عليه زيادة أو نقص في درجة مخاطرة المنظمة الدامجة وذلك بحسب الظروف . وكذلك ينبع عن الاندماج تغيير في سياسة قيمة التوزيعات للأرباح ، وهو ما يعني أن المدير المالي سوف يواجه العديد من المشاكل المتعلقة بالتنظيم الداخلي للإدارة المالية وأرصدة النقدية وغيرها ، ومثل هذا يتطلب ضرورة تعديل السياسات المالية السابقة للمنظمة الدامجة .

وبشكل عام ، يمكن القول بأن هناك اتجاهات ينبغي مراعاتها عند اتخاذ القرار بالتوسيع ، وذلك حتى يمكن للمشروع أن يتفادى أية مشاكل يمكن أن تحدث أو التعرض للفشل المالي ، وهذه الاتجاهات - هي :

- الاحتفاظ بتكوين رأس المال متوافق على أساس علمي سليم .
- اللجوء إلى مصادر التمويل المناسبة ، وذلك لتخفيض تكاليف التمويل لأقل حد ممكن .

- الاحتفاظ برأس مال عامل سليم يتناسب واحتياجات المشروع .
- الاحتفاظ بالسيطرة على المشروع ، والاحتياط من الدورات التجارية إن المشاكل المالية لخطف التوسيع تشير إلى أن المشروع لا يمكنه أن يتوسع ، إلا إذا كان ذلك أمراً مربحاً . وهو ما يعني أن عائد الاستثمار سيكون مجزياً له في الأجل الطويل ،

وليس مجرد تحقيق أرباح وقتيّة لطلب طارئ على منتجاته . ولذلك فالفرق الوحيد بين الحالتين في التخطيط ، يتعلّق بصفة خاصة بكيفيّة عمليّة تدبّر الأموال . حيث أنّه في حالة التوسيع يكون لدى المشروع الخبرة الكافية ، ويمكنه تحقيق التوازن في تكوين الهيكل المالي اللازم للتوسيع .

وقياساً على ما سبق ، أمامنا تساؤل هام يتعلّق بكيفيّة تقليل مخاطر الإفلاس من خلال الاندماج بين المنظمات . إن الرد على مثل هذا التساؤل يتطلّب ضرورة تحديد الغرض الرئيسي من عملية الاندماج ذاتها ، وهو ما سنوضّحه بمثال افتراضي في الجزء التالي :

٢١٠ - الاندماج ومخاطر الإفلاس في المنظمة :

سبق وأوضّحنا أنّ من بين الأسباب الدافعة إلى الاندماج الرغبة في التوسيع الرأسي (أو الأفقي) ، وغالباً ما يكون الاندماج - كما أوضّحنا أيضاً - لدوافع اقتصاديّة أو غير اقتصاديّة ، إلا أنّ هذا الاندماج قد يمثل أحد الاتجاهات الهامة التي يمكن استخدامها لدوافع مالية بحثة وخاصة كدافع الحد من المخاطر الماليّة ، حيث تقل القيمة المتوقعة لتكلفة الإفلاس كنتيجة لهذا الاندماج . ولتوسيع ذلك - دعنا نفترض الموقف التالي لكل من الشركتين (س ، ص) ، كما يلى :

أولاً - أن التوزيعات الاحتمالية للتدفقات النقدية لكل من الشركتين س ، ص في ظل الأحوال الاقتصاديّة المختلفة ... كانت كما يلى :

		(الشركة س)		(الشركة ص)		الأحوال الاقتصاديّة
		الاحتياط	التدفق النقدي	الاحتياط	التدفق النقدي	
(ت)	(ح)	(ت)	(ح)			
٧٥	٠,١	٧٥	٠,١			سليمة
٢٢٥	٠,٣	٢٢٥	٠,٣			عادية
٤٥٠	٠,٦	٤٥٠	٠,٦			جيّدة

ثانياً - أن كل شركة لديها قرضاً قدره ٢٠٠ جنيه .
حدد في ضوء هذه البيانات احتمال أي من الشركتين لن تستطيع مواجهة التزام القرض ؟ .

إن الرد على هذا التساؤل في الموقف السابق، يستلزم أن نحدد احتمال أي من الشركاتتين لديها المقدرة على التصدى للمخاطر المالية الناجمة عن ضرورة سداد الالتزام المالي الخاص بهما (القرض) ، وذلك على النحو التالي :

أ - احتمال عدم قدرة أي من الشركاتتين على الوفاء بالتزاماتها المالية لدائنيهما (القرض) :

$$\text{بما أن } H = H(T_S > 200) + H(T_C > 200)$$

$$- H(T_S > 200) (T_C > 200)$$

$$\text{إذن } H = 1 - 0,1 - 0,1 \times 0,1 = 0,19$$

وهو ما يعني أن هناك احتمال قدره 19% ، لعدم قدرة أي من الشركاتتين على الوفاء بسداد الالتزام المالي الخاص بهما وهو القرض .

ب - ولكن ما الذي يحدث لنفس الموقف إذا ما اندمجت الشركاتتين س ، ص معا، ليكونا بذلك شركة جديدة هي (ع) . وفي مثل هذا الموقف ، تصبح التدفقات النقدية واحتمالاتها كالتالى :

الاحتمال	التدفقات النقدية
0,05	150
0,07	224
0,15	450
0,23	601
0,30	900

وعليه نلاحظ أن احتمال عدم قدرة الشركة الجديدة (ع) بعد الاندماج على مواجهة الديون المجمعة لكل من الشركاتتين س ، ص وقدرها 400 جنيه ، تقل إلى 12% فقط (لماذا؟) .

الواضح إذن أن الاندماج بين الشركاتتين س ، ص قد أدى إلى تخفيض احتمال مواجهة المخاطر المالية من 19% إلى 12% فقط ، ومن ثم نتوقع بالتالى انخفاضا في تكلفة الإفلاس نتيجة لذلك . ولعل السبب في هذا - هو أن

الاندماج قد أدى إلى تغيير التوزيعات الاحتمالية للتدفقات النقدية ، مما أعطى الشركة الجديدة (ع) مقدرة أعلى على مواجهة المخاطر المالية .

... ونظراً لأهمية قرار التوسيع في مجال الحد من مخاطر الإفلاس - كما رأينا - من خلال ما حدث من اندماج بين الشركتين س ، ص في المثال السابق . فإن الأمر يتطلب ضرورة الاهتمام بدراسة وفحص مقتراحات التوسيع كإتجاه للوصول إلى القرار الرشيد في هذا الشأن ، وهذا ما نود إيضاحه في النقطة التالية :

٢١٠ - تقييم مقتراحات التوسيع في المنظمات :

من البديهي أن التوسيع العلمي ، هو الذي يجب أن يراعي الظروف المناسبة للمشروعات . فالتوسيع كقرار استثماري وتمويلي ينبغي أن يكون معتمداً على جوانب القوة في المشروع ، ومثل هذا التوسيع يتطلب ضرورة مراعاة النواحي التالية :

١/٣/١٠ ضرورة فحص ودراسة مشروعات التوسيع من حيث وجهات نظر كافة الجهات المعنية ، وكذلك أثرها على سياسة الأرباح في هذه المشروعات .

٢/٣/١٠ مدى إمكانية تنفيذ مشروعات التوسيع ، وأثر ذلك على المنافسة و موقف المنافسين إزاء هذا التوسيع .

٣/٣/١٠ تحديد احتياجات المشروع وتدبير الأموال الازمة لذلك ، وكذلك حفظ التوازن فيما يتعلق بتكوين رأس مال المشروع ، وتحقيق النسب المالية المطلوبة لذلك .

وفي الحقيقة ، أن الإدارة الناجحة هي التي تتخذ قرار التوسيع بعد دراسة وتقييم المقتراحات الخاصة بذلك من حيث :

أولا - ترتيب هذه الاقتراحات تنازلياً من حيث المخرجات الخاصة بها ، وذلك لاختيار أكثرها إيرادا .

ثانيا - ترتيب هذه الاقتراحات تصاعدياً من حيث التكاليف الخاصة بها ، وذلك لاختيار أقلها تكلفة .

وفيما يلى ، نتناول كيف يمكن ترتيب اقتراحات التوسيع تنازليا من حيث إيراداتها ، وتصاعديا من حيث تكاليف رأس المال ، وكيفية الاختيار لأكثرها إيرادا وأقلها تكلفة :

أولا - ترتيب مقتراحات التوسيع من حيث المخرجات (الإيرادات) :
هناك توجد عدة طرق للترتيب من حيث الأفضلية ، وخاصة إذا ما كان

التوسيع يشمل مقتراحات لمناطق مختلفة من المشروع . وهذه الطرق ، هى :
١ - طريقة صافي القيمة الحالية أو الرقم القياسي لربحية الاقتراح ، ويمكن

الحصول عليها من خلال المعادلة التالية ^(*) :

$$\text{صافي القيمة الحالية} =$$

القيمة الحالية للدفعات المسترددة من قيمة الأصل - تكاليف

الأصل

٢ طريقة العائد على الاستثمار ^(*) ، أى النسبة المئوية للربح على المال المستثمر في الأصل . ويمكن الوصول إلى هذه النسبة من خلال التحسيس للقيم الحالية لقيمة الأصل بعدة أسعار من الفائدة ، وذلك حتى نصل إلى ما يقرب من تكاليف الأصل موضوع الاقتراح .

٣ طريقة صافي الإيراد ، ويمكن الحصول عليه من خلال المعادلة التالية :

$$\text{صافي الإيراد} = \frac{\text{متوسط الإيراد السنوى}}{\text{القيمة المستثمرة فى التوسيع}}$$

٤ - طريقة فترة الاسترداد ، ويمكن الوصول إليها كالتالى :

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{القيمة المستثمرة فى التوسيع}}{\text{الإيراد قبل خصم الاستهلاك وبعد خصم الضرائب}} \text{ وفىما يلى فترة استرداد لثلاثة مقتراحات للتوسيع - الأول منها مثلا لإنشاء فروع ، والثانى للتحول إلى الحاسبات الآلية ، والثالث لتنظيم المخازن ، كالتالى :}$$

اقتراح الإيراد النقدى السنوى فترة ترتيب

^(*) تستخدم جداول الفائدة مع هاتين الطريقتين للحصول على النتائج المطلوبة .

ال توسيع	المطلوب للتغذى الاقتراض	الاسترداد				الاقتراض ا د ا ت
		١	٢	٣	٤	
أ	١٥٠٠٠	٨٠٠	٢٠٠	٥٠٠	٢٠٠	١
		٠	٠	٠	٠	
ب	١٥٠٠٠	٣٠٠	٤٠٠	٨٠٠	٣٠٠	١
		٠	٠	٠	٠	
ج	١٥٠٠٠	١٥٠	٢٠٠	٥٠٠	٨٠٠	١
		٠	٠	٠	٠	

ويلاحظ من البيانات السابقة أن المقترفات الثلاثة متساوية من حيث الأفضلية ، حيث أن فترة الاسترداد واحدة في الجميع إلا أن الاقتراحين أ ، ج أفضل من الاقتراح ب لأن المبالغ المستردبة أكبر في السنوات الأولى منها في السنوات الأخيرة ، وإن كان المقترح ج أفضلاً لها جميعاً لكونه يعطى إيراداً إضافياً قدره ١٥٠٠ جنيه في السنة الرابعة .

وتمثل الطريقة الأولى أسلم الطرق المعروضة من الناحية العلمية ، وإن كانت الطريقة الأخيرة هي الشائعة الاستعمال .

ثانياً - ترتيب مقترفات التوسيع من حيث التكاليف :

ولترتيب مقترفات التوسيع من حيث تكاليف رأس المال الخاص بها -

يمكن استخدام المعادلة التالية بالنسبة لكل مقترح كالتالي :

$$\text{تكاليف رأس المال} = \frac{\times \text{التضييقات}}{\% 100 \text{ قيمة رأس المال المستثمر}}$$

$$= \frac{\times \text{الفوائد المدفوعة}}{\% 100 \text{ صافي رأس المال المستثمر}}$$

×

أو

$$= \frac{\times \text{الأرباح المطلوب تحقيقها من التوسيع}}{\times}$$

فى حالة الاقتراض .

وذلك طبقاً للمصدر الخاص بالأموال ، وما إذا كانت أموال أصحاب المشروع أو أموال الغير . والتضحيات في حالة أموال الغير هي الفوائد المدفوعة ، في حين أنها تمثل في حالة أموال أصحاب المشروع مقدار الأرباح التي يجب أن يحصل عليها المشروع من التوسيع ، وتنسب هذه الفوائد أو تلك الأرباح مؤرياً إلى رأس المال اللازم للتوسيع ، ويلاحظ أن المنظمة قد تلجم إلى مزيج من المصادر يعطى أقل تكاليف لرأس المال .

وبشكل عام ، يمكن القول بأنه لا يمكن الوصول إلى الدقة التامة عند حساب كل من الإيرادات أو التكاليف وذلك لكونها جميعاً قائمة على التنبؤ بالمستقبل ، وعلى قررها قد لا تتحقق . وإن كانت مثل هذه التقديرات على وجه العموم ، تساعد كثيراً على اتخاذ القرارات السليمة على أساس التقدير الشخصي ، مع مراعاة العنصر الزمني باستمرار . ولذلك فالتقدير الشخصي هو الفاصل في الحكم النهائي واتخاذ القرار الصحيح . وفي هذا نود أن ننبه إلى ضرورة متابعة التوسيع وإجراء الرقابة عليه ، حتى يمكن تفادى أية أخطاء قد تحدث مستقبلاً وبأقل التكاليف .

وأخيراً ، يمكن القول بأن بعض الاندماجات قد تتحقق مزايا وبعضها قد لا يتحقق هذه المزايا . وطالما أن عملية الاندماج قد تمت في ضوء تجنب نقطة التعادل بدقة ، فإن الصفة يمكن أن تتحقق المزايا والمردودات .

إن الكثير من الاندماجات التي تمت في الثمانينيات قد أدت إلى تراكم الديون وتعثر هذه الشركات ، بل إن كثيراً من الشركات المالية وشركات التأمين فقدت السيولة ، نظراً لاستثمار أموالها في سندات رديئة .

٤١٠ - العوامل الكمية المؤثرة في عملية الاندماج :

هناك خمسة عناصر تمثل الجوهر في عملية الاندماج ، وهي :

- ١- الربحية بالنسبة للسهم .
- ٢- التوزيعات لحملة الأسهم ، كدخل حقيقي لهم .

xx في حالة استخدام أموال أصحاب المشروع ، كما هو الحال عند إصدار أنواع من الأسهم .

٣- القيمة السوقية للسهم ، كسعر سوقى له .

٤- القيمة الدفترية للسهم .

٥- نصيب السهم من صافى قيمة الأصول ، أى أن :

$$\text{صافى قيمة الأصول} = \frac{\text{الأصول} - \text{الديون القصيرة والطويلة الأجل}}{\text{عدد الأسهم}}$$

المراجع:

- د. درويش مرعي ، مراجع سابق ، ص ٣٠١-٣٠٢ .
- د. سعيد توفيق عبيد ، مراجع سابق ، ص ١٢٥ - ١٣٠ .
- د. محمد عبد العزيز عبد الكريم ، الإدارة المالية ، القاهرة ، مكتبة التجارة والتعاون ، ١٩٨٧ ، ص ٣٠١ - ٣١٢ .
- د. محمود عبد العزيز الجمل ، أصول الإدارة المالية: مدخل اتحاذ القرارات ، الجزء الثاني ، غير موضح جهة النشر ، ١٩٩٠ / ١٩٩١ ، ص ٣١٥ - ٣٢٣ .
- *Brealey, R.A. and Myers, S.C., Principles of Corporate Finance, 4th ed., N.Y.: Mc Graw - Hill, Inc., 1991, P. 817.*

الفصل الحادى عشر

قرارات المخاطر المالية وتكليفها

- الأهداف التعليمية

- ١/١١ - مفهوم وطبيعة المخاطر المالية للأعمال
- ١/١/١١ - المخاطر المالية ومستوى مخاطر التشغيل
- ٢/١/١١ - درجة الكراهة للخطر والقرار الاستثماري
- ٢/١١ - المخاطر المالية واحتمالات الفشل المالي
- ١/٢/١١ - المخاطر المالية وعلاقتها بالإفلاس
- ٢/٢/١١ - التنبؤ بالفشل المالي

الفصل الحادى عشر

قرارات المخاطر المالية وتكليفها

- الأهداف التعليمية :

يحاول هذا الفصل - وبإيجاز - أن يجيب عن تساؤل هام كثيراً ما يتربّد في أوساط الأعمال ، ويرتبط هذا التساؤل بالمناخ المحيط بالقرارات الاستثمارية ، إذ يبحث في مدى جدوى كيفية مواجهة درجة المخاطرة المتوقعة في قرارات الاستثمار والتمويل . فكما هو معروف أن مثل هذه القرارات تتصل معظمها بالمستقبل ، ومن ثم يتعرض متذمّرها هذه القرارات لمخاطر قد تحدّد من نمو عمليات التشغيل في المنظمات ، وتخالف درجة هذه المخاطرة من حيث مدى تأثيرها على المناخ الاستثماري ، باختلاف المتغيرات والظروف التي تحكم هذا المناخ .

لذلك يهدف هذا الفصل إلى الإجابة على بعض التساؤلات الهامة ، والتي ترتبط بالعائد الاستثماري والمخاطر المالية التي يمكن أن تترتب عليه . وهذه التساؤلات ، هي :

- ما مفهوم وطبيعة المخاطر المالية للأعمال ؟
- ما العلاقة بين المخاطر المالية ومخاطر عمليات التشغيل في المنظمة ؟
- ما أثر درجة كراهية الخطر المالي على العائد الاستثماري للمنظمة ؟
- كيف يمكن تجنب الإفلاس المترتب عن زيادة المخاطر المالية كنتيجة للاعتماد على الديون ؟
- كيف يمكن التنبؤ مستقبلاً باحتمالات الفشل المالي لتجنبه ؟

١١١ - مفهوم وطبيعة المخاطر المالية للأعمال :

تشير كلمة المخاطرة ببساطة إلى أن هناك احتمال أن يصبح تنبؤ من نوعية معينة خاطئاً . فإذا ما كان مثل هذا الاحتمال مرتفعاً بثبوت وجود خطأ في تنبؤ معين ، فمعنى ذلك أن درجة المخاطرة مرتفعة . وفي مثل هذا الموقف يكون التساؤل الطبيعي أمام متذبذب القرار الاستثماري ، هو كيف يمكن التصدي لدرجة المخاطرة المتوقعة في القرارات المالية ؟ .

وفي هذا المجال تتعدد الأدوات (مثل الطرق الكمية ، وشجرة القرارات المالية ، وأساليب تحليل المخاطرة ... الخ) التي تساعد رجل القرار المالي في تقرير المسارات الاستثمارية الصحيحة .

هذا وترتبط _ كما أوضحتنا _ المخاطر المالية للأعمال أساساً بالقرارات الاستثمارية أو بمزيج الأصول المختلفة للمنشأة ، لذلك يمكن الإشارة إليها على أنها التغير في العائد على الأصول . ومن جانب آخر فإن هذه المخاطر ترتبط أيضاً بالقرارات التمويلية ، أو بهيكل التمويل الخاص بالمنظمة .

وتظهر المخاطر المالية أمام المنظمات نتيجة لاستخدام الديون ، مما يزيد من درجة التغير في عائد المساهمين ، فضلاً عن زيادة احتمالات حدوث العسر المالي . وعليه فإن المنظمات يمكنها التصدي لهذه المخاطر إذا ما قررت ترشيد استخدام الديون في هيكلها المالي ، أو عدم استخدام مثل هذه الديون على الإطلاق إذا ما قررت تجنب هذه المخاطر بشكل نهائي . ومن الممكن – كما أوضحتنا – في الفصل الثامن من هذا الكتاب تقدير درجة المخاطرة المالية باستخدام ارتباط معامل الاختلاف لكل من العائد الاستثماري المتوقع على الأصول والعائد الاستثماري المتوقع لحملة الأسهم العادية .

ولكن ما نود أن ننبه إليه في هذا الخصوص إضافة لما سبق – أن نوضح للقارئ (أو الدارس) أن لمستوى مخاطر تشغيل العمليات في المنظمة أثره الكبير على مستوى المخاطر المالية ، وكذلك الحال فيما يتعلق بأثر رد الفعل تجاه الخطير (وهو ما يعرف بدرجة كراهية الخطير) على القرار الاستثماري ، وهذا ما سنوضحه بإيجاز مبسط في الصفحات التالية :

١١١ - المخاطر المالية ومستوى مخاطر التشغيل :

تشير المخاطر المالية التي تتحملها المنظمة إلى ضرورة أن يكون هناك حدوداً لحجم الديون التي يمكن أن تتحملها المنظمة ، ومن هنا تعتبر درجة دائنية التمويل (دت م) - مؤشراً لدرجة المخاطرة التي تتحملها المنظمات. ومن ثم فإن المنظمة التي لا يوجد لديها مديونية سوف لا يكون لديها بالطبع دائنية تمويل ، وبالتالي فسوف لا تتعرض للمخاطر المالية .

وتنشأ دائنية التمويل بسبب الرغبة في زيادة العائد على حقوق المساهمين ، ومن ثم تحمل تكاليف تمويلية ثابتة . إن هذا المؤشر (دت م) يعني مدى حساسية صافي الربح ومعدل العائد للسهم للتغير الذي يحدث في ربح العمليات (قبل الفوائد والضرائب) ، وعلى ذلك فالمنظمة التي ليس لديها دائنية للتمويل ، فإن (دت م) سوف يساوى الواحد الصحيح كيف ؟ .

إن تقدير دائنية التمويل (دت م) ، يتم من خلال ناتج قسمة ربح العمليات قبل الفوائد والضرائب ، على نفس الربح مطروحاً منه التكاليف التمويلية الثابتة (الفوائد عادة) ، أي أن :

$$دـتـم = \frac{حـ(ـقـبـلـفـوـائـدـوـالـضـرـائـبـ)}{حـ-ـمـثـ(ـالـتـكـالـيفـالـمـالـيـةـالـثـابـتـةـ)}$$

كما يمكن قياس هذا المؤشر أيضاً عند مستوى معين للربح قبل الضرائب والفوائد من خلال نسبة التغير في عائد السهم العادي ، إلى نسبة التغير في ربح العمليات - كالتالي :

$$دـتـم = \frac{حـ}{حـ-ـمـثـ(ـالـتـكـالـيفـالـمـالـيـةـالـثـابـتـةـ)}$$

فبفرض أن هيكل رأس المال كان لإحدى الشركات يتكون من ٢٠٠٠٠ سهم ، ويبلغ إجمالي الديون ٢٠٠٠٠ جنيه ، وتصل الالتزامات المالية الثابتة إلى ٢٠٪ من إجمالي الديون ، فالمطلوب تقدير (دت م) عند مستوى ربح عمليات قدره ٤٠٠٠٠ جنيه .

وفى ضوء المؤشرات السابقة - نحصل على :

$$دـتـم = \frac{٤ـ٠ـ٠ـ٠ـ}{١ـ,ـ١ـ١ـ} = \frac{٤ـ٠ـ٠ـ٠ـ}{ـ٠ـ} =$$

$$\begin{array}{r} 3600 \\ - 40000 \\ \hline 4000 \end{array}$$

وبفرض أن معدل ضريبة الدخل (ض) يمثل 50% ، وأن (ن ع) هي رمز عدد الأسهم العادية ، (ن م) هي رمز لعدد الأسهم الممتازة ، و(ك ن م) هي رمز لكتوبونات الأسهم الممتازة ، فإن عائد السهم العادي (م س ع) ، يتحدد كما يلى :

$$\begin{array}{r} (ح - م^3) (1 - ض) \\ \hline \text{ن ع} \\ - 40000 (1 - 40000) \\ \hline (0,50) \\ \hline 20000 \\ \hline \times 36000 \\ \hline 0,50 = 9 \text{ جنيه} \\ \hline 20000 \end{array}$$

وفيما يتعلق بالعلاقة بين مستوى مخاطر التشغيل والمخاطر المالية - دعنا نفترض لتوضيح هذه العلاقة أن الشركة فى مثالنا السابق قد استخدمت ديون فى تمويل العملية (و) ، ولم تستخدم ديون فى تمويل العملية (و) ، وبفرض أن الفائدة على الديون تبلغ ١٩٦٣١٦ جنيه ، وأن الضرائب على الإيرادات كانت تمثل 50% ، وقد توافرت البيانات التالية عن هاتين العمليتين - كما يلى :

المبيعات	العملية (و)	العملية (و)
٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠	٦٠٠٠٠٠
جنيه	جنيه	جنيه
٨٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	٨٠٠٠٠
٠٠	٢٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠
٢٠٠٠٠٠	٠٠	٢٠٠٠٠٠
٣٢٠٠٠٠	٣٢٠٠٠٠	٣٢٠٠٠٠
الإهلاك		
الربح قبل الفوائد والضرائب		

وبافتراض زيادة المبيعات بنسبة 10% ، كيف يمكن أن يكون هيكل قائمة الدخل في ضوء العلاقة بين مستوى كل من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية ؟

وبتحليل البيانات السابقة - يمكن تفسير العلاقة على النحو

التالي:

أولا - تحديد مستوى مخاطر التشغيل ويرمز لها بالرمز (دش) ، وهى ما تسمى بـ **بدائية التشغيل**^(١) فى كل من العمليتين (و) ، (و) - كالتالى :

$$\text{حيث } \frac{1}{\text{أن}} = \frac{32\ldots\ldots}{32\ldots\ldots} = (\text{دش للعملية } \omega)$$

عدم وجود تكاليف ثابتة في العملية (و) ، يعني عدم وجود دائنية تشغيل بها ، لذلك فإن (دش) في هذه العملية تشير إلى أن ربح العمليات سوف يتغير بنفس نسبة تغير المبيعات ، وعليه تكون قيمة (دش) للعملية الثانية (و) - كالتالي :

$$= \frac{520000}{320000} = (دش) للعملية (و)$$

ثانيا- وفي ضوء ارتفاع المبيعات بنسبة ١٠% - فإن الربح قبل الضرائب والفوائد سيرتفع بنفس النسبة في حالة العملية الأولى (و) ، ولكنه في العملية الثانية (و) سيرتفع بنسبة ١٦,٣% - كما يتضح من الآتي :

<u>العملية (و)</u>	<u>العملية (و)</u>	
٦٦٠٠٠٠	٦٦٠٠٠٠	المبيعات
٨٨٠٠٠	٨٨٠٠٠	تكلفة الخامات
..	٢٢٠٠٠٠	تكلفة العمالة
٢٠٠٠٠٠	..	الإهلاك
٣٧٢٠٠٠	٣٥٢٠٠٠	الربح قبل الفوائد والضرائب

(1) تحسب دائئنة التشغيل من خلال المعادلة التالية:

$$\text{قيمة المبيعات - التكاليف المتغيرة} = \text{(دش)} = \frac{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب}}$$

- نسبة التغير في المبيعات
 - نسبة التغير في الربح قبل
 الفوائد والضرائب

[دائنية التشغيل (دش)]

ثالثا- وفى ضوء مقدار الفائدة على الديون والتى تبلغ ١٩٦٣١٦ جنيه ، فإنه من الملاحظ انعكاس هذه الفائدة على البيانات السابقة - كما يلى :

<u>العملية (و)</u>	<u>العملية (و)</u>	
٣٢٠٠٠٠	٣٢٠٠٠٠	- الربح قبل الفوائد والضرائب
..	١٩٦٣١٦	- الفوائد
٣٢٠٠٠٠	٣٠٠٣٦٨٤	- الربح قبل الضرائب
١٦٠٠٠٠	١٥٠١٨٤٢	- الضرائب
١٦٠٠٠٠	١٥٠١٨٤٢	- صافى الربح
١	١,٦٣	- دائنية التمويل (دش)

ويتضح مما سبق ، أن دائنية التمويل (دش) للعملية (و) تبلغ ١,٦٣ ، فى حين أنها تصل إلى الواحد الصحيح فى العملية (و) . وهذا عكس ما هو حادث فى دائنية التشغيل (دش) لكل من العمليتين السابقتين ، وذلك كما يلى :

<u>العملية (و)</u>	<u>العملية (و)</u>	
٦٦٠٠٠٠	٦٦٠٠٠٠	- المبيعات
٨٨٠٠٠٠	٨٨٠٠٠	- تكلفة الخامات
..	٢٢٠٠٠٠	- تكلفة العمال
٢٠٠٠٠٠	..	- الإهلاك
		- صافى الربح قبل الفوائد
٣٧٢٠٠٠	٣٥٢٠٠٠	- الضرائب
..	١٩٦٣١٦	- الفوائد
٣٧٢٠٠٠	٣٣٢٣٦٨٤	- صافى الربح قبل الضرائب
١٨٦٠٠٠	١٦٦١٨٤٢	- الضرائب
		%٥٠

١٨٦٠٠٠	١٦٦١٨٤٢	- صافى الربح
%١٠	%١٠	- نسبة التغير فى المبيعات
-١٨٦٠٠٠	-١٦٦١٨٤٢	- نسبة التغير فى صافى الدخل
١٦٠٠٠	١٥٠١٨٤٢	
<hr/> ١٦٠٠٠	<hr/> ١٥٠١٨٤٢	
%١٦,٣) =	%١٦,٣) =	
((

٢/١١١ - درجة الكراهة للخطر و القرار الاستثمارى :

يتطلب معرفة أثر درجة كراهة الخطر عل القرار الاستثمارى - أن نتبين أولاً كيفية تقدير العائد الاستثمارى المطلوب والعوامل المؤثرة فى تركيبه ، حيث يلاحظ أن هذه العوامل تتحكم فى تقديره من خلال معادلته ، كما يلى :

$$م ع م = ف + ب (ع س - ف)$$

حيث أن :

م ع م = معدل العائد الاستثمارى المطلوب .

ف = معدل العائد الحالى من الخطر ، وهو العائد المضمنون الحصول عليه ولا يتعرض لأية تقلبات وذلك مثل عائد شهادات الاستثمار ، وإن كان زيادة عدد الفرص الاستثمارية فى المستقبل قد يغير من هذا المعدل .

ب = معامل المخاطرة المنتظرة ، حيث يقىس درجة المخاطرة المنتظمة لأى استثمار . وطالما أن المخاطرة غير المنتظمة يمكن التحكم فيها ، فإن المستثمر لا يحق له أن يطلب تعويضا عنها ، بل يتوفى مثل هذا التعويض فى المخاطرة المنتظمة ، حيث لا يمكنه التحكم فيها أو تجنبها .

ع س = معدل العائد السوقى ، وهو يعنى متوسط معدل العائد على كل الاستثمارات فى السوق ، أى أن هذا المعدل عبارة عن :

$$\frac{\text{معدلات العائد على كل الاستثمارات}}{\text{عدد هذه الاستثمارات}} .$$

ع $_{س}$ - ف = بدل المخاطرة السوقى ، وهو يمثل الفرق بين متوسط معدل العائد على كل الاستثمارات فى السوق ، وبين معدل العائد الحالى من الخطر .

ومن الملاحظ أن معادلة العائد الاستثمارى المطلوب - تمثل أهم العلاقات فى الإدارة المالية ، إذ توضح أن المنطق الذى يجب أن يسلكه المستثمر لتحديد ما يتطلبه من عائد ، يتركز فيما يلى :

- أن يكون المستثمر على دراية كاملة بمعدل العائد الحالى من الخطر .

- أن المخاطرة المنتظمة ، هي المخاطرة المقصودة عند متى القرار لكونه غير قادر على تغييرها ، فهى مخاطرة مؤثرة ويجب أن يحدد لها معاملها .

والتساؤل الهام بعد ذلك هو : ما أثر درجة الكراهة للخطر على القرار الاستثمارى؟.

إن من البديهى أن أي مستثمر يكره الخطر ، ولكن ماذا يحدث لو أن درجة الكراهة للخطر على الاستثمارات قد زادت ؟ .

بالطبع سوف يطلب المستثمر بذلا لهذه المخاطرة ، وعلى أن يكون هذا البذل أكبر فى حالة زيادة درجة كراهيته للخطر على استثماره . وللتوسيح ذلك - دعنا نفترض أن :

$$ف = 12 \%$$

$$ب = 1,25 \%$$

$$ع_{س} = 16 \%$$

وعليه ، فإن معدل العائد الاستثمارى المطلوب يمثل :

$$م_{ع} = 12 + 1,25 (0,04) = 17 \%$$

وبفرض أن درجة الكراهة للخطر قد زادت ، فمن الملاحظ أن (ف) ستظل كما هي دون تغيير . ولكن الذى يتغير بالزيادة هو معدل العائد السوقى

(ع س) ليصبح فرضاً ١٩% لكونه يحمل قدرًا معيناً من المخاطرة المنتظمة ، ومن ثم فإن معدل العائد الاستثماري المطلوب في هذه الحالة يزداد كما يلى :

$$\begin{aligned} \text{م ع م} &= ٠,١٢ + ١,٢٥ (٠,١٩ - ٠,١٢) \\ &= ٠,٠٧ + ١,٢٥ (٠,٠٧) \\ &= ٢٠,٧٥ \% \end{aligned}$$

وهذا معناه ، أنه بزيادة درجة الكراهة للخطر بمعدل ٣% - زاد معدل العائد الاستثماري المطلوب بمقدار ٣,٧٥% (١,٢٥ × ٣) .

٢/١١ - المخاطر المالية واحتمالات الفشل المالي :

يشير اصطلاح الفشل المالي إلى أن الإيرادات غير قادرة على تغطية النفقات بما في ذلك تكاليف الأموال ، وخاصة تكلفة الديون المتمثلة في الفوائد والأقساط أو رد الدين كله في مواعيد الاستحقاق .

ولعل عدم توافق قرارات الاستثمار مع قرارات تمويل هذه الاستثمارات - هو الباعث لهذه الفجوة بين العوائد الخاصة بهذه الاستثمارات ، وبين ما هو مطلوب دفعه كتكلفة للتمويل ، ومن ثم تعجز المنظمة على التصدى لهذه التكلفة كمخاطر مالية .

وقد أثبتت الكثير من الدراسات والبحوث أن أسباب الفشل المالي ترجع إلى عدم كفاءة الإدارة ، أو عدم توافر الخبرات الإدارية ، أو عدم توازنها فيما تقوم به المنظمة من أنشطة في مجالات الإنتاج والبيع والتمويل .

ومما سبق ، يتضح لنا كيف أن المخاطر المالية الناتجة عن عدم الاتساق بين القرارات الاستثمارية والقرارات التمويلية - تؤدي إلى وجود الفجوة بين الإيرادات والتكاليف الاستثمارية ، بالشكل الذي يزيد من احتمالات الفشل المالي عندما يصعب مواجهة هذه التكاليف بالإيرادات المحققة . وهذا يسوقنا وبالتالي إلى أهمية التعرف على العلاقة بين المخاطرة المالية والإفلاس ، باعتبار أن هذا الإفلاس هو النتيجة النهائية لعملية الفشل المالي في منظمات الأعمال ، وهو ما سنوضحه في النقطة التالية :

١/٢/١١ - المخاطرة المالية وعلاقتها بالإفلاس :

من الملاحظ أن المخاطرة المالية تأتي من جانب التمويل كنتيجة لقرارات المالية التي تتخذها المنظمة للحصول على الأموال من الغير (الديون

و القروض) ، وهو ما يعرف بمفهوم " الرافعة المالية " والتى سبق الإشارة إليها فى الفصل الثامن . وهذه الديون والقروض تفرض على المنظمة الالتزام بدفع فوائد وأقساط مالية سداداً لهذه الالتزامات . لذلك فقد لا تتمكن المنظمة من الوفاء بهذه الالتزامات ، مما يؤدى إلى احتمال التعرض للمخاطر المالية . وبالطبع عندما تزيد الرافعة المالية (الديون / إجمالي الأصول أو حق الملكية) – تزيد بالتالى المخاطر المالية أو احتمال الإفلاس ، ومن ثم فهناك علاقة طردية واضحة ومحضة بين زيادة القروض وزيادة المخاطر المالية . والتساؤل الأساسى الآن هو : كيف يمكن تجنب الإفلاس الناتج من زيادة المخاطر المالية كنتيجة للاعتماد على الديون ؟ .

والرد على هذا التساؤل ليس بالسهولة ، حيث أنه على الرغم من وجود إطار نظرى لعلاج هذه المشكلة يتلخص فى ضرورة اختيار المقترنات الاستثمارية المثلثى ، وتكوين هيكل التمويل المناسب – إلا أن احتمالات الإفلاس قد تظل قائمة .

ومن المعروف أن المنظمة فى مثل هذا الموقف تعمل فى ظل سوق غير تامة ، ومن ثم فالإدارة الرشيدة يجب أن تراعى الاتجاهات التالية :

أولاً - الاتجاه إلى تحديد الهيكل الأمثل للتمويل ، وذلك فى ضوء احتمالات الإفلاس ، وما يترتب عليه من تكلفة ، ومع مراعاة أن تكون القرارات المالية المتخذة متزامنة بحيث تأخذ فى الاعتبار التأثيرات المتبادلة على بعضها البعض .

ثانياً- الاتجاه نحو مراعاة أثر هذه التكلفة على قيمة المنظمة باعتبار أن هذه القيمة ، هي الهدف الرئيسي الذى تسعى المنظمة إلى تعظيمه ، وبشكل خاص يجب أن تعمل الإدارة على ربط القرارات المالية المتخذة بهدف تعظيم قيمة المنظمة كهدف نهائى مرغوب .

وهناك اتجاه عالمى نحو التأمين ضد المخاطر المالية (خاصة مخاطر الإفلاس) ، وإن كان مثل هذا الاتجاه غير شائع فى مصر حتى الآن . وفي شركات التأمين المتخصصة التى تقوم بتقديم خدماتها فى هذا المجال ، يلاحظ أن قيمة الأقساط التأمينية تزداد عادة كلما زادت مستويات الاقتراض لدى المنظمات المؤمنة ، وهذا بالتالى أمر طبيعى .

٢/٢/١١ - التنبؤ بالفشل المالي :

من البديهي أن التنبؤ مقدماً بالفشل المالي، هو أمر ضروري لتجنب مثل هذه المخاطر التي قد تخرج المنظمة من دنيا الأعمال . ولأهمية ذلك ، تكانت الجهد (خاصة المهتمة بالفشل المالي) للتوصى إلى أساليب كمية تساعده فى الحكم على المنظمات ، من حيث موافقها فيما يتعلق باحتمالات الفشل المالي . ومن أبرز الأساليب المستخدمة فى هذا المجال نموذج تقدير Z ، حيث تعبّر (Z) عن درجة يتم التوصى إليها ، وتعكس قدرة المنظمة على الوفاء بالتزاماتها ، ومن ثم قدرتها على مواجهة المخاطر المالية .

ويكون النموذج Z - من خمس معادلات أساسية هي :

- ١/٢/٢/١١ - رأس المال العامل إلى إجمالي الأصول (أ١)
- ٢/٢/٢/١١ - الأرباح المحتجزة إلى إجمالي الأصول (أ٢)
- ٣/٢/٢/١١ - الأرباح قبل الفوائد والضرائب إلى إجمالي الأصول . (أ٣)
- ٤/٢/٢/١١ - قيمة الأسهم إلى إجمالي الخصم (أ٤)
- ٥/٢/٢/١١ - المبيعات إلى إجمالي الأصول (أ٥)

وتشير هذه المعادلات الخمس معاً إلى مدى قدرة المنظمة على مواجهة التزاماتها المالية ، إلا أن هذه المعادلات التي اختيرت بعناية بعد الاختبارات الإحصائية والآلية - متباعدة الأهمية ، لذلك فقد تم التوصى لمعاملات تمييز تعكس أهمية كل معدل على حدة ، وعليه تصبح المعادلة التي تقيس درجة قدرة المنظمة على الوفاء بالتزاماتها كالتالي :

$$\text{درجة قدرة المنظمة} = 1,0 + 2,0 + 3,0 + 4,0 + 5,0$$

حيث (m_1 إلى m_5) هي معاملات التمييز .

وقد تم التوصى إلى النتائج التالية :

أ - إذا كانت درجة قدرة المنظمة (Z) أكبر من ٢,٩٩ ، فالمنظمة في حالة جيدة وغير معرضة لمخاطر الإفلاس .

ب - إذا كانت درجة قدرة المنظمة (Z) أقل من ١,٨١ ، فالمنظمة في حالة غير جيدة ومعرضة لمخاطر الإفلاس .

وفيما يلى مثال ، يوضح لنا كيفية تطبيق نموذج تقدير (Z) لقياس درجة قدرة المنظمة على الوفاء بالتزاماتها . وفي هذا المثال نفترض أنه قد تم تحديد المعدلات التالية لشركات ثلاث ، كما يلى :

النوع	النوع	النوع	النوع	النوع	المعدل	الشركات
٢	٠,٣	٠,٣	٠,١	٠,٢	الأولى	
١,٦	٠,١	٠,١	٠,٠٤	٠,١	الثانية	
٠,٦	٠,٠٤	٠,٠٢	٠,٠١	٠,٠٣	الثالثة	

وإذا كانت نتائج التحليل الإحصائي قد أظهرت أن :

$$1,3 = 12$$

$$1,0 = 2\mu$$

$$\mathfrak{r}, \xi = \mathfrak{r}\mu$$

، ۷ = م

$$1 = \varnothing$$

فكيف نحكم في ضوء هذه البيانات على موقف هذه الشركات – فيما يتعلق باحتمالات الفشل المالي؟

ولتتبؤ بموقف هذه الشركات - نستخدم المعادلة السابقة لتحديد درجة كل شركة على حدة فيما يتعلق بقدرتها على الاستمرار ، كما يلي :

$$\begin{array}{r} \text{الشركة الأولى} = \\ 1,3 \times 1,0 + 1,2 \times 1,5 + 1,1 \times 1,4 + 1,3 \times 1,0 + 1,7 \times 1,0 \end{array}$$

$$\text{الشركة الثانية} = 1,1 \times 1,3 + 1,0 \times 1,5 + 0,9 \times 1,7 + 0,8 \times 1,1 + 0,7 \times 0,4 + 0,6 \times 0,3 + 0,5 \times 0,1 + 0,4 \times 0,0 + 0,3 \times 0,0 + 0,2 \times 0,0 + 0,1 \times 0,0 + 0,0 \times 0,0$$

$$\begin{aligned}
 & \text{الشركة الثالثة} = 2,20 = \\
 & \times 0,7 + 0,02 \times 3,4 + 0,01 \times 1,5 + 0,03 \times 1,3 \\
 & + 0,04 \times 1
 \end{aligned}$$

$$0,75 = \text{درجة}$$

ومن التحليل السابق ، نستنتج ما يلى :

أولا - أن الشركة الأولى تتمتع بمقدرة عالية على مواجهة المخاطر المالية (الإفلاس) .

ثانيا- أن الشركة الثانية تقع في المنطقة الرمادية ، حيث ينبغي عليها الاحتياط والحذر من الإفلاس .

ثالثا- أن الشركة الثالثة تعانى من مشكلة عدم المقدرة على مواجهة المخاطر المالية (الإفلاس) ، وقد تعلن إفلاسها بالفعل - إن لم تجد المخرج المناسب من هذه الأزمة .

المراجع:

- د . سعيد توفيق عبيد ، مراجع سابق ، ص ١٣٥ – ١٤٢ .
- د . محمد على شهيب ، مراجع سابق ، ص ٣٨١ – ٣٨٨ .
- Higgins, Robert, C., Op. Cit., PP. 273 – 306.

$\xi \circ \wedge$

اللاحق

- جدول القيمة الحالية رقم (١)
- جدول القيمة الحالية رقم (٢)

• جدول القيمة الحالية رقم (١)

• جدول القيمة الحالية رقم (٢)

(%)			
١٠٣,٠		٣٠٠٠٠,٠٠	مجمل المبيعات
٣٠,٠		٩٠٠,٠٠	مرتجعات
<u>١٠٠,٠</u>		<u>٢٩١٠٠,٠٠</u>	صافي المبيعات
٧١,٥		٢٠٨١٤٠,٠٠	تكليف البضاعة المباعة
٢٨,٥		٨٢٨٦٠,٠٠	مجمل الربح
١٨,٦		٥٤٠٠,٠٠	العمليات المتوقعة
٩,٩		٢٨٨٦٠,٠٠	صافي ربح العمليات
٠,٢		٦٠٠,٠٠	صافي أرباح أخرى (أو خسارة)
<u>٩,٧</u>		<u>٢٨٢٦٠,٠٠</u>	صافي الربح قبل الضرائب
٣,٩		١١٣٠٤,٠٠	ضرائب (٤٠ %)
<u>٥,٨</u>		<u>١٦٩٥٦,٠٠</u>	صافي الربح بعد الضرائب
			١- مجمل الربح (%)
٧١,٥	-	١٠٠	٢٨,٥
٢- تكاليف البضاعة المباعة (%)			٧١,٥
٢٨,٥	-	١٠٠	٣- صافي المبيعات (%)
٧١,٥	+	٢٨,٥	٤- صافي ربح العمليات (%)
١٨,٦	-	٧١,٥	٩,٩
٥,٨	-	٩,٧	٩,٧
٣,٩	-	٩,٧	٦- صافي الربح بعد الضرائب (%)

ميزانية الشركة في ٢٠٠٥/١٢/٣١

(المبالغ بالألف جنيه)

خصوم متداولة :		أصول متداولة :	
٧٤	حسابات دفع	٥٠	نقدية
٥٤	قرض البنك	٧٥	حسابات قبض
١٢٨	إجمالي الخصوم المتداولة	١٢٥	مدينون
		٣٥٠	استثمارات
خصوم طويلة الأجل :		إجمالي أصول متداولة —————	
١٧٠	ديون طويلة الأجل	٦٠٠	
رأس المال :		أصول ثابتة :	
	أسهم (١٠٠٠٠) وقيمة	٤٨٥	أراضي ومباني (بالتكلفة)
٦٠٠	السهم ٦٠ جنيه	١٠٠	استهلاكات
٢٢٧	أرباح محتجزة	٢٠٠	آلات ومعدات
٨٢٧	إجمالي رأس المال	٦٠	استهلاكات
١١٢٥	إجمالي الخصوم ورأس المال	١٤٠	
		٥٢٥	إجمالي أصول ثابتة
		١١٢٥	إجمالي الأصول

$$\frac{١١٢٥}{١٧٠ + ١٢٨} = ٣,٨$$

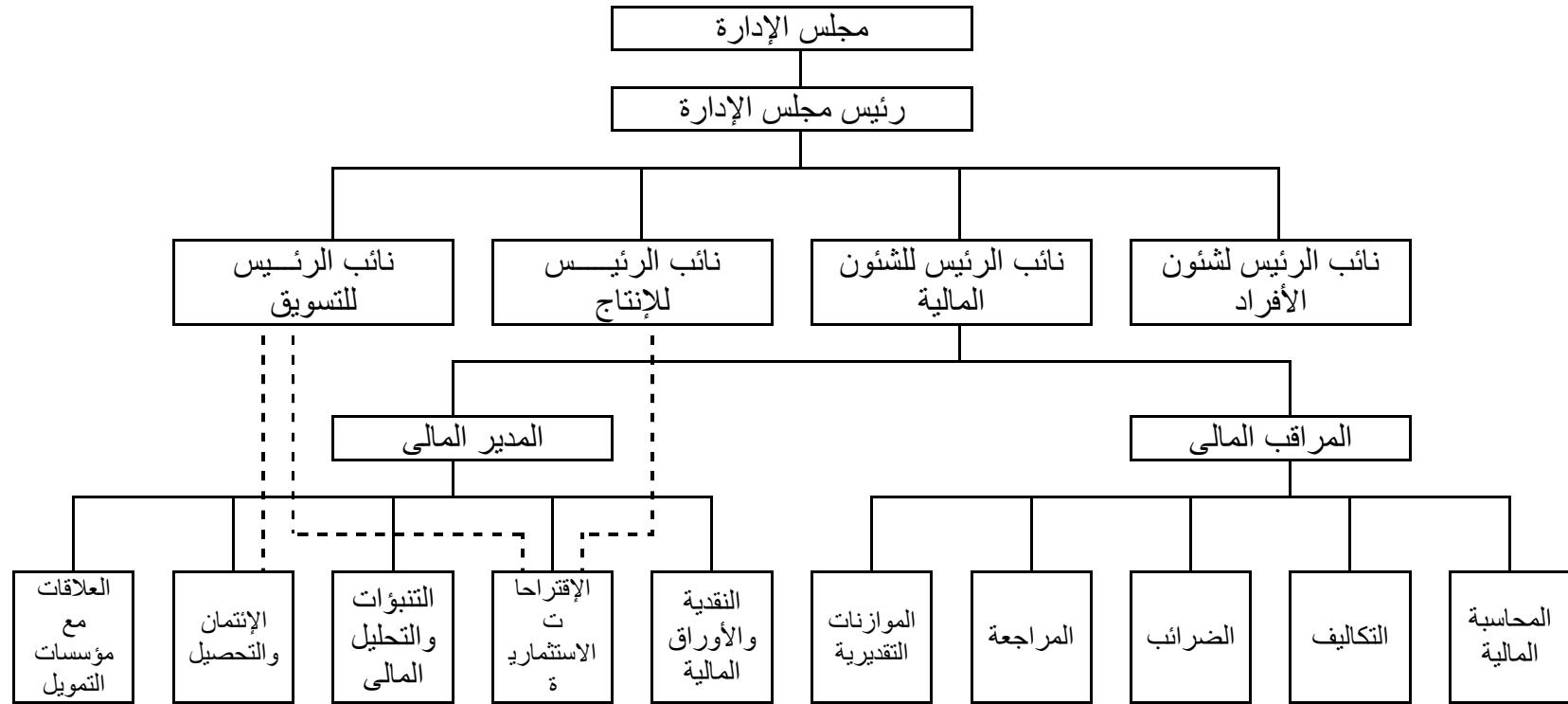
(ويشير هذا المؤشر إلى مدى تعظيم الأصول الكلية

$$\frac{\text{المقدرة على الوفاء بالدين}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{\text{الأصول السريعة - الخصوم المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

⋮

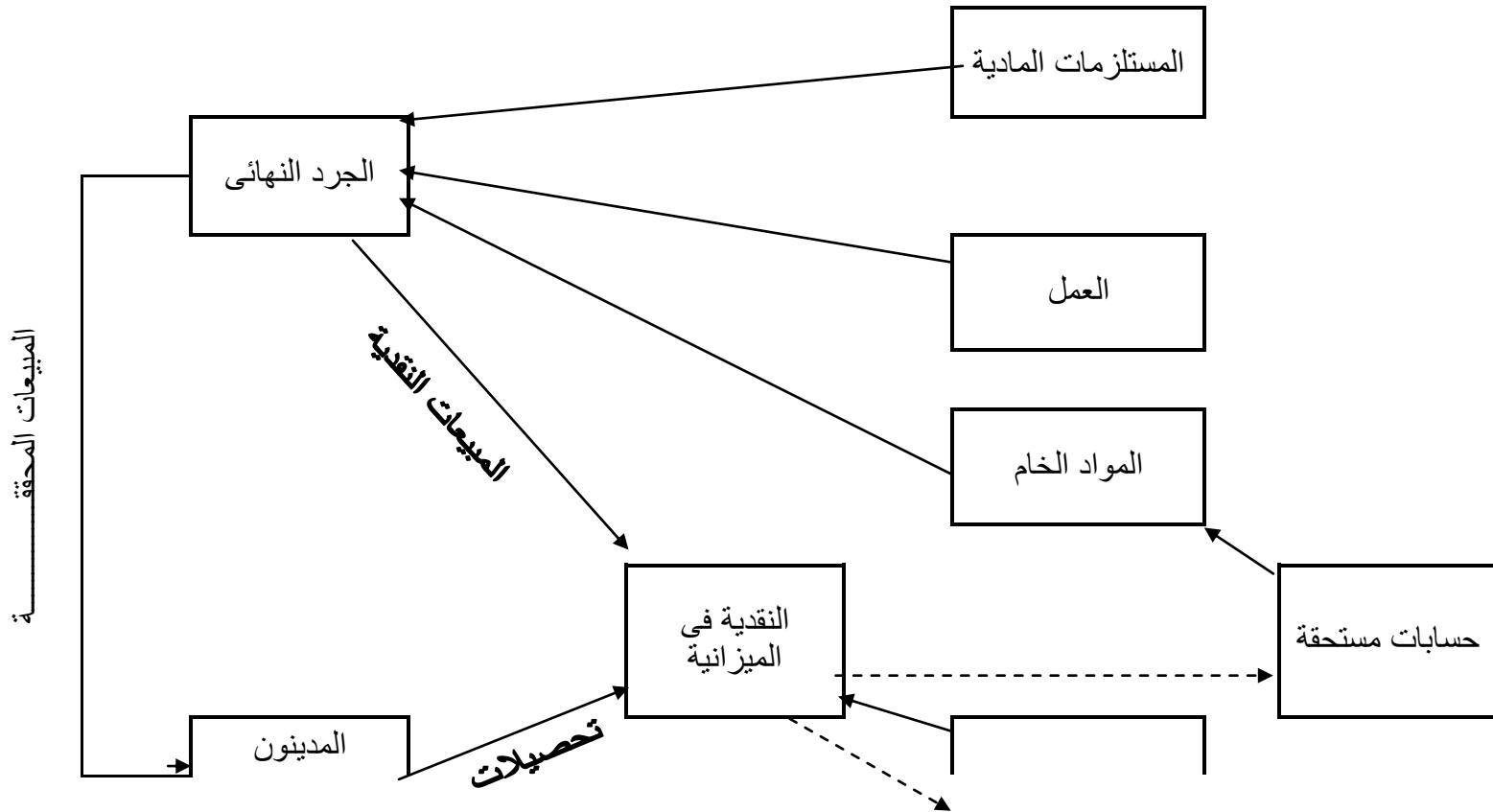
صافي الربح ١٠٠٠ جنيه

الاس	نهلاك	+	٢٤٠٠٠	جنيه
ربح	بيع الالات	-	٥٠٠٠	جنيه
			١١٩٠٠	
			٠٠٠٠	جنيه



شكل رقم (٢١)

المستوى التنظيمي للوظيفة المالية في منظمة كبيرة الحجم



صكوك مستحقة

أموال الميزانية العمومية:

شكل رقم (٢ - ٢) نمو الأصول المتداولة كمصادر وإستخدامات داخلية وخارجية
جدول رقم (٢ - ٥)

الميزانية العمومية للشركة عن العام المنتهي في ٢٠٠٦/١٢/٣١
والعام السابق

٢٠٠٦		٢٠٠٥		الخصوم ورأس المال	٢٠٠٦		٢٠٠٥		الأصول
	٣٥,٠٠		٤٠,٠٠	بابات حس		٨٠,٠٠		٦٠,٠٠	النقدية
	٢٥,٠٠		٢٠,٠٠	الدفوع تحقات		٥٠,٠٠		٥٥,٠٠	حسابات
	٦٥,٠٠		٧٥,٠٠	أجور احتياطي		١٢٠,٠		٨٥,٠٠	القبض
	٥٥,٠٠		٥٥,٠٠	احتياطي توزيع أرباح	٢٥٠,٠		٢٠٠,٠		بضاعة
١٨٠,٠		١٩٠,٠		إجمالي الخصوم المتداولة		١٤٥,٠		٩٥,٠	اجمالي الأصول المتداولة
	٢٨,٠٠		٢٠,٠٠	البنك رض		١٩٠,٠		١٧٠,٠	أراضي
				البنك رض					ومباني
				البنك رض					آلات
				البنك رض					ومعدات

ت

مجم

وع

تهلاك

الاس

إجمالي الأصول الثابتة

الس

ندات

٢٩٤

٤١٠

٠

٣٧٠

٠

إجمالي الخصوم طويلة الأجل

إجمالي الخصوم

المساهمون

أقساط

الأسباب

احتياطيات

وفائض

حقوق الملك

(71)

١٢٨,٠	١٠٠,٠	١٣٠,٠	السداد
٣٠٨,٠	١٥٠,٠	٣٤٠,٠	إجمالي الخصوم طويلة الأجل
٢٣٦,٠	١٦٣,٠	٦٧,٠	إجمالي الخصوم
٥٤٤,٠	١١,٥	٦,٥	المساهمون
	٦١,٥	١٦,٥	أقساط
	٩٠,٠		الأسباب
	٤٢٨,٠		احتياطيات
			وفائض
			حقوق الملك

٤١٠	(٣٧٠)	مجم
٢٢٨,٠				وع