



التمويل والإدارة المالية

الجوانب النظرية والتطبيقية

إعداد

حسام الدين موسى أبوضيف شلبي

كلية التجارة

قسم إدارة الأعمال

العام الجامعي

2023/2022

بيانات الكتاب

الكلية: التجارة

الفرقة: الرابعة

التخصص: جميع الشعب

تاريخ النشر: 2020

عدد الصفحات: 204

المؤلفون:



إهداء
إلى أساتذتي الأجلاء

مقدمة

الحمد لله نعمده حمدا يرضاه , ونشكره شكرا يقابل نعماه ، والصلاة والسلام علي سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم , خاتم الأنبياء والمرسلين وعلي آله وصحبه ومن اهتدي بهديه إلي يوم الدين وبعد.

في الآونة الأخيرة صب اهتمام الدول والأفراد في الدول المتقدمة والنامية علي السواء بالإدارة المالية والتمويل والاستثمار، فالتنمية الاقتصادية والاجتماعية للمجتمعات المختلفة تعتمد علي قرارات التمويل والاستثمار, وكذلك فإن المشروعات الفردية والمشروعات المساهمة والمشروعات العامة يهتما إتخاذ القرارات المالية السليمة , بما يعود عليها بتحقيق أهدافها وخاصة هدف الربحية في المشروعات التي تهدف إلي تحقيق الربح وكذلك الاهتمام بترشيد المواد في المشروعات التي لا تهدف إلي تحقيق الربح.

وهذه المحاضرات تهدف إلي تعميق وفهم الوظيفة المالية لدى الطلاب المبتدئين في ذلك المجال ، وقد وجدت صعوبة في تجميع مجموعة من المحاضرات تصلح للوصول إلي هذا الهدف حيث أن طبيعة الإدارة المالية تعد أصعب بكثير من الفروع الأخرى لإدارة الأعمال, وتتمثل هذه الصعوبة في الأخذ بالحسبان الاعتبارات الأكاديمية والاعتبارات العملية.

ولقد حاولت جاهدا عند جمع هذه المحاضرات من مؤلفات الأساتذة المتخصصون في هذا المجال بالجامعات المصرية, ومحاولة تقريب الفجوة بين النواحي النظرية والعملية، مع الإلتزام ببساطة العرض , لكي تعم الفائدة علي دارسي الإدارة المالية من خلال بكالوريوس التجارة , وممارسي هذه الوظيفة في منظمات الأعمال علي حد سواء.

وقد تناول هذا الكتاب مجموعة من الموضوعات المتعلقة بالإدارة المالية والتمويل حيث تناول الفصل الأول مدخل للإدارة المالية والتمويل, والفصل الثاني عرض السيولة والربحية والفصل الثالث كيفية الحصول علي الأموال من مصادرها المختلفة , والفصل الرابع التحليل المالي لمصادر الحصول علي تلك الأموال والخامس التنبؤ المالي والسادس تقييم المقترحات الاستثمارية والسابع منه كيفية إدارة رأس المال العامل والثامن تكلفة الحصول علي الأموال والتاسع هيكل التمويل الأمثل والعاشر سوق الأوراق المالية.

دكتور

حسام الدين موسى أبو ضيف شلبي

سوهاج - سبتمبر ٢٠٢١

الفهرس

رقم الصفحة	الموضوع
١٥-١	الفصل الأول : الإطار العام للإدارة المالية
٢٤-١٦	الفصل الثاني : السيولة والربحية
٤٥-٢٥	الفصل الثالث : مصادر الحصول على الأموال
٧٥-٤٦	الفصل الرابع : بيان تدفق الأموال
١٠٠-٧٦	الفصل الخامس : التنبؤ المالي
١٢٥-١٠١	الفصل السادس : تقييم المقترحات الاستثمارية
١٤٣-١٢٦	الفصل السابع : إدارة رأس المال العامل
١٥٩-١٤٤	الفصل الثامن : تكلفة الأموال
١٧٥-١٦٠	الفصل التاسع : هيكل التمويل الأمثل
١٨٣-١٧٦	الفصل العاشر : سوق الأوراق المالية
١٨٦-١٨٤	• المراجع :
٢٠٤-١٨٧	• تطبيقات :

الفصل الأول
الإطار العام للإدارة المالية

الإطار العام للإدارة المالية

أولاً : مفهوم الإدارة المالية:

في الوقت الذي تختلف فيه وظائف المشروع من مشروع لآخر حسب طبيعة نشاطه، نجد أن الوظائف الإدارية من تخطيط وتنظيم.... الخ، تمارس في كافة المشروعات وعلني كافة المستويات الإدارية. ومن ثم، فإن كل وظيفه من وظائف المشروع (إنتاج – تسويق – تمويل) يمارس فيها نوعين من النشاط هما :

١- النشاط الإداري : ويتضمن ممارسه وظائف الإدارة من تخطيط وتنظيم وتوجيه ورقابه .

٢- النشاط المهني (الفني) : وهو تملية طبيعة الوظيفة .

والسؤال الان : ماهي طبيعة النشاط الفني للوظيفة المالية ؟

لقد اختلف الكتاب والمفكرين في تعريف الوظيفة المالية :فيرى Grit man ان الإدارة المالية هي "الفن والعلم الخاص بإدارة الاموال (١) .

ويرى آخر أن الوظيفة المالية هي دراسة واتخاذ مجموعتين من القرارات هما : قرارات الاستثمار وقرارات التمويل.

ويرى آخر أن التمويل هو " كافة الاعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول علي النقدية واستثمارها في عمليات مختلفة تساعد علي تعظيم القيمة المتوقعة.

الحصول عليها مستقبلا في ضوء النقدية المتاحة حاليه للاستثمار والعائد المتوقع منة والمخاطر المحيطة به واتجاهات السوق المالي (٢). وبالنظر الي التعاريف السابقة نجد أن التعريف الاول يتسم بالعموم وعدم التحديد.

وبالنسبة للتعريف الثالث نجد أنه يعرف التمويل من خلال وصف الأعمال والأنشطة اللازمة للحصول علي النقدية واستثمارها .كما أظهر هذا التعريف أهمية عامل المخاطرة وتأثيرها علي العائد المتوقع وكذلك الظروف المحيطة بالمنشأة، مثل اتجاهات السوق المالي.

غير أن هناك تعريف للإدارة المالية، يروق للكاتب، وهو تعريف اداري وظيفي للوظيفة المالية، ينظر للإدارة المالية علي انها " النشاط الخاص بتخطيط وتنظيم وتوجيه ومراقبة أداء" مجموعة من الانشطة والعمليات التشغيلية المتعلقة بإدارة الموارد المالية في المنظمة (١)

1) L. J. Gritman. Principles of Managerial Finance (NewYOUR :Harber and Row Publisher .1988)p.3

٢) د. محمد عثمان اسماعيل حميد ، اساسيات التمويل الاداري، (القاهرة : دار النهضة العربية ، ١٩٨٦) ص٩.

ثانياً: تطور الوظيفة المالية:

ان تطور التمويل ناتج من استخدام رأس المال .ففي مجتمع بدائي يمكن اشباع الحاجات الاقتصادية الحاضرة بواسطة الانتاج المباشر ، وذلك بالاعتماد علي استغلال عنصر العمل وحدة للموارد الاقتصادية المتاحة في المجتمع البدائي.

ولقد نشأت الحاجة الي التمويل ،نتيجة تقسيم العمل والذي أدى الي التخصص في العمليات وانتاج السلع ، والأمر الذي ساعد علي خلق وسائل وتوفير العمل (في شكل أدوات صنعها الانسان لتسهيل عملية الانتاج) والاستخدام الكبير لها، والتي يمكن تسميتها برأس المال المنتج والتمويل كوظيفة يعتبر وظيفة اقتصادية لا تقتصر علي شكل او حجم معين لمنظمة الأعمال ،فهي عملية اقتصادية متضمنة في أعمال أي مشروع سواء كان فردياً أم شركة ، وسواء اكان كبيراً أم صغيراً ، كما انها لا تقتصر علي المنظمات الخاصة ،حيث توجد أيضاً في المنظمات العامة وشبة العامة ، والتي تحتاج ايضاً الي الاموال لتأدية وظائفها (٢).

ورغم قدم الوظيفة المالية ، فأنها لم تظهر كمجال مستقل للدراسة الا من بداية القرن العشرين ، وقد تعرضا خلال هذا القرن ، لتغيرات كثيرة وذلك نتيجة للتغيرات التي حدثت في البيئة الاقتصادية والمالية للمنظمات .ونعرض فيما يلي لمراحل التطور في الوظيفة المالية والمتغيرات البيئية التي سادت في كل فترة.

المرحلة الاولى:

في بداية القرن العشرين ،اتجه العالم نحو التصنيع ،وقد أدى هذا الي حدوث مشكله أساسيه تمثلت في الحاجة الي أموال ضخمة لتمويل عمليات التوسع .وقد كانت أسواق المال بدائية خلال هذه الفترة ، مما ادي الي صعوبة انتقال الاموال من الفراد أو المستثمرين الي منظمات الاعمال . كذلك كانت الارباح المعلن عنها وكذلك قيم أصول المنظمات تواجه بعدم ثقة وشك من قبل حملة الاسهم بالإضافة الي تلاعب المتضاربيين في اسعار الاسهم والسندات .ونظرا لهذه الظروف ،أحجم المتعاملون عن شراء وبيع الاوراق المالية.

وفي ظل هذه الظروف ،كان التركيز الاساسي للوظيفة المالية علي الجوانب القانونية لعمليات الاندماج وانشاء الشركات الجديدة وكذلك النواحي القانونية الخاصة بإصدار الاوراق المالية بواسطة الشركات المختلفة.

(١) د. محمود علي الزقالي ، التمويل والإدارة المالية ، الطبعة الاولى ، (سوهاج : بدون ناشر ١٩٩٠، ص١٧٠

(٢) د. شوقي حسين عبدالله ، التمويل والإدارة المالية ، (القاهرة : دار النهضة العربية ،١٩٨٠، ص ١٢، ١١، ١٦.

المرحلة الثانية:

في الثلاثينيات من هذا القرن تعرض العالم لأعنف أزمة اقتصادية فيما عرف " بالكساد العالمي الكبير " حيث انخفض الطلب وتراكم المخزون ، وتعرضت الكثير من الشركات لعمليات الفشل المالي غير المتوقعة ، وقد ادت هذه التغيرات الجذرية الي تحويل الاهتمام الي عمليات الافلاس وأسبابها ، وكذلك عمليات اعادة التنظيم والاهتمام بالسيولة ، واخيراً التدخل الحكومي لتنظيم أسواق المال ، وبدأ ينتقل تركيز الشركات من التوسع الي مجرد البقاء في الاسواق .

المرحلة الثالثة:

خلال فترة الاربعينات والخمسينات من هذا القرن ، بدأ يظهر اتجاه أساس وواضح نحو التحليل الشامل للمنظمة ، وكذلك تحول الاهتمام من الجانب الايسر من الميزانية (الخصوم وراس المال) الي الجانب الايمن من الميزانية (الأصول الثابتة والمتداولة).

وفي نهاية الخمسينات ، بدأت كثير من المنظمات في استخدام الكمبيوتر وأساليب بحوث العمليات لمساعدة الادارة في ادارة المخزون والنقدية والبضاعة والاصول الثابتة ، وأصبحت القرارات المالية من اهم القرارات في المنظمة .

ومن الملاحظ ان الادوات المالية المستخدمة في هذه المرحلة ،كانت تعكس الاهتمام بتعظيم أرباح الشركة ، مع بزوغ اهتمام بسيط بأسعار السهم.

المرحلة الرابعة :

أظهرت حقبة الستينات إعادة التركيز والاهتمام بالجانب الايسر من الميزانية ، من خلال التركيز علي محفظة الاوراق المالية وتم اعادة تنظيم الادارة المالية ، بما يتضمن مساعدة الادارة العليا في اتخاذ القرارات الخاصة بتعظيم قيمة المنظمة.

ومع بداية السبعينات بدأ الاهتمام بحساب التكلفة الاجتماعية والعائد الاجتماعي للاستثمارات العامة ، وظهرت ادوات تحليل جديدة من قبل المنظمات الدولية .كما استقرت أساليب تمويل دوليه جديدة مثل سوق الدولار الأوربي ، وسوق الائتمان الأوربي ، وشهادات الايداع الدولية ، وهي أساليب قد بدأت في الظهور في الستينات .وفي السبعينات كذلك بدأت البنوك الاسلامية التي لا تتعامل بالفائدة ، وبدأت تدخل عمليات التمويل بالمشاركة بدلا من التمويل بالإقراض^(١).

وفي ضوء هذه التطورات أعيد تنظيم الادارة المالية ،بما يسهم في تحقيق هدف تعظيم ثروه الملاك ،كذلك ظهر الارتباط الوثيق بين نظرية التمويل ونظريه الاستثمار.

(١) د. سيد الهواري ،الاستثمار والتمويل ، (القاهرة : مكتبة عين شمس ، ١٩٨٢) ص٥.

المرحلة الخامسة:

أما حقبة الثمانينات ، فقد شهدت تطورات متلاحقة كالتضخم والتطور الهائل في وسائل الاتصال واستخدام الكمبيوتر في تحليل القرارات المالية ، وكذلك عدم تخصص المؤسسات المالية في نشاط المال فقط ، ودخول منظمات جديدة في عمليات التمويل (شركات توظيف الاموال في ج.م.ع مثلا)

وفي ضوء هذه التطورات تم اقتراح الاساليب اللازمة لمعالجة اثار التضخم ، وبدا الاهتمام بالتركز علي أسعار الفائدة المستقبلية ، هذا بالإضافة الي اقتراح اساليب تمويلية مبتكرة كاستجابة للتغيرات البيئية المالية والاقتصادية . أي ان التركيز انصب علي سرعه ومدى التكيف المالي والاقتصادي مع المتغيرات البيئية المتلاحقة والاهتمام بالمستقبل والاستعداد بالخطط البديلة.

وتجدر الإشارة الي أن هذا التطور في الوظيفة المالية (١) قد انعكس علي دور المدير المالي ، حيث كان الدور التقليدي للمدير المالي ينحصر في الحصول علي الاموال اللازمة دون إعطاء أي اهمية للقرارات المتعلقة باستثمار هذه الاموال . أي أن دورة كان دورا انقادياً ، حيث تظهر الحاجة الي المدير المالي عندما تواجه المنظمة موقف استثنائي.

وخلال العشرين سنة الماضية ، ونتيجة التطورات المالية والاقتصادية التي أشرنا إليها ، كان لابد أن يتعدى المدير المالي دوه التقليدي المتمثل في الحصول علي الاموال ، فأصبح مهمتها بالقرارات المرتبطة بإدارة الاصول والخصوم ، وأصبح مسؤولاً كذلك عن ادارة رأس المال العامل وكل هذا يتطلب من المدير المالي ، أن يمتلك مهارات متنوعة تمكنه من القيام بوظائفه الجديدة علي أكمل وجه . والجدول التالي يبين الفرق بين المدير المالي التقليدي والحديث:

المدير المالي الحديث	المدير المالي التقليدي
<ul style="list-style-type: none"> - يهتم بالحصول علي الاموال . - كما يهتم باستثمار هذه الاموال (إدارة الاصول) - يهتم بادراه رأس المال العامل . - يجب أن يمتلك مهارات متنوعة . 	<ul style="list-style-type: none"> - يهتم بالحصول علي الاموال . - يتدخل وقت الازمات والمواقف الاستثنائية . - يمتلك مهارات عادية .

(١) أنظر علي سبيل المثال :

-M.pandy.Financial Management.2nd.ed.(NEW Delhi:vikas Publishing Hause prt.ltd.1981)pp.6-9

- د. محمد علي شهاب ، الاصول العلمية والتطبيقية لصنع القرارات المالية، (القاهرة :مؤسسة مصر للطباعة والنشر ، بدون تاريخ)ص ١٣ .

ثالثاً : علاقة الادارة المالية بالعلوم الأخرى:

انفصلت الادارة المالية كمجال مستقل للدراسة عن علم الاقتصاد من بداية القرن العشرين ،وهي كغيرها من العلوم علي صلة وثيقة بميادين المعرفة الأخرى وسوف لعرض هنا لعلاقة الادارة المالية بكل من :

*الاقتصاد .

*المحاسبة.

*الأساليب الكمية.

العلاقة بين الادارة المالية والاقتصاد:

يعتبر علم الاقتصاد بمثابة الاصل الذي استمدته علم الادارة المالية قواعده وأصوله .فالاقتصاد الكلي يهتم بالمتغيرات الاقتصادية المحيطة بالمنشأة كالدخل القومي ،النظام المصرفي ،السياسات المالية الحكومية ، ولما كان المشروع جزء من هذه البيئة ، فلا يمكن للمدير المالي القيام بوظائفه مالم يكن قادرا علي تفهم طبيعة وأثار السياسات الاقتصادية العامة (١).

كذلك تعتبر نظريه القيمة المحور الرئيسي لوظيفة التمويل ، حيث تسعى الادارة العليا للمنظمة الي تعظيم قيمة الاسهم العادية في السوق ، وهذا لن يأتي دون الالمام بأصول وقواعد الاقتصاد الجزئي كتحديد اسعار عوامل الانتاج واستراتيجيات تسعير المنتجات ،ونظريه العرض والطلب.

العلاقة بين الادارة المالية والمحاسبة

ينظر البعض الي وظيفة التمويل والمحاسبة في المشروع علي انها نفس الشيء ،وقد يتم الخلط بينهم ،ومع ذلك فالعلاقة بين المحاسبة والتمويل علاقة وثيقة ،حيث تعتبر المحاسبة المدخل لوظيفة التمويل ويوجد اختلافين بين المحاسب والمدير العام، يتعلق بالأول بأسلوب معالجة تدفق الاموال ،فيتمثل دور المحاسب في جميع وتسجيل البيانات المالية التي تساعد علي قياس أداء المشروع والدخل الخاضع للضريبة ، بينما يهتم المدير المالي بقدره المشروع علي الوفاء بالتزاماته المالية في مواعيدها .

والاختلاف الثاني يمكن في اتخاذ القرارات ،حيث يقضي المحاسب معظم وقته في تجميع وعرض البيانات المالية ، بينما يقوم المدير المالي بتحليل هذه البيانات واستخلاص الحقائق التي تعينه علي اتخاذ القرارات الملائم (٢).

(١) د. عبد الغفار حنفي ، رسمية قرياقص ، الإدارة المالية قرارات الاستثمار ، (الاسكندرية : المكتب

الحديث ، بدون تاريخ) ص٦.

(٢) المرجع السابق ، ٨-١٠.

العلاقة بين الإدارة المالية والأساليب الكمية

هناك علاقة وثيقة بين الإدارة المالية والأساليب الكمية وبحوث العمليات ، حيث تمد المدير المالي بالأساليب الكمية الحديثة مثل البرمجة الخطية ، البرمجة الديناميكية ، المحاكاة ، نظرية المباريات صفوف الانتظار ... الخ ، التي تمكنه من استخدام التطور التكنولوجي في مجال المحاسبات ، وبالتالي يمكنه اتخاذ قرارات مالية جيدة (١) .

رابعاً مداخل دراسة الإدارة المالية

لقد ظهرت ثلاثة مداخل لدراسة الإدارة المالية بالولايات المتحدة الأمريكية ، هي :

- المدخل التقليدي

- المدخل الإداري

- المدخل الاقتصادي

وفيما يلي نعرض لهذه المداخل : (٢) .

١- المدخل التقليدي :

طبقاً لهذا المدخل فإن كتب الإدارة المالية في المراحل الأولى ، كانت تهتم أساساً بداية المشاكل المالية الرئيسية التي تواجه المشروع خلال حياته المالية ، ولم يهتم بالمشاكل التي يواجهها المدير المالي كل يوم ، والواقع أن المشاكل الرئيسية التي تواجه المشروع كانت مشاكل خارجية في جملتها ، وليست مشاكل داخلية .

ويعتبر الاستاذ جرين أول من عالج موضوع الإدارة المالية في كتابة والذي ظهر سنة ١٨٩٧ ، ثم تلاه مجموعة من الكتاب الذين ساروا على النمط التقليدي أمثال الاستاذ مير ، والاستاذ دوينج وكذلك الاستاذ ليون .

٢- المدخل الإداري :

يركو هذا المدخل على المشاكل اليومية للإدارة المالية بالمشروع مع عدم الاهتمام كثيراً الدورية الرئيسية ، وقد ظهر هذا المدخل في كتاب جوسبتر . والذي ظهر عام ١٩١٥ ، وتلاه الاستاذ Stevens في كتابة عام ١٩٣٤ . ولم يكن المدخل شائعاً حتى فترة ما بعد عام ١٩٤٩ ، إلا أنه في عام ١٩٥٣ انتشر هذا المدخل في دراسة الإدارة المالية .

(١) د. محمد صالح الحناوي ، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية ، (الاسكندرية : دار الجامعات المصرية ١٩٨٢) ص ٢٥ .

(٢) د. حسن أحمد توفيق ، التمويل والإدارة المالية في المشروعات التجارية ، (الهيئة العامة لشئون المطابع الاميرية ، ١٩٨٢) ص ٤ ، ٦ .

٣- المدخل الاقتصادي:

يهتم هذا المدخل باقتصاديات التمويل، وكان لكتاب النظرية العامة للورد كينو والذ ظهر سنة ١٩٣٦ الاثر الاكبر في إثارة هذا المدخل علي المستوي القومي. وكان اوائل من تبني هذا المدخل الاستاذ جول دين في كتابة تقييم المشروعات الاستثمارية سنة ١٩٥١ وتلي ذلك كتاب الاستاذ Ezva soloman سنة ١٩٦٣.

وتجدر الإشارة الي أنه غالبا ما يتم الجمع بين هذه المداخل جميعهم فلاشك أن دراسة المشاكل المالية الخارجية يعتبرها عملا مفيدا للمدير

المالي، حيث يتعرف علي البيئة المالية المحيطة به، كما لا يمكن تجاهل المشاكل المالية الداخلية التي تقابل المدير المالي. فضلا عن ذلك يعتبر تطبيق النظرية الاقتصادية في مجال الادارة المالية امرا في غاية الاهمية.

خامسا اهداف المشروع:

ان مشروع الاعمال الناجح، غالبا ما يستخدم هيكل تمويلي موجه بالاهداف، ويقوم المدير المالي بأداء وظائف معينة تساعد علي تحقيق اهداف الادارة المالية، وهذه الاهداف تساعد بدورها علي تحقيق أهداف المنظمة ككل. ويجب انه تتأكد المنظمة من ان كل الاعمال الموعلة بما فيها التمويل والانتاج... يسهم في تحقيق الاهداف العليا المنصوص عليها (١).

وعموما فان هناك هدفين اساسيين هما:

-تعظيم الارباح

-تعظيم الثروة

وفيما يلي تتناقش هذين الهدفين :

أ-هدف تعظيم الارباح :

ظل هدف تعظيم الربح وقتا طويلا يمثل الهدف الرئيسي للمشروع، ان لم يكن الهدف الوحيد، وقد كانت المنظمة تري بان ذلك سيؤدي الي التخصيص الامثل للموارد المتاحة (٢).

ويتعرض تعظيم الربح كهدف وحيد للمنظمة للانتقادات حيث تكمن المشكلة هنا توصيف هذا الهدف بدرجة يمكن للمشروع الاعتماد عليها بطريقة عملية في اتخاذ القرارات فتعظيم الربح كهدف يشوبه الغموض وعدم الوضوح. فالربح المقصود هل هو الربح الصافي أم انه ربح التشغيل هل هو الربح

(١) د. أمير أحمد التوني، التمويل والإدارة المالية، (سوهاج: بدون ناشر، ١٩٨٩) ص ٢٨.

2) Peter Ratzern. The Role of organization of financial Management. Hand Book.edit BY L. JEAk Broyles (England Gower publishing Co.1983) p.4.

الاجل الطويل أم الربح في الاجل ، وكيف يمكن للشركة ان تتوازن بين العائد والمخاطر .كل هذه الاسئلة تبحث عن اجابة لها عن توصيف تعظيم الربح (١).

كذلك يؤخذ علي تعظيم الربح كهدف للمنظمة ، انه لا يراعي توقيتات التدفقات النقدية الداخلية ، فبعض ان المنظمة تفاضل بين نوعين من الاستثمار ، يحتاج كل منها الي تكلفة مبدئية واحدة ، ويحقق الاستثمار الاول في نهاية العام الاول ١٢٥ دولار في حين يحقق المشروع الثاني بعد عشر سنوات من الان ١٣٠ دولار ، هنا نجد أن المشروع الثاني اكثر ربحية ، رغم ان الاول هو الافضل حيث يحقق تدفقات داخلية قيل الثاني بتسع سنوات.

ويري د سيد الهواري (٢) ان الانتقادات الأولية لتعظيم الربح كهدف للمنشأة ، جاءت نتيجة "تجريم"

القطاع الخاص ، حيث ساد الاتجاه بان تعظيم الربح يعني استغلال الجماهير ، وبالتالي مسالة غير اخلاقية أو علي الاقل غير عادلة .والانتقادات الأخيرة الموجهة لهدف تعظيم الربح ،جاءت من اولئك الذين يؤمنون بنظام القطاع الخاص، ولكنهم مع ذلك يشعرون بأن تعظيم الربح هدفا وحيدا.

ب -تعظيم الثروة (تعظيم قيمة المنشأة) :

نتيجة للانتقادات الموجهة الي هدف تعظيم الربح ، تحول الاهتمام منة الي الاهتمام بتعظيم قيمة الشركة بمرور الوقت ومعني الثروة هو القيمة الحالية الصافية للشركة ، وهذا الهدف لا يلغي أهمية الربح بل يؤكد علي تأثير الارباح علي القيمة السوقية الحالية للاسهم العادية للشركة ، فكلما كانت هناك توقعات للحصول علي ارباح اكبر ،كما زادت القيمة الحالية الصافية (٣).

ان تعظيم الثروة يشمل عوامل اخرس بالإضافة الي الربح ، فقيمة الشركة تتأثر بنمو الشركة في الاجل الطويل ، وكذلك قيمة المخاطر سعر السهم ، الحصص والتوزيعات المدفوعة (٤) ... الخ .

هذا ويتفق معظم فقها الإدارة المالية المعاصرين ، علي ان تعظيم قيمة الشركة "يقول" ويستون وبرمجهام " مثلا في كتابة "التمويل الإداري" والذي يعكس الفكر المالي المعاصر " ان محور الاهتمام في التمويل هذه الايام هو القرارات والتصرفات التي "تؤثر في قيمة المنشأة" (٥).

ويقول "جرانولد وثيوز" أن الادارة العليا والمدير المالي مهتمين أساسا بتعظيم قيمة المنشأة في السوق (١).

1) Ibid.p.6

٢) د . سيد الهواري : الإدارة المالية منهج اتخاذ القرارات ، القاهرة : مكتبة عين شمس ، ١٩٧٦، ص٢٢.

٣) د. أمير أحمد التوني ، مرجع سابق ، ٣٢.

٤) المرجع السابق ، ٣٤.

5) j. Fredwestan and Brigham. Essentials of Managerial finance (N.Y:Holt prinfart and Winston.inc.1971)p.3

ويقول أيضا "فان هورن " أن وظيفة المنشأة هي "تعظيم قيمتها لمساهميها (٢).

وحتى تستطيع المنشأة تعظيم ثروتها ، فان علي الادارة ان تتجنب المستويات العالية من المخاطر ، وان تقوم بدفع التوزيعات ، وان تراعي التدرج في توزيع الارباح حيث تكون التوزيعات صغيرة في بداية الامر ، وعندما تصل المنشأة الي مرحلة النضج فأنها تكون قادرة علي دفع توزيعات أكبر كذلك علي الادارة ان تتخذ الاجراءات التي من شأنها الابقاء علي سعر السهم في السوق عند مستويات معقولة (٣).

ان تعظيم الثروة أكثر أفاده وشمولا من تعظيم الارباح ، كتعبير عن هدف معظم شركات الاعمال، حيث أنه يبرز بجانب الربح في الاجل الطويل أهدافا أخرى كالنمو ، والثبات ، وتجنب المخاطر ، والسعر السوقي للسهم .

سادسا اهداف الادارة المالية:

في سبيل السعي وراء تعظيم الثروة ، فان الادارة المالية تفسر هدف الشركة المبدئي الي اهداف مباشرة وفورية وهناك عدد من التقسيمات يمكن ان تستخدم في تعريف اهداف الادارة المالية ، سوف نعرض لمدخلين منها (٤) .

- مدخل الربح – المخاطرة

- مدخل السيولة – الربحية

١- مدخل الربح – المخاطرة :

هذا المدخل يعتبر ان التمويل يتعامل مع خلق الهيكل الملائم لتعظيم الارباح نعد مستويات معطاه من المخاطرة ومن اجل السعي وراء هذا التوازن ، فان الشركة عليها ان تطور رقابتها علي تدفقات الاموال ، وبالتالي فان هناك اربعة اهداف للإدارة المالية هي : ١ تعظيم الربح : والارباح هنا هي الارباح في الاجل الطويل.

٢- تقليل المخاطرة : حيث يجب علي الادارة المالية ان تتجنب المخاطر غير الضرورية وان تتوقع الصعوبات وتحاول التغلب عليها

1)Adol ph Granwold and Erwin Nemmers .Basic Managerial FINANCE , (N.Y:Holt Rine hert and Winston.inc.1976).

2) James wan Horne. financial MANAGEMENT and Policy (London: prentice-HALL INC.1972).

٣) د. أمير أحمد التونسي ، مرجع سابق ص ٣٥-٣٧

4) john j.Hampton.Finance Decision Making (NEW Delhi:prentice Hall of india privat Ltd.1983)p.12

٣- الإبقاء على التحكم والرقابة : ان تدفق الاموال من والي الشركة يجب ان يكون مرشدا ، ومن ثم فان نظام التقارير المالية يجب ان يصمم لكي يمدنا باستمرار عن نشاط الشركة بصورة دقيقة وواضحة.

٤- تحقيق المرونة : فالشركة تعمل في بيئة ديناميكية متغيره والمستقبل غير معرف .وتحقق المرونة بالأداء الجديدة للأموال والتحديد مقدما للاحتياجات المالية ، يمكن الادارة من البحث عن مصادر تمويل مناسبة لها.

ب- مدخل السيولة -الربحية:

وهذا المدخل يري أن للمدير المالي هدفين يجب عليه تحقيقها :

الاول وهو السيولة ، والتي تعني أن الشركة لديها نقدية كافية في متناول يدها لمقابلة التزاماتها في كل وقت .اي ان الشركة يمكنها دفع كل الحولات عندما تصبح واجبة الدفع ، إضافة الي ذلك يجب عليها الاحتفاظ بقدر معين يفوق حاجتها من النقدية للتصرف فيه كاحتياطي لمواجهة الظروف الطارئة .والهدف الثاني هو الربحية ، وهو أن يسعى المدير المالي الي تحقيق الارباح في الاجل الطويل (١) .
سابعاً وظائف الادارة المالية :

حتي يمكن تحقيق أهداف الادارة المالية ، فانو يجب علي المدير المالي القيام بمجموعة من الوظائف الرئيسية اهمها :١ التخطيط المالي للرقابة ، والحصول علي الاموال اللازمة للمشروع ثم استثمار هذه الاموال الي جانب ذلك فانه احيانا يقوم بمعالجة بعض المشاكل الخاصة وغير المتكررة كالاندماج مثلا . وفيما يلي قدم شرحا موجزا لهذه الوظائف :

١- تحديد الاحتياجات المالية :

ان المدير المالي يجب ان يكون علي المام كاف بالصورة الكلية لا نشطة المشروع .فيجب ان يكون علي علم كاف بالخطط طويله الاجل ،خاصة المتعلقة بالاستثمارات الرأسمالية كالمباني واحلال الآلات ... الخ.

وبناء علي هذه الخطط وتقديرات المبيعات ، فانه يقوم بتقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للمشروع . ويجب ان يراعي احتمالات حدوث اي طوارئ " في المستقبل ، ويجب كذلك ان يصاحب اعداد الخطط المالية وضع برنامج للرقابة المالية ، يمكن عن طريق اكتشاف اي انحراف عن الخطة واتخاذ الاجراءات اللازمة لتصحيحها (٢).

1) Ibid.p.13

٢ (د. محمود علي الزقالي ، مرجع سابق ، ص١٩ .

٢ الحصول على الاموال :

وتتلخص هذه الوظيفة في الحصول على الاموال اللازمة للمشروع بالشروط التي تتناسب مع احتياجات المشروع المتوقعة . ويجب ان تتم علي اساس حالة المشروع المالية في الوقت الحاضر وفي المستقبل لتقدير امكانية الحصول علي هذه الاموال .ذلك ان التقدير الزمني لوضع الشركة قد يدل علي أنه من الافضل الانتظار فترة من الوقت للحصول علي الاموال حتي تتحسن الظروف .ومن ذلك يتضح أنه اضافة الي التنبؤ بالاحتياجات المالية يجب ايضا التنبؤ بما قد تكون عليه سوف المال في المستقبل ،وذلك لرسم سياسة الحصول علي الاموال اللازمة.

٣- استثمار الاموال " ادارة الاصول:

وتختص هذه الوظيفة بالتأكد من سلامة استثمار الاموال التي يحصل عليها المشرع بطريقة اقتصادية ، وهذا يعني محاولة الحصول علي اقصي فائدة ممكنة من الاموال المستخدمة في انواع الاصول المختلفة ، اذ ان كل اصل من الاصول المختلفة يمثل استثمارا لجانب من الاموال التي امكن الحصول عليها من الدائنين أو من أصحاب المشروع ، والتي من الضروري أن تستردها ادارة المشروع بعد فترة من الوقت .

٤- مواجهة مشاكل مالية خاصة:

من الوظائف الهامة التي يقوم بها المدير المالي ، هي معالجة تلك المشاكل الغير متكررة والتي تواجه المنشأة .ومن الملاحظ أن هذه المشاكل لها طبيعة خاصة ومن أمثلتها مشاكل الاندماج أو مشاكل اعادة التنظيم ،وكذلك المشاكل المتعلقة بأهاء حياة المشروع -التصفية -ورغم كون هذه المشاكل غير دورية ، الا أن لها تأثيرا كبيرا علي استثمار اموال المشروع بشكل سليم .

ثامنا : تنظيم الادارة المالية:

من المعروف أن كل وظيفة من وظائف المشروع ، ينبغي ان تدعم الوظائف الأخرى حتي يمكن تحقق الهدف العام للمشروع ، فوظيفة التمويل تدعم وظيفة الانتاج وكذلك التسوق الخ وبدون هذا الدعم والتنسيق بين الوظائف المختلفة ، يصبح من الصعب تحقيق الهدف الرئيسي للمنشأة .وهذا التنسيق لا يحدث الا من خلال التنظيم الجيد للإدارة المالية وكذلك باقي الادارات وتنظم الادارة المالية عملية ذات بعدين (١) .

اولها : يتمثل في علاقة الادارة المالية بالإدارات الأخرى ، وكذلك بالإدارة العليا.

ثانيها : يتمثل في تنظيم الادارة المالية نفسها من الداخلي.

البعد الاول : العلاقة بين الادارة المالية والادارات الأخرى (موقعها في الهيكل التنظيمي):

يتضمن هذا البعد توضيح خطوط السلطة بين المدير المالي والمستويات الادارية الأعلى ، وكذلك العلاقة بالمديرين الاخرين في المجالات الأخرى كالإنتاج والتسويق .

(١) د. عرفة المتولي ، الإدارة المالية " النظرية والتطبيق " (الاسكندرية : مؤسسة شبابا الجامعه /

وتجدر الإشارة الي ان موقع الإدارة المالية في الهيكل التنظيمي يختلف باختلاف مجموعة من العوامل المؤثرة والتي يعتبر اهم عامل فيها اهمية وظيفة التمويل في المنشأة. واثرها علي بقية الأنشطة الأخرى وما يتمتع بها المدير المالي من كفاءات وخبرات تجعله في مركز وظيفي "بارز" بالإضافة الي النواحي والقيود القانونية الخاصة والتي تراعيها اللوائح التنظيمية والادارية.

وفي جميع المشروعات تقريبا يكون المسؤول عن نشاط الانتاج او التسويق والذين يمثلون فئة من فئات .

الادارة العليا ولا يعملوا هؤلاء سوي المدير العام ، وقد يكون جميع هؤلاء اعضاء في مجلس الادارة بحكم وظائفهم ، بل قد يتولون وظيفة نائب الرئيس لشؤون التمويل أو الانتاج او التسويق (١) .

ويشير الواقع العلمي الي اختلاف الاسماء التي تطلق علي المدير المالي الا ان الوظائف والاختصاصات لا تختلف من بيت هذه المسميات:

*المدير المالي.

*المستشار المالي .

*نائب الرئيس للتمويل .

* المحاسب العام .

*مدير التمويل .

*مدير الخزانة .

وفي جميع الحالات السابقة ، فان المدير المالي يكون علي قمة الجهاز المالي في المنظمة ، وقريب جدا من الادارة العليا ، وتتبع اهمية من اهمية العمل الذي يقوم به ، وتأثيره الواضح في كل القرارات التي تتخذها المنظمة.

البعد الثاني :التنظيم الداخلي للإدارة المالية

بصرف النظر عن المستوي الاداري للوحدة التنظيمية للوظيفة المالية فات تنظيمها الداخلي يجب ان يتلائم مع طبيعة المهام الملقاة علي عاتقها ، وعلي اي حال يختلف التنظيم الداخلي للإدارة المالية من مشروع لآخر تبعا لحجم المشروع وطاقة وخبرة الجهاز المالي بالمشروع .

ونعرض فيما يلي لا أشكال التنظيم الداخلي للإدارة المالية في مشروعات ذات احجام مختلفة : (٢) .

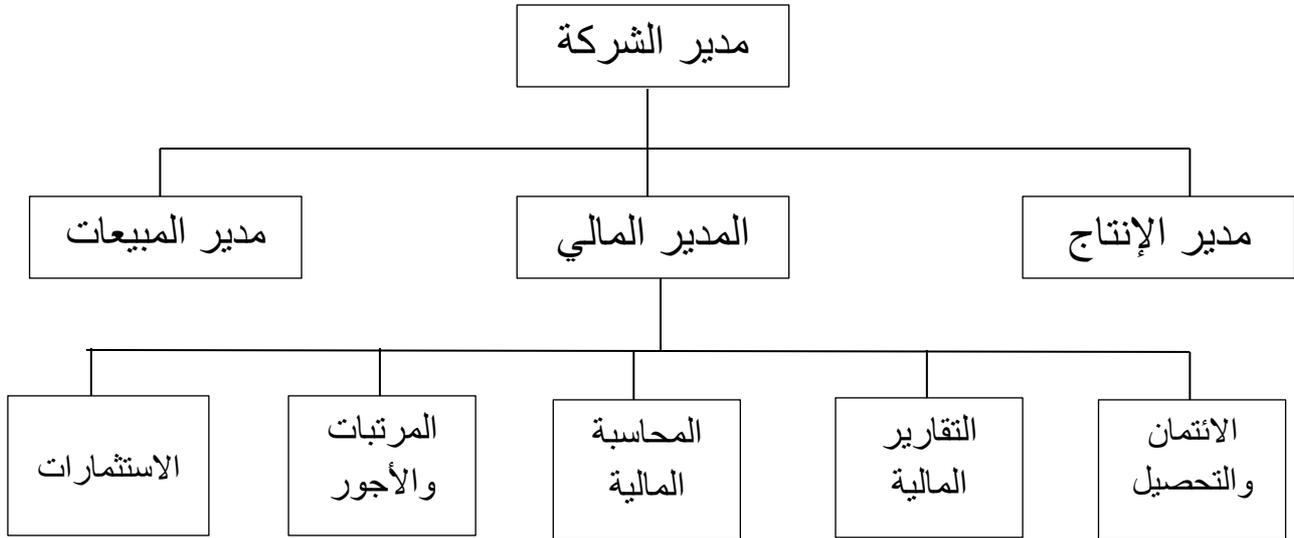
اولا : تنظيم الادارة المالية في مشروع صغير الحجم

يواجه هذا النوع من المشروعات عادة صعوبات عديدة خاصة فيما يتعلق بالمسائل المالية ، ويكون المدير المالي فيها مسئولاً عن الحفاظ علي اموال المشروع وممتلكاته ، ووضع سياسيات الائتمان والتحصيل واعداد جداول مرتبات العاملين ، واختيار اماكن ايداع الاموال ،دون تفويض الي اي مسئول اداري ادني اما بخصوص الاعمال التنفيذية المتعلقة بالنشاط المالي فتستند الي الاقسام المختلفة للإدارة المالية كل حسب اختصاصاته.

(١) المرجع السابق ، ص ٥.

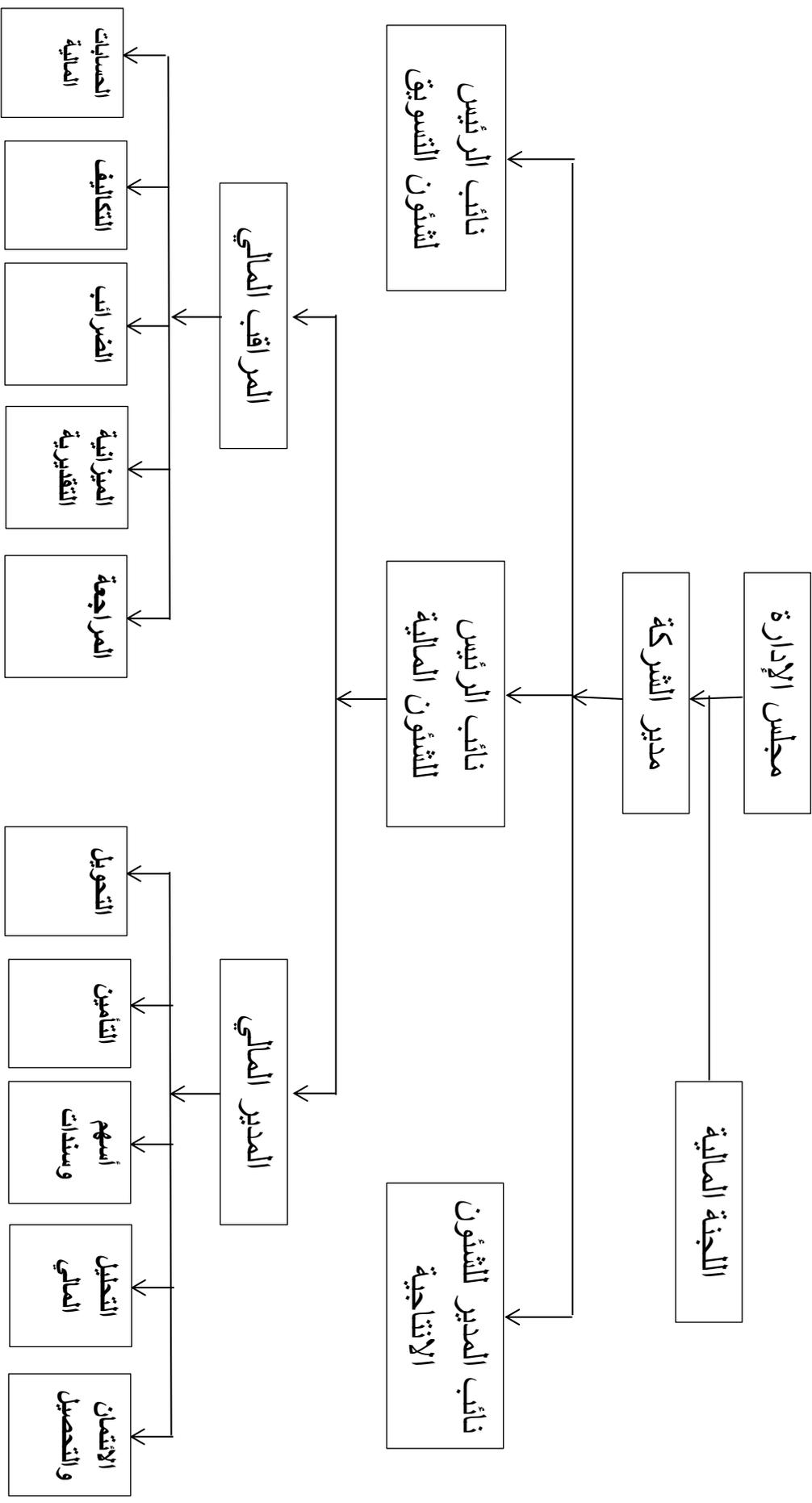
(٢) د. محمد محمد ابراهيم ، محاضرات الادارة المالية (القاهرة : بدون ناشر ، ١٩٨٥)ص٦٨-٧٤

والشكل التالي يوضح ذلك :



ثانيا : تنظيم الادارة المالية في مشروع كبير الحجم:

لا يوجد نمط موحد للوظائف المالية التي تتضمنها هذه المشروعات ولكنها تختلف من مشروع لآخر . ولكن عند تحليل الطريقة المتبعة في تنظيم الجهاز المالي في هذه المشروعات ، نجدها تفرق بين المدير المالي والمراقب المالي .حيث يختص المدير المالي بوظائف الادارة المالية كعمليات الائتمان والتحصيل ، التحليل المالي ، الاسهم والسندات ، الضرائب والتأمين . أما وظائف المراقب المالي فتشمل عادة الميزانيات التقديرية ، المراجعة ، التكاليف ، الحسابات المالية.



الفصل الثاني السيولة والربحية

السيولة والربحية

مقدمة:

يجب التأكد دائما من توافر الاموال الكافية لمواجهة الالتزامات المالية عندما تحلي مواعيد سدادها ، وفي الوقت نفسه تتطلب وظيفة التمويل المحافظة علي سلامة المركز المالي للشركة لضمان استمرارها بتحقيق اكبر قدر من الربح ، والمشكلة التي تواجه الإدارة هي تحقيق التوازن بين الاستثمار الكامل للموارد المالية لتعظيم الربح ، وبين ضرورة الاحتفاظ بجانب مت تلك الموارد في شكل سائل (نقدي) لمواجهة المخاطر التي قد تتعرض لها الشركة اذا لم تتوافر لديها السيولة الكافية .

ويمكن التفرقة بين نوعين من السيولة او اليسر المالي ، فهناك اصطلاح اليسر المالي الحقيقي ، ويعني مقدار الشركة علي السداد جميع ديوانها من اصولها في حالة التصفية ، وهناك اليسر المالي الفني ويعني مقدرة الشركة علي توفير النقدية اللازمة لسداد التزاماتها المالية عندما تتحسن مواعيدها ، وقد تكون الشركة في حالة يسر مالي حقيقي بينما اموالها مقيدة في اصول غير نقدية بحيث تصح معسرة من الناحية الفنية.

وبالعكس ، بمعنى ان الشركة قد تكون في حقيقة الامر معسرة (في حالة تصفيفها) ولكنها قد لا تعالني من ذلك بسبب مقدرتها علي سداد التزاماتها الجارية.

ولذا فان المشكلة الرئيسية هي في الاصول بحيث يتوافر القدر المناسب من النقدية لمواجهة ديون الشركة عندما تحل مواعيد سدادها لكي تستبعد خطر العسر المالي الفني ، والذي قد يترتب عليه قيام الدائنين بالمطالبة باستحقاقاتهم قضائيا الامر الذي قد ينهي حياة الشركة ، وحتى اذا لم يقيم الدائنون بمثل هذا الاجراء فانهم قد يتوقفون عن منح الائتمان وبالتالي تشمل حركة الشركة في محاولتها الحفاظ علي حجم اعمالها لتعظيم الربح ، ولذلك تهتم الادارة بضرورة توافر اليسر المالي الفني لضمان استمرار الشركة ، وهذا يعني ان الاصل يجب ان يكون في حالة سيولة مناسبة ، اي في شكل نقدي فعلا او يمكن تحويلها اتلي نقدية غير طريق اعمال الشركة العادية خلال فترة قصيرة تكفي لقيام الادارة بمواجهة الالتزامات المالية .

ويري البعض ان المهمة الاولي للمدير المالي هي المحافظة علي الاموال المستثمرة وتحقيق الربح للشركة اما المهمة الثانية في السيولة ، بمعنى توفير الاموال الكافية لاحتياجات الشركة في كافة الاوقات والقدرة علي سداد الالتزامات التي عليها ، كما ان هناك تعارضا بين هاتين المهمتين لان تحقيق احدهما يكون علي حسب الأخرى ، وهذا يمثل تناقضا بالنسبة للمدير المالي ، وليس امامة من سبيل سوي محاولة تحقيق نوع من التوازن بينهما . كما يشير البعض الي السيولة والربحية فاعتبارها هدفين فرعيين للإدارة المالية . وانه علي الرغم من اعتبارها توأمين الا انها في الوقت نفسه متناقضين .

ويلاحظ ان هناك اتجاها عاما نحو اعتبار هذه العلاقة ضدية بمعنى ان تحقيق احدهما لا بد وان يكون علي حساب الأخرى ، بل ان البعض يشير الي ذلك باعتباره يمثل مفضلة تواجه المدير المالي وان الحل لتلك الشركة المشكلة ينتهي الي محاولة التوافق ما بين هدف السيولة وهدف الربحية قدر الاستطاعة حتي لا يكون تحقيق احدهما علي حساب الاخر .

ويترتب علي ذلك أن هناك افتراضات اساسية يستند اليها عند تناول مفهومي السيولة والربحية بالمناقشة، ويمكن تلخيصها اساسية فيا يلي:

الاول: ان السيولة تعتبر هدفا مثلها في ذلك مثل الربحية ، لأنه اذا كانت الشركة تهدف الي تحقيق عائد علي الاموال المستثمرة فمطلوب ايضا في نفس الوقت نفسة ان تتوافر لديها الاموال الكافية لسداد الالتزامات عندما يحين الوفاء بها.

الثاني: ان هناك تعارضا بين هدف السيولة وهدف الربحية لان تحقيق الربحية يكون علي حسب السيولة كما ان توافر السيولة يعني التضحية بالربحية.

الثالث: ان تحديد العلاقة بين السيولة والربحية يتمثل في محاولة التوفيق بينهما قدر الامكان ، حتي يلغي الضرر الذي قد يترتب علي المغالاة في السيولة من ضياع فرص تحقيق ارباح اكبر او التأثير علي امكانية الوفاء بالالتزامات بالكامل نحو تحقيق اكبر ارباح ممكنة وفي الحقيقة ان الافتراض الرئيسي الاول (وما ينبغي عليه اي الافتراضين الثاني والثالث) غير صحيح بالمره ، وهو ان السيولة تعتبر هدفا كالربحية تماما ، وبالتالي اذا اتضحت سلامة هذا الاتجاه كيف تعتبر السيولة ؟

اولا السيولة سياسة والربح هدف:

من الامور البديهية التي يجب التسليم بها ضرورة التحديد الواضح الصحيح لهدف الادارة حيث توضح جميع السياسات وتبني جميع القرارات علي ضوء هذا الهدف ،ولذلك اذا ما شاب تحديد الهدف الخلط وعدم الدقة فان ذلك لا بد وان ينعكس علي السياسات الموضوعه او القرارات المتخذة من جانب الادارة. ولعل ايضا ممن الامور البديهية انه لا يكاد يوجد اختلاف ما بين الكتاب علي هدف الادارة -او علي الاقل الهدف الاساسي لها - وهي تحقيق عائد علي الاموال المستثمرة في الشركة وأن كافة الجهود تنسق بقصد تحقيق هذه الغاية ، فان محاولة تقدير الاحتياطات المالية وتديبرها واستثمارها انما القصد منها في النهاية اما تقليل التمويل قدر الامكان او تعظيم الايراد المحقق من استخدام الاموال ،بما يعني في النهاية تحقيق فائض ممكن في شكل عائد علي الاستثمار.

اما القول بان السيولة تعتبر في الوقت نفسة هدفا للإدارة فانه مما لا يتفق مع الهدف من استثمار الاموال ، لأنه يكل بساطة اذا كانت الادارة ترمي الي ذلك لما تطلب الامر الالتزامات بالاستثمار ابتداء ،او بعبارة أخرى كان اخري بالإدارة الاستغناء عن مخاطر الاستثمار كلية ، بل الاد هي من ذلك ان الادارة في سعيها نحو تحقيق هدف تضمه نصب عيها تثاب عندما تحقق اقصي سيولة بالامتناع عن القيام بأية ارتباطات مالية ، وكان بنا نقول ايضا ان تحقق اقصي ارباح تمكنه يتم بالاستغناء عن السيولة تماما . وانما يمكن القول ان الادارة تهدف من ادارة اعمال الشركة الي ان تتم بالشكل الذي يوفر القدر الكافي في السيولة دائما بما يضمن للشركة استمرارها وبالتالي تحقيق هدف الربح.

وما سبق يبقي اعتبار السيولة كهدف للإدارة ،لان من غير المنطقي ان تضع الادارة نفسها في موقف متناقض من البداية بتحديد هدفين متعارضين في الوقت ذاته لا داره الاموال الشركة.

وعلي ذلك يصعب القبول بان هناك هدفين متعارضين للإدارة في وقت واحد: هدف السيولة وهدف الربحية، وانما يكون اكثر قبولا القول بان هدف الادارة هي السيولة وان هدفها الربحية ، لا اكثر.

وبالتالي اذا قبلنا هدف الربحية بالنسبة لا داره الاموال ، فان هذا ينفي اعتبار السيولة علي انها هدف وانما يمكن النظر الي السيولة من زاوية اخري مختلفة تماما عن الفكر السائد عنها حاليا -في معظم الاحياء -وذلك باعتبارها انعكاسا للإدارة السليمة للأموال التي تعمل علي توفيرها بما لا يعوق حركة العمل المستمرة ، أو بمعنى اخر ان السيولة تعتمد علي السياسة من جانب الادارة في استخدام الاموال بطريقة تؤمن عدم الاختناق في وقت من الاوقات نتيجة لعدم التدفق المنتظم للأموال او عجزها خلال

عمليات الشركة المستمرة ، وينبغي علي ذلك ان ينبغي النظر الي السيولة باعتبارها انعكاسا لتصرفات الادارة نتيجة لسياسات العمل المطبقة.

ان المعني التقليدي للسيولة باعتبارها هدفا للإدارة هو في الحقيقة معني محاسبيا ذلك ان قياس السيولة التقليدي انما يعتمد علي بيان محاسبي معين وهو المركز المالي ، وهو عبارته عن بيان تم تسجيل بياناته فعلا في لحظة معينة ماضية علي اسس متعارف عليها في المحاسبة المالية لكن اذا نظرنا الي السيولة من وجهة نظر الادارة فأنها تعتبر سياسية لان قياس السيولة هي هذه الحالة يعتمد علي التنبؤ بالتدفقات النقدية حيث يعد بيان بها عن فترة مستقبلية يستند الي تقديرات معينة تتصل بجميع نواحي النشاط المتوقعة في الشركة ، ولا تقتصر تلك التقديرات علي حساب او حسابات مالية بعينها ، وانما هي في الواقع ترجمة لسياسات تتبعها الادارة في الفترة المستقبلية التي يعد عنها هذا البيان سواء ما يتصل منها بالتوسع او توزيع الارباح أو الانتاج او التسويق او غير ذلك مما تراه الادارة مناسباً.

ثانيا : السيولة تتصل بالأجل القصير والربح بالأجل الطويل:

هناك فرض اساسي عند الحديث عن مشروع الاعمال ، وهو ان خلق لكي يستمر ، وبالتالي يستبعد فرض العمر المحدد او ان للمشروع نهاية وعلي ذلك فان الاموال المستثمرة في اعمال الشركة تعتبر اموالا دائمة الاستثمار لا يتوقع استعادتها او ردها الي اصحابها مادام المشروع مستمرا ، وينبغي علي ذلك ان هدف التحقيق الربح انما هو بطبيعة الحال هدف طويل الاجل ، بمعنى انه يجب ان يكون معلوما ان الادارة تهتم بالربح في الاجل الطويل ، وليس بتعظيم الربح في الاجل القصير ، لتحقيق غرض الادارة هو الاستمرار والتوسع في الاجل الطويل ، وقد تجد الادارة في سعيها نحو تحقق ربح قليل ، او حتي بدون ذلك واحيانا بخسارة.

ومن ناحية اخري ، فان السيولة تتصل بالأجل القصير لان الهدف من ادارة السيولة هو محاولة التأكد من توافر الاموال الكافية لمواجهه الالتزامات المالية عندما تحلي مواعيد سدادها ، وذلك لكي يستعيد خطر العسر المالي الفني لضمان استمرار الشركة فاذا صح ان السيولة تتصل بالأجل القصير في حيث ان الربحية تتصل بالأجل الطويل ، فانه مما لا يتفق ايضا مع المنطق الادعاء بان كلا من السيولة والربحية يعتبر ان هدفان للإدارة لأنه في هذه الحالة نجد ان المستوي الذي يتحقق كلة عنده كل منهما وليس واحدا ، وانما يعمل احدهما في الاجل القصير بينما يتصرف الاخر الي الاجل الطويل او بمعني اخر ان الواحد يؤدي الي الثاني ، اي ان ادارة السيولة بنجاح في الاجل القصير هو الذي يؤدي بنا الي الوصول بالشركة الي الاجل ، اي تحقيق الربح ، وعلي ذلك فان السيولة في الحقيقة هنا بمثابة وسيلة الي غاية محددة وهي وسيلة تضمن بموجبها الادارة – الاستمرار في العمل مع مرور الوقت بما يساعد في الوصول الي الهدف المنشود في النهاية الا وهو الربح.

ثالثا : هل السيولة والربحية هدفان متعارضان ؟

لا يوجد تعارض بين السيولة والربحية لان الربحية هدف والسيولة سياسة وليس هدف . ولكن الاعتقاد بان السيولة هدف متعارض مع الربحية يرجع في الحقيقة الي الاعتماد علي مقاييس معينة تستخدم في تحديد السيولة فمن المعروف ان النسب المالية هي ما يجري العرف علي استخدامها في ذلك ، وهي بطبيعتها تستند في حسابها الي بيانات الميزانية التي تصور المركز المالي في لحظة ستكون ، هذا فضلا عن انها بيانات تاريخية عن فترات ادبرت وبالتالي تستخدم ارصدة من جانب الاصول وتسبب الي ارصدة من جانب الاصول وتنسب الي ارصدة أخري في جانب الخصوم لتحديد مدي تغطية الالتزامات التي ستستحق خلال اجل قصير.

ان الاستناد الي تلك البيانات الحكم علي سيولتها انما هو قياس لحظي وفي فترة سكون لا حركة وبالتالي فانه لا يعني شيئاً له اهميته في النهاية بالنسبة لمقدرة الشركة علي السداد هذا فضلا عن تحاشي الدخول فيما اذا كانت البنود الداخلة في حساب ما اصطلح علي تسميته بنسب السيولة تمثل حقيقة ما يجب أخذه في الحسبان.

ففي الوقت الذي نجد فيه ان اعداد الميزانية قد يستغرق وقتاً طويلاً يصل الي ثلاثة شهور او حتي الي اكثر من ذلك فان المعلومات التي تظهر فيها تكون قديمة وقد لا تفيد الادارة كثيراً كما ان اعداد الميزانية يتم عادة في وقت تكون فيه الاعمال في اقل مستوي لها وبالتالي فان رصيد النقدية مثلاً قد يبدو اكبر نسبياً من ارصدة الاصول المتداولة الأخرى وبذلك تكون السيولة في شكل مغاير لما قد تكون عليه في الأحوال العادية خلال العام ، ومن ناحية اخرى اذا كان من السهل علي الشركة الحصول علي ما تحتاجه من اموال من الغير فان هذا لا ينعكس في الحقيقة في الرصيد الموضح بالميزانية في حين ان الرصيد المتاح فعلاً يكون اكبر ، اي ان النقدية الموضحة بالميزانية اقل من النقدية التي تكون تحت تصرف الادارة كما قد تعطي الميزانية مظهراً خادعاً في حالة القروض الفترية (التي تسدد علي فترات دورية كل ستة شهور او سنة مثلاً) لأن الرصيد المتناقص لتلك القروض مع الوقت قد يوحي بتحسين المركز المالي للشركة لكن الحقيقة ان معدل التدفق النقدي الخارج يظل علي ما هو عليه تقريباً الي ان يتم السداد بالكامل ، وعلي ذلك يظل عدم القدرة علي السداد جاثماً اما الادارة الي ان يتم الوفاء بالكامل.

بل لعل الاداء هي من ذلك ان هذه المقاييس التقليدية للسيولة انما نفترض في الواقع ليس استمرار الشركة وانما تصفيتها لان ما تعنيه نسبة التداول هو انه اذا تطلب الامر السداد الفوري للالتزامات قصيرة الاجل فان الاصول المتداولة هي المصدر الذي يرجع اليه في توفير الاموال المطلوبة للسداد ، وحيث ان قيمة الاصل في التصفية ينتظر ان تكون عادة اقل بكثير من قيمته الحقيقية – بسبب الاضرار او العجلة في التخلص منه – فان هامشاً للامان ضد هذا الاحتمال يتطلب الامر توفيره ، وهو ما يتمثل في نسبة التداول النمطية ٢:١ ، اي ان الاصول المتداولة تساوي ضعف الخصوم علي الاقل ، وهذا يعني علي اية حال ان النظرة الي هذه الاصول باعتبارها مصدر السيولة هو الي قيمتها في حالة التصفية.

ويتضح ذلك اكثر عند الرجوع الي نسبة التداول السريعة حيث تستبعد البضاعة المخزونة في قياس السيولة وبذلك يكون هناك ضمان اكبر لتغطية الخصوم المتداولة ، بل ان الامر يصل في النهاية الي حساب نسبة النقدية (وسبة النقدية) باعتبار ان تلك الاصول في النهاية هي التي تمثل اموالاً حاضرة للدفع الفوري ، فالقياس هنا يبنني علي الميزانية باعتبارها تمثل وضعاً ساكناً للشركة من الناحية المالية في لحظة معينة ، ومن ناحية اخرى يفترض عدم الاستمرار واضطراب الشركة الي الوفاء بالتزاماتها قصيرة الاجل جميعاً لحظة اعداد الميزانية ، وكلا الافتراضين غير صحيح ، لان المركز المالي كما تعبر عنه الميزانية يمكن ان يختلف كثيراً قبل اعدادها ، وبالتالي فان الارصدة المبنية في لحظة معينة يصعب الاستناد اليها في قياس السيولة باعتبار ان السيولة لا تعبر في الحقيقة عن مفهوم ساكن ، وانما هي تعكس مقدرة الشركة مع الوقت – وليس في وقت معين – علي مقابلة التزاماتها.

ومن جهة ثالثة فان للقياس التقليدي يعني الاهتمام باللحظة الماضية التي تعد فيها الميزانية ، وهذا قد يعني ان الاهتمام بالسيولة يتصل بالماضي وهو ما لا يتفق مع طبيعة عمل الادارة – وبالتالي السيولة حيث أن الذي يهم حقا هو المستقبل ، اي ما اذا كانت قادرة في المستقبل – وليس قبل ذلك – علي سداد التزاماتها التي سيحل موعد الوفاء بها ، ووجود الشركة في حد ذاته يعني ان السيولة لا تمثل مشكلة بالنسبة لها حتي الان ، ولذلك فالمهم هو استطاعتها العمل علي توفير السيولة المطلوبة مع الوقت.

ولان عمل الادارة يتصل بالمستقبل لا بالماضي ، وبالتالي فان ما يهم ليس هو مركز السيولة في لحظة سكون معينة مضت وانما ما ستكون عليه حالة الشركة مع الوقت خصوصا وان هذا صحيح ايضا بالنسبة للربحية ، فاذا انتفت صلاحية هذا القياس التقليدي للصلاحية فمعني ذلك ان المطلوب معرفة حالة السيولة مع الوقت اي خلال الفترة المستقبلية او القادمة وهذا ابعد ما يكون عن مفهوم السكون الذي تتشبت به المقاييس التقليدية للسيولة.

رابعا : السيولة ترتبط بإدارة الاصول كلها وليس بالنقدية فقط:

يلاحظ عند قياس السيولة باستخدام النسب المالية ان الاهتمام في النهاية يتركز علي معرفة الاموال المتاحة في شكل نقدي او شبه نقدي او الاصول التي يمكن تحويلها بسرعة الي نقدية عند الضرورة ، وبذلك يتدرج حسب نسب السيولة من نسبة التداول الي نسبة التداول السريعة الي الشبة النقدية (وشبة نقدية)، اي ان النقدية (او بمعني ادق في هذه الحالة الارصدة النقدية) ينظر اليها باعتبارها مرادفا للسيولة بمعني ان كلما زاد مقدار الرصيد النقدي المتاح ، كلما كان ذلك ادي الي الاطمئنان الي حالة السيولة في الشركة وبالعكس اذا هبط مقدار الرصيد النقدي فهذا دلالة علي عدم توافر قدر كاف من الاموال الحاضرة لسداد الالتزامات التي قد تستحق علي الشركة.

وفي اعتقادي ادي ان هذا تأويل غير صحيح بالنسبة لدور النقدية باعتبارها احد الاصول الشركة ، لأنه ليس الغرض من توافر رصيد معين للنقدية هو مقابلة الالتزامات بالدرجة الاولى ، وانما الرصيد الذي يحتفظ به يمثل في الواقع محاولة للتوافق ما بين التدفقات النقدية الداخلة علي الشركة والتدفقات النقدية الخارجة منها ، وكذلك نتيجة عدم التأكد المصاحب لتلك التدفقات بأنواعها وعلي ذلك فليس القصد من الاحتفاظ بالرصيد النقدي هو مقابلة الالتزامات وانما الموازنة ما بين التدفقات النقدية ولعل ما يؤدي ذلك ببساطة ان نسبة النقدية الي الخصوم المتداولة مهما كانت فلن تزيد من حد معين ، بل لو انها تجاوز نسبة معينة (مثلا ٢٥٪) فقد ينظر الي ذلك بانتقاد ، لأنه قد يعني تحفظا زائدا لا مبرر له ماليا وقد يعكس تخوفا لا معني له من جانب الادارة يتمثل في تجسيد تلك الاموال في شكل نقدي دون استثمار حقيقي.

وطبيعي ان الخطأ في هذا الاتجاه نحو الاعتبار النقدية اساسا للسيولة مرجعة الي المدخل التقليدي السكوني لمفهوم السيولة ، والنظرة الجزئية الي ما ينبغي النظر اليه بكلية ، فالنقدية احدي الاصول وان الغرض من توزيع الاموال التي يتم الحصول عليها من مصادر مختلفة ليس مجرد توزيعها ما بين اصول معينة بعينها باستقلال عن بعضها البعض ، وانما يتم استخدام الاموال المتاحة باعتبارها كل متكامل بغرض معين ، وهو حسن استثمارها بما يحقق الهدف العائد لا يتوقف علي اصل واحد فقط او اكثر من اصل او علي ما يطلق عليه اصول متداولة او اصول ثابتة وانما يتحقق ذلك بالعمل المتكامل لجميع الاصول في وقت واحد ، دون تفرقة ما بين اصل واخر حسب درجة سيولته مثلا او حسب طبيعته باعتبارها قصير الاجل او طويل الاجل ، فالهدف اذن من ادارة الاصول ، هو ان يتم توزيع الاموال المتاحة للاستثمار بينهما بما يؤدي الي اقصي كفاءة ممكنة ، بحيث اذا حدثت مغالاة في اصل أو اكثر من اصل (مع ثبات الموارد المالية المتاحة) فان ذلك لا بد وان يكون علي حساب اصل او اصول اخري وهو ما يعكس عدم كفاءة من جانب الادارة في استخدام الاموال.

ومعني ذلك ان ادارة السيولة في الواقع لا تتوقف فقط علي ما يطلق عليه الاصول المتداولة ، وانما هي في الواقع تعتمد علي جميع الاصول ، ويبدو الخطأ في الاعتقاد بان السيولة ترتبط بالأصل المتداولة فقط ، في الاستناد الي فكرة التصفية (اي نسب السيولة) علي تصفية الاصول المستخدمة في القياس، ولذلك

تتدرج الأصول المستخدمة في الوصول الي القياس الاكثر تحديدا مع حتي استبعاد الاصول المتداولة التي يظن انها قد تستغرق وقتا اطول في التحول الي نقدية او التي قد تتأثر قيمتها بدرجة كبيرة نتيجة الاضطراب التي تحويلها بسرعة الي نقدية ، بل ان ناك خطأ اخر رئيسي في ذلك ايضا ، وهو ان الاصول المتداولة هي في الحقيقة في جانب منها -وقد يكون الغالب -بمثابة استثمار دائم ولا تختلف في ذلك ابدا عما يطلق عليه بالأصول الثابتة.

خامسا : الربحية تؤدي الي السيولة وليس العكس:

وانطلاقا مما سبق ، فان ما يهم في النهاية بالنسبة للشركة الربحية وليست السيولة ، وبالتالي فان الشركة الناجحة التي تحقق ارباحا -مع سلامة السياسات المالية المتبعة -هي القادرة علي توفير السيولة بما لا يؤدي الي تعثرها ،في حين ان مجرد توفر السيولة لا يؤدي في حد ذاته الي تحقيق الربحية .
اذن السيولة متغير تابع والربحية تعتبر في هذه الحالة متغيرا مستقلا بمعنى انه اذا كان هناك خيار - مجرد افتراضي -ما بين السيولة والربحية فلا شك ان الاختيار يقع علي الربحية بدون منازع لان ذلك هو ما يوفر في النهاية السيولة للشركة ، ولكن العكس غير صحيح ، بمعنى ان مجرد توافر السيولة لا يؤدي بالضرورة الي العمل بربحية .

ولعل الدليل علي ذلك ان الاموال التي تسيل مع الوقت باستمرار اعمال الشركة لا تبقى في حالة ساكنة وانما تعاود دوراتها من خلال الشركة وهكذا ما دامت الشركة مستمرة ، فليس الهدف تسهيل الاموال المستثمرة وانما استمرار دورانها ، حيث ان كل دوره يفترض انها تؤدي الي استعادة الاموال المستثمرة مع فائض وهو ما يطلق عليه الربح ، ثم تعاود دوراتها وهكذا دواليك وما دامت الشركة قائمة ، ولا يهم في ذلك كون الدورة الجزئية للأصول المختلفة متباينة كما قد يبدو من التقسيم الشائع مثلا للأصول ما بين متداولة وثابتة ، لان في الحقيقة الدورة الكاملة لا بد وان تشمل جميع الاصول ، وفي الوقت نفسه حيث ان الناتج الذي يتم الحصول عليه هو نتاج لعمل الاصول جميعا وليس نتيجة عمل نتيجة عمل جانب منها فقط ، وبهذا المعني فان تدفق الاموال وتوافر السيولة انما هو نتاج الادارة السليمة للأصول التي تهدف الي تحقيق عائد .

ولذلك نجد ان هناك اتجاها واضحا في المؤلفات الحديثة في مجال التمويل الي افراد جانب هام منها المعالجة موضوع ادارة الاصول ، وذلك باعتبارها تمثل استثمارا لا موال الشركة يتطلب الامر ان يستند فيه الي اعتبارات تحكم مقدار الاموال الواجب استخدامها لتمويل كل اصل بما يؤدي الي تحمل اقل تكلفة في تمويل وفي وقت نفسه تحقيق اقصي عائد يمكن الحصول عليه من استخدام تلك الاموال مع مراعاة اثر ذلك الاستخدام علي توفير السيولة اللازمة للشركة ، فمثلا البط في تحميل حسابات القبض يعني تقليل النقدية المتاحة حيث يصبح جانب منها مقيدا في حسابات رديئة او بطيئة التحصيل ، مما يؤثر بدرجة خطيرة علي السيولة كما ان ادارة المخزن علي مستوياتها المختلفة من سلع تامة الصنع او تحت الصنع او مواد خام تنعكس اثارها علي مقدار السيولة التي قد تتاح خلال الوقت ، فاذا قيدت الاموال بأكثر من اللازم في البضاعة المخزونة فان هذا يعني بدون شك عدم امكانية استخدامها لغرض اخر او ان الحصول علي مواد اولية قد يصعب استخدامها في الانتاج او حتي اعادتها بيعها قد يعني ضياع جانب من الاموال ، وعدم انتظار دوره الاعمال العادية بما نتيجة من تدفق النقدية الي الشركة ، كما ان عدم القدرة علي استغلال الطاقة الانتاجية المتاحة يؤدي الي انخفاض معدل الانتاج عما ينبغي ان يكون عليه ، وبالتالي تأثير ذلك علي تدفق النقدية الي الشركة في النهاية.

سادسا : السيولة احتمال:

أن هناك تأكدا واضحا عند قياس السيولة بالطريقة التقليدية . حيث ان تحديد مقدار السيولة التي تتمتع بها الشركة يعتمد علي الاقل في الظاهر علي قيم محددة تعطي نتائج مؤكدة يستند اليها في تقييم الوضع ، وهذا راجع بالطبع الي الاعتماد علي بيانات في حالة سكوت افتراضية ، وبالتالي اذا كان ذلك صحيحا فمعني ذلك انه يمكن التحكم في السيولة عن طريق ما تبتغيه الادارة من تمثيل للسيولة في صالحها باتباع طرق معينة في تقييم الاصول بما قد تراه بشأن الاستهلاك أو مستويات الاسعار او الاحتياطات او المخزون بحيث يخدم الصورة المعينة التي ترميها والتي قد لا تعكس حقيقة الوضع المالي ، اي ان السيولة في هذه الحالة تصبح خاضعة لـتحكم الادارة محاسبيا ، بما يتمشى مع اظهار صورته معينة عن وضع الشركة المالي أ اما الغير والذي تعكسه الميزانية.

ولكن اذا اعترفنا بان السيولة تتصل بالمستقبل ، وان المستقبل بطبيعته الحال غير مؤكد ،فان هذا لا يعني ان السيولة بمعناها الحقيقي أيضا ، لا يمكن ان تكون مؤكدة ابدًا ، وانما هي تعتمد علي احتمالات تتصل بالمستقبل ، وعلي ذلك فان تقدير السيولة انما يعتمد علي ما قد تكون عليه عمليات الشركة في المستقبل ، وما يترتب عليها من تدفقات مالية لا يمكن القول ابدًا انها مؤكدة ، صحيح ان درجة التأكد هذه قد تتفاوت ، ولكن هذا لا ينفي في النهاية ان ليس هناك ما يشيع الاطمئنان التام بالنسبة لمقده الشركة علي توفير السيولة الكاملة او المؤكدة تماما ، وبالتالي فان قياس السيولة الحقيقي لا بد وان يعتمد بدرجة كبيره علي عوامل داخلية تتصل بعمل الادارة ذاتها فيما يتصل باستخدام الاموال الفعلي ، ولا يمكن اسنادها الي مجرد عوامل خارجية بحيث تبرر الدعوي بان تحديد السيولة في النهاية مرده الي عوامل يصعب التحكم فيها تماما من جانب الادارة.

ولعل ذلك ينتهي بنا الي القول بان القياس الحقيقي للسيولة ينبغي ان يستند الي التنبؤ بالتدفقات النقدية في الشركة باعتبارها نتيجة للسياسات الادارية المتبعة في العمل ، وعلي ذلك فان توفير الشركة السيولة في الشركة انما يعتمد في هذه الحالة علي ما تري الادارة انه مناسب في استخدام الاموال بما يكفل في النهاية مقابلة التدفقات الخارجية بتدفقات داخلية لتحقيق التوازن.

والخلاصة ان ادارة السيولة هي فن في الحقيقة سياسة تعكس عمل الشركة من الناحية المالية بقصد تحقيق اهداف الربح ، وبالتالي فلا داعي للقول بان السيولة تتعارض مع الربحية حيث ان كلا منهما لا يقع علي نفس الدرجة ، بل ان الربحية هي مفتاح السيولة ، كما ان ادارة السيولة ذاتها ضمان للوصول الي الربحية.

ومن ناحية اخري ، فان السيولة تتصل بعمل الشركة في الاجل القصير ، بل العمل اليومي المتصل بإدارة الاموال لضمان تدفقها وانسيابها بيسر ، في حين ان الربحية هدف طويل الاجل وليس من الضروري تحقيقه بالكامل في الاجل القصير ، مادامت السياسات المتبعة تضمن للشركة استمرارها مع الوقت.

هذا علاوة علي ان عمل الادارة اساسا يتصل بالمستقبل ، وبالتالي فان الحديث عن السيولة (وايضا عن الربحية) انما يتصل بالمستقبل غير المؤكد ، ولا يركن الي معايير تاريخية او احداث مضا حيث لا علاقة لها باتخاذ القرارات ، او الي مواقف سكونيه لا تعبر الا عن اوضاع ثابتة وقد تكون مفتعلة الي حد.

كما ان الالتصاق بالمفهوم التقليدي للسيولة يعكس تركيزا علي الاهتمام بالنقدية وتوافرها في الشركة لسداد الالتزامات، وهذا غير صحيح باعتبار ان السيولة تربط الادارة الاصول جميعا وان النقدية

المتاحة في وقت معين ما هي الانتاج او محصلة لسياسات الادارة في العمل ودورها لا يمت اساسا بناحية السداد بقدر ضمان انتساب تدفق العمليات عن طريق تحقيق التوازن بالنسبة للتدفقات المالية في الشركة وذلك فان تحديد صحيحا للسيولة في الشركة لا يعتمد علي فكرة النسب المالية وانما علي اعداد بيانات التدفقات النقدية ، حيث تمثل علي كافة بنود التدفقات المتصلة بعمليات الشركة المستمرة سواء مباشرة او بطريقة غير مباشرة بما يغل اعطاء تصور كل دائما لوضع الشركة من ناحية مقدرتها علي السداد وتحقيق درجة السيولة اللازمة لضمان نجاحها ، هذا بالإضافة الي ان ذلك يبعد ايضا فكرة التأكد الملازمة لمفهوم السيولة النقدية ويجعل السيولة اقرب الي المنطق السليم من ناحية احتمالات تحققها في المستقبل ، استنادا الي مقدرة الادارة علي النظر البعيد الي الامور.

الفصل الثالث
مصادر الحصول على الأموال

مقدمة :

تحتاج أي منظمة عند أنشائها الى الأموال اللازمة لشراء الأصول المختلفة التي تبدأ بها نشاطها وتمويل عمليات الانتاج والبيع ، كما تحتاج بعد ذلك الى توفير المزيد من الأموال لمقابلة الاحتياجات المتزايدة من الأصول الرأسمالية وكذلك التغيرات في حجم الإنتاج والمبيعات وإجراء عمليات الاحلال والتجديد لأصولها ... الخ.

وتعتمد المنظمات الخاصة على مصادر متنوعة في تمويل عملياتها ، لكل مصدر منها طبيعته وتكلفته ومزياه وعيوبه ، ومن ثم يقع على عاتق المدير المالي عبء اختيار مصادر التمويل التي تتلاءم مع طبيعة احتياجات المنظمة ، وفترة الاحتياج لهذه المصادر وقدرة المنظمة على السداد ... الخ.

ويتناول هذا الفصل المصادر المختلفة للتمويل وذلك على النحو التالي :

- العوامل الحاكمة لاختيار مصادر التمويل .
- مصادر التمويل طويلة الأجل .
- مصادر التمويل قصيرة الأجل .

أولاً: العوامل الحاكمة لاختيار مصادر التمويل

إن عملية تدبير الأموال من مصادر الملكية او من مصادر المديونية تتوقف على العديد من التي يكون بعضها خارجياً وقد يكون البعض الاخر داخل المنشأة ، وسنعرض لأهم هذه العوامل التي يمكن تجميعها في ظل التقسيم التالي ، مع التسليم بأنها عوامل تتسم في غالب الأحيان بالتأثيرات المتبادلة فيما بينها^(١).

١/١ العوامل المتصلة بالحالة الاقتصادية العامة : وتتضمن

١/١/١ مرحلة الدورة التجارية :

حيث انه لو كان هناك توقعاً نحو الانتعاش والازدهار فهذا ينبغي بتنامي حجم نشاط المنشأة مما يزيد من الاحتياجات المالية المتوقعة ، ومن ثم فإن هذا النمو المتوقع يتطلب توفير عنصر المرونة في هيكل التمويل المستهدف ، هذا فضلاً عن توقع ارتفاع تكاليف الحصول على الأموال كنتيجة لتزايد الطلب عليها .

٢/١/١ ظروف أسواق رأس المال :

حيث أن التغيرات القصيرة المدى والطويلة المدى التي تطرأ على ظروف الأسهم والسندات في الاسواق المالية، قد يكون لها تأثير هام على هيكل رأس المال المستهدف للشركة بدرجة امكانية تغييره التخلي المؤقت منه ، ولذا فهذه الظروف تعتبر عاملاً هاماً يؤثر في نوع الاوراق المالية المستخدمة، في

(١) د . بهاء الدين سعد ، التمويل في منظمات الأعمال ، (القاهرة : بدون ناشر ، ١٩٩٣) ، ص

تمويل معين ومن ناحية أخرى فإن توافر نوعيات الأموال من عدمه في هذه الاسواق وتكلفة كل نوع ،يمثلان أهمية بالغة بالنسبة لعنصر الدخل ، والذي يعتبر عن الاعتبار الحاكمة عند تحديد هيكل التمويل الأنسب ،وتوقع ارتفاع تكلفة أموال الافتراض مع نقص المعروض منها ، قد يدفع الشركة إلى زيادة نسبه المديونية لديها ، فإذا كان المتوقع هو انخفاض تكلفة الأموال مع وفرة المعروض منها فقد يكون تأجيل الاستدانة والتركيز على المرونة في الخطة المالية بمثابة الحل الأنسب.

٣/١/١ أسعار الضريبة :

طالما أن فوائد الديون تعتبر مصروفاً تحميلها واجب الخصم قبل التوصل الى الأرباح الخاضعة للضريبة ،وذلك على خلاف توزيعات الارباح لحملة الأسهم ،فإنه كلما زادت أسعار الضريبة المفروضة على الارباح لحملة الأسهم فإنه كلما زادت أسعار الضريبة المفروضة على ارباح الشركات كلما كان ذلك في صالح استخدام الديون ودافعاً اليه ،لما في ذلك من زيادة الدخل المتاح لحملة الأسهم .

٤/١/١ مواقف واتجاهات المستثمرين:

فمواقف كل المستثمرين – سواء اكانوا من الملاك او من الدائنين – تعتبر من اكثر المحددات أهمية لهيكل رأس مال المنشأة ولذلك نجد المدير المالي – في معظم الحالات يناقش هيكل تمويل الشركة مع المستثمرين الحاليين او المرتقبين وعليه يعطى لتوصياتهم أو لتقديراتهم وزناً هاماً ، لتوصياتهم أو لتقدير وزناً هاماً ويلاحظ أنه عندما تستشعر الإدارة نوعاً من الثقة إزاء خطط نموها وتوسعاتها المستقبلية ، فإنها قد تقدم على التوسع في استخدام أموال المديونية ، ولكن بعد حدود معينة فإن موقف الإدارة سيقابل بنوع من عدم الرضا من قبل المستثمرين.

كما أن التصرفات الفردية والجماعية لهؤلاء المستثمرين في الأسواق المالية والنقدية وكذلك مقابلات الإدارة معهم ، كل ذلك سيؤكد حقيقة أن المديونية المبالغ فيها ، إنما ستنقص من قدرة الشركة الافتراضية ، فضلا عن زيادة المخاطر للأوراق المالية المتداولة . ومن ثم فنتيجة ذلك ستتضح في ارتفاع تكاليف المزيد من الدين فضلا عن انخفاض أسعار الأسهم في السوق.

٢/١ العوامل المتصلة بخصائص الصناعة : وتتضمن

١/٢/١ التقلبات الموسمية :

إذا كانت طبيعة الصناعة تتسم بالموسمية في المبيعات فإن الإدارة عادة ما تهتم بعنصر المرونة في تخطيطها المالي ، ومن ثم يزيد الاعتماد على المديونية القصيرة الأجل وذلك أيضا يدعم اعتبار الملاءمة بين مصادر التمويل وطبيعة الاستخدامات لهذه الأموال.

٣/٢/١ درجة حساسية المبيعات للتغيرات في الدخل القومي :

حيث نجد أن التغيرات في مستوى الدخل القومي قد تحدث تقلبات في مبيعات بعض الصناعات – كما هو الحال بالنسبة للسلع الكمالية – بينما قد لا تتأثر مبيعات صناعات أخرى – كما هو الحال بالنسبة للسلع الضرورية كالأغذية ، ومن ثم نجد الصناعات ذات الحساسية لتغيرات الدخل القومي تركز اهتماماتها على عاملي المرونة والخطر ، ومن ثم سيكون التوسع في الاقتراض الطويل الأجل أمر غير مرغوب فيه ، وقد يأتي بنتائج عكسية بالنسبة لدخل الملاك فضل عن احتمال تعرض المنشآت لمخاطر عدم السداد ، ومن ثم تكون أموال الملكية والقروض قصيرة الأجل أكثر قبولاً لمواجهة ظروف التوسع والانكماش بيسر وبسرعة.

٤/٢/١ طبيعة الأصول التي تحتتمها الصناعة :

حيث نجد الصناعات التي تعتمد على الاستخدام المكثف للأصول الثابتة إنما تحمل المنشأة في مثل هذه الصناعات بتكاليف ثابتة عالية. ومن ثم إذا كانت مبيعات مثل هذه الصناعة متقلبة. فهناك مخاطر جمة يمكن أن تلحق بالملاك نتيجة التجاء الشركة إلى المديونية . فنقص المبيعات سيرتب عليه نقص في مقدار الأرباح المتاحة للمساهمين . فضلا عن احتمال مواجهة صعوبات في السداد ، في حين أنه إذا كانت المبيعات بالاستقرار فإنه يمكنها الاستفادة بدرجة عالية من مزايا الاعتماد على المديونية الطويلة وخاصة فيما يتصل بالأرباح المتاحة للملاك ، هذا في الوقت الذي تتجه فيه المنشآت التي تمثل الأصول المتداولة نسبة عالية من هيكل أصولها . نحو الاستعانة بأموال المديونية في تمويل الاحتياجات الدائمة بها . وبكلمات أخرى أنه كلما زادت درجة سيولة الأصول كلما امكن الاعتماد على القروض ، ولكن كلما كانت الأصول أقل سيولة كلما كانت أقل مرونة في خدمة الديون.

٥/٢/١ طبيعة المنافسة :

والمقصود درجة حدة المنافسة وانعكاس ذلك على إمكانية التنبؤ بالأرباح، ومن ثم إذا كانت المنافسة حادة بالدرجة التي يصعب معها التنبؤ بالأرباح المتوقعة ، فيعتبر من غير المقبول التوسع في استخدام الدين خشية الخسائر الكبيرة التي قد تحيق بالملاك نتيجة انخفاض طفيف في مقدار المبيعات ، أما إذا كانت المنافسة تتصف بالضعف النسبي ومن ثم تتسم الإيرادات بالثبات النسبي ، فيمكن في العادة التوسع في استخدام الدين للاستفادة من مزاياه لصالح الملاك وهذا ما يعرف بإيجابيات الرافعة المالية.

٣/١ العوامل المتصلة بخصائص الشركة :

فجانب العوامل التي تؤثر في الصناعة ، فهناك عوامل أخرى تتصل بالشركة ذاتها ومنها :

١/٣/١ الشكل القانوني للمنشأة :

فنجد أن المنشآت الفردية وشركات الأشخاص تميل إلى عدم التماذي في استخدام الديون خوفاً من أن مخاطر السداد قد تنسحب إلى الممتلكات الخاصة للملاك وفقاً لمبدأ المسؤولية غير المحدودة. ومن ثم على وجه الخصوص إذا كان الملاك من الأثرياء فيما يتصل بممتلكاتهم خارج المنشأة. ويلاحظ أن القدرة على تجميع الأموال تتدرج حسب الشكل القانوني من منشأة فردية إلى شركة أشخاص إلى شركة أموال ، وعلى الأخص الشركات المساهمة ، سواء كانت هذه الأموال أموال ملكية أو مديونية ، كما أن

الشركات المساهمة بسبب عنصر الاستمرار أو عدم ارتباط بقائها ببقاء الملاك، تكون أكثر قدرة على الحصول على القروض الطويلة الأجل من غيرها من الأشكال القانونية الأخرى.

٢/٣/١ حجم المنشأة :

وبالرغم من أن هذا العامل وثيق الارتباط بالشكل القانوني ، إلا أنه يمكن القول بأن الغالب الأعم أن تكون المنشآت الفردية وشركات الأشخاص ذات حجم صغير نسبياً . في حين أن غالبية شركات الأموال تكون ذات حجم كبير نسبياً . والمنشآت الصغيرة قد يغلب على مصادر تمويلها الطابع العائلي ولا تستطيع تنويع مصادر تمويلها ، وتعتمد على أموال الملكية بدرجة أساسية ، فضلا عن أن محاولة تدبيرها لاحتياجاتها المالية أثناء مراحل النمو السريعة – ولعدم كفاية عناصر التمويل الذاتي – من خلال المؤسسات المالية غالبا ما يكلفها كثيراً فضلا عن الضمانات الأكثر التي تتطلبها هذه المؤسسات المالية عند امداد المشروعات الصغيرة بالأموال ، كما أنه لمتطلبات النمو قد تفضل المشروعات الصغيرة الاقتراض عن توسيع قاعدة الملكية حتى لا يفقد ملاك المشروع سيطرتهم على المنشأة ، حتى لو أدى ذلك إلى التضحية بمعدل نمو أسرع . ولكل ما سبق نجد أن المشروعات الصغيرة عادة ما تعطى أهمية أكبر لاعتباري المرونة والسيطرة.

٣/٣/١ معدل النمو :

وبافتراض ثبات العوامل الأخرى، نجد أن المنشآت ذات معدل النمو الأسرع تعتمد بدرجة أكثر كثافة على رأس المال الخارجي. ولما كانت تكاليف إصدار وتسويق الأسهم، أعلى من تلك الخاصة بالسندات، لذلك وبسبب الرغبة في تخفيض تكاليف التمويل، نجد أن المنشآت سريعة النمو تستخدم ديونا أكثر من المنشآت بطيئة النمو.

٤/٣/١ ربحية المنشأة:

من الملاحظ من الناحية العملية أن المنشآت التي تحقق معدلات عائد على الاستثمار مرتفعة ، لا تميل إلى استخدام الدين بكثافة ، وبالرغم من عدم وجود تبرير لهذا الموقف في ظل نظريات التمويل ، إلا أن المبرر العملي لهذا الموقف يكمن في أن هذه الشركات تكون قادرة على احتجاز المزيد من الأرباح لاستخدامه في التمويل بلاد من الاتجاه نحو الاقتراض.

٥/٣/١ المركز الائتماني للشركة :

ويتمثل في القدرة الافتراضية للمنشأة، والتي تتحدد بدرجة سيولة المنشأة وتاريخها في الوفاء بالتزاماتها والضمانات التي تقدمها فضلا عن ربحيتها المتوقعة . وبالطبع كلما زادت القدرة الائتمانية كلما حقق ذلك أعلى من المرونة للمنشأة.

٦/٣/١ الظروف الداخلية للمنشأة :

فهي قد تؤثر على هيكل رأس المال المستهدف ، فمثلا إذا كانت المنشأة تتوقع النجاح الكامل لبرامج معينة ومشروعات تحقق عوائد مرتفعة ، في المستقبل القريب ، ولكن طالما أن هذه الأمور لم تدخل بعد

في توقعات المستثمر ولم تنعكس المكاسب الجديدة بعد ، على أسعار الأسهم ، فإن هذه الشركة قد لا تميل إلى إصدار أسهم في هذه الأونة وتفضل الاتجاه نحو المديونية إلى حين تحقق المكاسب العالية وانعكاسها على أسعار الأسهم بالسوق ، ومن ثم يصبح من الملائم إصدار الأسهم وسداد الديون ، وبالطبع فإن مثل هذه الموقف يمكن النظر إليه باعتباره تغييراً في هيكل رأس المال المستهدف ، أو بمثابة ترحيل مؤقت لهيكل مستهدف مستقر.

٧/٣/١ نوع الإدارة وموقفها :

طالما لم يتفق فقهاء التمويل بعد على كيفية تحديد هيكل مالي معين يقود إلى رفع أسعار الأسهم في السوق أكثر من غيره من الهياكل المالية البديلة ، فسيظل جانب هام من الحكم على مدى ملاءمة هيكل دون آخر ، يتوقف على تقدير الإدارة ، وموقفها من المخاطرة ، وهذا التقدير يرد جزئياً إلى ما إذا كان القائمين على الإدارة هم ملاك المشروع أم أنهم مديرين مهنيين ، كما يرد إلى خبراتهم وتجاربهم وطموحاتهم ، هاذ بجانب أن ميول القائمين على التخطيط المالي تتفاوت تجاه المخاطرة ، ولذلك نجد هناك الذين لا يستخدمون الديون طويلة بحدز ، وهم لا يقدمون على تحمل مخاطر الاستدانة إلا اضطرارياً ، وهناك الذين يستخدمون الديون طويلة الأجل كوسيلة هامة في تمويل النمو ، حيث يميلون بطبعهم إلى تحمل المخاطر.

وبعد هذا العرض الموجز للاعتبارات الحاكمة لتدبير الأموال التي تؤثر على هيكل تمويل المنشأة ، يصبح من المناسب التعرض للعوامل الأخرى التي ترتبط مباشرة بأهداف متخذي القرار فيما يتصل بتدبير الأموال وهي عوامل ليست منفصلة عن العوامل السابقة فهناك تأثير متبادل فيما بينهما وتتضمن العوامل التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة ذلك في اطار الاعتبارات الحاكمة لتدبير الأموال كل من الملاءمة ، الدخل ، الخطر ، السيطرة ، المرونة ، التوقيت^(١).

وفيما يلي مناقشة لهذه العوامل :

- القيمة الزمنية للنقود :

تعتبر القيمة الزمنية للنقود من المبادئ الاساسية في مجال التمويل فهي مهمة جدا لتفهم موضوعات عديدة في التمويل والإدارة المالية ، فيجب بحث وتحليل القرارات المتعلقة بالهيكل المالي والمشاريع البديلة ، وبالاستئجار مقابل شراء الأصول ، وكذلك اساليب تقييم الاوراق المالية وحساب تكاليف رأس المال ، وكل ذلك لا يمكن فهمة بدون معرفة القيمة الزمنية للنقود ، وما يتضمنه من علاقات بالفوائد المركبة ، وقد زادت اهمية هذا المفهوم مع التقدم في التكنولوجيا وفي استخدام الاساليب الكمية.

(١) د . خليل سيد محمد الحسانى ، التمويل والإدارة المالية (سوهاج : بدون ناشر ، ١٩٩٩) ص ٢٧

- التوازن بين السيولة والربحية:

يهدف أي قرار مالي الى تحقيق مستوى معين من الربحية ولكن تحقيق الربحية عادة ما يتعارض مع السيولة أي درجة السهولة في استرجاع الأموال المستثمرة عند الحاجة اليها وهذا المبدأ صحيح أيا كان نوع القرارات الاستثمارية سواء كان الاستثمار في اصول الشركة او في الاوراق المالية.

- الملاءمة :

ويعنى ذلك المبدأ الملاءمة بين ميعاد الحصول على التدفقات من الاستثمارات و الايرادات وبين سداد الالتزامات وهذا المبدأ يعنى ان الأصول التي استثمرت فيها الأموال لا يجب ان تكون طويلة الأجل اذا كانت ممولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل أي انه لا يجوز اقتراض قرض قصير الأجل لاستثماره في استخدامات طويلة الأجل.

ويركز عامل الملاءمة على ضرورة وأهمية الوصول الى التوازن الأمثل بين جانبي الأصول والخصوم او الاستخدامات والمصادر حيث ان ذلك التوازن له اثرا مباشر على تحقيق هدفى السيولة والربحية للمنشأة وذلك على اعتبار أن كلاً من استخدامات الأموال ومصادرهما تنقسم داخلياً من حيث التوقيت الزمنى الى طويل الأجل وقصير الأجل ، وبصفة عامة فإن الاستخدامات طويلة الأجل تتمثل في الأصول الثابتة والقصيرة الأجل تتمثل في الأصول المتداولة ، ومن جهة اخرى فان مصادر الأموال تنقسم الى مصادر طويلة الأجل والتي تتمثل في مكونات رأس المال والذى يشمل الأموال المملوكة والأسهم الممتازة والسندات والقروض طويلة الأجل.

وهناك اتفاق على استخدام بعض الاستخدامات قصيرة الأجل في تمويل الأصول المتداولة وهناك جزء منها ان يطلق عليه رأس المال العامل الدائم ، والذى يعنى ذلك القدر من الأموال اللازم لإنتاج السلع والخدمات الضرورية لإشباع الطلب في أدنى نقطة له ، وأن هذا الجزء لا يمكن الموردين أو الدائنين استرداد الأموال المستثمرة فيه الا عند التصفية للمنشأة ، وهو يمثل الحد الأدنى للأصول المتداولة الذى تحتفظ به المنشأة بشكل مستمر ، وعلى هذا الأساس ولتحقيق التناسق بين التدفق النقدي الداخل والتدفق النقدي الخارج ، ووفقاً لمبدأ الملاءمة فإن الاستخدامات الدائمة والمتمثلة في الأصول الثابتة والحد الأدنى من الأصول المتداولة يجب أن تمول من مصادر تمويل طويلة الأجل ، وأن الاستخدامات المؤقتة والمتمثلة في الأصول المتداولة المؤقتة والمتغيرة يجب أن يتم تمويلها من مصادر قصيرة الأجل، وهذا ما يمكن أن نطلق عليه منهج التغطية في التمويل والذى يمكن أن يوضحه. الشكل التالي :

مصادر الأموال	استخدامات الأموال
مصادر دائمة (%)	(%) استخدامات دائمة (٢)
مصادر مؤقتة (%)	(%) استخدامات مؤقتة (١)
١٠٠٪ إجمالي المصادر	١٠٠٪ إجمالي الاستخدامات

شكل رقم (١/٣)

الملاءمة بين مصادر الأموال واستخدامها

إن أي خلل في تطبيق مبدأ الملاءمة أو منهج التغطية سوف ينعكس بشكل مباشر على هدفي السيولة والربحية. ويلاحظ من الشكل السابق أن السهم (١) يشير الى نوع الخلل في تطبيق هذا المنهج وهو تمويل الاستخدامات المؤقتة بمصادر دائمة ، وهذا الخطأ سوف يؤثر على هدف الربحية في المنشأة ، و ذلك لأن مصادر التمويل الدائمة تتميز بانخفاض العائد والتكلفة هنا يمثل خسارة على المنشأة ، ومن جهة أخرى فإن استخدام مصادر دائمة في استخدامات مؤقتة سوف يجعل لدى المنشأة فائضاً من الأموال غير المستغلة مما يقلل من ربحيتها . ويشير السهم (٢) الى نوع آخر من الخلل في تطبيق منهج التغطية ، وهو يمثل تمويل استخدامات دائمة من مصادر مؤقتة ، لأن ذلك سوف يؤثر على السيولة، وذلك باحتمال تعرض المنشأة للعسر المالي ،حيث يحين أجل السداد للقرض قصير الأجل في الوقت الذي لا يكون فيه قد حقق الأصل المستخدم تدفق نقدي داخل يسمح للمنشأة بهذا السداد.

ويعاب على هذا المبدأ – مبدأ الملاءمة – أنه من غير الممكن أن ننظر الى مصادر الأموال واستخداماتها نظرة تجنيبيه ، بمعنى أنه من غير الامكان تخصيص مصدر معين بذاته لتمويل استخدام معين بذاته ، حيث أنه يجب النظر الى الأموال كوحده متكاملة وليست أجزاء ، ولكن هذا لا يغير من حقيقة الاستخدامات الدائمة بأن يجب تمويلها عن طريق مصادر الأموال الدائمة ، ومن جهة أخرى فكلما زادت نسبة الاستخدامات المؤقتة كلما زادت حاجة المنشأة الى مصادر الأموال قصيرة الأجل ، بمعنى ضرورة أن يكون هناك توازن في النسبة بين كلا من الاستخدامات الدائمة ومصادر الأموال الدائمة وبين الاستخدامات المؤقتة ومصادر الأموال المؤقتة.

- المرونة :

ويشير هذا العامل الى القدرة على تعديل مصادر الأموال الى أعلى والى أسفل تبعاً للمتغيرات الرئيسية في الحاجة الى الأموال ، والهدف من المرونة المالية هي قدرة الإدارة على مقابلة الاحتياجات المالية والاعداد للاحتياجات المستقبلية بشكل فعال ، ويرى البعض أن مصادر التمويل قصير الأجل تتيح للإدارة المالية قدراً كبيراً من المرونة في مواجهة المواقف المختلفة ، فهي تسمح للإدارة بإمكان مواجهة التقلبات الموسمية في الأصول المتداولة.

ويلاحظ في هذا المجال ان المرونة المقصودة هنا هي تلك التي تمكن المنشأة من إدخال التعديلات اللازمة في هيكلها التمويلي ليتمشى مع المتغيرات والظروف الجديدة دون أن تتعرض المنشأة الى الاضطراب ، والمرونة تحقق العديد من المزايا للمنشأة حين تلجأ الى الاقتراض ، و ذلك لتوفر العديد من البدائل من مصادر الاقتراض مما يزيد من قدرتها التساومية سواء في مجال الحاجة الى الأموال اضافة لأغراض التوسع او في مجال التخلص من قدر من الأموال او لسداد الاستثمار الأصلي للملاك الممتازين - حملة الأسهم الممتازة - عن طريق وضع شرط في عقد الاقتراض يعطى لها الحق في سداد القرض وقت الاستعداد او اصدار الأسهم الممتازة بميعاد استحقاق محدد.

- اعتبار التوقيت :

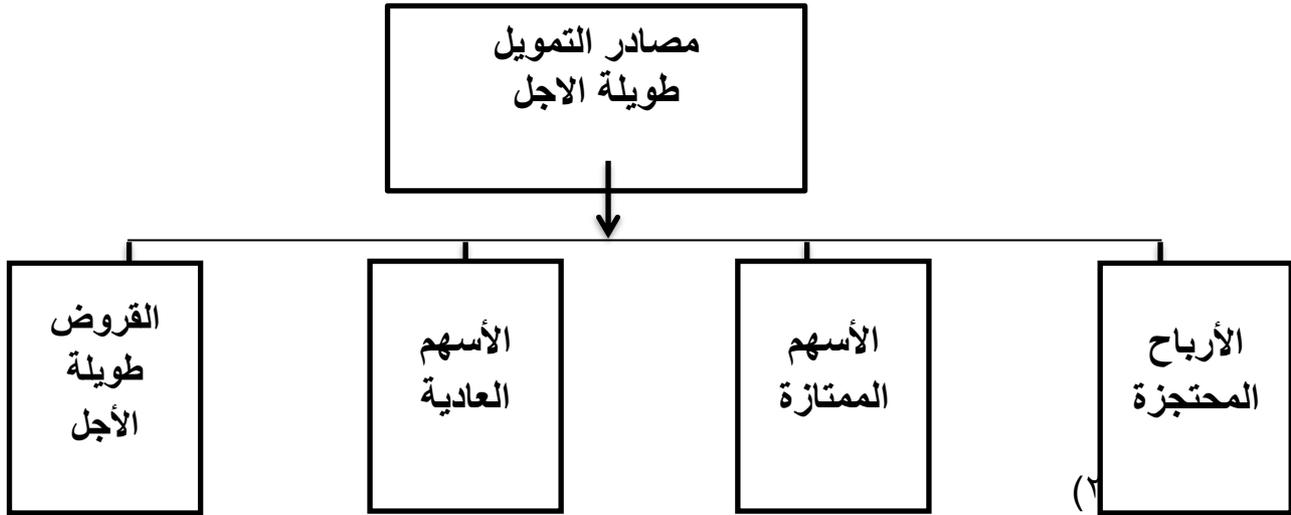
يشير هذا المبدأ الى اهمية حصول المنشأة على مصادر الأموال اللازمة لها في توقيت ملائم لها من حيث التكلفة و شروط الاقتراض ، حيث ان سعر الفائدة والذي يمثل تكلفة الحصول على الأموال سيحدد بتلاقي قوى العرض والطلب على النقود ، وهنا يشير عامل التوقيت الى ضرورة الحصول على الأموال المطلوبة من الأسواق المالية والنقدية حيث أن ذلك يحقق وفورات لها أهميتها بالنسبة للمنشأة ، ويجب النظر الى اعتبار التوقيت على أنه اعتبار قليل الأهمية بالنسبة للعوامل الأخرى ، حيث أن التوقيت لا يرتبط فقط بعرض الأموال ولكن يرتبط درجة أكبر بالطلب عليها من جانب المنشأة، حيث أنه من الممكن أن تتوافر الأموال المطلوبة في غير حاجة اليها ، أو حفاظاً على توازن هيكلها التمويلي ، من ناحية أخرى قد تكون الأموال المتاحة مرتفعة التكلفة ولكن حاجة المنشأة اليها تبرر استخدامها .

- السيطرة و الإدارة :

يشير هذا المبدأ الى رغبة الملاك الحاليين حملة الأسهم العادية في الحصول على الأموال الاضافية المطلوبة عن طريق الاقتراض او اصدار أسهم ممتازة لان الدائنين و الملاك الممتازين ليس لهم الحق في المشاركة في الإدارة طالما ان المنشأة تفي بالتزاماتها الثابتة تجاههم ، وبذلك فان سيطرة الملاك الحاليين على الإدارة ستبقى كما هي طالما كان الهدف الرئيسي للملاك هو المحافظة على السيطرة و عدم الرغبة في التوسع لقاعدة الملكية . ولكن تعامل مبدأ السيطرة مع مبدأ الامان قد يجعل المنشأة تتخلى عن التمسك بهذا المبدأ .

ثانياً : مصادر التمويل طويلة الأجل

تعتمد المنظمات على التمويل طويل الأجل في تمويل الاستخدامات الدائمة ، وتتعدد مصادر التمويل طويلة الأجل ، فهناك الأرباح المحتجزة ، الأسهم الممتازة ، الأسهم العادية ، وهذه المصادر بمثابة مصادر تمويل داخلية ، كذلك هناك المصادر الخارجية للتمويل طويل الأجل وتتمثل في القروض طويلة الأجل ، والشكل التالي يلخص المصادر المختلفة للتمويل طويلة الأجل :



مصادر التمويل طويلة الأجل

١/٢ الأرباح المحتجزة : *Retained Earnings*

يمكن تمويل ايه توسعات من خلال الارباح المحتجزة ويظهر هذا البند في جانب الخصوم ضمن مكونات " صافي حق الملكية " حيث يوضح قيمة ما احتجزه المساهمون من ايراداتهم السنوية من خلال السنوات السابقة – ليحتفظوا به دون توزيع داخل المنظمة ، وبذلك فانه يعنى الاستثمار الاضافي الذي وضعه المساهمون كمجموعة في نشاط المنظمة ، وذلك اضافة على الاستثمار الأصلي الذي وضعه من قبل ، وبذلك تمثل الأرباح المحتجزة بديلاً تموالياً امام المنظمة لشراء أصول جديدة دون الحاجة الى الاقتراض أو بيع أسهم عادية اضافية .

هذا ونجد أن تكلفة الأرباح المحتجزة هي عبارة عن معدل العائد الذي يطلبه المساهمون على أسهمهم العادية بالشركة (ع) ، ونجد أن قيمة السهم العادي في السوق يتوقف في نهاية الأمر على الكوبون الذي يتم دفعه لهذا السهم ولذا نجد أن :

$$س \text{ صفر} = \frac{1 \text{ ك}}{(ع+1)} + \frac{2 \text{ ك}}{2(ع+1)} + \dots$$

حيث أن :

س صفر = السعر الجاري للسهم .

ك = الكوبون المتوقع دفعه في نهاية السنة

ع = معدل العائد المطلوب

هذا ونجد أن سعر السهم العادي الآن (س) يتوقف على أمرين (١) :

الأول : التدفق النقدي الداخل الذي يتوقع المساهم قبضه لو اشترى السهم .

الثاني : درجة المخاطرة في هذا التدفق النقدي المتوقع ، ونجد أن التدفق النقدي الداخل المتوقع يتكون من عنصرين هما :

- قيمة الكوبون المتوقع في كل سنة وهو (ك)
- سعر السهم الذي يتوقع المستثمر قبضه في نهاية السنة والذي يتضمن العائد على الاستثمار الأصلي مضافاً إليها العائد الرأسمالي (أو الخسارة الرأسمالية).

٢/٢ الأسهم الممتازة :

تعتبر الأسهم الممتازة شكلاً خليطاً من أشكال التمويل يمزج بين ملامح كل من الدين والأسهم العادية ، وفي حالة التصفية نجد أن حقوق حامل الأسهم الممتازة تأتي بعد حقوق الدائنين مباشرة وبذلك فهي تكون قبل حملة الأسهم العادية ، وعادة ما نجد أن هذا الحق مقيداً بالقيمة الاسمية للسهم ، مثلاً لو أن القيمة الأصلية للسهم الممتاز ١٠٠ ج نجد ان المستثمر يكون من حقه ١٠ ج كحد اقصى وفاء للمبلغ الأصلي ، وبرغم ان الأسهم الممتازة تتضمن فائدة متفق عليها فان الدفع الفعلي لهذه الفائدة يكون التزاماً اختيارياً للشركة وغير محدد وعدم دفع الكوبون لا يمكن اعتباره تأخيراً في سداد التزام، أو عسراً يواجه الشركة ، حيث من حق مجلس إدارة الشركة أن يسقط فائدة الأسهم الممتازة إذا أراد ذلك .

وأقصى عائد يستحق لحملة الأسهم الممتازة عادة ما يكون محدداً بفائدة معينة ، وهؤلاء المساهمين لا يستفيدون بالأرباح المتبقية للشركة ، بذلك لو أن مستثمراً يمتلك ١٠٠ سهم ذات ٦٪ أسهم ممتازة ، و ١٠٠ جم قيمة اسمية يكون الحد الاقصى للعائد الذي يتوقعه في سنة واحدة ٦٠٠ جم ، وترجع سلطة الموافقة عليه من عدمه الى مجلس إدارة الشركة ، ولا يمكن للمنظمة ان تخصم قيمة هذه الفوائد من الدخل الخاضع للضريبة وتعتبر هذه الحقيقة من أوجه القصور للأسهم الممتازة كوسيلة من وسائل التمويل ، وبالنظر الى الحقيقة التي مؤداها أن مدفوعات الفوائد على الديون يتم خصمها لأغراض الضرائب ، نجد أن الشركة التي تعالج فوائد الأسهم الممتازة على أنها التزام ثابت نجد أن التكلفة الظاهرة تكون عالية نوعاً ما.

قوة التصويت للأسهم الممتازة :

نتيجة الحق المسبق على الأصول وعلى الدخل فان حملة الأسهم الممتازة ليس لهم صوت في الإدارة ، الا اذا لم تتمكن الشركة من دفع فوائد الأسهم الممتازة اثناء مدة زمنية معينة ، مثلاً المتأخرات في دفع

(١) د . محمد سويلم ، الإدارة المالية في قطاع الأعمال ، بدون ناشر ، بدون تاريخ ، ص ص ٣٩٦ - ٣٩٧ .

الاربع كوبونات الربع سنوية قد تمثل هذا النوع من القصور ، وفي ظل هذه الظروف نجد ان حملة الأسهم الممتازة تعتبر طبقة من حقها انتخاب عدد معين من المديرين ، علاوة على ذلك فمع الوقت اصبح المساهمون الممتازون قادرين على الحصول على صوت في الإدارة ولكن مع ذلك نجد ان قوة المساهمين الممتازين من حيث التزام الشركة امامهم اقل من قوة المقرضين واصحاب السندات و ذلك من نفس هذه الزاوية والتمثلة في الوفاء بالتزامات الشركة لهم بشكل ذوى اولوية على حاملي الأسهم الممتازة.

سداد الأسهم الممتازة :

إن الأسهم الممتازة مثلها مثل الأسهم العادية – ليس لها تاريخ استحقاق، ومع ذلك فان معظم اصدارات الأسهم الممتازة لا ينظر اليها على انها تمويل دائم ، لأنه يتم عمل احتياطات لسداد الأسهم .

ومن الناحية العلمية نجد ان كل اصدارات الأسهم الممتازة ذات سعر ثابت ، وقد يكون اعلى من سعر الاصدار الأصلي وقد يقل عنه مع الوقت ، ونجد خصيصة الطلب على السندات ان خصيصة الطلب على الأسهم الممتازة يعطى للشركة مرونة ما ، وبسبب ان سعر السوق للأسهم الممتازة المستقيمة يميل للذبذبة في حدود دورات معدل الفائدة ، وبدون خصيصة الطلب على الأسهم الممتازة نجد ان المنظمة قد تكون قادرة على سداد الاصدار فقط بشكل مكلف وبطريقة غير كفاء لشراء الأسهم من السوق المفتوحة ، ومع دعوة مقدمي عطاءات الأسهم لحملة الأسهم الممتازة و بسعر اعلى من سعر السوق او تقديم ضمان لحماية الأسهم الممتازة مكان هذه الأسهم.

المال المستثمر لسداد قيمة الأسهم الممتازة :

تضمن هذه الأموال جزئياً استهلاكياً منظماً للأسهم ، ونجد أن المسئول عن اصدار الأسهم الممتازة قد يستخدم الأموال المخصصة لاستهلاك هذه الأسهم اما ان يشتري الأسهم من السوق المفتوحة او يشتري قدرأ منها ، وفي أي من الحالتين نجد ان الأسهم يتم استهلاكها ، وان الأموال المخصصة لاستهلاك الأسهم الممتازة تعتبر ذات ميزة للمستثمر لان عملية الاستهلاك تؤدي الى زياده الضغط على سعر السوق لباقي الأسهم ، كما نجد ان نسبة الغطاء على فائدة الأسهم الممتازة تتحسن حيث يقل عدد الأسهم التي تحت السداد وان أموال الاستهلاك لا تكون في صالح المساهمين العاديين لأنها تمثل عبء محدد مقدما ، ولذا فإنها تساهم في المخاطرة المالية للشركة من وجهة نظرهم ، ونظرا لان أموال استهلاك الأسهم الممتازة مفيدة لحملة الأسهم الممتازة فان الشركة يجب ان تكون قادرة على بيع الاصدار بعائد كوبون اقل مما لو كان الامر بدون وجود أموال لاستهلاك الأسهم الممتازة ، وعموماً نجد ان الأموال الخاصة باستهلاك الأسهم الممتازة تستخدم في هذا النوع من الاوراق المالية بشكل اقل مما تستخدم في حالة السندات.

القابلية للتحويل :

إن بعض اصدارات الأسهم الممتازة تكون قابلة للتحويل الى أسهم عادية وذلك حسب اختيار صاحب السهم ، وعند الاحلال يتم بالطبع استهلاك السهم ويمكن للشركة ان تفرض عملية التحويل بطلب الأسهم الممتازة وذلك لو كان سعره في السوق أعلى من سعر الطلب.

٣/٢ الأسهم العادية :

يعتبر المساهمون العاديون للمنظمة هم الملاك الباقين لها ، وهم يمتلكون جميعا الشركة وترتبط المخاطرة النهائية بالملكية ، وتكون مسئوليتهم عن خصوم الشركة في حدود ما يمتلكونه فيها ، وفي حالة التصفية نجد أن هؤلاء المساهمين يكون لهم حقوق على أصول الشركة المتبقية ، وذلك بعد تسوية حقوق جميع الدائنين واصحاب الأسهم الممتازة بالكامل ، ونجد أن الأسهم العادية ليس لها تاريخ استحقاق ، ويمكن للمساهم أن يصفى استثماراته ببيع أسهمه في بورصة الاوراق المالية .

حقوق حامل السهم العادي (١) :

يستحق المساهمون العاديون نصيباً في دخل الشركة وذلك في حالة دفع كربونات نقدية لهم ، ويستفيد المساهمون من تقدير القيمة السوقية لأسهمهم ، ولكنهم ينتظرون دائماً موافقة مجلس الإدارة على منحهم دخل من الشركة ، وبذلك نجد أن موقف حملة الأسهم العادية يختلف بشكل أساسي عن موقف الدائنين ، فلو فشلت الشركة في دفع مقدار الفوائد المتفق عليها في عقود القروض وكذا في دفع أصل هذه القروض للدائنين يكون من حق الدائنين اتخاذ الاجراءات القانونية لتأكيد سداد ذلك أو لتصفية الشركة ، كما نجد من ناحية أخرى أن المساهمين لا يستطيعون اتخاذ أي إجراء قانوني ضد الشركة لعدم توزيعها أرباح ، ولكن في حالة قيام الإدارة - أو مجلس الإدارة - أو الاثنان معاً بأية عملية نصب أو تدليس فإنه يمكن في هذه الحالة فقط وعن طريق المحكمة - أن يجبر المساهمون إدارة الشركة على دفع كربونات الأسهم .

قوة التصويت :

نظراً لأن المساهمين العاديين للشركة هم ملاكها ، فإن لهم الحق في انتخاب مجلس الإدارة ، ونجد في المنظمات الكبيرة أن المساهمين يمارسون رقابة غير مباشرة فقط من خلال مجلس الإدارة الذي انتخبوه ، ويختار المجلس بدوره مديري الشركة ، ويراقب المديرون عمليات الشركة ، ونجد في شركات التضامن أو المنظمات الصغيرة عادة ما يراقب الملاك عمليات المنظمة بشكل مباشر ، أما في المنظمات الكبيرة يوجد أوقات نحد فيها أن أهداف الإدارة تختلف عن أهداف المساهمين العاديين ، والالتجاء الوحيد للمساهم العادي ضد الإدارة يتمثل في مجلس الإدارة ، ونظراً لأن المساهمين العاديين منتشرون جغرافياً وبالتالي فهم غير منظمين تستطيع الإدارة أن تمارس رقابة وسيطرة فعالة على المنظمة الكبيرة لو كانت تسيطر على نسبة صغيرة من الأسهم الظاهرة ، وباقتراح العدد المناسب

للمديرين نجد أن الإدارة تكون قادرة على الاحتفاظ بسيطرتها على المنظمة ، وللمساهمين الخارجي الحق في توقع إدارة شؤون المنظمة بشكل مناسب وذلك بالنيابة عنه ، ولو تصرف المديرين بالشكل الذي يحقق لهم مكاسب شخصية يمكن للمساهمين أن يقاضيهم ومثل هذه الدعاوى تسمى " دعاوى اشتقاقية " ومع ذلك فإن هذه الدعاوى غير شائعة وهذا راجع جزئياً إلى أن بعض القوانين ترى أن على المساهمين أن يتحمل مصاريف الدعاوى التي تكلفتها الشركة عندما يخسرها.

حق التفويض :

من حق كل مساهم عادي أن يكون له صوت لكل سهم من الأسهم التي يمتلكها ، ونظراً لأن معظم المساهمين لا يحضرون الاجتماعات السنوية فإنهم يصوتون بالتفويض ، والتفويض يعتبر صيغة يمكن بموجبها للمساهم أن يعطى صوته لشخص آخر أو لأشخاص آخرين ، حيث يسبق الاجتماع السنوي عملية تجميع التفويضات من المساهمين للتصويت على المديرين أو على أية مقترحات أخرى مطلوب موافقة المساهمين عليها ، ولو كان المساهمون راضين عن الشركة فإنهم عادة ما يجعلون التفويض محابياً للإدارة ، ويعطون تفويضاً كتابياً للإدارة للتصويت بأسهمهم ، ولو لم يصوت المساهمون بأسهمهم نجد أن عدد الأسهم التي صوتت في الاجتماع ، والعدد المطلوب لتكوين أغلبية سوف يكون أقل ، ونظراً لنظام التفويض ولحقيقة أن الإدارة قادرة على إرسال المعلومات بالبريد للمساهمين على حساب الشركة ، فإن هذا يؤدي إلى وجود ميزة واضحة في عملية التصويت ، وكننتيجة لذلك فإنها قادرة على استمرار الممارسات الحالية إذا ارادت ذلك.

هذا ورغم ذلك فإن من هم خارج الشركة يمكن أن يسيطروا عليها من خلال التفويض ، ومن الواضح أن الخارجيين لن يحاولوا القيام بذلك لو كانت الإدارة تسيطر على نسبة كبيرة من الأسهم العادية وفي التفويض نجد أن المزايا تكون لصالح الإدارة القائمة لكسب هذا الصراع ، حيث يكون لديها التنظيم واستخدام موارد الشركة لإدارة صراع التفويض ، ويمكن أن ينجح المتحمسون منهم فقط عندما تكون أرباح الشركة قليلة وإدارتها غير فعالة ، وكلما كان معدل العائد وكذا هوامش الربح ، ومدفوعات الكربونات ونسبة الأسهم المملوكة بواسطة الإدارة أقل كلما احتمال نجاح هؤلاء المتحمسين أكبر ، وفي السنوات الأخيرة أصبحت صراعات التفويض غير شائعة إلى حد كبير.

حق الاطلاع على الدفاتر :

من حق المساهم الاطلاع على دفاتر وسجلات المنظمة ، لكن هذا المدخل انكمش عن ذي قبل لأن معظم المنظمات تشعر أن القوائم المالية التي تم فحصها كافية لإشباع حاجة المساهم ، وللحصول على مزيد من المعلومات قد يلجأ المساهم للمحكمة لإثبات ضرورة الحصول على هذه المعلومات ، كما أن المساهمين من حقهم الحصول على قائمة بأسماء المساهمين وبعناوينهم ، وهذه القائمة ضرورة للمجموعة المتحمسة في عملية صراع التفويض ، ومع ذلك فإن الإدارة قد تماطل في إعطاء مثل تلك القائمة بحجة أنه سيساء استغلالها ، وفي هذه الحالة قد يلجأ المساهم إلى المحكمة مقدماً الأسباب الكافية للحصول على مثل تلك القائمة ، وبناء على حكم المحكمة فإن الإدارة تلتزم بتقديم القائمة المطلوبة .

٤/٢ القروض طويلة الأجل :

قد تقترض المنظمة قروضاً طويلة الأجل لمدة ١٠ سنوات أو ١٥ أو ٢٠ سنة أو حتى أطول من ذلك ، ونجد أن هذا القرض الطويل الأجل يتم الحصول عليه لفترة طويلة وبمعدل فائدة ثابت ، وفي مقابل الحصول على القرض من المقرض يوقع المقرض مستنداً بقيمة الدين ويلتزم فيه بالشروط التي تم بناء عليها تقديم القرض ، ويمكن تقسيم القرض الطويل الأجل إلى ثلاثة أنواع :

النوع الأول :

هو ما يسمى بالقروض غير المضمونة ويوضح في عقد هذا الدين معدل الفائدة الواجب سداده ، وعدد مرات الدفع ، وتاريخ وشروط سداد الدين ، فمثلا قد يتم دفع ١٠١ جم لكل ١٠٠ جم مقرضه وبذلك ففي هذه الحالة فإن الدين يتم دفعه "بعلاوة" (بزيادة) **Premium** ، او يتم السداد اساس ،القيمة الأسمية" حيث انه يتم سداد ١٠٠ جم في حالة اقتراض ١٠٠ جم مقرضه ، او يتم السداد "بخصم" حيث يتم سداد ما قيمته ٩٨ جم لكل ١٠٠ جم مقرضه ، وإن معدلات الفائدة يتم التعبير عنها كمعدلات للفائدة علي اساس نقدي وتكون في صورة نسبة مئوية وتسمى معدلات اسميه ، ويمكن التعبير عن السداد علي اساس نقدي ، ويتوقف ما اذا كانت معدلات الفائدة تساير معدلات التضخم علي مدي دقة المقرض في توقعاته ومدي قدراته في ربح هذه التوقعات مع شروط الدين.

اما النوع الثاني :

وهو "القرض المضمون" – وكما يسمى فإنه ذو ضمان اكبر ، ويتمثل ذلك في شروط هذا القرض خاصة ما يتعلق منها اسعار الفائدة وتجد أنه كلما كان القرض "أكثر ضمانا" كلما كان معدل الفائدة منخفضا عن القرض "الاقل ضمانا" علي اقتراض أن المقرض يكره المخاطر.

النوع الثالث :

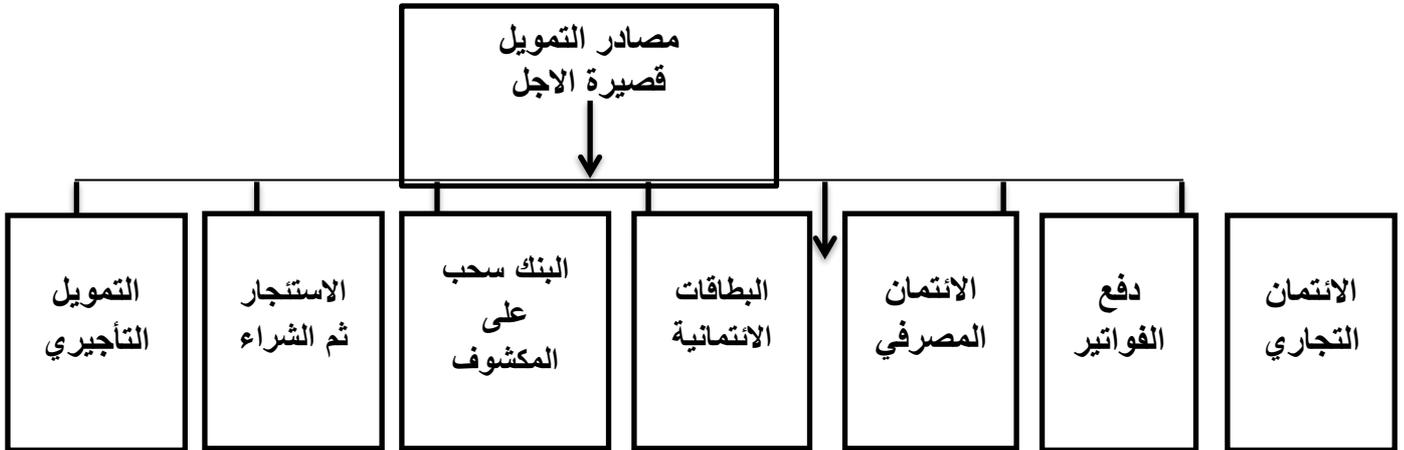
وهو "السندات المرهونة" لا تعتمد في ضمانها علي انها ذات حقوق علي أصل واحد او اكثر بشكل محدد ، وفي حالة التوقف عن سداد الفائدة أو أصل القرض فيمكن بيع الأصل المرهون و يتم السداد لا صاحب القرض ونجد أن اي مبلغ فائض يتم حجزه لسداد الدائنين الآخرين ، أما في حالة عدم كفاية الأصل المرهون لسداد الدائنين فيمكن لهم استيفاء باقي حقوقهم من بيع باقي الأصول الأخرى وذلك بالدخول مع باقي الدائنين الذين ليس لهم ضمانات من اصول معينه.

ثالثا : مصادر التمويل قصيرة الأجل :

يمكن تعريف مصادر التمويل قصيرة الأجل بأنها "المصادر التي تستحق السداد في مده اقل من سنة وتهدف إلي تمويل الاحتياجات المالية المؤقتة" (١).

(١) د. محمد نمر على أحمد ، التمويل والإدارة المالية ، (سوهاج : بدون ناشر ، ٢٠٠٦) ، ص ٢٧١ .

ويمكن تلخيص مصادر التمويل قصيرة الأجل في الشكل التالي :



شكل رقم (٣/٣)

مصادر التمويل قصيرة الأجل

ونتناول فيما يلي هذه المصادر بشيء من التفصيل:

١/٣ الائتمان التجاري: *Trade Credit*

يمثل الائتمان التجاري مصدراً تمويلياً تلقائياً حيث ينشأ من خلال معاملات المنظمة العادية حيث تشتري المنظمة احتياجاتها وخاماتها بالأجل من منظمات أخرى ، وتسجل الدين في دفاترها علي حساب دائن ، والحسابات الدائنة – أو الائتمان التجاري – كما يساعد عادة يمثل اكبر نوع من انواع الائتمان القصير الأجل ، حيث يصل الي حوالي ٤٠٪ من الخصوم الجارية في المنظمات غير المالية ، ونجد أن هذه النسبة أكبر في بعض المنظمات الصغيرة التي قد لا تكون قادره علي الحصول علي تمويل من مصادر اخري ، وبذلك تعتمد أكثر علي الائتمان التجاري .

وتتأثر فترة الائتمان التجاري من حيث الطول والقصر بمجموعة من العوامل أهمها :

- الطبيعة الاقتصادية للمنتجات :

فالسلع ذات معدل البيع المرتفع تباع علي اساس فترات ائتمان قصيره نسبيا ، حيث يعيد المشتري بيع هذا المنتج بسرعة ، وبذلك يحقق النقدية التي تمكنه من الدفع للموارد ، وشركات البقالة ذات دوران عالي ولكن تلعب القابلية للتلف دوراً في هذا النشاط ، ويكون الائتمان الممنوح للفواكه والخضروات الطازجة ما بين ٥ إلي ١٠ أيام ، بينما أن الائتمان الممنوح للفواكه والخضروات المحفوظة من المحتمل أن يكون ما بين ١٥ – ٣٠ يوماً أما المدد الخاصة بسلع التجزئة ذات معدل الدوران البطيء مثل الجوهري فقد تصل الي ٦ شهور أو اكثر.

- ظروف البائع :

إن البائعين ذوي القدرة المالية المحدودة ، يحتاجون لنقديه أو استثناء لفترات ائتمان قصيرة ، فمثلا نجد ان المزارع يبيع الماشية نقداً لشركات تصنيع اللحوم وفي صناعات كثيرة تستخدم الاختلافات في فترات الائتمان كسياسه بيعيه يمكن أن يهدد الإرادة السليمة للائتمان ، وهذا يحدث حينما تكون صناعة البائع ذات طاقه أكبر من اللازم . وأيضا نجد ان البائع الكبير يستخدم مركزه لفرض مدة ائتمان قصيره نسبيا . ومع ذلك فغالبا ما يحدث العكس في الحياه العملية بمعنى ان البائعين ذوي المراكز المالية القوية يعتبرون موردين للأموال للمنظمات الصغيرة.

- ظروف المشتري :

تجار التجزئة ذوي المركز المالي القوي والذين يبيعون بالأجل سوف يستفيدون بدورهم بفترات ائتمان اطول نسبيا ، وهناك بعض فئات من تجار التجزئة والذين يمكن النظر اليهم علي انهم يتعاملون في مجالات ذات مخاطر ، (مثل الملابس) يتمتعون بمدد ائتمان اطول ، ولكنهم يعرض عليهم خصومات كبيره لتشجيع الدفع المبكر.

- الخصومات النقدية :

يعتبر الخصم النقدي تخفيضا في السعر يتم بناء علي الدفع في حدود فتره معينه وتزيد تكاليف عدم الاستفادة من الخصم النقدي علي معدل فائدة الاقتراض ، ولذلك فمن المهم للمنظمة الحيطه من استخدام الائتمان التجاري كمصدر من مصادر التمويل ، حيث يمكن أن يكون مكافأ للغايه ، ولو اقتضت المنظمه واستفادت بالخصم النقدي نجد أن الفترة التي تظل فيها الحسابات الدائنة قائمة بالدفاتر تكون محدودة ، وبذلك فإن طول فترة الائتمان الفعالة تتأثر بحجم الخصومات النقدية.

أمثله لفترات الائتمان :

تتضمن فترات الائتمان نسبة الخصم النقدي وتاريخ انتهاء الاستفادة من هذا الخصم ، وكذا تاريخ الاستحقاق النهائي ، ومن شروط الخصم ١٠/٢ صافي ٣٠ (بمعني أن الدفع لو تم خلال ١٠ أيام من تاريخ الفاتوره يمكن السماح بخصم نقدي مقداره ٢٪ ، وفي حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي فإن الدفع يستحق عموماً بعد مرور ٣٠ يوماً من تاريخ الفاتوره).

مزايا الائتمان التجاري كمصدر للتمويل :

يمثل الائتمان التجاري في بعض الصناعات سمة ترتبط بطبيعة هذه الصناعات ، ونجد أن المنظمه غير المؤهلة للحصول علي ائتمان من احدي المنظمات المالية قد تستفيد من الائتمان التجاري بسبب أن الخبرة السابقة جعلت البائع مطمئناً الي الجدارة الائتمانية لعملية ، حيث من خلال معرفة البائع للممارسات البيعية للصناعات التي ينتمي اليها يكون دائما في موقع يؤهله للحكم علي عملية ، والمخاطر الكامنة في البيع الأجل له.

والسؤال الآن عما إذا كانت تكاليف الائتمان التجاري أكبر أو أقل من تكاليف الاشكال الائتمانية الأخرى ؟ وإجابة هذا السؤال محل جدل ، فأحيانا ما يكون الائتمان التجاري مكلفا بشكل كبير للمشتري

وعادة ما لا يتوافر لمستخدم الائتمان التجاري أي شكل من أشكال التمويل البديلة ، وقد تكون التكلفة للمشتري مساوية للمخاطرة للبائع ، ولكن في بعض الاحيان نجد ان سبب استخدام الائتمان التجاري أن مستخدمه لا يدرك مدي تكلفة ، ونجد في مثل هذا الحالات أن التحليل المالي السليم قد يقوم إلي بديل تمويلي آخر عوضا عن الائتمان التجاري باهظ التكلفة.

ومن ناحية أخرى أن الائتمان التجاري قد يمثل مساعدة فعليه أو وسيلة لتنشيط المبيعات يقدمها البائع للمشتري ، ويتضمن التوسع في الائتمان تكلفة الشركة البائعة، وأن هذه الشركة قد ترفع اسعارها لتقابل الائتمان " المجاني " الذي قدمته.

أشكال الائتمان التجاري:

قد يتخذ الائتمان التجاري شكلا أو اكثر من الاشكال الآتية :

- الحساب الجاري (الحساب المفتوح للمشتري في سجلات البائع)
- الاوراق التجارية والتي تتمثل في :
 - الكمبيالة التجارية: والتي يحررها الدائن ويسحبها علي المشتري الذي يمثل العميل لأمره - أو لأمر أي مستفيد آخر - ويتم قبولها جانب المدين .
 - السند الاذني : والذي يمثل تعهدا بالدفع ، يحرره المدين (المشتري) - ويوقعه - لصالح الدائن (البائع) .

٢/٣ دفع الفواتير :

تقدم هذه الخدمة المالية للشركات التي لا تكون قادره علي الاستفادة من خدمة الائتمان من خلال الوساطة التجارية ، وهذه الخدمة يتم تقديمها من خلال بيوت المال كما يحدث في المملكة المتحدة ، ونجد أن بيوت المال - وفقا لهذه الخدمة - تغطي ٨٠٪ من قيمة فواتير الشركة ، وتسدد الشركة الدين بعد دفع الفاتورة ، ونجد أن بيوت المال تحصل لقاء هذه الخدمة ٢,٥٪ الي ٤٪ لأنه معدل سعر الفائدة الجاري ، في السوق ، ونجد ان هذه الخدمة اسهل من خدمة الائتمان عن طريق الوساطة التجارية ، وعادة ما تستخدم بواسطة الشركات الصغيرة ، وتعتبر اختيار مالي **Financial option** كمصدر للتمويل القصير الأجل .

٣/٣ الائتمان المصرفي :

يظهر اقراض البنوك التجارية في الميزانية العمومية علي انه صكوك دائنة **Notes Credit** وتلي في الأهمية - كمصدر تمويلي قصير الأجل - الائتمان التجاري ، وتحتل البنوك موقعا هاما في أسواق النقد القصير والمتوسط الأجل ، ونجد أن تأثير البنوك التجارية أعظم مما تعكسه المبالغ

المقرضة لأن البنوك تقدم أموالاً غير ذاتية ، وكلما زادت حاجات التمويل للمنظمة ، كلما تطلب الأمر أن تقدم البنوك أموالاً إضافية لهذا الغرض .

ولو رفضت البنوك التجارية ذلك فإن البديل هو تخفيض معدل النمو في المنطقة أو انكماش حجم العمليات بها .

٤/٣ البطاقة الائتمانية :

يقوم بإصدار هذه البطاقات البنوك وبعض المنشآت المالية الأخرى كشركة الأمريكية اكسبريس ونجد أن أصل هذه البطاقات الائتمانية كان قاصراً علي الافراد فقط ، ولكنه امتد الآن ليشمل الشركات كذلك ، حيث تحدد الشركة عدد الافراد لديها الذين يحملون بطاقات ائتمانية ، ويتم في نهاية كل شهر اعداد فاتورة واحده موضحا بها المشتريات التي تمت خلال الشهر من خلال حاملي بطاقات الشركات ، ولا شك فإن بعض العاملين في الشركة كرجال البيع والمديرين وأولئك الذين يسافرون كثيراً قد يجدون أن هذه البطاقات مريحة مثال ذلك إذا كان هناك تغيير في الخطط في زيارة فيما وراء البحار ومن الضروري الحصول علي تذاكر طيران اضافية ، هذا ويمكن أن تحقق هذه البطاقات وفراً في العمل الاداري وانتمائاً اضافياً مفيداً وذلك بالنسبة للشركات التي تستخدم تلك البطاقات ، كما تحصل هذه الشركات علي عمولات تزيد من ايراداتها وذلك عند الشراء بموجب تلك البطاقات .

٥/٣ البنك " سحب على المكشوف " *Bank Overdraft* :

تعتبر تسهيلات البنك سحب على المكشوف من أهم صور التمويل القصير الأجل ، وتتمثل هذه التسهيلات في أن صاحب هذا الحساب يمكنه أن يسحب شيكات إلى أن يصل مستوى المبلغ المسموح به من البنك ، ولو تم سحب الشيك - أو الشيكات بقيمة المبلغ المعتمد من البنك فإن ذلك سيؤدي إلى أن يكون الرصيد مديناً وبالتالي يكون الحساب مكشوفاً بهذا الرصيد ، ولو أراد العميل صاحب الحساب زيادة رصيد السحب على المكشوف عليه أن يقدم طلباً جديداً للحصول على تسهيل إضافي موضحاً أسباب ذلك ، والمبلغ المطلوب زيادته على الرصيد المدين السابق والفترة الزمنية لاستحقاق ذلك الرصيد ، وقد يطلب - أو لا يطلب - البنك ضماناً لذلك ، ويسمح بذلك للعميل المدين بسحب الزيادة بموجب شيكات ، وعلى أن يتم سداد ذلك الرصيد المدين في موعد محدد .

هذا وتتمثل أهم مزايا " السحب على المكشوف " في أنه يتم ابرامه بسهولة من خلال المقترضين نوى الملاءة وذلك بالمقارنة بأي شكل آخر من أشكال القروض ، وعندما تطلب شركة صغيرة " سحب على المكشوف " فإن البنك قد يصر على ضرورة وجود ضمانات كافية من جانب هذه الشركة ، كما نجد أن " السحب على المكشوف " يتسم بالمرونة كما أنه اقتصادي نسبياً ، حيث أن الفائدة المستحقة تحسب على المبالغ المسحوبة فحسب ، كما تحسب على أساس يومي ، وأن تكلفة السحب على المكشوف يتم التعبير عنها على الأساس الآتي :

- في حالة الشركات الصغيرة والأفراد = ٣٪ أو ٤٪ + أقل معدل اقراض في السوق.

- في حالة الشركات الكبيرة ١,٥٪ أقل معدل اقراض في السوق.

هذا ونجد أن البنك الذي يبرم اتفاقاً لمنح تسهيلات سحب على المكشوف لعميل ما يعني أنه قبل الالتزام بمبلغ ما ، وينبغي أخذه في الاعتبار عندما يراجع الموقف المالي للبنك ، وبالطبع يستفيد البنك بالفائدة عند سحب تسهيل السحب على المكشوف ، ولكنه في نفس الوقت فإن العميل يتمتع بحق يتمثل في عدم دفع أية التزامات لو لم يتم بالسحب من هذا التسهيل .

أما المشاكل السحب على المكشوف فإن وجود هذا التسهيل قد يسهل على المفترض سحب مبلغ – في حدود هذا التسهيل – دون حاجة حقيقية مما يؤدي الى تحمل التزامات لا مبرر لها .

٦/٣ الاستئجار ثم الشراء :

هذا التسهيل معروف تماماً لأنه عادة ما يستخدم بواسطة الأفراد حيث نجد أنه يتم استئجار الأصل مع وجود اختيار الشراء ، ونجد أنه يؤخذ في الاعتبار فترة الاستئجار – الشراء ، والثمن نقداً ومعدل الفائدة السائد ونجد أن المشتري يدفع أقساطاً متفق عليها ونجد أن كل قسم يحتوى على مكونين هما: جانب من ثمن الشراء ، والفائدة المستحقة .

ونجد أن آخر قسط يتم دفعه يكون هناك اختيار أمام المشتري لشراؤه وحتى بل هذه اللحظة نجد أن الأصل ملك المورد ونجد أنه في اوقات ارتفاع الاسعار حيث تواجه الشركة عجزاً في الأموال وقد لا ترغب في استئجار أصل قد تجد أن عقد الاستئجار الشراء مفيداً لها حيث قد تجد أن الأصل المقتنى وبسعر مناسب لن يتأثر بأي زيادات في الاسعار تحدث تباعاً ، ونجد انه في بعض الاحيان قد يقدم الموردون أو رجال الصناعة شروطاً مناسبة تماماً " للاستئجار الشراء " بغرض تعظيم أرقام مبيعاتها وان اقتناء الأصل إنتاجي مبكراً قد يساعد الشركة على توليد تدفق نقدي إيجابي مبكراً قد لا يتاح لها بوسيلة اخرى ، وقد يكون للتمويل التأجيري نفس الاثر ولذا نجد دائماً ان " الاستئجار – الشراء " والتمويل التأجيري نفس الاثر يعتبران اختيارين هامين امام إدارة الشركة.

٧/٣ التمويل التأجيري :

يعتبر عقد الايجار وسيلة يمكن بواسطتها أن تحصل المنظمة على الاستخدام الاقتصادي لأصل من الأصول وذلك لمدة زمنية معينة وقد انتشر هذا الاسلوب التمويلي بسرعة في حقب الستينات والسبعينات مع تنوع كبير في التطبيق هذا وفي التمويل من خلال التأجير نجد ان طبيعة التزامات المؤجر والمؤجر له مبينه في عقد التأجير ويتضمن هذا العقد ما يلي^(١):

- فترة استئجار غير قابلة للإلغاء.
- قيمة وتوقيت الاقساط أثناء فترة الاستئجار.
- المفاضلة بين تجديد العقد أو شراء الأصل في نهاية مدة التعاقد الأصلية، وألا يؤول الأصل للمؤجر ويكون من حقه أية قيمة باقية منه.
- شروط الصيانة والإصلاح وتكلفتها والتأمين وكافة المصروفات الاخرى.

(١) د. سيد الهوارى ، الإدارة المالية – منهج اتخاذ قرارات (القاهرة :مكتبة عين شمس، ١٩٨٥) ، ص ٤٣٨ .

الفصل الرابع بيان تدفق الأموال

الفصل الرابع

بيان تدفق الأموال بالمنشأة

مقدمة:

أن نقطة البدء الأساسية في فهم أبعاد الوظيفة المالية ، إنما تتمثل في معرفة كيفية تدفق الأموال بالمنشأة . والمدير المالي عليه أن يلم بدقائق التدفق المالي في منشأته بصرف النظر عن ما هيه شكلها القانوني ، ونلاحظ أن دورة العمليات هذه تمثل التيار الأساسي والدائم لتدفقات النقدية الداخلة والخارجة ، ولكن لا يعني ذلك أنها التيار الوحيد ، فهناك تيار الملكية الخارجية حيث وفر للمنشأة تدفقات داخلية عند بدء النشاط والتكوين أو عند مراحل أخرى تالية ، كما أن يمثل تدفق نقدي خارجي في صورة توزيعات نقدية تدفع للملاك أو حملة الأسهم أو في صورة الأسهم المستردة . كما أن هناك تيار المديونية بأجلها المختلفة ، حيث يمثل تدفق داخل المنشأة عند الحصول علي القروض ، كما يمثل تدفق نقدي خارج عند قيام المنشأة بخدمة الديون وسدادها .

ويلاحظ أن اختلاف توقيتات ومقادير التدفقات النقدية الداخلة عن تلك الخارجة يجعل من الضروري للمنشأة أن تحتفظ برصيد نقدي ، حتى تتمكن من تغطية العجز النقدي إذا ما ذات التدفق الخارج علي التدفق الداخل . كما أن مركز النقدية قد يزيد أو ينقص في نهاية الفترة المالية عن بدايتها ، بصرف النظر عن تحقق الربح من عدمه ، وفي حالة ما إذا كان الرصيد النقدي في نهاية الفترة أكبر من القدر المطلوب لإعادة دورة النقدية مرة أخرى ، فإنه يمكن استثمار هذا القدر الزائد بصورة مؤقتة في أوراق مالية قصيرة الأجل . أما إذا كان رصيد النقدي أقل من مستوي الأموال المطلوبة ، فعلي المنشأة أن تدبر أموالاً إضافية إما عن طريق بيع استثماراتها في الأوراق المالية قصيرة الأجل ، أو الاقتراض من البنوك ، وأخيراً قد تصدر أسهماً أو سندات جديدة، وقد تمزج بين أكثر من وسيلة .

بيان تدفق الأموال:

من أجل تحليل التدفقات المالية والتنبؤ بها يستعين المدير المالي بإدارة هامة تسمى " بيان تدفق الأموال " أو كشف مصاد واستخدامات الأموال أو " بيان حركة الأموال " . هذا البيان يمكن المدير المالي من تقييم استخدامات الأموال في الشركة وفي تحديد كيفية تمويل هذه الاستخدامات ، وذلك إذا ما أعد علي أساس تاريخي . أما إذا تم إعداد هذا البيان علي أساس تقديري ليغطي فترة زمنية مستقبلية ، فإنه يساعد المدير المالي في تعيين نمو الشركة ، وما يستتبعه هذا النمو من احتياجات مالية . ومن ثم البحث عن أفضل طريقة لتمويل هذه الاحتياجات . ولذا يمكن النظر إليه كمحك جيد لاختبار السياسات الاستثمارية والتمويلية والتوزيعية بالمنشأة . ولا يحظي هذا البيان باهتمام المدير المالي فقط ، بل يحظي باهتمام جهات خارجية مثل المقرضين . فالمقرض يود التعرف عما فعلته المنشأة بالأموال التي في حوزتها ، وماذا تنوي أن تفعل بالأموال الجديدة التي تطلبها ؟ وما هي قدرتها علي سداد الدين ، وكيف سيتم ذلك ؟ . والبيان يجيب علي هذه التساؤلات ، ولذلك يمكن استخدامه كوثيقة تفوضية مع المقرضين المحتملين وفي واقع الأمر هناك تعريفات متعددة لكلمة " أموال " ، فهناك التعريف الواسع الذي يعتبر الأموال هي كل أصول المنشأة (ثابتة ومتداولة) ، أو قد يضيق التعريف ليعبر عن الأصول المتداولة فقط أي رأس

المال العامل ، أو قد تشير الأموال لصافي رأس المال العامل (أي الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة) ، وهناك التعريف الأكثر محدودية وضيقاً ، والمتمثل في تعريف الأموال كمرادف للنقدية.

أن تضيق أو توسعة التعريف يتوقف على هدف المحلل المالي ، وأن كان التعريفان الأخيران هما الأكثر شيوعاً واستخداماً.

أهداف اعداد بيان تدفق الأموال :

تهدف الإدارة المالية من إعداد بيان تدفق الأموال إلى تحقيق هدف مزدوج^(١) :

- الاستخدام الأفضل للأموال.
- اللجوء إلى المصادر لأكثر ملائمة للتمويل.

ولتقييم مدى التقدم في تحقيق هذا الهدف المزدوج فإن الأمر يتطلب :

- التعرف على حركة (تدفقات) الأموال خلال العام ، بحيث يمكن تحليل هذه التدفقات إلى أقصى درجات التحليل .
- معالجة الجوانب الخاصة بالربح والتوزيعات.

وقبل التعرض لهذه النقاط بالتفصيل يجب تحديد مفهوم التدفق المالي ، وفي هذا الصدد يمكن القول أن التدفق المالي يعبر عن كل مصدر أو استخدام للأموال ، وبالتالي يعد التدفق المالي بحدوث تدفق نقدي ، فشراء البضاعة بالأجل مثلاً يترتب عليه تدفق مالي ولكن لا يحدث التدفق النقدي إلا وفقاً لشروط السداد ، أما العكس فليس صحيحاً تماماً حيث يترتب على التدفق النقدي تدفق مالي بالضرورة فالنقدية الداخلية تمثل مصدراً أو استخداماً للأموال بالتالي حدوث التدفق المالي وفقاً لهذا المفهوم . ومما سبق فإن أي تغير في بنود قائمة المركز المالي من فترة زمنية لأخرى يمثل تدفقاً مكوناً استخداماً أو مصدراً للأموال حتى ولو لم يصاحب ذلك التغير تدفق نقدي كما تستخدم قائمة المصادر والاستخدامات لتحديد أوجه الاستخدام المتنوعة للأموال التي أتاحت للمشروع من مصادر التمويل المختلفة بهدف:

- معرفة نمط وطبيعة الموارد المالية التي تم الاعتماد عليها لتوفير احتياجات المشروع من الأموال
- تحليل نمط توزيع الأموال بين مجالات الاستخدام المختلفة وأسبابه بهدف التعرف على :
- أثر زيادة استخدام الأموال في أحد الأنشطة مقارنة بالأنشطة الأخرى للمشروع وما نتج عن ذلك من مشكلات مختلفة .

(١) د. عبد الناصر طه إبراهيم، مرجع سبق ذكره ، ص ١٠٠ - ١٠٢.

- أثر زيادة الاستخدام للموارد المالية في مجالات الأنشطة المختلفة على عمليات الإنتاج والطاقة الانتاجية.
- اثر استخدام الأموال في مجالات الأنشطة المختلفة على الأرباح المحققة ومعدل العائد على الأموال المستثمرة.
- معرفة مدى ملائمة الموارد المالية للمشروع مع طبيعة الاستخدام المختلفة للأموال .
- تحديد ما إذا كان نمط استخدام الأموال مخططاً أو غير مخطط من جانب الإدارة ، واثار ذلك على طبيعة المشكلات المالية والانتاجية التي تواجهها إدارة المشروع.
- قياس مدى كفاية حركة الأموال كمصادر واستخدامات وأثر ذلك على معدل إعادة استثمار الأموال بالمشروع . وذلك إذا ما اعتمد المشروع على موارده الذاتية.

إعداد بيان تدفق الأموال (١) :

ينصب هذا البيان على التغيرات التي تطرأ على الأصول والخصوم ورأس المال لشركة ما ، من فترة لآخري ، فهو يقيس مقادير الزيادة أو النقص التي تلحق بهذه العناصر . ولذلك فان إعداد البيان يتطلب توافر ميزانيتين عموميتين للمنشأة المعنية في تاريخين مختلفين . والمدى بين هذه التاريخين يقصر أو يطول وفقاً للفترة المراد تحليلها ، وهذا المدى هو الذي يتم تحليل التدفقات المالية خلاله ، وقد يتطلب هذا البيان كذلك الاستعانة ببعض البيانات الواردة في قائمة الدخل والتوزيع .

وسنناقش هنا ثلاثة طرق للإعداد ، هي :

- إعداد البيان في صورة الموازنة بين المصادر والاستخدامات.
- إعداد البيان وفقاً للأساس النقدي.
- إعداد البيان لقياس التغيرات في صافي رأس المال العامل.

وأياً كانت طريقة الإعداد فيلزم مبدئياً القيام بالخطوات التالية :

- تحديد مقدار التغير في عناصر الأصول والخصوم ، خلال الفترة المحصورة بين تاريخي الميزانيتين.
- تصنيف هذه التغيرات الى مصادر للأموال واستخدامات للأموال.

وهناك يلاحظ أن الأصول بطبيعتها استخدامات للأموال وبالتالي فأي زيادة في أصل لا تخرجه عن طبيعته فيظل استخداماً ، أما نقص الأصل فيفيد معنى التصفية من أجل تدبير الاموال ، ولذا فنقص الأصل مصدر للأموال ، وكذلك الأمر بالنسبة للخصوم ورأس المال التي هي بطبيعتها مصادر للأموال ، فزيادة أحدها لا يخرجه عن طبيعته ولذا فزيادة الخصم أو رأس المال تعتبر مصدراً للأموال .

أما نقص الخصم فيفيد معنى استخدام الاموال في سداد هذا الخصم ، وعليه فنقص أي خصم أو رأس المال يعتبر استخداماً للأموال . وهذا يحتاج أصل النقدية لبعض التفسير في هذا الخصوص فعلىنا أن ننظر إلى النقدية باعتبارها استثماراً في أصل وزيادة هذا الاصل يعتبر استخداماً للأموال . أما نقصان النقدية فيعنى توجيه هذا القدر المنقوص لتمويل أحد الاستخدامات الاخرى. وهكذا يكون نقص

(١) د. محمد نمر على ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨١ - ٨٧ .

النقدية مصدراً للأموال . وبناء على ما سبق يمكن تصنيف مصادر الأموال واستخدامها الأكثر شيوعاً في المجموعتين التاليتين :

مصادر الأموال	استخدامات الأموال
<ul style="list-style-type: none"> ➤ النقص في قيمة أصل ➤ الزيادة في قيمة أي خصم . ➤ قسط الاستهلاك و المصروفات غير النقدية الاخري . ➤ صافي الربح بعد الضريبة . ➤ الزيادة في أسهم رأس المال المصدر 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ الزيادة في قيمة أي أصل . ➤ النقص في قيمة أي خصم . ➤ التوزيعات النقدية . ➤ صافي الخسارة . ➤ استرداد أو اعادة شراء الاسهم.

- تصوير هذه المصادر واستخدامات الأموال . في شكل قائمة لمصادر واستخدامات الأموال ويفضل تحويل قيمة كل بند الى نسب مئوية لتيسير المقارنات التاريخية ، وللتعرف على ما إذا كان هناك اتجاهات معينة في هذه التغيرات أم لا ، وذلك كله من أجل تعميق تحليل البيانات والمعلومات الواردة في هذا البيان.

وتجدر الإشارة إلى بعض الملاحظات ذات الأهمية الخاصة في إعداد البيان:

- **قد يستخدم مصطلح " الأموال المتولدة من العمليات "** في تحليل هذا البيان ، وهذا المصطلح يعنى صافي الربح بعد الضريبة مضافاً إليه قسط الاستهلاك (أو أي مصروف غير نقدي آخر) عن الفترة المعد عنها البيان ، وذلك على اعتبار الاستهلاك من بين مصادر التمويل ، وأنه قد تم استنزاله من صافي الربح باعتباره مصروفاً ، بالرغم من أنه غير مصحوب بتدفق نقدي خارج ، وعليه لتحديد حجم الأموال المتولد ضمن العمليات يلزم إعادة اضافة الاستهلاك الى صافي الربح بعد الضريبة .

$$\begin{aligned} \text{الأموال المتولدة من العمليات} &= \text{الربح بعد الضريبة} + \text{اهلاك الفترة} \\ ٥٠٠٠ + ١٩٨٦٠ &= \\ ٢٤٨٦٠ &= \text{مصدر للأموال} \end{aligned}$$

- **عند حساب التغير في الأصول الثابتة :** يجب مراعاة الميزانية قد تظهر فقط صافي الأصول الثابتة أو قد تظهر إجمالي الأصول الثابتة او قد تظهر إجمالي الأصول الثابتة ، مع طرح احتياطي (مجمع) الاستهلاك منها ، وفي واقع الأمر ورود ، قيم الاصول الثابتة بصورة صافية في الميزانية يستلزم استخدام المعادلة التالية لإيجاد التغير في صافي الاصول الثابتة .

التغير في صافي الاصول الثابتة = صافي الاصول الثابتة عند تاريخ الانتهاء + الاستهلاك خلال الفترة - صافي الاصول الثابتة عند تاريخ البدء

ولا يخفى أن ما نحصل عليه هو التغير في صافي الأصول الثابتة ، ومن ثم لا نتعرف على تفاصيل أخرى تتصل بطبيعة المشتريات من الأصول الثابتة المضافة ، أو مقادير الاصول الثابتة التي تم بيعها ، ولن يتأتى ذلك - بالرغم من أهميته - إلا من خلال مزيد من البحث المستقل ، أما إذا كان ورود قيم الأصول الثابتة في صورة قيم اجمالية مطروح منها مجمع الاستهلاك وأخذاً في الاعتبار احتمال

تصفية بعض الأصول الثابتة وبالتالي إلغاء متجمع الاستهلاك الخاص بها، فيصبح ضرورياً تحديد صافي الأصول الثابتة الملغاة والتي تعتبر مصدراً من مصادر التمويل ، ويتم تحديد هذا الصافي كما يلي :

صافي الأصول الثابتة الملغى = الأصل الثابت الملغى - متجمع الاستهلاك الملغى

أما الأصل الثابت الملغى فيحسب كما يلي :

الأصل الثابت الملغى = رصيد الأصل في بداية الفترة + الأصول المشتراة أثناء الفترة - رصيد أصل نهاية الفترة

كما أن مجتمع الاستهلاك الملغى يتم حسابه كالآتي :

متجمع الاستهلاك الملغى = الرصيد في بداية الفترة + الاستهلاك خلال الفترة - الرصيد في نهاية الفترة

وبالطبع فإننا نتعرف على ما تم شراؤه أثناء الفترة من خلال الملاحظات التي تذييل بها الميزانية العمومية ، هذا من ناحية الأصول الثابتة كمصدر للأموال ، أما بالنظر إليها كاستخدام للأموال فإن الأصول الثابتة المشتراة أثناء العام هي التي تمثل هذا الاستخدام.

وبتطبيق الطريقتين السالفتين على بيانات الميزانيتين وقائمة الدخل اللاحق بياناتهم ، نجد ما يلي :

أن صافي الأصول الثابتة في عام ٢٠٠٧ كان ٦٠٠٠٠ جنيه ، بينما كانت ٧٢٠٠٠ جنيه في عام ٢٠٠٨ ، في حين أن استهلاك العام من واقع قائمة الدخل كان ٥٠٠٠ جنيه ، وقد أظهرت ملاحظات التذييل أن المنشأة قامت بشراء آلات جديدة في عام ٢٠٠٨ بمقدار ٢٠٠٠٠ جنيه ، وبتطبيق المعادلة التي تستخدم في حالة القيم الصافية .

التغير في صافي الأصول الثابتة = ٧٢٠٠٠ + ٥٠٠٠ - ٦٠٠٠٠ = ١٧٠٠٠ ج .

أي أن هناك زيادة قدرها ١٧٠٠٠ جنيه ومن ثم تعالج استخدام للأموال.

أما إذا اعتمدنا على القيم الاجمالية حيث كانت الأصول الثابتة تعادل ٨٠٠٠٠ جنيه في عام ٢٠٠٧ ، و تعادل ٩٦٠٠٠ في عام ٢٠٠٨ ، بينما مجمع الاستهلاك كان ٢٠٠٠٠ في عام ٢٠٠٧ ، ثم اصبح ٢٤٠٠٠ في عام ٢٠٠٨ م.

وبتطبيق معادلات الطريقة الثانية يمكن تحديد :

الأصول الثابتة الملغاة = ٩٦٠٠٠ - ٢٠٠٠٠ + ٨٠٠٠٠ = ٤٠٠٠ ج

(-) مجمع الاستهلاك الملغى = ٢٤٠٠٠ - ٥٠٠٠ + ٢٠٠٠٠ = ١٠٠٠٠ ج

صافي الأصول الثابتة الملغاة = ٤٠٠٠ - ١٠٠٠٠ = ٣٠٠٠٠ ج مصدر للأموال

وهذا المبلغ يعد بمثابة مصدر للأموال (كتعبير عن نقص صافي الأصول الثابتة) أما الأصول الثابتة كاستخدام للأموال فتتمثل في مبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه قيمة المشتريات المضافة للآلات أثناء العام . و حقيقة أن التأثير الحسابي واحد للطريقتين ، إلا أن الطريقة الثانية أكثر وضوحاً ودلالة على طبيعة التغيرات التي حدثت .

- فيما يتصل بالتغيرات في الأرباح المحتجزة ، يجب أن نلاحظ أنها تتأثر بعاملين أساسيين هما صافي الربح بعد الضريبة (أو صافي الخسارة ، وتوزيع الأرباح على الملاك) ، وفي بعض الأحيان لا تسجل توزيعات الأرباح في قائمة الدخل أو لا يتاح للمحلل المالي بيان عنها، عندئذ يلزم استخراجها عن طريق المعادلة .

التوزيعات عن العام = صافي الربح بعد الضريبة - رصيد الأرباح المحتجزة في أول الفترة + رصيد الأرباح المحتجزة في نهاية الفترة

وبالتطبيق على بيانات الشركة ، يمكن تحديد توزيعات عام ٢٠٠٨ كما يلي :

$$١٩٨٦٠ + ٨٠٠٠ - ١٢٠٠٠ = ١٥٨٦٠ \text{ ج استخدام للأموال}$$

وبهذه الطريقة تسجل التوزيعات كاستخدام للأموال ، ويسجل صافي الربح بعد الضريبة كمصدر للأموال (سواء بصورة منفصلة أو من خلال الاموال المتولدة من العمليات) .

أما في حالة إذا كانت التوزيعات معلومة من واقع قائمة الدخل أو التوزيع ، فإن التغير في الأرباح المحتجزة ، سيعادل الفرق بين صافي الربح بعد الضريبة وبين هذه التوزيعات ، ولا نلتفت إلى أرصدة الأرباح المحتجزة في الميزانية بعد الضريبة (صافي الخسارة) وبين التوزيعات ، قد تكون سالباً وهذا يعنى استخدام الأرباح المحتجزة في تغطية الخسارة التي لحقت بالشركة مع امكانية استخدام قدر آخر كتوزيعات على حملة الاسهم .

وبعد الانتهاء من إعداد البيان ، يجب اخضاعه للتحليل حتى يتسنى التعرف على القرارات المالية المتصلة بفترة الإعداد ، حيث أن قرارات الاستثمار تتلخص في زيادة النقدية وزيادة الذمم وزيادة المخزون وزيادة الأصول الثابتة ، أما قرارات التمويل فتتلخص في زيادة الدائنين وحسابات الدفع وزيادة القروض القصيرة والطويلة وزيادة إصدار الأسهم والزيادة في الاستهلاك ، أما قرار التوزيع فيتصل لحملة الأسهم العادية التي أسفر عنها التحليل ، ولمزيد من التوضيح نورد المثال التالي :

فيما يلي قائمة المركز المالي للشركة العربية لصناعات المنتجات الورقية وذلك في نهاية عامي ٢٠١٣ ، ٢٠١٤ وقائمة الدخل عن عام ٢٠١٤ .

قائمة المركز المالي في نهاية عامي ٢٠١٣ ، ٢٠١٤

الخصوم وحق الملكية	ديسمبر ٢٠١٣	ديسمبر ٢٠١٤	الأصول	ديسمبر ٢٠١٣	ديسمبر ٢٠١٤
دائنون	٤٥٠٠	٦٥٠٠	نقدية	٣٥٠٠	٢٠٠٠
أوراق دفع	٥٥٠٠	٤٥٠٠	أوراق مالية	٣٠٠٠	٢٠٠٠
قروض قصيرة الأجل	<u>٥٠٠٠</u>	<u>٩٠٠٠</u>	الذمم	<u>١٠٠٠٠</u>	<u>١٢٠٠٠</u>
مج الخصوم المتداولة	١٥٠٠٠	٢٠٠٠٠	مج الأصول المتداولة	٣٠٠٠٠	٣٦٠٠٠
قروض طويلة الأجل	٣٠٠٠	٤٨٠٠٠	الأصول الثابتة	٨٠٠٠٠	٩٦٠٠٠
أسهم عادية	٢٨٠٠٠	٢٨٠٠٠	- مجموع الاستهلاك	<u>٢٠٠٠٠</u>	<u>٢٤٠٠٠</u>
أرباح محتجزة	٨٠٠٠	١٢٠٠٠	صافي الأصول الثابتة	٦٠٠٠٠	٧٢٠٠٠
الإجمالي	٩٠٠٠٠	١٠٨٠٠٠	الإجمالي	٩٠٠٠٠	١٠٨٠٠٠

ملحوظة :

في عام ٢٠١٤ تم شراء آلات جديدة قيمتها ٢٠٠٠٠ جنيه بالتكلفة.

قائمة الدخل عن السنة المنتهية في ٢٠١٤/١٢/٣١ م

المبيعات		٢٥٩٢٠٠
– تكلفة بضاعة مباعه		<u>٢٠٠٠٠٠</u>
مجمل الربح		٥٩٢٠٠
– المصروفات الإدارية	١٣٦٠٠	
– الاستهلاك	<u>٥٠٠٠</u>	<u>٢١٣٠٠</u>
ربح التشغيل		٣٧٩٠٠
– الفوائد		<u>٤٨٠٠</u>
صافي الربح قبل الضرائب		٣٣١٠٠
– الضريبة (٤٠ %)		<u>١٣٢٤٠</u>
صافي الربح بعد الضرائب		١٩٨٦٠

المطلوب :

إعداد بيان تدفق الأموال عن طريق موازنة المصادر والاستخدامات .

الحل

البيان وفقاً لهذه الطريقة يتضمن كل المتغيرات في جميع الأصول والخصوم ذات التأثير على التدفقات المالية ، سواء كمصادر للأموال أو استخدامات للأموال ، وهذا النوع الشامل هو النوع التقليدي لأعداد كشوف حركة الأموال حيث يمكن إخضاعه لتحليلات متعددة كما سيتضح من المثال التالي :

كشف التغير في بنود المركز المالي للشركة

بيان	٢٠١٣	٢٠١٤	التغير	الاستخدام قيمة	المصدر قيمة	الاستخدام %	المصدر %
نقدية	٣٥٠٠	٢٠٠٠٠	(١٥٠٠)		١٥٠٠		٣,٣
أوراق مالية	٣٠٠٠	٢٠٠٠	(١٠٠٠)		١٠٠٠		٢,٢
الذمم	١٠٠٠٠	١٢٠٠٠	٢٠٠٠٠	٢٠٠٠		٤,٤	
المخزون	<u>١٣٥٠٠</u>	<u>٢٠٠٠٠</u>	١٥٠٠	١٥٠٠			١٤,٣
مج.أ.المتداولة	٣٠٠٠٠	٣٦٠٠٠					
أ. الثابتة	٨٠٠٠٠	٩٦٠٠٠			٣٠٠٠		٤٤,١
م. الاستهلاك	<u>٢٠٠٠٠</u>	<u>٢٤٠٠٠</u>					
ص. أ. الثابتة	<u>٦٠٠٠٠</u>	<u>٧٢٠٠٠</u>					
مج الأصول	<u>٩٠٠٠٠</u>	<u>١٠٨٠٠٠</u>					
الدائنون	٤٥٠٠	٦٥٠٠	٢٠٠٠		٢٠٠٠		٤,٤

	٢,٢		١٠٠٠	(١٠٠٠)	٤٥٠٠	٥٥٠٠	أوراق الدفع
٨,٨		٤٠٠٠		٤٠٠٠	٩٠٠٠	٥٠٠٠	قروض ق.ج
					٢٠٠٠٠	١٥٠٠٠	مج خ متداولة
١٩,٨		٩٠٠٠		٩٠٠٠	٤٨٠٠٠	٣٩٠٠٠	قروض ط.ج
				-	٢٨٠٠٠	٢٨٠٠٠	اسهم عادية
٥,٥	٣٥	٢٤٨٦٠	١٥٨٦٠		١٢٠٠٠	٨٠٠٠	أرباح محتجزة
					٤٠٠٠٠	٣٦٠٠٠	مج حق ملكية
					١٠٨٠٠٠	٩٠٠٠٠	إجمالي
	%١٠٠	٤٥٣٦٠	٤٥٣٦٠		إجمالي المصادر والاستخدامات		

ويلاحظ اننا قمنا بمعالجة الأصول الثابتة وفقا للطريقة السالفة الذكر ، والتي اسفرت عن ٣٠٠٠ نقص في الأصول الثابتة (مصدر للأموال) ، ٢٠٠٠٠ زيادة في الأصول الثابتة كمشتريات جديدة (استخدم للأموال) وكذلك الأمر بالنسبة لمعالجة الأرباح المحتجزة ، مع تذكر اضافة الاستهلاك لصافي الربح بعد الضريبة لتحديد الأموال المتولدة من عمليات المنشأة (١٩٨٦٠ + ٥٠٠٠ = ٢٤٨٦٠ ج) .

ويلاحظ أن مجموع مصادر الأموال ، يلزم أن يتوازن مع مجموع الاستخدامات ، وبسبب هذه المعالجات الخارجية يكون من المناسب إعداد بيان مستقل عن قائمة المركز المالي خاص بتدفق الأموال :

بيان تدفق الأموال عن السنة المنتهية في ٢٠١٤/١٢/٣١

بيان	البيان بالقيم		البيان بالنسبة المئوية	
	استخدامات	مصادر	استخدامات %	مصادر %
النقدية		١٥٠٠		٣,٣
أوراق مالية		١٠٠٠		٢,٢
الذمم	٢٠٠٠		٤,٤	
المخزون	٦٥٠٠		١٤,٣	
الأصول الثابتة	٢٠٠٠٠	٣٠٠٠	٤٤,١	٦,٦
الدائنون		٢٠٠٠		٤,٤
أوراق الدفع	١٠٠٠		٢,٢	
القروض قصيرة الأجل		٤٠٠٠		٨,٨
القروض طويلة الأجل		٩٠٠٠		١٩,٨
الأموال المتولدة من العمليات		٢٤٨٦٠		٥٥
التوزيعات	١٥٨٦٠		٣٥	
المجموع	٤٥٣٦٠	٤٥٣٦٠	%١٠٠	%١٠٠

تحليل البيان :

علينا الآن أن نحلل ما ورد في البيان من معلمات لاستنتاج بعض النتائج والمؤشرات المالية التي تفيده في تقرير القرارات المالية التي اتخذت على مدار ٢٠١٤ ، ونقوم أولاً بفحص الاستخدامات ثم ننقل إلى المصادر وأخيراً نحاول إيجاد بعض العلاقات بين الجانبين .

➤ تحليل الاستخدامات

إذا قمنا بفحص الاستخدامات فسنجد أن ٤٤ % من الأموال الإضافية التي دبرت خلال عام ٢٠١٤ ، قد تم توجيهها لشراء الأصول الثابتة ، وهذا يعنى اتجاه المنشأة نحو التوسع ، والاستخدام التالي في الأهمية يتمثل في توزيعات الارباح ، والتي خصص لها ٣٥ % من الأموال الاضافية .

وربط النتيجةين معاً يوحى بتزايد القوة الإيرادية للمنشأة وأن كان الأمر يحتاج لمزيد من التحليلات للتثبيت من صحته . ثم يأتي المخزون السلعي بعد ذلك في الأهمية حيث أن الزيادة قد استحوذت على ١٤ % من حجم الأموال الاضافية لهذا العام ، وهذه نتيجة تتسق مع الاتجاه في النوع ، وبعد ذلك يأتي دور الذمم التي زاد الاستثمار فيها بما يعادل ٤ % من حجم الأموال الاضافية ، وهذا يفيد التوسع في البيع الائتماني ، وأن كان ذلك بقدر أقل مما هو متوقع في ظل الاتجاه التوسعي ، ويلاحظ أن الاستثمار الاضافي في الاصول المتداولة قد وصل إلى ١٨,٧ % من الأموال الاضافية التي أتاحت عام ٢٠١٤ م ، أما الاستخدام الاخير للأموال فقد تمثل في تخفيض حسابات الدفع التي على المنشأة وإن كان ذلك بقدر محدود (٢,٢ %) .

➤ تحليل المصادر :

إذا انتقلنا إلى جانب المصادر ، فسنلاحظ أن المصدر الأكثر أهمية يتمثل في الأموال المتولدة من عمليات المنشأة حيث تصل إلى (٥٥ %) من حجم الأموال الاضافية في عام ٢٠١٤ م ، و ثم تحتل المديونية الطويلة الأجل الأهمية التالية حيث ان مقدار الزيادة بها في شكل حوالى ٢٠ % من حجم الأموال الاضافية ، والمصدر الثالث في الأهمية هو القروض القصيرة الأجل والتي ساهمت بنسبة ٨,٨ % من الأموال الاضافية للعام المذكور ، والمصدر الرابع يأتي من تصفية بعض الأصول الثابتة حيث أدى ذلك إلى تدبير أموال صافية مثلت حوالى ٧ % من حجم الأموال الإضافية ، والمصدر الخامس الدائنون حيث ساهموا بزيادة قدرها ٤,٤ % من إجمالي الأموال الإضافية ، وعلى ذلك تصبح مساهمة المديونية بكافة أنواعها تصل إلى ٣٣ % من حجم الأموال الإضافية . ويأتي في النهاية دور النقدية والأوراق المالية ، حيث تم تصفية بعض الاستثمارات في الأوراق المالية مما أدى إلى توفير أموال شكلت ٢,٢ من حجم الأموال الإضافية ، كما تم استخدام قدر من النقدية بالصندوق لتمويل ٣,٣ % من حجم الاستخدامات الإضافية .

استنتاج بعض العلاقات أو المؤشرات :

أن الأموال التي يمكن استخدامها في استثمارات طويلة الأجل والتي تشمل الأموال المتولدة من العمليات (بعد استئزال مقابل التوزيعات) والزيادة في القروض طويلة الأجل والمتحصل عليها من بيع الأصول الإضافية ، وفي ذات الوقت الذي نجد فيه أن الاستثمارات طويلة الأجل (شراء الأصول الثابتة) قد وصل بالفعل إلى ٤٤ % ومعنى ذلك ان ٢٠٪ من المصادر طويلة الأجل قد تم توجيهها نحو استخدامات قصيرة الأجل ، وهذه النتيجة تمثل إخلالاً واضحاً بقاعدة التناسب بين طبيعة مصادر التمويل وطبيعة استخدامات الاموال (أي قاعدة التغطية) وإن كان الامر يحتاج إلى قام المدير المالي بمزيد من التحليلات والرجوع الى الكشوف المالية الأصلية على سبيل التيقن . من ناحية أخرى نجد ان المديونية عموماً قد مثلت ٣٣ % من الأموال الاضافية ، بينما الزيادة في حقوق الملكية (أي الأموال المتولدة العمليات مطروحاً منها التوزيعات والاستهلاك) شكلت فقط ٨ % من الأموال الاضافية ، وهذا الأمر مؤشر على تزايد الاعتماد على المديونية في تمويل عمليات المنشأة ، الأمر الذي يجب أن يحظى باهتمام المدير المالي ، ويدفعه إلى مزيد من البحث والتحليل للتعرف على مدى سلامة سياسة الاقتراض بالمنشأة ، وما هي آثار هذا الاستخدام المتزايد للدين على مخاطر السيولة من ناحية وعلى قيمة المنشأة من ناحية أخرى .

وبشكل عام ، نجد أن البيان المعد وفقاً للبيانات التاريخية فضلاً عن توضيحه للمؤشرات العامة المتصلة بالمصادر التي تم الاعتماد عليها في تدبير الأموال ، والاستخدامات التي تم توجيه الأموال إليها فإنه يلفت نظر المدير المالي إلى النقاط التي تحتاج إلى مزيد من الاهتمام والتحليل ، وقد يكون من المفيد هنا الاعتماد على سلسلة تاريخية من هذا البيان ، للوقوف على ما إذا كان تغير ما يحدث بصفة عرضية أو يمثل اتجاهاً عاماً .

إن بيان تدفق الأموال يلفت نظر المدير المالي إلى وجود تغير هام في المخزون ومن ثم يلزم تحليل الموقف للتعرف على ما إذا كان هذا التغير يفيد معنى النمو (أو الانكماش) ، أم يعبر عن سوء إدارة المخزون ، وكذلك الأمر بالنسبة للتغير الهام في الذمم فإن الأمر يوجب الدراسة للتعرف على مدى سلامة السياسة الائتمانية في المنشأة ، وإذا ما كان هناك تراخ في منح الائتمان أو تشدده وما هو تأثير ذلك على مخاطر السيولة وعلى ربحية المنشأة وبالنسبة للتغير في النقدية هل الزيادة تفيد معنى اليسر المالي وإلى أي مدى ؟ وهل النقص يفيد معنى العسر المالي وما مدى خطورته ؟ وكذلك بالنسبة للتغير في الأصول الثابتة وإذا ما كان يفيد معنى التوسع (الانكماش) الحقيقي ، وهل كان مصحوباً بزيادة فعلية متناسبة في المبيعات . ان كل هذه التساؤلات تحتاج إلى مزيد من التحليل ، ولكن الذي يبرز مواطنها هو بيان تدفق الأموال . وإذا كان ما سبق يتصل بقرارات الاستثمار ، فإن التحليل يجب أن يمتد لعناصر التمويل فإذا أسفر البيان عن تغير واضح في المديونية ، فإن الأمر بتطلب دراسة ما إذا كان تزايد المديونية يهدد هيكل المخاطرة بالشركة ، وهل انخفاض المديونية يضيع على المنشأة فرصة الاستفادة من ايجابيات الرفع المالي في تعظيم مكاسب السهم العادي ؟ كما اذا لاحظنا ان هناك تغيراً هاماً في الائتمان التجاري ، فعلى تقييم السياسة الائتمانية في الشركة للتعرف على ما اذا كان التزايد الهائل في الشراء على الحساب يهدد العلاقات على الموردين ام لا ؟

كما أن التعرف على النسبة بين التمويل من المصادر الخارجية من المؤشرات الهامة في التحليل للتعرف على مدى اعتماد المنشأة التي تمر بمرحلة النمو على التمويل الداخل . وكذلك الأمر بالنسبة بين مصادر التمويل القصيرة الأجل وتلك الطويلة ، وبالربط بين هذه المصادر وبين الاستخدامات الطويلة والقصيرة ، فإن الموقف قد يظهر دلالات معينة بخصوص مدى تطبيق قاعدة التغطية ، ومن ثم تدفع لمزيد من التحليل للتعرف على مدى صحة توجيه الأموال للاستخدامات المناسبة .

وأخيراً بالنسبة لقرار التوزيع ، فمن المهم التعرف على نسبة التوزيعات من الأرباح في ضوء الاحتياج الكلي للأموال بالمنشأة وكذلك التعرف على مدى استقرار هذه التوزيعات من خلال التحليل الخارجي لعدد من السنوات وبالتالي تقييم سياسة التوزيع وأثرها على القيمة السوقية لأسهم الشركة .

أما إذا تم تحليل بيان تدفق الأموال المعد على أساس تقديري ، فإن هذا التحليل يكون ذا فائدة كبرى للتعرف على الاحتياجات الكلية للأموال المتوقعة خلال المدى الزمني المعد عنه البيان ، وطبيعة هذه الاحتياجات وإذا ما كانت استثماراً في الأصول المتداولة أم الأصول الثابتة. وبالطبع فإن التعرف على هذه الاحتياجات يمكن المدير المالي من إعداد الترتيبات لرفع كفاءة العمليات التمويلية ، ولذا يعتبر مثل هذا البيان أداة هامة للتخطيط التمويلي المتوسط والطويل الأجل .

الانتقادات الموجهة إلى بيان تدفق الأموال (١):

تتلخص هذه الانتقادات فيما يلي :

- يمكن القول أنه لا يوجد اتفاق بين الكتاب في تفسير كلمة أموال ، بل أن بعض الكتاب يستخدمونها في أكثر من معنى ، هذا علاوة على أن بيان تدفق الأموال يشار إليه بأسماء مختلفة متعددة وقد أشار أحد الباحثين إلى أن كلمة أموال قد تعني خمسة أشياء مختلفة .
- النقدية (بمعناها الحرفي) - أي النقدية بالصندوق والبنك ، ولذلك فإن بيان تدفق الأموال الذي يعد على هذا الأساس يطلق عليه أحياناً التدفق النقدي حيث يبين النتائج التي تتحقق عند إمساك الدفاتر على أساس نقدي ، وفي هذه الطريقة يعدل صافي الربح بمقدار الزيادة أو النقص في حسابات القبض والدفع والبضاعة والإيرادات والمصروفات المستحقة ، أو معنى آخر يعدل على أساس نقدي .
- النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل - وهذا التعريف يشابه التعريف السابق عدا أن النقدية المستثمرة لفترة قصيرة في أوراق مالية تضاف إلى الرصيد النقدي الحالي بالصندوق والبنك .
- صافي الأصول النقدية - أو صافي الأصول سريعة التداول ، وهذا يعنى مجموع النقدية والاستثمارات قصيرة الأجل وحسابات القبض مطروحاً منه حسابات الدفع .
- رأس المال العامل - وهذا التعريف شائع الاستعمال ، وبقصد برأس المال العامل هنا صافي الأصول المتداولة (أي الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة) ويرى الكثيرون أن الغرض الرئيسي من بيان تدفق الأموال هو بيان التغيرات في رأس المال العامل عن المدة التي يعد عنها .

(١) د . شوقي حسين عبدالله ، مرجع سبق ذكره ، ص ٨١ - ٨٣ .

- جميع الموارد المالية - والمقصود هنا اشمال بيان تدفق الأموال على جميع الأموال المتداولة في الشركة سواء كانت من مصادر داخلية أو خارجية وطريقة استخدامها .
- على ضوء الانتقادات الموجهة إلى كل من الميزانية وحساب الدخل يتضح أن بيان حركة الاموال يعاني من نفس العيوب عند استخدامه لتحديد السيولة في الشركة عن طريق تدفق الاموال من مصادر واستخدامات ، كما أن استخدام صافي التغيرات في بنود الميزانية لمعرفة المصادر والاستخدامات قد يخفي تغيرات كثيرة تمت في الفترة التي تخللت إعداد الميزانية المقارنة بميزانية سابقة ، فمن الجائز أن الشركة قد قامت بالافتراض لفترات قصيرة وسددت هذه القروض خلال السنة دون ان تظهر هذه العمليات عند إعداد بيان تدفق الأموال حيث أن الاعتماد فقط على صافي التغيرات في بنود الميزانية ، أي أن البيان يوضح صافي الزيادة أو النقص دون اظهار حجم العمليات المالية التي تمت .
 - أن الغرض من إعداد بيان تدفق الأموال هو مقارنة الأموال التي حصلت عليها الشركة خلال الفترة التي بعد عنها البيان وطريقة استخدامها ، لكن ليس من الضروري أن تكون المصادر والاستخدامات عن نفس الفترة متساوية ، لأن الاموال المستخدمة في فترة معينة قد تكون أموال حصلت عليها الشركة في فترة سابقة .
 - وفي حالة الاقتصار على إعداد البيان على أساس التغيرات في رأس المال العامل فإنه لا يشتمل على كثير من المصادر والاستخدامات الهامة الأخرى مثل شراء آلات ومعدات عن طريق قرض طويل الأجل .
 - أن بعض التغيرات قد يتكون نتيجة عمليات محاسبية لا علاقة لها بتدفق حقيقي للأموال مثل زيادة أو تخفيض قيمة بعض الاموال وبالتالي فإن هذا يؤدي إلى احتساب حركة وهمية للأموال .

وأخيراً هناك نقطة هامة يجب عدم إغفالها وهي أنه على الرغم من الانتقادات التي توجه إلى التحليل المالي التقليدي سواء في شكل النسب المالية أو بيان تدفق الأموال إلا انه ينبغي ملاحظة أن هذه الأدوات تعد بمثابة الوسيلة للهيئات والأفراد خارج الشركة التي يستندون إليها في تقييمها وبالتالي فهي تمثل الأساس المنطقي للقرارات التي يتخذونها فيما يتعلق بعلاقتهم بالشركة ، ويترتب على ذلك أن الشركة لا تستطيع اغفالها مع ما بها من قصور لأنها اللغة - إذا صح التعبير - التي يمكن التفاهم بواسطتها مع الغير بما يحقق مصلحة الشركة ، ولذلك فإن الامتثال للنسب والقواعد العامة التي قد يضعها الغير - على الرغم من انها قد لا تستند إلى منطق مقبول أي أن فاعليتها محدودة - له فائدة لا يمكن انكارها ، وهذا ما يستدعي دراستها وأخذها في الحسبان ومحاولة التمشي معها من جانب الإدارة .

الطريقة الثانية : التحليل المالي باستخدام النسب المالية

يمكن تعريف النسب المالية بأنها " علاقات بين بنود قائمة المركز المالي بعضها البعض ، أو بين بعض بنود قائمة المركز المالي (الميزانية) وبين بعض بنود قائمة الدخل ، بقصد الكشف عن أوجه الضعف ، أو نقاط القوة في النواحي المالية .

ولما كانت النسب المالية عبارة عن علاقات بين بنود قائمة المركز المالي فيما بينها أو بين بنود قائمة المركز المالي وبنود قائمة الدخل ، فإنه يمكن تصور عدد العلاقات أو النسب الممكن تركيبها ، وعلى

ذلك فنجد أن بعض اساتذة التحليل يعرضون ١٢ نسبة في الوقت الذي يعرض فيه آخرون ما يزيد عن ٥٠ نسبة ، إلى الحد الذي ذهب فيه البعض إلى القول بأننا في "غابة التحليل بالنسب" (١) .

وعلى الرغم من اختلاف مداخل التحليل المالي وتعدد النسب المالية ، فإنه يمكن تصنيفها في أربعة مجموعات أساسية على الوجه التالي :

- نسب السيولة .
- نسب الربحية .
- نسب الرفع (نسب المديونية) .
- نسب النشاط (نسب الكفاءة) .

وفيما يلي نعرض هذه الأنواع :

• نسب السيولة :

تشمل نسب السيولة مجموعة النسب والمؤشرات المالية التي عن طريقها يتم قياس مدى قدرة المشروع على سداد التزاماته العاجلة والقصيرة الأجل .

وتشمل هذه المجموعة النسب التالية :

١ - نسبة التداول :

وهي مؤشر على مدى قدرة المشروع على مواجهة الالتزامات الجارية (قصيرة الأجل) ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

الأصول المتداولة

= نسبة التداول

الخصوم المتداولة

ويميل البعض إلى الاعتقاد بأنه كلما زادت هذه النسبة كلما كان مركز المشروع سليماً ، وعلى الرغم من أن هذا قد يكون صحيحاً من وجهة نظر بعض الدائنين إلا أنه ليس كذلك من وجهة نظر الإدارة لأن زيادة الأموال المتداولة على الخصوم المتداولة زيادة كبيرة قد تكون نتيجة لوجود نقدية عاطلة كان يمكن أن تدر عائد لو تم استغلالها في بنود أخرى .

ولذلك يرى البعض أن ١ : ١ يعتبر معدلاً معقولاً للتداول ويرجع ذلك إلى أنه عندما تكون قيمة الأصول المتداولة مساوية لقيمة الخصوم المتداولة فإن الأصول المتداولة تكون إذن كافية لسداد الالتزامات المتداولة كما تظهرها قوائم المركز المالي قد يؤدي إلى بعض الصعوبات خاصة فيما يتعلق بقيمة البضاعة في حالة التصفية وللاحتياط لمثل هذا الموقف يرى البعض أن الاحتفاظ بنسبة سيولة ٢ :

(١) د . محمود على الزقالي ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٣ .

١ - بمعنى ان تكون الأصول المتداولة ضعف الخصوم المتداولة فإن الفرصة تكون أكبر لسداد الديون بالكامل حتى ولو انخفضت قيمة الأصول المتداولة الى النصف وقت السداد (١) .

٢ - نسبة التداول السريعة :

وهي مؤشر على مدى تغطية الأصول المتداولة سريعة التحول الى نقدية للالتزامات الجارية ، ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

الأصول المتداولة - المخزون

= نسبة التداول السريعة

الخصوم المتداولة

ويرى البعض أن اقل نسبة نمطية للحكم على المركز الجاري للمشروع باستخدام هذه النسبة هي ١ : ١ لأن ذلك يعنى أن المشروع قادر على سداد الالتزامات قصيرة الأجل حتى بدون الحاجة الى اللجوء الى البضاعة وتصفية جزء منها .

٣ - نسبة النقدية :

وهي مؤشر على مدى تغطية الاصول السائلة (تشمل النقدية وشبه النقدية) للالتزامات الجارية ، ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

النقدية + شبه النقدية

= نسبة النقدية

الخصوم المتداولة

وتعتبر نسبة النقدية مقياساً للسيولة أكثر تحفظاً من نسب السيولة السابقة والتي تبين ان المدير المالي يجب عليه ان يتحصل على جزء من الذمم أو بيع المخزون السلعي حتى يتمكن من سداد كل التزاماته الجارية ، لذلك تعتبر نسبة النقدية أكثر ضماناً من وجهة نظر المقرضين والمعيار النمطي لهذا المعدل هو ١ : ١ .

٤ - نسبة المخزون الى صافي رأس المال العامل :

وهو مؤشر يقيس الخسارة المحتملة للمشروع نتيجة للانخفاض في قيم المخزون السلعي . ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

المخزون السلعي

= نسبة المخزون إلى صافي رأس المال العامل

الاصول المتداولة - الخصوم المتداولة

ولما كان الهدف من هذه النسبة هو توضيح الخسارة المحتملة نتيجة للمشروع نتيجة لانخفاض في قيم المخزون ، فإن انخفاض هذه النسبة يعتبر في صالح المشروع .

٥- التوزيع النسبي لعناصر الأصول المتداولة :

في هذا التوزيع يتم ترتيب عناصر الأصول المتداولة حسب درجة السيولة وذلك بأن توضح أكثر هذه الأصول سيولة أولاً فالأقل سيولة وهكذا . بعد ذلك يتم حساب نسبة كل عنصر من هذه العناصر الى إجمالي الأصول المتداولة ، وهنا يمكن تحديد أي العناصر (الأكثر سيولة أو الأقل) تشكل الجزء الأكبر من هذا التوزيع ، وعادة ما يأخذ هذا التوزيع الشكل التالي :

بيان	القيمة	النسبة
الأصول المتداولة		
تقديية	xx	%
أ . م	xx	%
أ . ق	xx	%
مخزون سلعي	xx	%
الإجمالي	xxx	% ١٠٠

• نسب الربحية :

تشمل نسب الربحية مجموعة النسب أو المؤشرات المالية التي تستخدم في قياس القوة الايرادية للأموال المستثمرة في المشروع وفي قياس كفاءة الإدارة على تعظيم ارباح المشروع من عملياته الجارية وعمليات الاستثمار .

وتشمل هذه المجموعة النسب التالية :

١- نسبة مجمل الربح :

وتهتم هذه النسبة بقياس مدى تغطية الربح الإجمالي للمصروفات وتحقيق أرباح صافية للمشروع . ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

$$\text{نسبة مجمل الربح} = \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

ويلاحظ أن ارتفاع هذه النسبة يشير الى ارتفاع كفاءة الإدارة في التعامل مع العناصر التي تكون تكلفة المبيعات . وتحقيق مركز تنافسي جيد للمشروع. وبشكل عام يوجد معيار نمطى يمكن استخدامه للحكم على مدى هذه المناسبة ومن ثم لابد من اجراء المقارنات مع نسب المشروع في السنة الماضية ، أو مع نسب المشروعات الأخرى التي تعمل في نفس الصناعة .

٢- نسبة صافي الربح :

وتقيس هذه النسبة الأرباح المتبقية لأصحاب المشروع بعد سداد كافة التكاليف أي أنها تعبر عن صافي أرباح المبيعات و يتم حسابها باستخدام المعادلة :

صافي الربح بعد الضريبة

= نسبة صافي الربح

صافي المبيعات

وتقارن هذه النسبة عادة مع نسب السنوات الماضية أو مع نسب الصناعة التي ينتمي إليها المشروع . ويلاحظ أن الانخفاض الشديد في هذه النسبة في الوقت الذي ترتفع فيه نسبة مجمل الربح ، فإن ذلك يعتبر مؤشراً على زيادة المصروفات الإدارية والعمومية والضرائب والفوائد ، ويجب تحليل نوعية هذه المصروفات للتعرف على أسباب زيادتها .

٣- معدل العائد على الأصول :

يقيس هذا المعدل القوة الأيرادية للمشروع أيضاً (ربحيته) ، ومدى كفاءة الإدارة في تحقيق ربح نتيجة استخدام أصولها ، ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

صافي الربح بعد الضريبة

= معدل العائد على الأصول (عائد الاستثمار)

مجموع الأصول

٤- معدل العائد على حق الملكية :

ويشير هذا المعدل إلى العائد الذي يحققه المشروع على رأس المال المملوك ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

صافي الربح بعد الضريبة

= معدل العائد على حق الملكية

حق الملكية

ويعكس هذا المعدل نتائج تنظيم الإدارة لمصادر الأموال ، ومدى المكاسب التي تحققها لأصحاب المشروع عن هذا الطريق ، أي نتيجة المتاجرة بحقوق أصحاب المشروع .

ويلاحظ أن أي من النسب السابقة التي تقيس الربحية تدل على كفاءة الإدارة في تحقيق أرباح من استخدامها للأصول (المتداولة أو الثابتة) أو المتاجرة بالملكية وبالتالي كلما زادت هذه النسب كلما دل ذلك على زيادة كفاءة الإدارة .

• نسب الرفع (المديونية)

تشمل نسب الرفع مجموعة النسب والمؤشرات المالية عن طريقها يتم قياس قدرة الإدارة على استخدام الديون ، أو مصادر التمويل الخارجية لتمويل عمليات المشروع الجارية والاستثمارية وبكلمات أخرى ، فإن نسب هذه المجموعة تقيس مدى مساهمة كل من الملاك والدائنين في تمويل المشروع ، وبالتالي مقدار الأخطار التي يتحملها كل منهما .

وتشمل هذه المجموعة النسب التالية :

١- نسبة إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول :

و تبين هذه النسبة نسبة الأصل التي تم تمويلها من أموال الدائنين ويتم حسابها باستخدام المعادلة:

إجمالي الديون (قصيرة + طويلة الاجل)

= نسبة المديونية

اجمالي الاصول

ويلاحظ أن انخفاض هذه النسبة يعنى انخفاض درجة اعتماد المشروع على الديون في تمويل أصوله ، وزيادة الاعتماد على أموال أصحاب المشروع .

٢- نسبة القروض طويلة الأجل إلى حقوق الملكية :

وتبين هذه النسبة العلاقة بين التمويل الذي تم بقروض طويلة الأجل إلى التمويل المقدم من أصحاب المشروع كما تشير إلى مدى إمكان المشروع استخدام أموال الديون في تعظيم أو زيادة عائد حقوق المساهمة ، ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

القروض طويلة الاجل

= نسبة القروض الى حقوق الملكية

حقوق الملكية

ويلاحظ أن انخفاض هذه النسبة يدل على قلة الاعتماد على القروض بينما يدل ارتفاعها على زيادة الاعتماد على القروض وبالتالي الى زيادة الفوائد التي تقتطع قدر من الارباح وهو امر غير مرغوب من قبل المساهمين.

٣- عدد مرات تغطية الفوائد :

ويعتبر هذا مؤشراً على قدرة المشروع على مواجهة فوائد القروض المستحقة ، حيث يوضع عدد المرات التي تستطيع أن تغطي فيها الفوائد من الأرباح ، ويتم حسابه باستخدام المعادلة :

صافي الربح قبل الفوائد والضرائب

= معدل التغطية

الفوائد

ويلاحظ أنه كلما زاد هذا المعدل كلما دل ذلك على زيادة مقدرة المشروع على خدمة ديونه .

٤- نسبة الخصوم المتداولة إلى حق الملكية :

ويبين هذه النسبة العلاقة بين التمويل الذي تم بقروض قصيرة الأجل إلى التمويل المقدم من أصحاب المشروع ، ويتم حسابها باستخدام المعادلة :

$$\text{نسبة الخصوم المتداولة الى حق الملكية} = \frac{\text{الخصوم المتداولة}}{\text{حق الملكية}}$$

ويلاحظ أنه كلما زادت هذه النسبة كلما دل على أن الملاك لم يضعوا أموالاً كافية في المشروع ، وبالتالي فإن المصادر طويلة الأجل لم تكن مستعدة لتعريض نفسها للأخطار ، مما أجبر المشروع على استخدام التمويل قصير الأجل إلى مدى كبير .

٥- نسبة الأصول الثابتة إلى حق الملكية :

وتبين هذه النسبة إلى أي مدى تستثمر أموال الملاك في تمويل الأصول ، ويساعد هذا المقياس الإدارة على تحديد نوع التمويل المطلوب في المستقبل ، ويتم حساب هذه النسبة من خلال المعادلة التالية :

$$\text{نسبة الاصول الثابتة الى حق الملكية} = \frac{\text{الاصول الثابتة الصافية}}{\text{حق الملكية}}$$

ويلاحظ أنه كلما زادت هذه النسبة كلما دل على ارتفاع مساهمة الملاك في تمويل أصول المشروع ، وبالتالي إمكانية الاعتماد على القروض الخارجية في تمويل الاستثمارات الجديدة .

• نسب النشاط (الاستثمارات):

تشمل نسب النشاط (استخدامات الأموال) مجموعة النسب والمؤشرات المالية التي تهدف إلى قياس فعالية وكفاءة المشروع في استخدام موارده المختلفة.

وتشمل هذه المجموعة النسب المالية .

١- معدل دوران المخزون السلعي :

ويبين هذا المعدل عدد المرات التي يتحول فيها المخزون إلى مبيعات ، ويتم حسابه باستخدام المعادلة :

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

ويلاحظ أنه كلما زاد هذا المعدل كلما كان أفضل المشروع ، حيث يدل ذلك على زيادة معدل الدوران ، أي زيادة نشاط المشروع .

وقد تلجأ بعض المشروعات إلى تخفيض رقم المخزون عن الحد الأدنى اللازم الاحتفاظ به لمجرد اظهار معدل مرتفع وتجاهل ما قد تقع فيه من مشاكل تؤثر على مبيعات المشروع في المستقبل لذلك يجب مقارنة معدل دوران المخزون بمعدل الدوران في القطاع الذي يندرج تحته المشروع .

ويرى المحللون الماليون أنه من الأفضل استخدام متوسط الأرصدة الشهرية للأصول بدلاً من رصيد آخر المدة لأن هذا قد يقلل من أثر التغيرات الموسمية على رصيد الأصل ، وفي ضوء ذلك يتم حساب متوسط فترة التخزين باستخدام المعادلة :

٣٦٠

متوسط فترة المخزون =

معدل دوران المخزون

وهذا المعدل يبين عدد الايام في المتوسط التي يظل فيها الصنف في المخزن ، وهو عبارة عن عدد الأيام التي تنقضي بين شراء المواد الخام وبيع المنتج النهائي ، وبطبيعة الحال كلما انخفض هذا المتوسط كلما دل على زيادة نشاط المشروع .

٢- معدل دوران الذمم :

ويبين هذا المعدل العلاقة بين صافي المبيعات الآجلة إلى إجمالي الذمم (أي إجمالي رصيد العملاء وأوراق القبض قبل طرح مخصصات الديون المشكوك فيها) ، ويتم حسابه باستخدام المعادلة :

صافي المبيعات الآجلة

معدل دوران الذمم =

اجمالي الذمم (مدينون + اوراق قبض)

وبطبيعة الحال كلما زاد هذا المعدل كلما دل ذلك على زيادة نشاط المشروع ويتم حساب متوسط فترة التحصيل باستخدام المعادلة .

إجمالي الذمم × ٣٦٠

متوسط فترة التحصيل =

صافي المبيعات الآجلة

٣٦٠

أو =

معدل دوران الذمم

وهذه النسبة تعتبر مؤشراً لكفاءة جهاز البيع والتحصيل في اختيار العملاء وسرعة تحصيل الديون حيث تبين متوسط عدد الأيام التي تظل المبيعات فيها مقيدة في شكل مدينين (عملاء) أي تبين عدد الأيام التي تنقضي بين بيع البضاعة و تحصيل قيمتها ، كلما انخفضت هذه النسبة كلما كان افضل حيث يعنى ذلك أن المشروع يحصل ديونه في فترة اقل .

٣- معدل دوران الحسابات الدائنة (أ . الدفع)

ويبين هذا المعدل العلاقة بين المشتريات الآجلة إلى إجمال الحسابات الدائنة و أوراق الدفع . ويقاس هذا المعدل عدد المرات التي تتحلل فيها الحسابات الدائنة للموردين إلى نقدية . ويتم حسابه باستخدام المعادلة :

$$\text{معدل دوران الحسابات الدائنة} = \frac{\text{المشتريات الآجلة}}{\text{دائنون} + \text{أوراق دفع}}$$

أما متوسط فترة السداد فهي النسبة التي تبين عدد الايام التي يتم خلالها سداد مستحقات الموردين وهي ما يطلق عليها مهلة السداد ويتم حسابها كالتالي:

$$\text{فترة السداد} = \frac{360}{\text{معدل دوران الحسابات الدائنة}}$$

٤- معدل دوران الأصول الثابتة :

ويبين هذا المعدل عدد المرات التي تتحول فيها الاصول الثابتة الى مبيعات ، أو بمعنى آخر المبيعات التي يمكن تحقيقها من كل جنيه أصول ثابتة ويتم حسابه باستخدام المعادلة :

$$\text{معدل دوران الاصول الثابتة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{الاصول الثابتة}}$$

ويلاحظ أن ارتفاع هذا المعدل – بالمقارنة بمعدل الصناعة – يعنى زيادة استفادة المشروع من الاصول الثابتة ، مما قد يعنى ضرورة زيادة الاستثمارات في مثل هذا النوع من الأصول ، أما لو كان المعدل منخفضاً بدرجة كبيرة فإن يعنى وجود استثمار زائد عن الحاجة في الأصول الثابتة .

٥- معدل دوران إجمالي الأصول :

وهو مؤشر شامل يدل على مدى الكفاءة في استعداد اصول المشروع ويبين عدد المرات التي تتحول فيها أصول المشروع إلى مبيعات ، ويتم حسابه باستخدام المعادلة :

$$\text{معدل دوران اجمالي الأصول} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{اجمالي الأصول}}$$

ويلاحظ أنه لا يوجد معدل نمطى لهذا المقياس ، لذا لابد من مقارنته بالمعدل السائد في الصناعة ، فإذا تبين أن هذا المعدل أعلى فإن ذلك يشير إلى استغلال الأصول ، أما في حالة انخفاض المعدل فإن ذلك يعتبر دليلاً على عدم استغلال الأصول .
مثال

فيما يلي الميزانية العمومية للشركة العربية للاتصالات وكذلك قائمة الدخل لعام ٢٠١٣ ، ٢٠١٤ م .
أولاً : الميزانية العمومية :

الخصوم وحق الملكية	ديسمبر ٢٠٠٤	ديسمبر ٢٠٠٣	الأصول	ديسمبر ٢٠٠٤	ديسمبر ٢٠٠٣
<u>خصوم متداولة</u>			<u>أصول متداولة</u>		
دائنون	٦٥٠٠	٤٥٠٠	نقدية	٢٠٠٠	٣٥٠٠
أ. د.	٤٥٠٠	٥٥٠٠	أ. م	٢٠٠٠	٣٠٠٠
قرض قصير الأجل	٩٠٠٠	٥٠٠٠	نمم	١٢٠٠٠	١٠٠٠٠
			مخزون	٢٠٠٠٠	١٣٥٠٠
مج. خ. م	٢٠٠٠٠	١٥٠٠٠	مج. أ. م	٣٦٠٠٠	٣٠٠٠٠
قرض طويل الأجل (١٠٪)	٤٨٠٠٠	٣٩٠٠٠			
<u>حقوق ملكية</u>			<u>أصول ثابتة</u>		
اسهم عادية	٢٨٠٠٠	٢٨٠٠٠	م - إهلاك	٩٦٠٠٠	٨٠٠٠٠
أرباح محتجزة	١٢٠٠٠	٨٠٠٠		٢٤٠٠٠	٢٠٠٠٠
	١٠٨٠٠٠	٩٠٠٠٠		١٠٨٠٠٠	٩٠٠٠٠

ثانياً : قائمة الدخل لعامي ٢٠١٣ ، ٢٠١٤

بيان	٢٠١٤	٢٠١٣
المبيعات	٢٥٩٢٠٠	٢٣٤٠٠٠
(-) تكلفة البضاعة المباعة	٢٠٠٠٠٠	١٧٥٥٠٠
مجمل الربح	٥٩٢٠٠	٥٨٥٠٠
(-) مصروفات إدارية و تشغيلية	٢١٣٠٠	١٨٦٢٥
ربح التشغيل	٣٧٩٠٠	٣٩٨٧٥
(-) فوائد قروض طويلة الأجل	٤٨٠٠	٣٩٠٠
الربح قبل الضرائب	٣٣١٠٠	٣٥٩٧٥
(-) الضرائب	١٣٢٤٠	١٤٣٩٠
صافي الربح بعد الضرائب	١٩٨٦٠	٣١٥٨٥

والمطلوب :

إظهار نقاط القوة والضعف في السياسات المالية التي أتبعها المدير المالي خلال عام ٢٠١٤ ، باستخدام النسب المالية التي تراها ملائمة .

الحلأولاً نسب السيولة :

• نسبة التداول =

$$\begin{array}{r} \text{أ. م.} \\ \hline \text{م. خ.} \\ ٣٠٠٠٠ \\ \hline \text{م. خ.} \\ ١٥٠٠٠ \\ \text{١,٠ مرة} \\ ٣٦٠٠٠ \\ \hline ٢٠٠٠٠ \end{array} \quad \begin{array}{l} = ٢٠١٣ \\ = ٢٠١٤ \end{array}$$

• نسبة السيولة السريعة =

$$\begin{array}{r} \text{أ. م. - مخزون} \\ \hline \text{م. خ.} \\ ١٣٥٠٠ - ٣٠٠٠ \\ \hline ١٥٠٠٠ \\ \text{٠,٠٨ مرة} \\ ٢٠٠٠٠ - ٣٦٠٠٠ \\ \hline ٢٠٠٠٠ \end{array} \quad \begin{array}{l} = ٢٠١٣ \\ = ٢٠١٤ \end{array}$$

• التوزيع النسبي للأصول المتداولة :

	٢٠١٤		٢٠١٣	
بيان	%	قيمة	%	قيمة
نقدية	٥,٥ %	٢٠٠٠	١١,٦ %	٣٥٠٠
أ. م	٥,٥ %	٢٠٠٠	١٠ %	٣٠٠٠
ذمم	٣٣,٣ %	٢٠٠٠	٣٣,٣ %	١٠٠٠٠
مخزون	٥٥,٥ %	٢٠٠٠٠	٤٥ %	١٣٥٠٠
الإجمالي	١٠٠ %	٣٦٠٠٠	١٠٠ %	٣٠٠٠٠

• التعليق على موقف السيولة :

يتضح من التحليل السابق أن الشركة تواجه مشكلة في السيولة عام ٢٠١٤ حيث انخفضت مؤشرات التداول والتداول السريع بالإضافة إلى ما سبق تحتفظ الشركة بجزء كبير من أصولها المتداولة في شكل مخزون سلعي حيث يمثل حوالي ٥٥% من الأصول المتداولة عام ٢٠١٤ ، وهذا يمثل أموال عاطلة لا يستفاد بها ومن ثم لا تمكن من الوفاء بالالتزامات الجارية عليها .

• ثانياً : نسب الربحية

• نسبة مجمل الربح

$$\frac{٥٨٥٠٠}{٢٣٤٠٠} = ٢٠١٣ = ٢٥ \%$$

$$\frac{٥٩٢٠٠}{٢٥٩٢٠٠} = ٢٠١٤ = ٢٢,٨ \%$$

• نسبة صافي الربح

$$\frac{٢١٥٨٥}{٢١٥٨٥} = ٢٠١٣ = ٨,٩ \%$$

$$\frac{١٩٨٦٠}{٢١٥٨٥} = ٢٠١٤ = ٧,٦ \%$$

• معدل العائد على الا

$$\frac{٢١٥٨٥}{٢٥٩٢٠٠} = ٢٠١٣ = ٢٤ \%$$

$$\frac{١٩٨٦٠}{٢٥٩٢٠٠} = ٢٠١٤ = ١٨,٤ \%$$

• معدل العائد على حق الملكية

$$\frac{٢١٥٨٥}{٣٦٠٠٠} = ٢٠١٣ = ٦٠ \%$$

$$\frac{١٩٨٦٠}{٣٦٠٠٠} = ٢٠١٤ = ٤٩,٦ \%$$

٤٠٠٠٠

التعليق :

يتضح مما سبق انخفاض مستوى ربحية الشركة عام ٢٠١٤ عنها عام ٢٠١٣ ، كما أن هناك انخفاض ملحوظ في مستوى ربحية الشركة (صافي الربح) سواء عامي ٢٠١٣ ، أو ٢٠١٤ وذلك بسبب ارتفاع المصروفات الإدارية والتشغيلية حيث لم يتعدى معدل صافي الربح ٨,٩ % ، ٧,٦ % على الترتيب .

ثالثاً : نسب المديونية

- نسبة الديون إلى الأصول :

$$\% ٦٠ = ١٠٠ \times \frac{٥٤٠٠٠}{٩٠٠٠٠} = ٢٠١٣$$

$$\% ٦٢,٩ = ١٠٠ \times \frac{٦٨٠٠٠}{١٠٨٠٠٠} = ٢٠١٤$$

- نسبة الديون / حق الملكية :

$$\% ١,٥ = \frac{٥٤٠٠٠}{٣٦٠٠٠} = ٢٠١٣$$

$$\% ١,٧ = ١٠٠ \times \frac{٦٨٠٠٠}{٤٠٠٠٠} = ٢٠١٤$$

- عدد مرات تغطية الفوائد :

$$\text{مرة } ١ = \frac{٣٩٨٧٥}{٣٩٨٧٥} = ٢٠١٣$$

$$\text{مرة } ٧,٩ = \frac{٣٧٩٠٠}{٤٨٠٠} = ٢٠١٤$$

التعليق :

يتضح مما سبق أن الشركة تعتمد على المصادر الخارجية في تمويل نشاطها حيث تزايد الاعتماد على المديونية الخارجية في عام ٢٠١٤ أي أن الشركة تتبع سياسة المتاجرة على الملكية ولكن التمادي في هذه السياسة يشكل خطراً على الشركة ويظهر ذلك في انخفاض عدد مرات تغطية الفوائد وهو ما يعكس انخفاض قدرة الشركة على خدمة ديونها .

رابعاً : نسب النشاط (الكفاءة)

- معدل دوران الأصول الإجمالية :

$$2,6 \text{ مرة} = \frac{234000}{9000} = 2013$$

$$2,4 \text{ مرة} = \frac{209200}{108000} = 2014$$

- معدل دوران الاصول الثابتة :

$$3,9 \text{ مرة} = \frac{234000}{60000} = 2013$$

$$3,6 \text{ مرة} = \frac{209200}{72000} = 2014$$

- معدل دوران المخزون بالتكلفة :

$$\frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{المخزون السلعي}} =$$

$$١٧٥٥٠٠ \\ ١٣٥٠٠ = \frac{١٧٥٥٠٠}{١٣٥٠٠} = ٢٠١٣ \text{ مرة}$$

$$٢٠٠٠٠٠ \\ ٢٠٠٠٠ = \frac{٢٠٠٠٠٠}{٢٠٠٠٠} = ٢٠١٤ \text{ مرات}$$

التعليق:

يتضح ما سبق انخفاض كفاءة الإدارة في إدارتها للأصول حيث انخفض معدل دوران الأصول ومعدل دوران الأصول الثابتة ، كما كان انخفاض معدل دوران المخزون السلعي ملحوظاً ويمكن تنشيط هذا المعدل من خلال:

- القيام بحملات ترويجية .
- تنشيط البيع الأجل والتوسع فيه .

الانتقادات الموجهة إلى التحليل المالي بالنسب (١):

يتفق المحللون الماليون في الرأي العام بعدم المبالغة في أهمية النسب المالية للدلالة على المركز المالي والنقدي والائتماني للمشروع ، ذلك لأن هناك عدداً من العوامل المحددة لتلك الأهمية نذكر منها :

١- يتم اعداد النسب المالية باستخدام مصدرين اساسيين هما قوائم الدخل (نتائج الأعمال) وقوائم المركز المالي (الميزانيات العمومية) ويوجه الاداريون انتقادات عامة لكل من هذين المصدرين ومن ثم تمتد اثار هذه الانتقادات لتشمل تلك النسب المالية التي استخرجت منها ومن الانتقادات الموجهة إلى القوائم المالية تذكر :

- (أ) أن الارقام التي تشملها القوائم المالية وبالتالي تخضع إلى التقديرات الشخصية للمحاسبين ، وبالتالي فإنها لا تمثل الحقيقة بدقة .
- (ب) أن القوائم المالية تعكس ما حدث من العمليات في تواريخ هذا فالقوائم المالية عبارة عن مستندات تاريخية .
- (ج) أن القوائم المالية تعجز عن بيان اثر العديد من العوامل المؤثرة في المركز المالي للمشروع وفي نتائج أعماله ، وذلك بسبب عدم امكان اسناد قيم نقدية لها . وبالتالي فالقوائم المالية لا تعطى صورة كاملة عن المشروع .

(١) يراجع في ذلك :

- د . سيد الهوارى ، الإدارة المالية : منهج اتخاذ قرارات (القاهرة : مكتبة عين شمس ، ١٩٨٥) ص ٧٣ - ٧٥

- د . محمود على الزقالي ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٥٣ - ١٥٦ .

- (د) أن اختلاف النظم المحاسبية بين المشروعات ، واختلاف وجهات النظر المحاسبية – في المبادئ والمفاهيم والنظريات – يجعل هناك اختلافاً شكلياً وجوهرياً في العناصر التي تتضمنها القوائم المالية، وبالتالي تصبح المقارنات صعبة وغير دقيقة .
- ٢- أن النسب المالية في حد ذاتها ضعيفة ومحدودة في مدلولها ، فالقول بأن نسبة المديونية – على سبيل المثال – هي ١٥٪ فإنها لا تفيد وليس لها معنى – وكذلك الحال بالنسبة لباقي النسب – ما لم يتم مقارنة بمعيار آخر يبرز دلالتها .
- ٣- أن النسب المالية هي مقارنة نسبة بأخرى عما إذا كان الاختلاف ناتج عن تغيرات في البسط أم في المقام ، أم في كلاهما فعلى سبيل المثال :

نسبة التداول =

الأصول المتداولة

الخصوم المتداولة

- وفي هذه الحالة فإنه يمكن تحسين هذه النسبة – مثلاً – من خلال عدة متغيرات رئيسية هي :
- أ- بيع أصول ثابتة ، واستخدام الأموال في تخفيض الخصوم المتداولة.
- ب- بيع أصول ثابتة ، واستخدام الأموال في زيادة الأصول المتداولة.
- ج- إصدار قروض طويلة الأجل ، واستخدام الأموال في تخفيض الخصوم المتداولة .
- وفي ضوء هذه المشاكل الرياضية فإنه يمكن القول بأن النسب المالية وحدها قد تسبب تضليلاً في الكثير من الحالات . ولذلك من الضروري الاهتمام المستمر بالمركز الشامل للمشروع . وأيضاً بالتغيرات التي يطرأ على المبالغ المالية التي تتضمنها العناصر المختلفة التي تكون القوائم المالية.
- ٤- بالإضافة إلى ما سبق ، فإن هناك بعض الانتقادات الموجهة للنسب المالية منها :
- أ- أن هذه النسب إنما تضيف صورة مالية معينة للمشروع ، وتترك للتقدير الشخصي الحكم على مدى تميزها أي ضعفها لذلك فإن المدير المالي هو الذي يقارن بين هذه البيانات بالتي يراها هو – شخصياً – احسن اجراء أو عمل سوف يكون .
- ب- أن النسب المالية تقتصر على تقييم جانب معين من أوجه نشاط المشروع وغير قادرة على اظهار آثار عناصر المشروع الإنسانية وأوجه النشاط الإنتاجي والإداري المختلفة بشكل مباشر وسريع .
- ج- أن النسب المالية لا تستطيع أن تبين آثار الظروف والأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والسياسية على عمل المشروع ، كما أنها لا تستطيع لا التمييز بين مصادر الكفاءة الذاتية للمشروع وبين مسببات النجاح أو الفشل الخارجية التي لا سلطان للإدارة عليها .

الفصل الخامس التنبؤ المالي

الفصل الخامس

التنبؤ المالي

مقدمة:

يتيح التنبؤ المالي الفرصة للتعرف على الاحتياجات المالية المستقبلية والاستعداد لها مسبقاً، كما يتيح الفرصة للتعرف على ما سيكون عليه المركز وربحية المنشأة في المستقبل، واتخاذ الإجراءات التصحيحية إذا لزم الأمر. فمثلاً إذا كشفت عملية التنبؤ عن حاجة المنشأة إلى أموال إضافية بعد ٦ شهور، فقد يكون أمام المدير المالي عدد من مصادر التمويل البديلة للاختيار من بينها، أما إذا انتظر حتى آخر لحظة فسينكمش عدد البدائل، كما أن عنصر الوقت لن يكون في صالحه وعليه أن يقبل ما يعرض عليه من شروط. كذلك إذا كشفت عملية التنبؤ عن انخفاض محتمل في نسب السيولة أو نسب الربحية فسوف يكون هناك متسع من الوقت لإدخال تعديلات على السياسات المالية القائمة لتدارك الموقف.

وهناك العديد من أساليب التنبؤ المالي غير أننا سنقتصر في هذا الفصل على بعض منها وهي: أسلوب النسبة المئوية للمبيعات، وتحليل الانحدار، والميزانية التقديرية النقدية، والقوائم المالية المتوقعة، وتحليل التعادل^(١).

وتستخدم هذه الأساليب في التنبؤ بالاحتياجات المالية، وذلك باستثناء قائمة الدخل المتوقعة وتحليل التعادل حيث يعنيان بالتنبؤ بالأرباح. وهذا سوف نتناول كل أسلوب في قسم مستقل.

أولاً: أسلوب النسبة المئوية للمبيعات

يعتبر أسلوب النسبة المئوية للمبيعات من بين أساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية المستقبلية. ويقوم هذا الأسلوب على افتراض وجود علاقة مباشرة وثابتة بين المبيعات وبين بنود الميزانية. ومن ثم يمكن التنبؤ بما ستكون عليه تلك البنود إذا ما توافرت بيانات عن المبيعات المتوقعة وتقضي عملية التنبؤ بالاحتياجات المالية باستخدام هذا الأسلوب اتباع الخطوات الآتية:

- **الخطوة الأولى:** تصنيف بنود ميزانية الفترة الماضية إلى مجموعتين: تضم المجموعة الأولى البنود التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات، بينما تضم المجموعة الثانية البنود التي ليس لها علاقة مباشرة مع المبيعات.
- **الخطوة الثانية:** بالنسبة للبنود التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات يتم إيجاد النسبة المئوية لقيمة كل بند منها طبقاً لميزانية الفترة الماضية إلى رقم المبيعات عن نفس الفترة.
- **الخطوة الثالثة:** التنبؤ بما سيكون عليه كل بند من بنود الميزانية العمومية عن الفترة المقبلة (الميزانية العمومية المتوقعة) وذلك على النحو التالي:

(١) د. احمد على احمد حسين ، الإدارة المالية التمويل والاستثمار، (سوهاج : بدون ناشر ، ٢٠٠٩) ص

١- بالنسبة لبنود الميزانية التي يفترض وجود علاقة مباشرة بينها وبين المبيعات، يتم تقديرها بضرب النسبة المئوية لكل بند منها - والتي توصلنا إليها في الخطوة الثانية - في قيمة المبيعات المتوقعة في الفترة المقبلة.

٢- بالنسبة للبنود التي لا يفترض وجود علاقة مباشرة بينها وبين المبيعات فتظهر في ميزانية الفترة المقبلة بنفس القيمة التي كانت عليها في ميزانية الفترة الماضية طالما لا تتوافر معلومات إضافية بشأنها.

- **الخطوة الرابعة:** إيجاد مجموع الأصول ومجموع الخصوم في الميزانية العمومية المتوقعة. فإذا اتضح أن جانب الأصول يفوق جانب الخصوم - وهو ما يتوقع أن يكون عليه الحال إذا ما كانت المبيعات المتوقعة تزيد من مبيعات العام الماضي - فسوف يمثل الفرق الاحتياجات المالية المطلوبة. أما إذا زاد جانب الخصوم على جانب الأصول، وهو ما يتوقع أن يكون عليه الحال إذا ما كانت المبيعات المتوقعة أقل من مبيعات العام الماضي، فإن الفرق يمثل أصول زائدة عن الحاجة وقد يقتضي الأمر ضرورة التصرف فيها. وبالطبع إذا تساوى جانب الأصول مع جانب الخصوم فلن تكون هناك احتياجات مالية، كما لن يكون هناك أصول زائدة عن الحاجة.

ولإلقاء مزيد من الضوء على كيفية استخدام أسلوب النسبة المئوية للمبيعات في التنبؤ بالاحتياجات المالية، سوف نفترض أن مبيعات شركة الاستثمار "أدماك" فقد بلغت في عام ٢٠١٣ ما قيمته ٥٠٠,٠٠٠ جنيه، كما بلغت حافة صافي الربح ١٠٪ وتتوقع الإدارة أن يصل رقم المبيعات في عام ٢٠١٤ إلى ٧٠٠,٠٠٠ جنيه وأن تبلغ حافة صافي الربح النسبة التي كانت عليها في عام ٢٠١٣ (١٠٪)، وأن يتم توزيع ٦٠٪ من الأرباح المتوقعة على المساهمين.

فإذا افترضنا أن الميزانية العمومية الموضحة في أدناه تمثل المركز المالي للمنشأة في ٢٠١٣/١٢/٣١ فإن تحديد الاحتياجات المالية لعام ٢٠١٤ سوف يتم وفقاً للخطوات السابق الإشارة إليها. وتتمثل الخطوة الأولى في هذا الصدد في تحديد بنود الميزانية المذكورة التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات.

ويمكن القول بأن هذا الشرط ينطبق على جميع بنود الأصول (على فرض أن طاقة الأصول الثابتة مستغلة بالكامل) وعلى بند واحد من بنود الخصوم هو الدائنين.

جدول (١/٥)

الميزانية العمومية لشركة أدماك في ٢٠١٣ / ١٢ / ٣١

أصول	خصوم		
نقدية	٧٥٠٠٠	دائنون	٢٥٠٠٠
ذمم	٢٥٠٠٠	قروض قصيرة	٧٥٠٠٠
مخزون	١٥٥٠٠٠	سندات	١٠٠٠٠٠
صافي الأصول الثابتة	١٢٠٠٠٠	أسهم عادية	٢٠٠٠٠٠
	٢٥٠٠٠	أرباح محتجزة	—
	٤٠٠٠٠٠		٤٠٠٠٠٠

يلي ذلك إظهار تلك البنود في صورة نسبية مئوية وذلك بقسمة كل بند من هذه البنود على رقم المبيعات لعام ٢٠١٣ وأن يتم ضرب الناتج في ١٠٠ وهو ما يظهره الجدول التالي:

جدول (٢/٥)

بعض بنود ميزانية شركة أدماك ٢٠١٣/١٢/٣١

"معبّرًا عنها كنسبة مئوية من المبيعات"

خصوم	%	أصول	%
دائنون	١٥%	نقدية	٥%
قروض قصيرة	-	ذمم	١٥%
سندات		مخزون	٢٠%
أسهم عادية	١٥%	صافي الأصول الثابتة	٤٠%
أرباح محتجزة			
إجمالي الخصوم		إجمالي الأصول	٨٠%

أما الخطوة الثالثة فتتمثل في إعداد الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٤/١٢/٣١ والموضحة بجدول (٣/٥) وبالنسبة للبنود التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات التي ظهرت في ذلك الجدول فقد تم تقديرها بضرب النسبة المئوية المقابلة لكل بند في جدول (٢/٥) في رقم المبيعات المتوقعة وقدرها ٧٠٠٠٠٠٠ جنيه، أما بالنسبة للبنود التي ليس لها علاقة مع المبيعات فتظل على ما كانت عليه في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١ طالما لم يطرأ عليها أي تغيير. ويشير جدول (٣/٥) الذي يمثل الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٤/١٢/٣١ إلى أن جانب الأصول فوق جانب الخصوم ومن ثم فإن الفرق بينهما وقدرة ١٠٢٠٠٠ جنيه سوف يمثل الاحتياجات المالية الإضافية في عام ٢٠١٤. ويمكن الوصول إلى رقم الاحتياجات المالية بطريقة إجمالية وذلك بالاستعانة بجدول (٤/٥) ، ويشير الجدول المذكور إلى أن الأصول كنسبة من المبيعات تبلغ ٨٠٪ وهذا يعني أن زيادة في المبيعات قدرها ١٠٠ جنيه تتطلب زيادة في الاستثمار في الأصول قدرها ٨٠ جنيهًا.

جدول (٣/٥)

الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٣ / ١٢ / ٣١

أصول	خصوم		
٣٥٠٠٠٠	١٠٥٠٠٠	نقدية	دائنون
١٠٥٠٠٠	٢٥٠٠٠	ذمم	قروض قصيرة
١٤٠٠٠٠	١٥٥٠٠٠	مخزون	سندات
٢٨٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠	صافي الأصول الثابتة	أسهم عادية
	٥٣٠٠٠		أرباح محتجزة
٥٦٠٠٠٠	٤٥٨٠٠٠		

وحيث أن الزيادة المتوقعة في المبيعات في عام ٢٠١٤ بالمقارنة مع المبيعات في العام السابق تبلغ ٢٠٠٠٠٠٠ جنيه (٧٠٠٠٠٠٠ مطروحة منها ٥٠٠٠٠٠٠ جنيه) فإن شركة أدماك سوف تحتاج إلى أموال إضافية قدرها ١٦٠٠٠٠ جنيه (٢٠٠٠٠٠٠ × ٨٠٪) لتمويل الاستثمار الإضافي في الأصول اللازمة لتوليد المبيعات الإضافية، وحيث أن الخصوم كنسبة من المبيعات تبلغ ١٥٪ فإن هذا يعني أن زيادة في المبيعات قدرها ١٠٠ جنيه تخلق زيادة تلقائية في الموارد التي تحصل عليها المنشأة من الغير قدرها ١٥ جنيه.

وحيث أن الزيادة المتوقعة في المبيعات في عام ٢٠١٤ تبلغ ٢٠٠٠٠٠٠ جنيه فإن شركة أدماك يمكنها الحصول تلقائياً على ائتمان إضافي لتمويل الأصول قدره ٣٠٠٠٠٠ جنيه (٢٠٠ ألف جنيه × ١٪) يضاف إليها التمويل الذاتي المتمثل في الأرباح المحتجزة وقدرها ٢٨٠٠٠٠ جنيه لتصبح جملة الموارد المتوقعة ٥٨٠٠٠٠ جنيه وحيث أن جملة الاحتياطات سوف يبلغ ١٠٢٠٠٠٠ جنيه (١٦٠ ألف جنيه مطروحاً منها ٥٨ ألف جنيه) وهي نفس النتيجة باستخدام الميزانية العمومية المتوقعة.

ويمكن الوصول إلى نفس النتيجة باستخدام معادلة رياضية على النحو التالي :

$$\text{الاحتياجات المالية} = \frac{\text{ص}}{\text{١م}} (\Delta \text{ م}) - \frac{\text{ك}}{\text{١م}} (\Delta \text{ م}) - \text{ح} \text{ م} (١ - \text{ت})$$

$$\Delta \text{ م} = \left(\frac{\text{ص}}{\text{١م}} - \frac{\text{ك}}{\text{١م}} \right) (\Delta \text{ م}) - \text{ح} \text{ م} (١ - \text{ت})$$

حيث:

$\Delta \text{ م}$ = التغير في المبيعات أي الفرق بين المبيعات المتوقعة في فترة مقبلة والمبيعات الفعلية في الفترة السابقة عليها (٢م - ١م).

ص/١م = الأصول كنسبة من المبيعات.

ك/١م = الخصوم كنسبة من المبيعات.

ح = حافة صافي الأرباح.

م = المبيعات المتوقعة.

ت = النسبة المئوية للتوزيعات على المساهمين.

وفيما يلي كيفية حساب الاحتياجات المالية باستخدام المعادلة التالية:

الاحتياجات المالية

$$= 200000 (80\% - 10\%) - (700000) (1 - 60\%)$$

$$= 200000 \times 70\% - 700000 \times 40\% = 102000 \text{ جنيه.}$$

افتراضنا في المثال السابق أن المبيعات المتوقعة في عام ٢٠١٤ تبلغ قيمتها ٧٠٠٠٠٠٠ جنيه ومن ثم فقد ظهرت الحاجة إلى تمويل خارجي إضافي قدره ١٠٢٠٠٠٠ جنيه. أما إذا افترضنا أن حجم المبيعات المتوقعة ٥٠٥٠٠٠٠ جنيه. فسوف يكشف تطبيق المعادلة عدم حاجة المنشأة إلى أي تمويل إضافي من مصادر خارجية. بل والأكثر من ذلك سنكتشف وجود فائض قيمة ١٦٩٠ جنيه ينبغي على المنشأة التخطيط لاستخدامه.

كذلك يمكن باستخدام المعادلة السابقة تقدير حجم المبيعات الذي لا تحتاج عنده المنشأة إلى أي أموال إضافية من مصادر خارجية كما لا يتوفر لها في ظل أي فائض. وسوف نطلق على حجم المبيعات الذي يحقق هذا الشرط حجم التعادل. ويمكن إيجاد حجم التعادل يجعل الطرف الأيمن من المعادلة المذكورة مساوياً للصفر ثم نقوم بإيجاد قيمة م.

$$\text{صفر} = (200000 - 500000) (80\% - 40\%)$$

$$320000 = 200000 \times 40\%$$

$$200 = 532787 \text{ جنيه.}$$

وهكذا إذا توقعت المنشأة صعوبة في الحصول على أموال من مصادر خارجية فعليها أن تخطط عملياتها الإنتاجية والتسويقية لبيع ما قيمته ٥٣٢٧٨٧ جنيه. ويبدو أن الوضع كذلك بالنسبة لشركة "أدماك" فلو أنها وضعت خططها لتحقيق مبيعات قدرها ٧٠٠٠٠٠٠ جنيه فقد تواجه صعوبة في إقناع المقرضين لتمويل احتياجاتها المالية فوفقاً للميزانية العمومية الموضحة في جدول (١/٥) تبلغ نسبة التداول ١:٢ كما تبلغ نسبة الافتراض ٦٤٪ تقريباً. وإذا ما لجأت الشركة إلى أحد البنوك التجارية للحصول على ائتمان قصير الأجل لتغطية احتياجاتها المالية لعام ٢٠١٤ وقدرها ١٠٢٠٠٠٠ جنيه فإن جملة الخصوم المتداولة في الميزانية العمومية المتوقعة سوف تبلغ ٢٣٢٠٠٠٠ جنيه وبناء عليه ستخفض نسبة التداول لتصبح ١,٢ : ١ كما سنظل نسبة الافتراض إلى ٦٩٪. وفي ظل هذا الوضع الجديد قد يتردد لبنك أو يمتنع كلية عن إقراض الشركة.

وهكذا تتضح ميزة أخرى للتنبؤ بالاحتياجات المالية فبالإضافة إلى أنه يتيح وقتاً كافياً للبحث عن مصادر للتمويل والتفاوض معها فإنه قد يكشف عن صعوبة الحصول على موارد مالية من مصادر خارجية الأمر الذي قد يضطر المنشأة للتخطيط لتحقيق رقم مبيعات لا يتجاوز حجم التعادل.

ثانياً: تحليل الانحدار

يعاب على أسلوب النسبة المئوية للمبيعات أنه يفترض وجود علاقة ثابتة بين حجم المبيعات وبين بعض بنود الميزانية. مثل هذا الافتراض قد لا يكون صحيحاً في كل الأحوال. فنكون نسبة المخزون السلعي إلى المبيعات ٢٠٪ في عام ٢٠١٣ لا يعني أن هذه النسبة ستظل على ما هي عليه في الأعوام القادمة. كذلك يعاب على أسلوب النسبة المئوية للمبيعات أنه لا يصلح للتنبؤ بالاحتياجات المالية لفترة تزيد عن سنة. كما لا يلائم المنشآت الصغيرة التي تتميز بعدم استقرار مبيعاتها وكذا المنشآت التي تعاني من انخفاض في معدل استغلال الطاقة فوجود طاقة عاطلة قد يمكن المنشأة من الاستجابة للمبيعات الإضافية المتوقعة دون حاجة إلى استثمار إضافي في الأصول الثابتة.

ولتجنب العيوب التي يعاني منها أسلوب النسبة المئوية للمبيعات يفضل استخدام أسلوب آخر في التنبؤ بالاحتياجات المالية هو أسلوب تحليل الانحدار **Regression Analysis**. فهذا الأسلوب لا يفرض وجود علاقة ثابتة بين حجم المبيعات وحجم الاستثمار في الأصول كما أنه يصلح للتنبؤ بالاحتياجات المالية في المدى القصير وال المدى الطويل على السواء إضافة إلى إمكانية استخدامه بواسطة المنشآت الصغيرة التي تعاني من تقلب في مبيعاتها وكذا المنشآت التي تعاني من انخفاض معدل استغلال الطاقة.

وتتمثل الخطوة الأولى في أسلوب تحليل الانحدار توفير بيانات إحصائية عن رقم المبيعات عن عدة سنوات سابقة وما كان عليه كل بند من بنود الميزانية التي لها علاقة مع المبيعات في تلك السنوات. وبالطبع كلما زاد عدد السنوات التي يتضمنها التحليل زادت دقة التنبؤ باستخدام هذا الأسلوب. أما الخطوة الثانية فتتمثل في إيجاد العلاقة (معامل الانحدار) بين المبيعات وبين كل بند من البنود السابق الإشارة إليها. وعلى أساس هذه العلاقة يتم تقدير قيمة كل بند من هذه البنود وبالنسبة للبنود التي لا توجد علاقة بينها وبين المبيعات فستظل كما كانت عليه في ميزانية الفترة السابقة طالما لا يتوفر بشأنها معلومات أخرى. أما الخطوة الأخيرة فتتمثل في تصوير الميزانية العمومية المتوقعة وحساب الاحتياجات المالية أو الفائض المتوقع خلال الفترة المقبلة.

ولتوضيح فكرة استخدام أسلوب تحليل الانحدار في التنبؤ سنفترض أن شركة الأغذية المحفوظة بصدد التنبؤ باحتياجاتها المالية لعام ٢٠١٤. وكما سبق الإشارة فإن هذا يقتضي تقدير القيمة المتوقعة لكل بند من بنود الميزانية التي لها علاقة مع المبيعات. وفيما يلي نعرض لكيفية تقدير أحد هذه البنود وهو المخزون السلعي وذلك على فرض أن حجم المبيعات والمخزون للشركة المذكورة خلال الخمس سنوات التي تنتهي في عام ٢٠١٣ هو كما يظهر في جدول (٤/٥) وأن حجم المبيعات في عام ٢٠١٤ يتوقع أن يبلغ ١٠٠٠ جنيه.

لكي تقوم بالتنبؤ بحجم الاستثمار في المخزون السلعي علينا أولاً إيجاد العلاقة بين المبيعات والمخزون السلعي أو بمعنى أدق إيجاد معامل الانحدار بين هذين المتغيرين وذلك من واقع المعادلة التالية:

$$\text{ص} = \text{ك} + \text{م} + \text{س}$$

حيث:

$$\text{ن} \text{ مج س ص} - \text{ (مج س) (مج ص)}$$

$$= \text{م}$$

$$\text{ن (مج س ٢) - (مج س) ٢}$$

$$\text{ك} = \text{ص} - \text{م} - \text{س}$$

ص فتمثل متوسطة .

ص = قيمة المخزون السلعي (المتغير التابع) أما

س فتمثل متوسطة .

س = قيمة المبيعات (المتغير المستقل) أما

م = معامل الانحدار.

ك = نقطة تقاطع المنحنى الذي يمثل العلاقة بين المتغير التابع والمتغير المستقل مع المحور الرأسي.

ن = عدد السنوات التي يتضمنها التحليل.

ومن الممكن الاستفادة من جدول (٤/٥) لتصميم جدول آخر هو جدول (٥/٥) الذي يتضمن كافة المتغيرات المطلوبة لحساب المعادلة السابقة التي ستستخدم في التنبؤ بالحجم المتوقع للمخزون السلعي.

جدول (٤/٥)

حجم المبيعات والمخزون السلعي لشركة الأغذية المحفوظة

السنة	قيمة المبيعات (س)	المخزون السلعي(ص)
٢٠٠٩	٥٠٠	١٠٠
٢٠١٠	٨٠٠	٤٠٠
٢٠١١	٧٠٠	٣٠٠
٢٠١٢	٦٠٠	٣٠٠
٢٠١٣	٤٠٠	١٠٠

جدول (٥/٥)

البيانات الأساسية اللازمة للتنبؤ بحجم المخزون

ن	س	ص	س ص	س ^٢	ص ^٢
١	٥٠٠	١٠٠	٥٠٠٠٠	٢٥٠٠٠٠	١٠٠٠٠
٢	٨٠٠	٤٠٠	٣٢٠٠٠٠	٦٤٠٠٠٠	١٦٠٠٠٠
٣	٧٠٠	٣٠٠	٢١٠٠٠٠	٤٩٠٠٠٠	٩٠٠٠٠
٤	٦٠٠	٣٠٠	١٨٠٠٠٠	٣٦٠٠٠٠	٩٠٠٠٠
٥	٤٠٠	١٠٠	٤٠٠٠٠	١٦٠٠٠٠	١٠٠٠٠
مجـ	٣٠٠٠	١٢٠٠	٨٠٠٠٠٠	١٩٠٠٠٠٠	٣٦٠٠٠٠

متوسط س = ٦٠٠ ، ومتوسط ص = ٢٤٠

تقتضي الخطوة الأولى في تطبيق المعادلة السابقة لإيجاد قيمة المتغيرين م، ك في تلك المعادلة:

$$1200 \times 3000 - 800000 \times 5 = \frac{3000^2 - 1900000 \times 5}{}$$

$$0,8 =$$

$$2400 - 600 \times 0,8 = 2400 - 480 = 1920 = ك$$

ومن ثم فإن:

$$\text{ص} = ٢٤٠ + ٠,٨ \times \text{س}.$$

حيث تمثل س قيمة المبيعات المتوقعة في عام ٢٠١٤. ولما كانت التقديرات تشير إلى أن قيمة تلك المبيعات سوف تبلغ ١٠٠٠ جنيه، فإنه يمكن تقدير حجم الاستثمار المتوقع في المخزون (ص) في عام ٢٠١٤، على الوجه التالي:

$$\text{ص} = ٢٤٠ + ٠,٨ \times ١٠٠٠ = ٥٦٠ \text{ جنيه}.$$

وبالطبع يمكن التنبؤ بما ستكون عليه بقية بنود الميزانية التي لها علاقة مع المبيعات على نفس النحو. أما البنود التي ليس لها علاقة مع المبيعات فسوف تظل على ما هي عليه. وباستخدام فكرة الميزانية العمومية المتوقعة الموضحة في جدول (٣/٥)، يمكن الوصول إلى مقدار الفائض أو الاحتياجات المالية المتوقعة في عام ٢٠١٤.

ونود أن ننوه إلى أن تحليل الانحدار على النحو السالف الذكر يفترض أن حجم المخزون يتوقف فقط على التغير في حجم المبيعات، وهذا قد لا يكون صحيحاً في غالبية الأحيان. فقد تفضل المنشأة الاحتفاظ بكمية المخزون تفوق احتياجات المبيعات. وذلك إذا ما توقعت إضراباً للعمال في مصانع الموردين، أو إذا توقعت حرباً في منطقة معينة يصعب معها استيراد احتياجاتها، كما قد تنحو نفس النحو إذا توقعت زيادة كبيرة في الأسعار، لذا فمن الضروري أخذ مثل هذه العوامل في الحسبان حتى يمكن الوقوف على تقديرات منطقية ومقبولة للمخزون السلعي. وهذا يعني ضرورة استخدام أسلوب الانحدار المتعدد حيث تزيد المتغيرات المستقلة عن متغير واحد. ونظراً للعمليات الحسابية الهائلة التي يتطلبها هذا النوع من التحليل فإن الأمر يحتاج لاستخدام الحاسوب، وعلى العموم فإن هذا الموضوع يخرج عن نطاق اهتمامنا، ويمكن للقارئ الذي يبغى معرفة المزيد عن أسلوب الانحدار المتعدد، أن يطلع على أحد المراجع في مبادئ الإحصاء.

ثالثاً: الميزانية التقديرية النقدية:

تعتبر الميزانية التقديرية النقدية **Cash Budget** إحدى أدوات التنبؤ المالي، إذ توضح النمط الذي ستكون عليه التدفقات المستقبلية.

ويعتبر هذا النوع من الميزانيات ذات أهمية قصوى للمدير المالي إذ يزوده بمعلومات مفيدة عن حجم الفائض أو العجز النقدي المتوقع وتوقيت حدوثه. فإذا ما أظهرت الميزانية عدم كفاية النقدية للوفاء بالالتزامات عندما يحين موعد استحقاقها، فإنه يصبح من الضروري البحث مقدماً عن المصادر المحتملة لتمويل ذلك العجز، حتى لا تتعرض المنشأة لمخاطر العسر المالي. أما إذا كشفت الميزانية عن فائض نقدي متوقع فإن الأمر قد يقتضي ضرورة التخطيط مقدماً لاستثماره. وبالطبع ينبغي المفاضلة بين المصادر البديلة لتمويل العجز أو الفرص البديلة لاستثمار الفائض، وذلك على ضوء الهدف الأساسي الذي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقه وهو تعظيم ثروة الملاك.

هذا وعلى الرغم من أن الفترة التي تعد عنها الميزانية التقديرية النقدية تختلف من منشأة إلى أخرى، إلا أن القاعدة العامة تقضي بأن تعد الميزانية عن فترة قصيرة نسبياً. فهذا النوع من الميزانيات يقوم في الأساس على التنبؤ، وكما هو معروف فإن التنبؤ لفترة قصيرة يعد أكثر دقة من التنبؤ لفترة طويلة. ومن المعتاد أن تغطي الميزانية التقديرية سنة كاملة، وغالباً ما يتم تخزينها إلى فترات، فإذا ما تميزت التدفقات النقدية بشيء من الثبات، كما في حالة الهيئات العامة كهيئة الكهرباء وهيئة المياه، فقد تجزأ الميزانية إلى فترات ربع سنوية، أو نصف سنوية. بل وقد لا تجزأ على الإطلاق. أما إذا تميزت التدفقات النقدية بالتقلب كما في حالة المنشآت التي لا تتسم مبيعاتها بالاستقرار، فقد يتطلب الأمر تجزئة الميزانية على أساس شهري، وربما على أساس أسبوعي، بل وقد يتطلب الأمر بناء احتياطي نقدي داخل الميزانية، حتى يتجنب المنشأة مخاطر الوقوع في الأزمات التي قد تضر بسمعتها في السوق.

ويحذر جونسون (*Johnson, 1962, p. 105*) من أن الميزانية التقديرية النقدية المعدة على أساس شهري قد تكون مضللة. فعلى الرغم من أنها قد تشير إلى وجود فائض في أحد الشهور إلا أن هذا الفائض قد يكون صورياً فلو فرض أن الجانب الأكبر من الذمم يتم تحصيله في الثلث الأخير من الشهر، بينما تلتزم المنشأة بدفع المستحقات للموردين في الثلث الأول من الشهر، فقد تشهد العشرة أيام الأولى من كل شهر عجزاً نقدياً لا تفصح عنه الميزانية.

إعداد الميزانية التقديرية النقدية:

يعتمد هذا النوع من الميزانيات على ثلاث أركان أساسية تتمثل في:

- تقدير التدفقات النقدية الداخلة.
- تقدر التدفقات النقدية الخارجة.
- تقدير صافي التدفق النقدي.

تقدير التدفقات النقدية الداخلة:

يقصد بالتدفقات النقدية الداخلة *Cash in – Flow* حجم وتوقيت المتحصلات النقدية خلال الفترة، وتعتبر المبيعات المتوقعة من أهم مصادر التدفقات النقدية الداخلة التي تظهر في الميزانية التقديرية النقدية. ويمكن التنبؤ بما سيكون عليه حجم تلك المبيعات من خلال مدخلين أحدهما داخلي والآخر خارجي.

طبقاً للمدخل الداخلي يقوم كل رجل من رجال البيع بوضع التقديرات بشأن مبيعاته عن الفترة التي تغطيها الميزانية، ثم يقوم مدير المبيعات بمراجعة تلك التقديرات وتجميعها في تقارير حسب نوعية المنتج. يتم بعد ذلك تجميع تلك التقارير في تقرير واحد يوضح الرقم الكلي للمبيعات. أما في ظل المدخل الخارجي فإن الأمر يتطلب دراسة العلاقة بين حجم المبيعات للصناعة. وبين عامل أو أكثر من العوامل الاقتصادية أو السكانية أو غيرها. وقد يكون من الملائم في هذا الصدد استخدام تحليل الانحدار. ففي صناعة لبنان الأطفال يمكن إيجاد معامل الانحدار بين مبيعات الصناعة وبين عدد المواليد. وبمعرفة تقديرات الجهاز المركزي للتعبة العامة والإحصاء بشأن عدد المواليد في الفترة محل الدراسة، يمكن

تقدير حجم مبيعات الصناعة خلال نفس الفترة وبنفس المنطق يمكن استخدام تحليل الانحدار بين مبيعات الصناعة وبين مبيعات المنشأة، وذلك من أجل تحديد نصيب المنشأة من مبيعات الصناعة. ويقترح أيضاً فادن هورن (Van Horne, 1989, pp. 797- 799) أن تستخدم المنشأة المدخلين معاً، على أن تستعين بخبرتها للتوفيق بينهما.

وبعد قيام المنشأة بتقدير المبيعات المستقبلية ينبغي تصنيفها إلى مبيعات نقدية. ومبيعات آجلة. وتحديد توقيت تحويل تلك المبيعات إلى نقدية. وبالنسبة للمبيعات النقدية فإن توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنها غالباً ما يكون نفس توقيت حدوث هذه المبيعات، أما توقيت التدفقات النقدية المتولدة عن المبيعات الآجلة فيتحدد على ضوء فترة التحصيل المتوقعة للحسابات المدينة. وعلى المدير المالي أن يدرك عند تقدير التدفقات النقدية المتولدة من المبيعات، أنه في فترات الكساد ينخفض رقم المبيعات وتطول فترة التحصيل، أما في فترات الرواج فيرتفع رقم المبيعات وتنخفض فترة التحصيل.

وتجدر الإشارة إلى أن المبيعات ليست المصدر الوحيد للتدفقات النقدية الداخلة، وإن كانت العصب الرئيسي لهذه التدفقات فمتحصلات بيع بعض الأصول كالأوراق المالية والأصول الثابتة التي لم تعد تستخدمها المنشأة، وقيمة الإيجارات من أصول مؤجرة للغير والفوائد أو الأرباح عن استثمارات في أوراق مالية، تعد من بين العناصر المكونة للتدفقات النقدية الداخلة.

تقدير التدفقات النقدية الخارجة:

يقصد بالتدفقات النقدية الخارجة **Cash – out – Flow** حجم وتوقيت المدفوعات النقدية خلال الفترة. وتعتبر كمية الإنتاج المتوقعة من أهم العوامل المحددة للتدفقات النقدية الخارجة. كما تعتبر سياسة الإنتاج المتبعة من أهم العوامل المؤثرة على توقيت تلك التدفقات.

وهناك سياستان أساسيتان للإنتاج، الأولى هي سياسة ثبات معدل الإنتاج الشهري بصرف النظر عن التقلب في رقم المبيعات. أما الثانية فهي سياسة جدولة الإنتاج وفقاً للمبيعات المتوقعة. واتباع السياسة الأولى يترتب عليه انتظام التدفقات النقدية المتعلقة بالإنتاج، أما اتباع السياسة الثانية فيترتب عليه تقلب تلك التدفقات وذلك تبعاً لتقلب المبيعات.

ولا تعتبر القرارات الخاصة بكمية الإنتاج وسياسة الإنتاج هي المحدد الوحيد لنمط التدفقات النقدية الخارجة، إذ أن هناك العديد من القرارات الأخرى التي تؤثر على حجم هذه التدفقات، ومن أمثلتها قرارات شراء الأصول الثابتة والأوراق المالية، والتوزيعات على المساهمين، وسداد القروض، وما شابه ذلك.

تقدير صافي التدفقات النقدية:

يمثل صافي التدفقات النقدية **Net – Cash – Flow** الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة وبين التدفقات النقدية الخارجة، وقد يكون صافي التدفق النقدي موجباً أو سالباً. ويكون صافي التدفق النقدي موجباً إذا زادت التدفقات النقدية الداخلة عن التدفقات النقدية الخارجة. بينما يكون صافي التدفق النقدي سالباً إذا زادت التدفقات النقدية الخارجة عن التدفقات النقدية الداخلة.

أن زيادة التدفقات النقدية الخارجة عن التدفقات النقدية الداخلة خلال فترة معينة، وإن كان يعني عدم كفاية التدفقات النقدية الداخلة لتمويل التدفقات الخارجة، إلا أنه لا يعني أن المنشأة تعاني عجزاً فعلياً في النقدية. فقد تتوافر بض النقدية في الخزينة في بداية الفترة، بحيث يمكن استخدامها لتعويض عدم كفاية التدفقات النقدية الداخلة لتغطية التدفقات النقدية الخارجة خلال نفس الفترة. بعبارة أخرى ينبغي أن يضاف رصيد النقدية في الخزينة أول الفترة إلى التدفقات النقدية الداخلة خلال الفترة حتى يمكن أن نحدد ما إذا كان هناك عجز أم فائض في النقدية.

وفي حالة المنشآت التي تعاني من تذبذب شديد في تدفقاتها النقدية، فيمكنها وضع حد أدنى لرصيد النقدية ينبغي توافره على الدوام لمواجهة ذلك التذبذب. فإذا انخفض الرصيد الفعلي للنقدية من الأموال من مصادر خارجية بما يضمن توفير الحد الأدنى المقرر للرصيد النقدي.

مثال توضيحي

نفترض أن الشركة العربية لأبناء عويس لتجارة الجلود بصدد إعداد ميزانية تقديرية نقدية عن الثلاثة شهور الأولى من عام ٢٠١٤، وتوافرت البيانات التالية :

- تشير سجلات الشركة إلى أن ٣٠٪ من مبيعاتها نقدية وأن مبيعاتها الآجلة يتم تحصيلها كما يلي: ٤٠٪ من تلك المبيعات يتم تحصيلها في الشهر الذي تم فيه البيع، ٥٠٪ في الشهر التالي، ١٠٪ في الشهر الذي يليه.
- أما بالنسبة للمشتريات فتتم في الشهر السابق لبيعها. وتبلغ قيمة المشتريات ٦٠٪ من قيمة المبيعات. ويتم سداد قيمة البضاعة المشتراة في الشهر التالي لشرائها.
- ومن المتوقع أن تبلغ الأجور والمرتبات ١٥٠٠٠٠ جنيه، ١٢٦٠٠٠ جنيه، ١٦٠٠٠٠ جنيه في الثلاثة شهور على التوالي. كما يتوقع أن تبلغ المصروفات البيعية والإدارية ٥٠٠٠٠ جنيه شهرياً. وهناك مصروفات أخرى متوقعة قدرها ١٥٠٠٠ جنيه، ٢٠٠٠٠ جنيه، ٤٢٠٠٠ جنيه في الثلاثة شهور على التوالي. ويتم دفع الأجور والمصروفات البيعية والإدارية والمصروفات الأخرى في ذات الشهر الذي تستحق فيه.
- ومن المتوقع أن تقوم المنشأة بدفع ٥٠٠٠٠ جنيه لمصلحة الضرائب خلال شهر يناير، وأن تقوم بشراء مبنى جديد في ذات الشهر تبلغ قيمته ١٩٥٠٠٠ جنيه. وسوف يبلغ قسط الإهلاك السنوي عنه ٧٨٠٠ جنيه.
- كما تتوقع المنشأة بيع بعض الأوراق المالية في شهر مارس بمبلغ ٢٥٠٠٠ جنيه.
- وتشير التقديرات إلى أن رصيد النقدية في أول شهر يناير سيبلغ ٥٥٠٠٠ جنيه، وأن سياسة المنشأة تقضي بأن لا يقل الحد الأدنى للرصيد النقدي عن ٥٠٠٠ جنيه ويوضح جدول (٦/٥) المبيعات

الفعلية عن شهري نوفمبر وديسمبر من عام ٢٠١٣ والمبيعات المتوقعة في الأشهر الأربعة الأولى من عام ٢٠١٤.

جدول (٦/٥)

مبيعات الشركة العربية لأبناء عويس لتجارة الجلود

من نوفمبر ٢٠٠٩ حتى أبريل ٢٠١٤ (بالآلاف الجنيهات)

الشهور	حجم المبيعات
نوفمبر	٨٠٠
ديسمبر	٧٠٠
يناير	٩٠٠
فبراير	١٠٠٠
مارس	٨٠٠
أبريل	٨٥٠

الحل

ولتبسيط المعلومات التي تتضمنها الميزانية النقدية، يفضل أن تقوم أولاً بإعداد ورقة عمل تتضمن التدفقات النقدية الداخلة المتوقع تحصيلها من المدينين عن مبيعات آجلة سابقة، والتدفقات النقدية الخارجة لصالح الموردين وذلك بغرض سداد قيمة مشتريات آجلة سابقة. ويوضح جدول (٧/٥) ورقة العمل للشركة العربية لتجارة الجلود عن الفترة المنتهية في ٢٠١٤/٣/٣١. وسوف تستخدم مخرجات ورقة العمل. والمتمثلة في مجموع المتحصلات الشهرية من العملاء ومجموع المدفوعات الشهرية للموردين في إعداد الميزانية التقديرية النقدية التي يوضحها جدول (٨/٥).

جدول (٧/٥)

ورقة العمل للشركة العربية لأبناء عويس لتجارة الجلود

عن الثلاثة شهور المنتهية في ٢٠١٤/٣/٣١

أبريل	مارس	فبراير	يناير	ديسمبر	نوفمبر	مبيعات
٨٥٠	٨٠٠	١٠٠٠	٩٠٠	٧٠٠	٨٠٠	مبيعات آجلة
٥٩٥	٥٦٠	٧٠٠	٦٣٠	٤٩٠	٥٦٠	<u>متحصلات مبيعات آجلة</u>
	٢٢٤	٢٨٠	٢٥٢			متحصلات عن مبيعات نفس الشهر
	٣٥٠	٣١٥	٢٤٥			متحصلات مبيعات شهر سابق
	٦٣	٤٩	٥٦			متحصلات مبيعات شهرين سابقين
	٦٣٧	٦٤٤	٥٥٣			متحصلات المبيعات الآجلة
	٥١٠	٤٨٠	٦٠٠	٥٤٠		مشتريات آجلة
	٤٨٠	٦٠٠	٥٤٠			مدفوعات الموردين

تكشف الميزانية التقديرية النقدية عن احتمال وجود عجز نقدي في شهري يناير وفبراير يبلغ ١٧٢٠٠٠ جنيه، ٢٤٠٠٠ جنيه على التوالي، كما تكشف كذلك عن وجود فائض نقدي في شهر مارس قدره ١٤٦٠٠٠ جنيه. وتتيح هذه المعلومات قدرًا كبيرًا من المرونة لإدارة المنشأة، الأمر الذي يساعدها في اتخاذ القرارات التي تسهم في تعظيم ثروة الملاك. فإذا ما تم إعداد هذه الميزانية في أغسطس ٢٠١٣ فسوف يكون أمام الإدارة أربعة شهور كاملة للبحث عن مصادر تمويل العجز المتوقع في شهري يناير وفبراير من عام ٢٠١٤، كما سيكون أمامها عدد من المصادر البديلة للمفاضلة بينها واختيار البديل الذي يحقق تعظيمًا لثروة الملاك. ومن بين البدائل المتاحة الحصول على قرض، أو التفاوض من أجل تقسيط قيمة المبنى الذي سيتم شراؤه في يناير، أو التعجيل ببيع الأوراق المالية في شهر يناير بدلاً من شهر مارس. كما يعتبر بديلاً أيضاً بيع المزيد من الأوراق المالية، أو تقديم خصم تعجيل السداد لتشجيع العملاء على سرة سداد قيمة مشترياتهم الآجلة.

جدول (٨/٥)

الميزانية التقديرية النقدية للشركة العربية لأبناء عويس لتجارة الجلود عن الثلاثة شهور المنتهية في ٢٠١٤/١٢/٣١ بآلاف الجنيهات.

مارس	فبراير	يناير	
			المتحصلات النقدية
٢٤٠	٣٠٠	٢٧٠	مبيعات نقدية
٦٣٧	٦٤٤	٥٥٣	متحصلات مبيعات أجلة
٢٥	—	—	مبيعات أوراق مالية
٩٠٢	٩٤٤	٨٢٣	١- مجموعة التدفقات النقدية الداخلة
			المدفوعات النقدية
٤٨٠	٦٠٠	٥٤٠	مدفوعات للموردين
١٦٠	١٢٦	١٥٠	أجور ومرتبات
٥٠	٥٠	٥٠	مصروفات بيعية وإدارية
٤٢	٢٠	١٥	مصروفات أخرى
--	--	٥٠	مدفوعات لمصلحة الضرائب
--	--	١٩٥	شراء مباني
٧٣٢	٧٩٦	١٠٠٠	٢- مجموع التدفقات النقدية الخارجة
١٧٠	١٤٨	(١٧٧)	٣- صافي التدفق النقدي
٢٦	(١٢٢)	٥٥	٤- النقدية أول المدة
١٩٦	٢٦	(١٢٢)	٥- النقدية في نهاية الشهر ٣+٤
٥٠	٥٠	٥٠	٦- الحد الأدنى لرصيد النقدية
١٤٦	(٢٤)	(١٧٢)	٧- جملة الفائض أو مجموع العجز

أما إذا لم تقوم المنشأة بإعداد الميزانية التقديرية النقدية. فلن تكتشف حاجتها للأموال إلا عند حدوث العجز بالفعل أي في شهر يناير وفبراير، ومن ثم فإن موقفها سوف يتغير كثيراً. إذ ستكتشف عدد البدائل المتاحة. كما لن يتوافر وقتاً كافياً للتفاوض مع مصادر التمويل القليلة المتاحة، والأهم من ذلك أن فشل المنشأة في التنبؤ باحتياجاتها المالية سوف يثير شكوك المقرضين، مما يؤدي إلى إجماعهم عن إقراضها، أو إقراضها بشروط متعسفة. ومن ناحية أخرى فإن الاكتشاف المبكر للفائض النقدي المتوقع في شهر مارس، يتيح للإدارة متسع من الوقت للمفاضلة بين الاستخدامات المتاحة لهذا الغرض. ومن بين الاستخدامات الممكنة لهذا الفائض سداد القروض التي قد تحصل عليها المنشأة في شهر يناير وفبراير لسد العجز النقدي. أو إجراء توزيعات على المساهمين. أو استثمار ذلك الفائض في استثمارات يتولد عنها عائد إضافي.

باختصار تسهم الميزانية التقديرية النقدية في التخطيط للاقتراض، ولسداد القروض، ولإستثمار الفائض، وكذا التخطيط لإجراء توزيعات على المساهمين، وما شابه ذلك. كما تسهم الميزانية التقديرية النقدية في توجيه الإدارة إلى وسائل بديلة لتجنب العسر المالي المتوقع، وذلك بإعادة النظر في التدفقات النقدية الداخلة والخارجة.

رابعاً: القوائم المالية المتوقعة

من المفيد أيضاً أن تقوم المنشأة بالتنبؤ بما ستكون عليه قائمة الدخل والميزانية العمومية في فترة مقبلة. فبينما تزود الميزانية التقديرية النقدية المدير المالي بتقديرات للفائض أو العجز النقدي في المستقبل، فإن القائمتين المذكورتين تزودانه بمعلومات مفيدة عما ستكون عليه ربحية المنشأة ومركزها المالي في فترة مقبلة. ويتطلب إعداد القوائم المالية المتوقعة لفترة ما الميزانية التقديرية النقدية لنفس الفترة، والميزانية العمومية عن فترة سابقة، وفيما يلي نعرض لكيفية إعداد تلك القائمتين، حيث نتناول أولاً قائمة الدخل المتوقعة، ثم نعرض بعد ذلك للميزانية العمومية المتوقعة.

قائمة الدخل المتوقعة:

تزودنا قائمة الدخل المتوقعة بالأرباح والخسائر المتوقعة عن فترة مقبلة، ولإعداد قائمة الدخل للشركة العربية لتجارة الجلود عن الثلاثة شهور المنتهية في ٢٠١٤/٤/٣١ سوف نفترض أن الجدول رقم (٩/٥) يمثل الميزانية العمومية لتلك الشركة في ٢٠١٣/١٢/٣١ وأن القسط السنوي لإهلاك الأصول المملوكة بالفعل هو ٣٤٨٠٠٠ جنيه. وأن معدل الضريبة ٥٠٪. والآن سوف نحاول تقدير القيمة التي سيكون عليها كل بند من بنود قائمة الدخل، ومنها نصل إلى حجم الأرباح. أو الخسائر المتوقعة. وذلك بالاستعانة بالمعلومات السابق الإشارة إليها بشأن الميزانية التقديرية النقدية لتلك الشركة.

- رقم المبيعات:

يتمثل رقم المبيعات الذي سيظهر في قائمة الدخل المتوقعة في مجموع المبيعات عن الثلاثة شهور المنتهية في ٢٠١٤ /٣ /٣١ والذي يظهر في ورقة العمل الموضحة في الجدول (٧/٥) حيث تبلغ قيمة تلك المبيعات ٢٧٠٠٠٠٠٠ جنيه.

جدول (٩/٥)

الميزانية العمومية للشركة العربية لتجارة الجلود

٢٠١٣/١٢/٣١ بآلاف الجنيهات

أصول	خصوم
نقدية ٥٥	الموردين ٨٠٠
أوراق مالية ١٠٠	ضرائب مستحقة ٢٠٠
ذمم ٢٤٥	قروض (١٢٪) ١٠٠
محزون ٧٠٠	رأس المال ١٨٠
أصول ثابتة ٣٠٠	أرباح محتجزة ١٢٠
١٤٠٠	١٤٠٠

- تكلفة البضاعة المباعة:

تتمثل تكلفة البضاعة المباعة في قيمة المشتريات التي ستباع في الثلاثة شهور التي تعد عنها قائمة الدخل. حيث أن المشتريات تتم في الشهر السابق لبيعها، فإن مجموع مشتريات ديسمبر، ويناير، وفبراير تمثل تكلفة المبيعات عن الثلاثة شهور التي تعد عنها قائمة الدخل. وكما يتضح من جدول (٧/٥) فإن قيمة تلك المشتريات (تكلفة المبيعات) تبلغ ١٦٢٠٠٠٠٠ جنيه.

ويمكن الوصول إلى رقم تكلفة المبيعات بطريقة أخرى وذلك باستخدام المعلومات التي تشير إلى أن المشتريات (تكلفة المبيعات) تمثل ٦٠٪ من قيمة المبيعات. وحيث أن مبيعات الفترة تبلغ ٢٧٠٠٠٠٠٠ جنيه، فإن تكلفة المبيعات سوف تبلغ ١٦٢٠٠٠٠٠ جنيه ($٢٧٠٠٠٠٠٠ \times ٦٠\%$).

- قسم الإهلاك:

تشير سجلات الشركة إلى أن القسط السنوي لإهلاك الأصول المملوكة بالفعل هو ٣٤٨٠٠ جنيه، وبذا يكون نصيب الثلاثة شهور التي تعد عنها قائمة الدخل هو ٨٧٠٠ جنيه ($٣٤٨٠٠ \times ١٢/٣$)، ويضاف إليها نصيب الفترة من قسط إهلاك المباني التي تزمع المنشأة شراؤها والموضحة في جدول (٨/٥) وسوف نفترض أن تلك المباني سوف تشتري في نهاية شهر يناير، ومن ثم فإن نصيب قائمة الدخل من قسط الإهلاك السنوي للمباني سوف يبلغ ١٣٠٠ جنيه ($٧٨٠٠، ١٢/٢$) وبالتالي فإن إجمالي قسط الإهلاك عن الفترة سوف يبلغ ١٠٠٠٠ جنيه.

- الأجور والمرتببات:

حيث أن الأجر والمرتبات تدفع في الشهر الذي تستحق فيه، فإن هذا يعني أن نصيب الفترة سوف يعادل مجموع تلك المصروفات في الميزانية التقديرية أي ٤٣٦٠٠٠ جنيه.

- المصروفات البيعية والإدارية:

ينطبق عليها ما سبق ذكره بشأن الأجر والمرتبات، حيث أنها تدفع في الشهر الذي تستحق فيه. وعليه فإن قيمة ما تتحمله قائمة الدخل سوف يبلغ ١٥٠٠٠٠ جنيه، كما تشير بذلك الميزانية التقديرية النقدية.

- المصروفات الأخرى:

ينطبق عليها ما سبق ذكره بشأن البندين السابقين، ومن ثم فإنها ستظهر في قائمة الدخل بقيمة قدرها ٧٧٠٠٠ جنيه.

- فوائد القروض:

تكشف الميزانية العمومية عن قرض قيمته ١٠٠٠٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة سنوي قدره ١٢٪ وهذا يعني أن نصيب الفترة من الفوائد سوف يبلغ ٣٠٠٠ جنيه $(١٠٠٠٠٠٠ \times ١٢\% \times ٣) \div ١٢$ ويتوافر هذا القدر من المعلومات يمكن تصوير قائمة الدخل المتوقعة، وهو ما يظهره جدول (١٠/٥).

جدول (١٠/٥)

قائمة الدخل المتوقعة للشركة العربية لتجارة الجلود

عن السنة المنتهية في ٢٠١٤/٣/٣١ بالجنيهاً

٢٧٠٠		صافي المبيعات
<u>١٦٢٠</u>		تكلفة العمليات
١٠٨٠		مجمّل الربح
	١٠	إهلاك
	٣٤٦	أجور ومرتبّات
	١٥٠	مصروفات بيعية وإدارية
	٧٧	مصروفات أخرى
٦٧٣		
<u>٤٠٧</u>		صافي ربح العمليات
٣		فوائد قروض
<u>٤٠٤</u>		صافي الربح قبل الضريبة
٢٠٢		ضرائب مستحقة (٥٠٪)
٢٠٢		صافي الربح بعد الضريبة

الميزانية العمومية المتوقعة:

يعتمد إعداد الميزانية العمومية المتوقعة على الميزانية النقدية، وقائمة الدخل المتوقعة، والميزانية العمومية من الفترة السابقة. وفيما يلي نوضح كيفية تقدير بنود الميزانية العمومية المتوقعة في ٣١ / ١٢ / ٢٠١٤ للشركة العربية لتجارة الجلود.

- ١- **رصيد النقديّة:** يتمثل الرصيد المتوقع للنقدية في رصيد النقدية في نهاية شهر مارس، كما تظهره الميزانية التقديرية النقدية المشار إليها في جدول (٨/٥) وهو يعادل ١٩٦٠٠٠ جنيهاً منها ٥٠٠٠٠٠ جنيهاً تمثل الحد الأدنى لرصيد النقدية، أما الباقي قدره ١٤٦٠٠٠ جنيهاً فيتمثل فائض نقدي.
- ٢- **أوراق مالية:** يبلغ رصيدها في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ١٠٠٠٠٠٠ جنيهاً، وحيث أن الميزانية التقديرية تشير إلى احتمال قيام المنشأة ببيع أوراق مالية قيمتها ٢٥٠٠٠٠ جنيهاً، فإن رصيد الأوراق المالية في ٢٠١٤/٣/٣١ يصبح ٧٥٠٠٠٠ جنيهاً.

- ٣- **الذمم:** يبلغ رصيد الذمم في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٢٤٥٠٠٠٠ جنيه، يضاف إليها المبيعات الآجلة عن الثلاثة شهور التي تعد عنها الميزانية والتي تظهر في جدول (٧/٥) وقدرها ١٨٩٠٠٠٠٠ جنيه، ثم يطرح منه ما سوف يتم تحصيله خلال نفس الفترة والذي يظهر أيضًا في جدول (٧/٥) وقدره ١٨٣٤٠٠٠٠. وبذا يصبح الرصيد المتوقع للذمم ٣٠١٠٠٠٠ جنيه.
- ٤- **المخزون السلعي:** يبلغ رصيد المخزون السلعي في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٧٠٠٠٠٠٠ جنيه، يضاف إليه مجموع المشتريات خلال الفترة التي تعد عنها الميزانية، والتي تظهر من جدول (٧/٥) وقدرها ١٥٩٠٠٠٠٠ جنيه ثم يطرح منه تكلفة البضاعة المباعة السابق الإشارة إليها عند إعداد قائمة الدخل المتوقعة وقدرها ١٦٢٠٠٠٠٠ جنيه، ليصبح الرصيد المتوقع للمخزون ٦٧٠٠٠٠٠ جنيه.
- ٥- **الأصول الثابتة:** يبلغ رصيد الأصول الثابتة في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٣٠٠٠٠٠٠ جنيه. يضاف إليه مشتريات مباني قيمتها ١٩٥٠٠٠٠ جنيه. كما يشير بذلك جدول (٨/٥) ثم يطرح منه قسط الإهلاك الذي يظهر في جدول (١٠/٥) وقدره ١٠٠٠٠٠٠ جنيه. وبذا يصبح الرصيد المتوقع للأصول الثابتة ٤٨٥٠٠٠٠ جنيه.
- ٦- **الموردون:** يبلغ رصيد الموردين في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٨٠٠٠٠٠٠ جنيه. يضاف إليه المشتريات المتوقعة عن الفترة التي تعد عنها الميزانية وقدرها ١٥٩٠٠٠٠٠ جنيه والتي تظهر في جدول (٧/٥) ثم يخصم منه المدفوعات النقدية للموردين والتي تظهر في نفس الجدول بقيمة قدرها ١٦٢٠٠٠٠٠ جنيه. وبذا يصبح الرصيد المتوقع للموردين ٧٧٠٠٠٠٠ جنيه.
- ٧- **ضرائب مستحقة:** يبلغ رصيد الضرائب المستحقة في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ٢٠٠٠٠٠٠ جنيه. يضاف إليها الضرائب المستحقة عن الثلاث شهور التي تعد عنها الميزانية والتي تظهر في جدول (١٠/٥) وقدرها ٢٠٢٠٠٠٠ جنيه، ثم يطرح منها المدفوعات المتوقعة وقدرها ٥٠٠٠٠٠٠ جنيه كما يشير بذلك جدول (٨/٥) وبذا يصبح الرصيد المتوقع للضرائب المستحقة ٣٥٢٠٠٠٠ جنيه.
- ٨- **فوائد مستحقة:** تبلغ فوائد القروض عن الفترة التي تعد عنها الميزانية ما قيمته ٣٠٠٠٠٠ جنيه، كما يشير بذلك جدول (١٠/٥).
- ٩- **قروض:** لم تتغير عما كانت عليه في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١.
- ١٠- **رأس المال:** لم يتغير عما كان عليه في ميزانية ٢٠١٣/١٢/٣١.
- ١١- **الأرباح المحتجزة:** يبلغ رصيد الأرباح المحتجزة في ٢٠١٣/١٢/٣١ ما قيمته ١٢٠٠٠٠٠ جنيه. يضاف إليه الأرباح المتوقعة عن الفترة وقدرها ٢٠٢٠٠٠٠ جنيه. كما يشير بذلك جدول (١٠/٥) وطالما لا توجد أي إشارة إلى توزيعات على المساهمين خلال الفترة التي تعد عنها الميزانية، فإن الرصيد المتوقع للأرباح المحتجزة سوف يبلغ ٣٢٢٠٠٠٠ جنيه.
- وبوافر هذا القدر من المعلومات يمكن تصوير الميزانية العمومية المتوقعة، وهو ما يظهره جدول (١٠/٥).

ولتعميم الاستفادة من قائمة الدخل المتوقعة والميزانية العمومية المتوقعة، يقترح أن تقوم الإدارة المالية باستخدامها في إعداد النسب المالية المتوقعة عن الفترة التي تغطيها هاتين القائمتين. وبالطبع إذا

أظهرت تلك النسب بعض نقاط الضعف فسوف يكون هناك وقتًا كافيًا لتعديل الخطط بما يسمح بتصحيح الأوضاع، أي قبل أن تصبح تلك النسب حقيقية واقعة يصعب تغييرها.

جدول (١١/٣)

الميزانية العمومية المتوقعة للشركة العربية لتجارة الجلود في

٢٠١٤ / ١٢ / ٣١ بالآلاف الجنيهات

أصول	خصوم
١٩٦ نقدية	٧٧٠ الموردون
٧٥ أوراق مالية	٣٥٢ ضرائب مستحقة
٣٠١ ذمم	٣ فوائد مستحقة
٦٧٠ محزون	١٠٠ اقروض (١٢٪)
٤٨٥ أصول ثابتة	١٨٠ رأس المال
	٣٢٢ أرباح محتجزة
١٧٢٧	١٧٢٧

ويمكن للقارئ أن يقوم بنفسه بتحليل المركز المالي للشركة العبية لتجارة الجلود في ١٢ / ٣١ / ٢٠١٣. وأيضًا تحليل المركز المالي المتوقع لها في ١٢ / ٣١ / ٢٠١٤ باستخدام النسب الملائمة، ثم مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها. فإذا ما قام القارئ مثلاً بإيجاد نسبة التداول ونسبة التداول السريعة فسوف يكتشف عدم وجود تغير يذكر في تلك النسبتين، أما إذا قام بإيجاد نسبة الاقتراض فسوف يكتشف انخفاض هذه النسبة.

ولعل القارئ يدرك أن النسب المحسوبة على أساس الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٤ / ٣ / ٣١ هي نسب متوقعة وليست فعلية، وإذا كانت الشركة العربية لتجارة الجلود ترغب في تحسين مركزها من حيث السيولة فسوف تدرك مقدماً أن خططها الحالية التي تعكسها الميزانية التقديرية النقدية لن تحقق لها ذلك، وهو ما قد يستدعي إعادة النظر في تلك الخطط.

خامساً: تحليل التعادل

يعتبر تحليل التعادل أداة لدراسة العلاقة بين التكاليف الثابتة، والتكاليف المتغيرة، والأرباح. ويهدف هذا التحليل أساساً إلى تحديد حجم المبيعات التي لا تحقق المنشأة عنده ربح أو خسارة، أي حجم المبيعات التي تتساوى عند التكلفة الكلية مع الإيراد الكلي، على النحو الذي يظهر في المعادلة التالية.

$$ك \times س = ث + ك \times م$$

حيث ك تمثل كمية المبيعات التي تتساوى عندها التكاليف الكلية مع الإيرادات الكلية، س تمثل سعر بيع الوحدة، ث تمثل إجمالي التكاليف الثابتة، بينما م تمثل التكلفة المتغيرة للوحدة. بعبارة أخرى يمثل الطرف الأيمن متحصلات المبيعات، بينما يمثل الطرف الأيسر مجموع التكاليف.

وعلى فرض معلومة المتغيرات التي تضمنتها المعادلة السابقة عدا كمية المبيعات (ك) فإنه يمكن إيجاد قيمة (ك) باستخدام المعادلة التالية.

$$ك = \frac{ث}{س-م}$$

ولتوضيح كيفية الاستفادة من تحليل التعادل. دعنا نفترض أن مستثمرًا ما يفكر في إنشاء شركة لإنتاج المنظفات الصناعية. وقد قدر الخبراء أن التكاليف الثابتة الكلية سوف تبلغ مليون جنيه سنويًا، بينما تقدر التكاليف المتغيرة بستة جنيهات للوحدة. أما السعر المتوقع لبيع الوحدة فيبلغ عشرة جنيهات. وبتطبيق المعادلة السابقة سوف يتضح أن حجم التعادل، أي حجم المبيعات الذي لا تحقق عنده الشركة ربحًا ولا خسارة يبلغ ٢٥٠ ألف وحدة.

$$ك = \frac{١٠٠٠٠٠٠}{٦-١٠} = ٢٥٠ \text{ ألف وحدة}$$

هذا يعني أنه إذا كانت تقديرات خبراء التسويق أن الشركة المزمع إنشاؤها، لن تستطيع تصريف هذا القدر من المنتج، فإنه يصبح من صالح المستثمر صرف النظر عن إنشاء الشركة. ولكن ماذا لو أن تقديرات خبراء التسويق تشير إلى إمكانية تصريف ٢٦٠ ألف وحدة سنويًا. هذا يعني أن المبيعات المتوقعة تزيد عن حجم التعادل بمقدار ١٠٠٠٠ وحدة. ولما كانت التكاليف الثابتة سوف يغطيها حجم التعادل، فإن ربحية الوحدات الإضافية (١٠٠٠٠ وحدة) سوف يتمثل في الفرق بين سعر بيع الوحدة وتكلفتها المتغيرة، أي ٤ جنيه في هذا المثال. وعليه فإن الربح السنوي الذي يتوقع أن تحققه المنشأة، سوف يبلغ ٤٠ ألف جنيه (١٠٠٠٠ وحدة × ٤) وهنا يثار التساؤل: هل هذا القدر يكفي لإقناع المستثمر بتأسيس الشركة؟

إن طرح السؤال على النحو سالف الذكر قد لا يكون ملائمًا. فالأفضل هو سؤال المستثمر عن الحد الأدنى عن الربح الذي يرغب في تحقيقه. وقد يقوم بتحديدده برق مطلق أو بنسبة من رأس المال المستثمر. وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن تطوير المعادلة السابقة لكي تصلح كأساس لتقدير حجم

المبيعات الذي يحقق ليس فقط تغطية للتكاليف الكلية، بل ويحقق كذلك الحد الأدنى المطلوب من الربح قدره "ر" وهو ما توضحه المعادلة التالية:

$$ك \times س = ث + ك \times م + ر$$

وبإجراء عمليات رياضية بسيطة على المعادلة السابقة نصل إلى:

$$ك = \frac{ث + ر}{س - م}$$

وإذا ما كان صافي الربح المطلوب تحقيقه ٢٠٠ ألف جنيه. فإن الحد الأدنى لحجم المبيعات الذي يشجع المستثمر على تأسيس الشركة، ينبغي ألا يقل عن ٣٠٠ ألف وحدة.

$$ك = \frac{٢٠٠.٠٠٠ + ١٠٠.٠٠٠}{٦ - ١٠} = ٣٠٠ \text{ ألف وحدة}$$

والآن ماذا لو أن حجم المبيعات المتوقع يزيد عن ٣٠٠ ألف وحدة؟ هنا قد يرغب المستثمر في الوقوف على الربح المتوقع، في ظل حجم المبيعات المحتمل. ولكي نسهل عليه الأمر، فسوف نقوم بتطوير المعادلة لتكون قيمة "ر" هي المتغير المجهول. وهو كما يلي:

$$ر = ك (س - م) - ث$$

فلو أن حجم المبيعات المتوقع ٦٠٠ ألف وحدة، يصبح الربح المتوقع ١,٤ مليون جنيه.

$$ر = ٦٠٠.٠٠٠ (٦ - ١٠) - ١٠٠.٠٠٠ = ١,٤ \text{ مليون جنيه.}$$

يعاب على تحليل التعادل أنه يفترض أن الوحدات المنتجة تباع بنفس السعر، كما يفترض أن العلاقة خطية بين حجم المبيعات والتكلفة المتغيرة، وهذا قد لا يكون صحيحًا. فزيادة الإنتاج والمبيعات قد يصاحبها تشغيل العاملين وقتًا إضافيًا بمعدلات أجر أعلى من المعدل العادي. كذلك فإن زيادة الإنتاج والمبيعات قد يساعد المنشأة في الحصول على خصم سعر أو خصم كمية على مشترياتها الإضافية. هذه بعض الأمثلة على مشاكل تحليل التعادل، وعلى القارئ الذي يبغى الاستزادة في هذا الصدد أن يلجأ إلى مراجع أخرى في الإدارة المالية وربما في المحاسبة الإدارية أيضًا. غير أن ما نريد أن نؤكد عليه، هو ضرورة الحذر في استخدام النتائج التي يسفر عنها هذا النوع من التحليل.

الخلاصة:

يعتبر التنبؤ دعامة أساسية من دعامات التخطيط، فهو ينبه الإدارة مقدماً إلى احتياجاتها المالية أو إلى احتمال وجود فائض. وفي الحالة الأولى ينبغي الحث عن البدائل المناسبة لتغطية تلك الاحتياجات، وفي الحالة الثانية ينبغي اتخاذ الإجراءات الملائمة للتصرف في الفائض. والفشل في مواجهة أي من الموقفين كفيل بأن يترك أثراً سلبياً على الهدف الذي تصبو إليه الإدارة وهو تعظيم ثروة الملاك.

ويسهم التنبؤ المالي في إعطاء صورة لما ستكون عليه أرباح المنشأة في المستقبل، وهذه بالطبع معلومة هامة تفيد الإدارة في التخطيط لتمويل احتياجاتها. فإذا كانت الأرباح كافية فقد تقرر المنشأة الاعتماد عليها لتمويل عملياتها بدلاً من الاقتراض.

يضاف إلى ذلك أن التحليل المالي للفترة المقبلة، باستخدام النسب المالية المتوقعة يوضح للإدارة مسبقاً ما سوف تكون عليه ربحية المنشأة ومركزها المالي في المستقبل. وإذا لم يحدث تحسن فيها فإن الأمر قد يقتضي إعادة النظر في تحقيق نوع من الرقابة المسبقة، أي الرقابة قبل الأحداث، التي تكشف الأخطاء قبل وقوعها حتى يتسنى اتخاذ الإجراءات التصحيحية في الوقت المناسب.

الفصل السادس
تقييم المقترحات الاستثمارية

الفصل السادس

تقييم المقترحات الاستثمارية

مقدمة:

من اهم القرارات التي يشترك فيها المدير المالي تلك التي تتعلق بربط المنشأة بأنواع معينة من المصروفات الرأسمالية , وهذه تحتاج الي تخطيط طويل الأجل يمتد الي عدد من السنين تتوقف علي طبيعة الأصل الرأسمالي الذي يتم الانفاق عليه . ويتميز الانفاق الرأسمالي بأن المبالغ التي يتضمنها تعتبر كبيرة الحجم كما أنها تؤثر علي نتائج أعمال المنشأة لعدد من السنوات المقبلة مما يستلزم وجود تنبؤ طويل الأجل بأعمال المشروع (١).

أولاً : طبيعة الاستثمارات الرأسمالية

إن المنشأة حين تنفق أموالاً في شراء المواد الأولية أو دفع أجور الأفراد أو صيانة آلة أو استبدال آلة بأخرى جديدة , إنما تهدف من وراء هذه الإنفاقات تحقيق عائد مناسب.

ومن هذه الناحية لا تختلف المصروفات الرأسمالية **Capital Expenditures** عن المصروفات التشغيلية **Operating Expenditures** فكلها تهدف الي الحصول علي عائد مناسب علي الأموال المنفقة , ولكن الاختلاف الرئيسي بينهما هو أن الإدارة تتوقع الحصول علي عائد علي الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة أي الاستثمارات الرأسمالية عادة ما يتم أو يكتمل بعد عدد من السنوات .

ومن المهم أن نلاحظ أن التفرقة بين المصروفات الرأسمالية والتشغيلية علي هذا الأساس وإن كان مربحاً من الناحية النظرية إلا أن الأمر ليس دائماً كذلك من الناحية العملية .

فكثيراً ما نجد أن الضرورات العملية تتطلب أن تعامل الشركة بعض المصروفات ذات الطبيعة الرأسمالية علي أنها مصروفات تشغيلية . فمثلاً نجد أن الأنفاق علي حملة إعلانية كثيراً ما يعامل علي أنه مصروفات تشغيلية تحمل الي حساب الأرباح والخسائر للعام الذي تم فيه الأنفاق , هذا علي الرغم من أن العائد الذي تحصل عليه الشركة من مثل هذه الحملة الإعلانية عادة ما يمتد الي عدد من السنوات – إذا كانت الحملة إعلانية ناجحة طبعاً – كذلك مصروفات الصيانة التي تتم علي الآلات فالقاعدة طالما أن هذه المصروفات ستؤدي الي إطالة عمر الآلة أو الأصل يجب إضافتها الي قيمة الأصل ذاته أي اعتباره مصروفات رأسمالية . ولكن من السهل أن نتصور المشاكل العملية التي تعترض مثل هذه القاعدة في التطبيق، وكثيراً ما يحدث أن تتحد قيمة العناصر التي يمكن إدراجها ضمن الميزانية المصروفات الرأسمالية بمبلغ معين مثلاً (٢٠٠٠ ج) وما يقل عن هذه القيمة يستبعد من الميزانية وتعامل

(١) د. خليل سيد محمد الحساني ، التمويل والادارة المالية ، (سوهاج : بدون ناشر ، ٢٠١٣) ص

كمصروف تشغيل بغض النظر عن طبيعته . ويتم ذلك في العادة بهدف السرعة والتبسيط في عملية إعداد ميزانية المصروفات الرأسمالية التقديرية وهي اعتبارات تحتمها الظروف العملية في كثير من المنشآت .

ويتضح مما سبق أن المصروفات الرأسمالية تمثل استثمار الأموال في أصول تستخدمها المنشأة لفترات زمنية طويلة , بمعنى أن الأنفاق علي هذه الأصول قد يتم في الفترة الحالية , ولكن العائد الذي تحققه المنشأة منها يستمر لفترة زمنية طويلة نسبياً , وهذا هو ما يميز المصروفات الرأسمالية عن مصروفات التشغيل , فرغم أن كليهما يعتبر استثمار للأموال – بمعنى أن يتم الحصول علي العائد – إلا أن مصروف التشغيل يقتصر آثارها علي فترة الأعمال الحالية ولا تتعدها . وعلي الرغم من أن المصروفات الرأسمالية تتخذ أشكالاً متعددة إلا أنها يمكن حصرها في الأنواع الثلاثة الآتية :

١. **إضافات رأسمالية :** وهي تمثل إضافة أصول ثابتة جديدة لزيادة الطاقة الإنتاجية دون أن يصاحب ذلك استبدال أو إحلال لأي عنصر من عناصر الطاقة الإنتاجية الحالية .
٢. **استبدالات رأسمالية :** وهي تمثل إحلال أو استبدال الأصول الثابتة المستهلكة بأخري جديدة حتي لو لم يؤدي ذلك الي زيادة الطاقة الإنتاجية الموجودة .
٣. **تحسينات رأسمالية :** وهي تمثل المصروفات التي تحدث تغييراً فعلياً في الأصول الحالية من أجل تحسين ادائها مما يؤدي إلي زيادة الطاقة الإنتاجية الموجودة .

ومن المشاكل التي تواجهها الإدارة أحيانا بالنسبة للإنفاق الرأسمالي صعوبة تقدير العائد أو الإيرادات التي تتولد من بعض هذه الاستثمارات . فمثلا قد تفكر الإدارة في استثمار بعض الأموال في بناء مساكن للعمال أو إنشاء نادي لهم أو الاهتمام بالفرق الرياضية التي تمثل الشركة هذه وغيرها من المصروفات الرأسمالية يصعب تحديد العائد منها والآثار المترتبة عليها , ومن ثم ليس من المستغرب أن الافتراضات التي تنطوي علي مثل هذه الانفاقات تحتاج الي جهد وتبريرات عديدة لإقناع الإدارة العليا والمدير المالي بجدي القيام بها .

يوجد بعض العوامل التي تجعل الميزانيات الرأسمالية واحدة من اهم المجالات التي تشترك الإدارة المالية في عمل قرارات بخصوصها , ذلك ان حقيقة النتائج المرتبطة بالأنفاق الرأسمالي تمتد لفترة طويلة نسبيا بمعنى أن الشخص القائم باتخاذ القرارات الخاصة بهذا الأنفاق يفقد بعض المرونة عند اتخاذه لمثل هذه القرارات حيث أنه يرتبط بأصول المنشأة خلال فترة مستقبلية. فمثلاً شراء أصل ثابت يقدر عمره بحوالي عشر سنوات يتطلب الانتظار فترة طويلة قبل أن يعرف المسؤولين النتائج النهائية لمثل هذا القرار . فالقائم باتخاذ القرار في مثل هذه الحالة يجمد بعض أموال المنشأة لمدة عشرة سنوات , ويصبح بذلك رهينة لأحداث المستقبل.

إن التوسع في أصول المشروع يرتبط أساساً بالمبيعات المتوقعة في المستقبل , فالقرار الخاص بشراء أو إنشاء أصل ثابت سيستمر لمدة عشر سنوات , مثلاً يعني ضمناً وجود تنبؤ بالمبيعات لمدة عشر سنوات ومن ثم فإن عدم دقة التنبؤ بالمبيعات سيؤوي الي الاستثمار الزائد عن الحد أو الاستثمار الأقل من الحد في الأصول الثابتة , ولا شك أن التنبؤ الخاطئ باحتياجات المنشأة من الأصول الثابتة يترتب عليه نتائج خطيرة . فإذا قامت الشركة باستثمار أموال أكثر من اللازم في هذه الأصول فإن ذلك

سيؤدي الي تحملها أعباء مصروفات كثيرة غير ضرورية . أما إذا لم تقم المنشأة بإنفاق القدر الكافي من الأموال في الأصول الثابتة فإن ذلك قد يؤدي من ناحية الي وجود آلات وتسهيلات غير حديثة لا تمكنها من الإنتاج علي مستوي تنافس مع المنتجين الآخرين ومن ناحية أخرى فإن عدم توافر الطاقة الكافية قد يؤدي الي ضياع جزء من السوق وحصول الشركة المنافسة علي . إن الحصول علي العملاء الذين سبق أن افتقدتهم الشركة يتطلب في العادة القيام بإنفاق مصروفات بيعية كثيرة أو تخفيض سعر البيع أو الأثنين معاً .

ومن مشاكل الانفاق الرأسمالي أيضا تنظيم وتخطيط تواجد الأصول الرأسمالية المتاحة بطريقة مناسبة بحيث يأتي تتابعها في الوقت المناسب , وهذا ينعكس بدون شك في إعداد الميزانية الرأسمالية التقديرية , ففي إحدى شركات إنتاج طوب الزينة في الولايات المتحدة الأمريكية حاولت الشركة (أ), تشتغل عند مستوي الطاقة العظمي معظم الوقت ولمدة أربعة سنوات كانت تحدث ارتفاعات مفاجئة علي الطلب علي منتجات الشركة , ولكنها كانت تضطر الي خفض الطلبات نظراً لعدم توافر طاقة إنتاجية اضافية يمكن استخدامها , وبعد حدوث زيادة كبيرة في الطلب قامت الشركة باستئجار مبني إضافي وشراء وتركيب المعدات اللازمة لتوسيع الطاقة الإنتاجية الحاضرة ولقد استغرقت هذه العملية حوالي ثمانية شهور . وبعد إتمام إضافة الطاقة الجديدة اكتشفت الشبكة أنه لا يوجد طلب علي إنتاجها الإضافي حيث أن الشركات المنافسة كانت قد سبقتها في توسيع طاقتها الإنتاجية , واستولت بذلك علي نصيب أكبر من السوق وبالتالي من الطلب الإضافي , ويوضح هذا المثال أنه اذا كانت الشركة قد قامت بالتنبؤ بالطلب بطريقة سليمة وبالتالي وضع خطة لتوسيع طاقتها الإنتاجية من مدة ثمانية شهور أو سنة مقدما لكان في إمكانها أن تحافظ علي مركزها النسبي في السوق والحصول علي نصيب أكبر من الطلب علي السلع التي تنتجها .

إن التخطيط الجيد للاحتياجات الرأسمالية عن طريق إعداد الميزانيات الرأسمالية التقديرية يؤدي أيضا الي تنظيم أفضل للوقت الذي تُطلب فيه هذه الاحتياجات كما يؤدي إلي تحسين جودة الأصول المشتراة . أن الشركات لا تقوم عادة بطلب السلع الرأسمالية إلا بعد أن تري أن المبيعات بدأت تضغط علي الطاقة الانتاجية المتاحة . ومثل هذا الموقف يحدث لعدد من الشركات في نفس الوقت فإن الشركات التي تقوم بإنتاج السلع الرأسمالية تنتقل من موقف كان يوجد عندها فيه طاقة عاطلة الي موقف لا تستطيع فيه مقابلة الطلبات التي تصلها , ومن ثم يحدث تأخير في تسلم السلع الرأسمالية التي تطلبها الشركات المختلفة وحيث أن إنتاج السلع الرأسمالية تأخذ فترة طويلة نسبياً في الإعداد والتخطيط للإنتاج فإن الشركات الطالبة قد تضطر الي الانتظار سنة أو اكثر للحصول علي ما يلزمها من السلع الرأسمالية مما يكون له نتائج قد تكون غير مرغوبة .

وقد سبق أن وضحنا أن التوسع في الأصول الثابتة يتطلب في العادة إنفاق أموال طائلة وحينما تقوم الشركة بإنفاق هذه الأموال فإنها لا بد أن تضع الخطط المناسبة لذلك , حيث أن مثل هذه الأموال لا تكون متوفرة في أي وقت , وأن الشركة التي تضع برنامجاً لأنفاق رأسمالي كبير قد تحتاج الي ترتيب عملية التمويل لهذه الأموال لعدد من السنوات مقدماً حتي تتأكد من توفير الأموال اللازمة لعملية التوسع الرأسمالي في الوقت المناسب .

ثانياً : طرق المفاضلة بين الاقتراحات الرأسمالية البديلة

إن عدد الاقتراحات الخاصة بالإنفاق الرأسمالي في معظم المنشآت تفوق عادة مقدرتها على التمويل , ومن الضروري أن تكون لدي الإدارة وسيلة للمفاضلة بين الاقتراحات المختلفة بحيث يكون من الممكن ترتيب هذه الاقتراحات حسب أفضليتها للمنشأة . ومن الممكن في هذا المجال التفرقة بين نوعين من الاقتراحات الخاصة بالمشروعات الرأسمالية .

أ- اقتراحات متنافسة .

ب- اقتراحات مستقلة .

وتشير الاقتراحات المتنافسة إلي الطرق البديلة لأداء عمل معين , بحيث إذا تم اختبار احدي الطرق لأداء عمل , فإن ذلك يعين استخدام الطرق البديلة . فمثلا يمكن تحسين عملية مناولة المواد في مصنع للكيمياويات عن طريق استخدام السير المتحرك أو الجرارات الرافعة ولا شك أن استخدام السير المتحرك لتأدية هذا العمل يجعل استخدام الجرارات الرافعة أمرا غير ضروريا . ومن ثم يعتبر الاقتراح الخاص بالاستثمار في هاتين الطريقتين لنقل المواد يعتبر من الاقتراحات المتنافسة أو المتعارضة .

وتشير الاقتراحات المستقلة الي المعدات التي تدرسها الإدارة لأداء أنواع مختلفة من الأداء , أو لاستخدامها في مشروعات استثمارية مختلفة , بجانب حاجتها الي الاستثمار في وسيلة لمناولة المواد في المصنع قد تحتاج نفس الشركة الي شراء آلة لتغليف أو تعبئة المنتجات النهائية , في هذه الحالة نجد أن شراء سير متحرك أو جرار رافع لمناولة المواد يعتبر مستقلا عن الآلة المشترية من أجل تغليف أو تعبئة المنتج النهائي . والمقصود بالاقتراحات المستقلة هنا هو الاستقلال الاقتصادي الذي يعني أن العائد علي مشروع استثماري معين لا يتأثر بوجود مشروع استثماري آخر , بمعنى أن كلا المشروعين ليس سببا في الإيرادات التي يحصل عليها المشروع الآخر . إن الأساس في عملية اعداد الميزانيات الرأسمالية التقديرية هو اتخاذ قرارات النفاق الرأسمالي بشكل يؤدي الي جعل قيمة حقوق أصحاب المشروع اعلي ما يمكن . ولذلك فإن عملية اعداد الميزانيات الرأسمالية التقديرية تهدف الي الإجابة علي السؤالين الآتيين :

- ١ . أي الاقتراحات الاستثمارية المتنافسة يجب أن تختارها الإدارة ؟
- ٢ . ما هو عدد الاقتراحات الاستثمارية الكلي الذي يجب أن تقبله الإدارة لكي تزيد قيمة حقوق أصحاب المشروع الي أعلى حد ممكن ؟

وفيما يلي نتناول أساليب تقييم المشروعات الاستثمارية مقسمة في مجموعتين : الأول الأساليب التقليدية والثانية الأساليب المستحدثة :

المجموعة الأولى : الأساليب التقليدية

بفرض أن لدينا ستة مشروعات (أ , ب , ج , د , هـ , و) وأن لدينا التكلفة الأصلية لكل منهما , وكذلك الحصيلة الصافية المتوقعة خلال كل سنة من سنوات هذه المشروعات الاستثمارية كما هو موضح في الجدول التالي :

جدول (١/٦) تكلفة وحصيلة المشروعات البديلة :

المشروع	التكلفة الأصلية	الحصيلة النقدية الصافية في السنة			الإجمالي
		الأولي	الثانية	الثالثة	
أ	١٠٠٠	-	-	-	١٠٠٠
ب	١٠٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	١٥٠٠
ج	١٠٠٠	٢٠٠	٤٠٠	١٢٠٠	١٨٠٠
د	١٠٠٠	١٠٠٠	٣٠٠	٣٠٠	١٦٠٠
هـ	١٠٠٠	٦٠٠	٤٠٠	٥٠٠	١٥٠٠
و	١٠٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٢٠٠	١٨٠٠

كما أننا نفترض أن المشروعات متساوية من ناحية المخاطرة , وأن حصيلة النقدية المبينة في الجدول السابق هي الحصيلة الصافية بعد خصم الضرائب .

الطريقة الأولى : فترة الاسترداد *Payback Period*

فترة الاسترداد هي الفترة الزمنية التي يستغرقها التدفق النقدي لإيرادات الاستثمار لاسترداد قيمة الأتفاق الرأسمالي الأصلي ويمكن حساب فترة الاسترداد كما يلي :

أ- في حالة تساوي التدفقات السنوية للحصيلة الأتفاق الرأسمالي

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{التدفق السنوي}}{\text{التدفق السنوي}}$$

ب- في حالة عدم تساوي التدفق السنوي للحصيلة :

في هذه الحالة يتم إعداد مجتمع سنوي للحصيلة خلال سنوات الاستثمار ويمكن تحديد فترة الاسترداد بالمعادلة التالية :

$$\text{فترة الاسترداد} = \text{س} + \frac{\text{م ق} - \text{م ك}}{\text{م ق}}$$

حيث :

س تعني رقم السنة المقابل لمجتمع السنة الأقل عائد عن تكلفة الاستثمار .

ت تكلفة الاستثمار .

م ق مجتمع العائد من الاستثمار الذي يقل عن تكلفة الاستثمار .

م ك مجتمع العائد الذي يزيد عن تكلفة الاستثمار .

وتقوم هذه الطريقة علي أساس أن المشروعات التي تتميز بقصر فترة الاسترداد تعتبر هي الأفضل باعتبار أنه كلما استرد المشروع الأموال التي أنفقا بسرعة , ساعده ذلك علي إعادة تشغيل هذه الأموال مرة أخرى , وتحقيق أرباح أو رد المبالغ المقترضة لأصحابها بسرعة بما يقلل من تكلفة الاقتراض ,

وبتطبيق طريقة فترة الاسترداد للإنفاق الاستثماري بالنسبة لكل مشروع , وكذلك ترتيب المشروعات تنازليا ابتداء من الفترة الأقصر في الطول .
جدول (٢/٦) حساب فترة الاسترداد :

السنة	أ		ب		ج	
	التدفق	المجتمع	التدفق	المجتمع	التدفق	المجتمع
١	١٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	٥٠٠	٢٠٠	٢٠٠
٢	-	-	٥٠٠	١٠٠٠	٤٠٠	٦٠٠
٣	-	-	٥٠٠	١٥٠٠	١٢٠٠	١٨٠٠
فترة الاسترداد	١	٢	٢	٢,٣٣		
الترتيب	١	٤		٦		
السنة	د		هـ		و	
	التدفق	المجتمع	التدفق	المجتمع	التدفق	المجتمع
١	١٠٠٠	١٠٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٨٠	٨٠٠
٢	٣٠٠	١٣٠٠	٤٠٠	١٠٠٠	٨٠٠	١٦٠٠
٣	٣٠٠	١٦٠٠	٥٠٠	١٥٠٠	٢٠٠	١٨٠٠
فترة الاسترداد	١	٢	٢	٢,٢		
الترتيب	١	٤		٣		

وتتلخص مزايا هذه الطريقة في سهولة المقاضلة بين المشروعات الاستثمارية , بالإضافة الي أنها تحقق قدرا كبير نسبيا من الأمان بالنسبة للاستثمار الذي يخضع للتقلبات والتغير التكنولوجي السريع . ففي مثل هذه الحالات يكون من الصعب التنبؤ بالمستقبل لفترة طويلة .بالإضافة الي ذلك فإن لطريقة فترة الاسترداد أهميتها في حالات التي يكون لعامل السيولة أهمية أكبر من أهمية عامل الربحية , كأن تكون الشركة تعاني عجزاً خطيرا في النقدية قد يعرضها للإفلاس .

وبالرغم من المزايا السابقة لطريقة فترة الاسترداد فإن لهذه الطريقة عدد من العيوب , تتلخص في أنها تغفل الحصيلة المتوقعة بعد فترة الاسترداد , فهذه الطريقة تساوي بين المشروعين (أ) و (د) من ناحية فترة الاسترداد مع ان المشروع (د) يعتبر أفضل من (أ) علي أساس أنه يحقق حصيلة بعد فترة الاسترداد علي عكس المشروع (أ) الذي لا يحقق أي حصيلة بعد فترة الاسترداد , مثلا تساوي هذه الطريقة بين المشروعين (ب) و (هـ) من ناحية فترة الاسترداد مع أن الحصيلة النقدية للسنة الأولى للمشروع (هـ) أكبر من الحصيلة النقدية للسنة الأولى للمشروع (ب) , وبذلك يعتبر المشروع (هـ) أفضل لأنه يوفر قدرا أكبر من الاموال في السنوات الأولى من فترة الاسترداد.

الطريقة الثانية : العائد النقدي للجنيه من المصروفات الرأسمالية

تعتمد هذه الطريقة على نسبة الحصيلة النقدية الإجمالية للمشروع الاستثماري المقترح الإنفاق الاستثماري عليه . بمعنى احتساب مقدار ما يغله الجنيه الواحد من المصروفات الرأسمالية من الإيرادات الكلية . وبالتالي تهتم بإجمالي الإيرادات النقدية التي تتولد من الاقتراحات الاستثمارية المختلفة ، وهو أمر تهمله طريقة فترة الاسترداد . وفي المثال السابق يمكن تحديد نصيب الجنيه من الإنفاق الاستثماري من الحصيلة مع بيان ترتيب المشروعات تنازلياً وفقاً لقيمة الحصيلة على النحو التالي :

جدول (٣/٦)

الجنيه إنفاق من إجمالي الحصيلة

الترتيب	حصيلة الجنيه إنفاق من الحصيلة	الأنفاق الاستثماري	إجمالي الحصيلة	المشروع
٦	١,٠	١٠٠٠	١٠٠٠	أ
٤	١,٥	١٠٠٠	١٥٠٠	ب
١	١,٨	١٠٠٠	١٨٠٠	ج
٣	١,٦	١٠٠٠	١٦٠٠	د
٤	١,٥	١٠٠٠	١٥٠٠	هـ
١	١,٨	١٠٠٠	١٨٠٠	و

وطبقاً لهذه النظرية فإن العائد النقدي للجنيه من المصروفات الرأسمالية في المشروع (أ) يمثل أسوأ البدائل ، لا يدر الجنيه إلا مثله خلال فترة الاسترداد ، ويمثل كلا من المشروعين (ج) ، (و) أفضل البدائل ، حيث يغل الجنيه المستثمر في كلا منهما ١,٨ جنيه خلال فترة الاستثمار .

ويستخدم أحياناً متوسط العائد النقدي للجنيه من المصروفات الرأسمالية كأساس للمقارنة بين المشروعات الاستثمارية بدلاً من إجمالي الإيرادات النقدية . وفي هذه الحالة تتم المفاضلة بين المشروعات الست السابقة عن طريق حساب نسبة متوسط العائد الإجمالي على عدد السنوات التي يدر فيها المشروع إيراد . وبذلك تكون المفاضلة بين المشروعات السابقة على النحو التالي :

جدول (٤/٦)

متوسط العائد النقدي السنوي للجنيه من المصروفات الرأسمالية

الترتيب	متوسط العائد السنوي للجنيه	الانفاق الاستثماري	متوسط العائد السنوي	أجمالي الحصيلة	المشروع
٦	٠,٣٣٣	١٠٠٠	٣٣٣	١٠٠٠	أ
٤	٠,٥٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	١٥٠٠	ب
١	٠,٦٠٠	١٠٠٠	٦٠٠	٦٨٠٠	ج
٣	٠,٥٣٣	١٠٠٠	٥٣٣	١٦٠٠	د
٤	٠,٥٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	١٥٠٠	هـ
١	٠,٦٠٠	١٠٠٠	٦٠٠	١٨٠٠	و

وتغفل هذه الطريقة التوقيت الزمني للحصيلة على ترتيب المشروعات ، فهي تساوى مثلاً بين المشروعين (ج) ، (و) مع أن المشروع (و) يحقق حصيلة أكبر في السنتين الأولى والثانية عن المشروع (ج) . ولذلك فإنه لا يجب استخدام هذه الطريقة إلا في حالة تساوى أعمار الاستثمارات التي يتم دراستها .

الطريقة الثالثة : متوسط عائد الاستثمار

وتقوم هذه الطريقة على نسب متوسط العائد إلى متوسط تكلفة الاستثمار والتي تحسب كالآتي :

قيمة الأصول أو المدة + قيمة آخر المدة

بافتراض اتباع طريقة القسط السنوي الثابت للإهلاك ، وبذلك يمكن استخراج جدول متوسط العائد كما يلي مبيناً به ترتيب المشروعات ترتيباً تنازلياً وفقاً لقيمة المتوسط :

جدول (٥/٦) متوسط العائد للمشروعات البديلة :

الترتيب	متوسط العائد	متوسط صافي الربح السنوي	الاهلاك السنوي	متوسط الحصيلة	متوسط تكلفة الاستثمار	تكلفة الاستثمار اخر المدة	تكلفة الاستثمار أول المدة	المشروع
٩	٨	٧	٦	٥	٤	٣	٢	١
٦	صفر	صفر	١٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	أ
٤	%٣٣٢	١٦٦	٣٣٤	٥٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	ب
١	%٥٣٢	٢٦٦	٣٣٤	٦٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	ج
٣	%٤٠٠	٢٠٠	٣٣٤	٥٣٤	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	د
٤	%٣٣٢	١٦٦	٣٣٤	٥٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	هـ
١	%٥٣٢	٢٦٦	٣٣٤	٦٠٠	٥٠٠	صفر	١٠٠٠	و

ويتضح من الجدول السابق أن هذه الطريقة تساوى بين المشروعين (ب) ، (هـ) رغم وضوح أفضلية المشروع (هـ) ، حيث أنه تحقق في السنة الأولى حصيلة أكبر من التي يحققها المشروع (ب) ، وبذلك فهي تهمل أيضاً عامل التوقيت الزمنى للحصيلة :

المجموعة الثانية : الطرق المستحدثة :

يلاحظ أن الطرق السابقة التي تشير إلى الأساليب التقليدية في تقييم المشروعات الاستثمارية ، كانت تساوى بين مشروعين رغم افضلية واحد منها على الآخر و كان من أهم اوجه النقد الموجهة لمعظم هذه الطرق هو اهمالها العنصر التوقيت الزمنى للحصيلة النقدية ، فطريقة فترة الاسترداد تهتم بالحصيلة قبل فترة الاسترداد وتتجاهل الحصيلة التي تتحقق بعد ذلك .

أما الطرق الأخرى فكلها تنسب الحصيلة النقدية إلى عناصر معينة مثل التكلفة الأصلية للاستثمار أو متوسط الاستثمار أو عدد سنوات فترة الاسترداد متجاهلة توقيت الحصيلة النقدية .

ولذلك ظهرت الطرق المستحدثة لتستخدم اسماً جديداً لتقييم الحصيلة النقدية تعتمد على فكرة القيمة الزمنية للنقود ، وتقوم فكرة القيمة الزمنية للنقود على أساس أن الجنيه الذى يتحقق بعد عام لا يساوى الجنيه الذى يتحقق اليوم لأن الجنيه المتحقق يمكن استثماره خلال العام القادم و تحصيل عائد لذلك . كذلك فإن القيمة الحالية والتي تتوقف على عدد سنوات فترة الاسترداد وسعر الفائدة تتناقص كلما طالت الفترة التي سيتحقق في نهايتها المبلغ أو كلما ارتفع سعر الفائدة خلال الفترة .

الطريقة الأول : طريقة صافى القيمة الحالية

تقوم طريقة صافى القيمة الحالية على أساس إيجاد القيمة الحالية الصافية للتدفقات النقدية المتوقعة لاستثمار معين ، مخصومة عند معدل معين يمثل تكلفة رأس المال ، وي طرح من هذه القيمة تكلفة الاستثمار المبدئية او الأصلية ، فإذا كان صافى القيمة الحالية موجب فإنه يجب قبول المشروع الاستثماري ، أما إذا كان سالباً فإنه لابد من رفضه . وإذا كانت الافتراضات الاستثمارية تمثل مشروعات متنافسة ، فإن المشروع الذى يحقق صافى قيمة حالية اعلى هو الذى يجب اختياره . ويمكن التعبير عن معادلة صافى القيمة الحالية كما يلى :

صافى القيمة الحالية

$$\frac{A_n}{(1+k)^n} - \frac{A_1}{(1+k)} + \dots + \frac{A_n}{(1+k)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{A_t}{(1+k)^t} - \frac{A_0}{(1+k)^0}$$

حيث : أس تمثل صافى الايراد النقدي في سنة س

ك تمثل معدل تكلفة راس المال

ت تمثل تكلفة الاستثمار الأصلية

ن تمثل عمر المشروع المتوقع

ويتم حساب القيمة الحالية لتدفقات الايرادات السنوية عن طريق حساب القيمة الحالية للجنيه الواحد من حصيله الايرادات النقدية السنوية عن سعر فائدة معين (يمثل معدل تكلفة رأس المال) وحساب القيمة الحالية لإجمالي الايرادات عن كل سنة ثم جمع القيم الحالية للإيرادات في كل سنة من سنوات عمر الاستثمار للحصول على القيمة الحالية لإجمالي الإيرادات التي يحققها المشروع.

وبالرجوع إلى المثال المستخدم في مناقشتنا للأساليب التقليدية ، وبافتراض أن معدل تكلفة رأس المال في الشركة يقدر بحوالي ١٠٪ فإن حساب صافى القيمة الحالية للمشروعات يكون على النحو التالي :

جدول (٦/٦) صافي القيمة الحالية للمشروعات البديلة

السنة	الحصيلة السنوية	القيمة الحالية للجنيه بمعدل ١٠٪	القيمة الحالية للحصيلة السنوية	صافي القيمة الحالية
المشروع الاول (أ)				
أ	١٠٠٠	٪٩١	٩١٠	(٩٠)
إجمالي	-	-	-	-
المشروع (ب)				
١	٥٠٠	٠,٩١	٤٥٥	
٢	٥٠٠	٠,٨٣	٤١٥	٢٤٥
٣	٥٠٠	٠,٧٥	٣٧٥	
إجمالي	-	-	١٢٤٥	
المشروع (ج)				
١	٢٠٠	٠,٩١	١٨٢	
٢	٤٠٠	٠,٨٣	٣٣٢	٤١٤
٣	١٢٠٠	٠,٧٥	٩٠٠	
إجمالي	-	-	١٤١٤	
المشروع (د)				
١	١٠٠٠	٠,٩١	٩١٠	
٢	٣٠٠	٠,٨٣	٢٤٩	٣٨٤
٣	٣٠٠	٠,٧٥	٢٢٥	
إجمالي	-	-	١٣٨٤	
المشروع (هـ)				
١	٦٠٠	٠,٩١	٥٤٦	
٢	٤٠٠	٠,٨٣	٣٣٢	٢٥٣
٣	٥٠٠	٠,٧٥	٣٧٥	
إجمالي	-	-	١٢٥٣	
المشروع (و)				
١	٨٠٠	٠,٩١	٧٢٨	٥٤٢
٢	٨٠٠	٠,٨٣	٦٦٤	

السنة	الحصيلة السنوية	القيمة الحالية للجنيه بمعدل ١٠٪	القيمة الحالية للحصيلة السنوية	صافي القيمة الحالية
٣	٢٠٠	٠,٧٥	١٥٠	
إجمالي	-	-	١٥٤٢	

ومن الجدول السابق يتضح ان المشروع (و) هو أفضل المشروعات حيث يحقق اعلى صافي قيمة حالية ، في حين لا يمكن قبول المشروع (أ) بأي حال من الأحوال حيث يعطى صافي قيمة حالة سالبة ، ولا شك أن هذه الطريقة أكثر موضوعية في ترتيب المشروعات لمراعاتها القيمة الزمنية للنقود خلال فترة الاستثمار ومن ثم لا يوجد مشروعان متماثلان في الترتيب طبقاً لأساس التقييم بالمشروعات .

الطريقة الثانية : طريقة معدل العائد الداخلي : *Internal rate of Return*

معدل العائد الداخلي هو عبارة عن معدل الفائدة الذي يجعل القيمة الحالية للإيرادات المتوقعة في المستقبل من الاقتراح الاستثماري مساوية للقيمة الحالية للاستثمار المبدئي اللازم لهذا الاقتراح . وبمعنى آخر ، فإن هذه الطريقة تهدف للوصول إلى أقصى سعر فائدة يمكن للاقتراح الاستثماري دفعة على الأموال المستثمر مع استرداد الاستثمار بالكامل في نهاية الحياة الانتاجية للاقتراح .

ويمكن التعبير عن معادلة معدل العائد الداخلي كما يلي :

$$\frac{A_n}{(1 + F)^n} + \frac{A_1}{(1 + F)} + \frac{A_2}{(1 + F)^2} + \dots + \frac{A_s}{(1 + K)^n} = T$$

$$\frac{N}{\Sigma} = S = 1$$

وهناك سعر فائدة معين (ف) سيؤدى إلى جعل الإيرادات النقدية والمخصومة مساوية لتكلفة المشروع الأصلية وسعر الفائدة هذا يسمى معدل العائد الداخلي . ويلاحظ أن هذه المعادلة هي نفسها معادلة صافي القيمة الحالية السابقة تحمل من أجل إيجاد قيمة (ك) التي تجعل صافي القيمة الحالية تساوى صفراً .

ويتم إيجاد معدل العائد الداخلي عن طريق التجربة و الخطأ حيث تحسب القيمة الحالية بتكلفة الاستثمار وإذا كانت القيمة الحالية أعلى من التكلفة نجرب معدل فائدة آخر أعلى ، وهكذا نصل إلى

معدل فائدة يساوى القيمتين ويمكن بيان حساب معدل العائد الداخلي للمشروعات في المثال السابق على النحو التالي :

جدول (٧/٦) معدل العائد الداخلي للمشروعات البديلة

السنة	الحصيلة السنوية	معدل فائدة ١٥ %		معدل فائدة ٢٠ %	
		القيمة الحالية للجنه	القيمة الحالية لصافي القيمة الحالية	القيمة الحالية للجنه	القيمة الحالية لصافي القيمة الحالية
المشروع (أ)					
١	١٠٠٠	٠,٨٧	٠,٨٧٠	٠,٨٣٠	٨٣٠
٢	-	-	-	-	-
٣	-	-	-	-	-
الإجمالي	-	-	-	-	-
المشروع (ب)					
١	٥٠٠	٠,٨٧	٤٣٥	٠,٨٣٠	٤١٥
٢	٥٠٠	٠,٧٦	٣٨٠	٠,٦٩٠	٣٤٥
٣	٥٠٠	٠,٦٦	٣٣٠	٠,٥٨٠	٢٩٠
الإجمالي	-	-	١١٤٥	-	١٠٥٠
المشروع (ج)					
١	٢٠٠	٠,٨٧٠	١٧٤	٠,٨٣٠	١٦٦
٢	٤٠٠	٠,٧٦٠	٣٠٤	٠,٦٩٠	٢٧٦
٣	١٢٠٠	٠,٦٦٠	٧٩٢	٠,٥٨٠	٦٩٦
الإجمالي	-	-	١٢٧٠	-	١١٣٨
المشروع (د)					
١	١٠٠٠	٠,٨٧٠	٨٧٠	٠,٨٣٠	٨٣٠
٢	٣٠٠	٠,٧٦٠	٢٢٨	٠,٦٩٠	٢٠٧
٣	٣٠٠	٠,٦٦٠	١٩٨	٠,٥٨٠	١٧٤
الإجمالي	-	-	١٢٩٦	-	١٢١١
المشروع (هـ)					
١	٦٠٠	٠,٨٧٠	٥٢٢	٠,٨٣٠	٤٩٨
٢	٤٠٠	٠,٧٦٠	٣٠٤	٠,٦٩٠	٢٧٦
٣	٥٠٠	٠,٦٦٠	٣٣٠	٠,٥٨٠	٢٩٠
الإجمالي	-	-	١١٥٦	-	١٠٦٤
المشروع (و)					
١	٨٠٠	٠,٨٧٠	٦٩٦	٠,٨٣٠	٦٦٤
٢	٨٠٠	٠,٧٦٠	٦٠٨	٠,٦٩٠	٥٥٢
٣	٢٠٠	٠,٦٦٠	١٣٢	٠,٥٨٠	١٦٦
الإجمالي	-	-	١٤٦	-	١٣٣٢

ومن الجدول السابق يتضح ان المشروع (أ) يحقق خسائر عند معدل فائدة ١٥٪ بمعنى أن معدل العائد المتوقع للاستثمار يقل عن ١٥٪ بل يقل عن ١٠٪ كما اتضح في طريقة صافي القيمة الحالية ، بينما تحقق المشروعات الخمسة الأخيرة معدلات عائد داخلي يزيد عن ٢٠٪ ، ولكن نحدد معدل العائد الداخلي الذي يجعل صافي القيمة الحالية للحصيلة السنوية يساوى صفر ، نحاول تجريب معدل فائدة ٣٠٪ . وبتطبيق الخطوات السابقة في جدول (٧/٦) نتوصل إلى النتائج الموضحة بالجدول التالي :

جدول (٨/٦) معدل العائد الداخلي للمشروعات عند معدل فائدة ٣٠ %

المشروع	تكلفة الاستثمار	القيمة الحالية للحصيلة	صافي القيمة الحالية للحصيلة	الترتيب
ب	١٠٠٠	٩٠٨	(١٢)	٥
ج	١٠٠٠	٩٣٦,٦	(٦٣,٤)	٣
د	١٠٠٠	١٠٨٣,١	٨٣,١	٢
هـ	١٠٠٠	٩٢٥,٧	(٧٤,٣)	٤
و	١٠٠٠	١١٧٩,٨	١٧٩,٨	١

➤ القيمة الحالية للجنيه عند معدل فائدة ٣٠٪ لعدد ثلاث سنوات كالاتي :

السنة الأولى	٠,٧٦٩
السنة الثانية	٠,٥٩٢
السنة الثالثة	٠,٤٥٥

وتشير بيانات الجدول السابق (٨ /٦) إلى ان المشروع (ب) ، (ج) ، (هـ) غير مقبولة عند اختيار معدل فائدة قدره ٣٠٪ بمعنى ان المعدل الداخلي للعائد في هذه المشروعات يقل عن ٣٠٪ و يتضح ايضاً أن المشروعين (و) ، (د) يمكن المفاضلة بينهما ، حيث المشروع (و) يعطى صافي قيمة حالة للحصيلة السنوية عند معدل فائدة ٣٠٪ أعلى من تلك التي يعطيها المشروع (د) مما يتطلب إعادة التجربة عند معدل فائدة أعلى وليكن ٤٠٪ وبتطبيق الخطوات السابقة على التدفقات السنوية للحصيلة والقيمة الحالية للجنيه عند معدل فائدة ٤٠٪ نجد ان صافي القيمة الحالية للمشروع (د) سالباً (٢٤,٨) في حين يكون صافي القيمة الحالية بالنسبة للمشروع (هـ) ما يزال موجباً (٥٢) ، وهنا لا يمكن قبول المشروع (د) بالإضافة إلى عدم قبول المشروعات الأخرى باستثناء المشروع (هـ) أكبر من ٤٠٪ ، فإذا أخذنا معدل فائدة ٤٥٪ مثلاً نجد ان صافي القيمة الحالية تقترب من الصفر (٥,٦) مما يعني أن معدل العائد الداخلي للمشروع (هـ) يقدر بحوالي ٤٦٪ .

والسؤال الذي قد نثيره الآن هو عن أهمية معدل العائد الداخلي . أن معرفتنا لمعدل العائد الداخلي وتكلفة الحصول على الاموال اللازمة للاستثمار تمكنا من تقرير ما إذا كان الاقتراح الاستثماري الذي يبلغ تكلفته الأصلية ١٠٠٠ جنيه مقبولاً من الناحية المالية أم لا ؟

نفترض مثلاً أن الشركة التي تفاضل بين المشروعات البديلة في المثال السابق تحصل على كل رأس مالها عن طريق الاقتراض من البنوك ، وكان معدل الفائدة ٢٠٪ فإن هذا المشروع لا يمكن ان تختار المشروع (أ) لأن معدل العائد الداخلي للاستثمار في هذا المشروع يقل عن تكلفة رأس المال . كما أن تحديد معدل العائد الداخلي للمشروعات البديلة ، يساعد على ترتيبها طبقاً لقدرتها على تحقيق الربحية . بحيث يمكن ادخال التكلفة التقديرية للأموال كنقطة قطع للاقتراحات الاستثمارية التي يمكن قبولها وهي تلك التي يمكن معدل عائدها أعلى من تكلفة الاموال . وهكذا نجد أن هذه الطريقة تأخذ كل العوامل المحددة للقيمة المالية للاقتراح في الحسبان بشكل صريح بحيث يتم هذا التحديد بمعزل عن الاعتبارات الخارجية ومن بينها تكلفة الأموال اللازمة لتنفيذ هذا الاقتراح ، إذ يقتصر دورها على المرحلة الأخيرة من عملية التحليل بعد أن تكون الاقتراحات قد قدرت قيمتها المالية فعلاً .

الطريقة الثالثة : طريقة نسبة المنافع الى التكاليف (معامل الربحية) Profitability Index

تشبه هذه الطريقة إلى حد كبير طريقة صافي القيمة الحالية ، ونظراً لأن الاقتراحات الاستثمارية قد تختلف فيما تتعلق بقيمة الاستثمار المبدئي أو الأصلي الازم لتنفيذ الاقتراح وكذلك فيما يتعلق بحصيلة الإيرادات النقدية التي يتوقع أن يحققها فإن تقييم هذه الاقتراحات و ترتيبها على اساس طريقة صافي القيمة الحالية قد تكون أمراً صعباً لحد كبير ومن الأفضل في هذه الحالة أن تقوم بحساب معامل الربحية لكل اقتراح استثماري مما يسهل عملية التقييم والمفاضلة بين الاقتراحات المختلفة . ويتم حساب معامل الربحية عن طريق قسمة القيمة الحالية للإيرادات المستقبلية (مخصومة عند معدل تكلفة رأس المال) على القيمة الحالية لتكلفة الأنفاق الاستثماري كما يلي:

أس

 Σ

س (١ + ك) ن

معامل الربحية ن =

س=١

القيمة الحالية للاستثمار (تكلفة الاستثمار)

وفى المثال السابق نجد أن كل اقتراح استثماري يحتاج لمبلغ ١٠٠٠ جنيهه ويعطى إيرادات نقدية قيمتها الحالية (مخصومة من معدل ١٠٪ وهو يمثل تكلفة رأس المال) على النحو التالي :

المشروع	أ	ب	ج	د	هـ	و
القيمة الحالية	٩١٠	١٢٤٥	١٤١٤	١٣٨٤	١٢٥٣	١٥٤٢

ولذلك فإن معامل الربحية لهذه المشروعات يكون على النحو التالي :

جدول (٩/٦) معامل الربحية للمشروعات البديلة

المشروع	أ	ب	ج	د	هـ	و
تكلفة الاستثمار	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠
القيمة الحالية للحصيلة	٩١٠	١٢٤٥	١٤١٤	١٣٨٤	١٢٥٣	١٥٤٢
معامل الربحية	٠,٩١	١,٢٤٥	١,٤١٤	١,٣٨٤	١,٢٥٣	١,٥٤٢
الترتيب	٦	٥	٢	٣	٤	١

وكقاعدة عامة فإن المشروعات الاستثمارية المستقلة يجب أن تقبل إذا كان معامل الربحية لها يزيد عن الواحد الصحيح . ومن ثم فإن هذه المشروعات إذا كانت مستقلة يجب استبعاد المشروع (أ) وقبول المشروعات الخمسة الأخيرة ، وأما إذا كانت مانعة أي متنافسة فإن المشروع (و) هو الذى سيقع عليه الاختيار.

وبمقارنة الطرق الثلاثة الأخيرة – صافى القيمة الحالية ، معدل العائد الداخلي ومعامل الربحية – فإننا نجد أنه تحت الظروف العادية فإن هذه الطرق سوف تعطى نفس النتائج فيما يتعلق بترتيب الاقتراحات الاستثمارية المتعارضة ، وبالتالي فإن استعمال أي من هذه الطرق سيؤدى إلى اختيار نفس المشروعات حينما تقوم الإدارة بالاختيار بين مشروعات متنافسة ، كما أن الطرق الثلاثة تعطى عادة نتائج متشابهة فيما يتعلق بتحديد أي المشروعات في قائمة الاقتراحات الاستثمارية يتم قبولها وبالتالي تعطى نفس الإجابة بخصوص مشكلة تحديد حجم ميزانية المصروفات الرأسمالية . ومع ذلك فإن هذه الطرق الثلاثة سوف تختلف في ترتيبها لافتراضين استثماريين إذا توافرت أي من الأوضاع التالية :

أ- خصائص تتعلق بالمشروع الاستثماري ومن أهمها :

- (١) إذا كانت التدفقات النقدية لأحد المشروعين تتزايد مع الوقت بينما تتناقص تدفقات المشروع الآخر .
- (٢) إذا كانت الأسعار المتوقعة للمشروعين تختلف اختلافاً جوهرياً .
- (٣) إذا كانت تكلفة احد المشروعين تختلف بدرجة كبيرة عن تكلفة المشروع الآخر .

ب- خصائص تتعلق بالمنشأة المستثمرة ومن أهمها :

- (١) إذا كانت فرص الاستثمار في المستقبل يتوقع أن تكون مختلفة بدرجة كبيرة عما هي عليه هذا العام و اتجاه التغيير (سواء كان لأفضل أو لأسوأ) معروف .
- (٢) إذا كانت الشركة تقوم باستثمار بمعدل مرتفع جداً بحيث يكون منحى التكلفة الحدية لرأس المال منحدراً بشدة لأعلى .
- (٣) إذا كان هناك تخصيص لرأس المال كما سنرى فيما بعد .

تحديد التدفقات النقدية للاقتراحات الاستثمارية :

يمكن تحديد التدفقات النقدية الخاصة بمشروع استثماري معين عن طريق النظر إليها من وجهة نظر قوائم الدخل المقارنة **Comparative Income Statements** ويمكن توضيح ذلك باستخدام المثال المبسوط التالي للشركة الصناعية .

لقد قامت الشركة منذ خمس سنوات بشراء آلة بمبلغ ٧٥٠٠ جنيه ويقدر عمرها الإنتاجي عند الشراء بحوالي ١٥ سنة ، وتقدر قيمتها كخردة في نهاية تلك الفترة بصفر وتستهلك الآلة على أساس القسط الثابت ، وقيمتها الدفترية الآن تبلغ ٥٠٠٠ جنيه ، وقد تقدم مدير الانتاج بتقرير إلى الإدارة العليا بإمكانية شراء آلة جديدة تبلغ قيمتها ١٠,٠٠٠ جنيه (بما فيها تكاليف التركيب والانشاء) ، يقدر عمرها الإنتاجي بحوالي ١٠ سنوات وسوف تؤدي إلى زيادة المبيعات من ١٠,٠٠٠ إلى ١١,٠٠٠ جنيه خلال الفترة . بالإضافة إلى ذلك فإن الآلة الجديدة ستؤدي إلى خفض العمالة والمواد الأولية المستخدمة بدرجة تكفى لخفض تكاليف التشغيل من ٧٠٠٠ جنيه إلى ٥٠٠٠ جنيه، ويقدر ثمن الآلة القديمة في السوق حالياً

بمبلغ ١٠٠٠ جنيه . وتقدر الضرائب بمعدل ٥٠٪ وتدفع كل ربع سنة ، وتبلغ تكلفة راس مال بالشركة ١٠٪ . والسؤال الآن هو : هل من مصلحة الشركة شراء الآلة الجديدة ؟

إن هذا القرار يتطلب القيام بثلاث خطوات :

أولاً : تقدير الانفاق النقدي الفعلي المتعلقة بهذا الاستثمار .

ثانياً : تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية الاضافية *Interdental cash flows*

ثالثاً : تحديد ما إذا كان معدل العائد الداخلي يزيد عن تكلفة رأس المال ، أو ما إذا كان صافي القيمة الحالية موجباً ، أو ما إذا كان معامل الربحية أكبر من واحد صحيح .

ويمكن بيان هذه الخطوات بالتفصيل فيما يلي :

(١) تقدير الانفاق النقدي للاستثمار :

أن الشركة س ص ع ستدفع ١٠,٠٠٠ جنيه لمنتج الآلة الجديدة ، ولكنها ستخفض من قيمة الضرائب التي ستدفعها خلال ربع السنة التالي بمقدار ٢٠٠٠ جنيه و ينتج هذا التخفيض من الضرائب في الآلة القديمة والتي تبلغ قيمتها الدفترية الآن ٥٠٠٠ جنيه ستخفض قيمتها فوراً إلى ١٠٠٠ جنيه وهو ثمن بيعها في السوق الآن .

ولتوضيح ذلك نفترض أن دخل الشركة خلال ربع السنة الذي سيتم فيه شراء الآلة الجديدة سيصل إلى ١٠٠,٠٠٠ جنيه بدون شراء الآلة الجديدة وهو ما يتبع ذلك من تخفيض قيمة الآلة القديمة وحيث أن معدل الضرائب ٥٠ ٪ فإن الشركة تقوم بدفع مبلغ ٥٠,٠٠٠ جنيه لمصلحة الضرائب . ولكن إذا قامت لشركة بشراء الآلة الجديدة و بيع الآلة القديمة فإنها ستحمل حساب الأرباح والخسائر بمبلغ ٤٠٠٠ جنيه خسارة تشغيل **Operating Loss** وهذه تعتبر خسارة تشغيل وليست خسارة رأس مالية ، لأنها تمثل في الواقع ادراك بأن اقساط الاهلاك - وهي مصروفات تشغيل - كانت أقل مما يجب خلال حياة الآلة القديمة في السنوات الخمسة الماضية . فإذا حملنا حساب الأرباح و الخسائر بمبلغ ٤٠٠٠ جنيه مصروفات تشغيل اضافية ، فإن الدخل الخاضع للضريبة ستخفض من ١٠٠,٠٠٠ جنيه إلى ٩٦,٠٠٠ جنيه ، وبالتالي تتخفض قيمة الضرائب التي ستدفعها الشركة من ٥٠,٠٠٠ جنيه إلى ٤٨,٠٠٠ جنيه . وهذا يعني بالطبع أن التدفقات النقدية الخارجية من الشركة لغرض الضرائب ستخفض بمبلغ ٢٠٠٠ جنيه بسبب شراء الآلة الجديدة . بالإضافة إلى ذلك يوجد تدفق نقدي داخل للشركة يبلغ ١٠٠٠ جنيه ناتج من بيع الآلة القديمة . والنتيجة إذن هي ان شراء الآلة الجديدة يتضمن انفاقاً نقدياً يبلغ ٧٠٠٠ جنيه ، وهذه القيمة تمثل تكلفة الآلة الجديدة فيما يتعلق بغرض الميزانية الرأسمالية التقديرية على النحو التالي :

سعر الفاتورة الجديدة = ١٠,٠٠٠ جنيه

ناقص : وفورات ضرائب = ٢,٠٠٠ جنيه

ثمن بيع الآلة القديمة = ١,٠٠٠ جنيه

صافى التدفق النقدي الخارج = ٧,٠٠٠ جنيه

(٢) القيمة الحالية للمنافع أو التدفقات النقدية :

يمكن بيان اثر الاستثمار في الآلة الجديدة عن طريق مقارنة قائمة الدخل التقديرية في حالة شراء الآلة الجديدة وفي حالة عدم شرائها ، وذلك كما يلي :

في حالة شراء الآلة الجديدة	في حالة عدم شراء الآلة	
١١,٠٠٠ ج	١٠,٠٠٠ ج	المبيعات
٥,٠٠٠ ج	٧,٠٠٠ ج	- مصروفات التشغيل
١,٠٠٠ ج	٠,٥٠٠ ج	اهلاك (هـ)
٥,٠٠٠ ج	٢,٥٠٠ ج	الدخل الخاضع للضريبة
٢,٥٠٠ ج	١,٢٥٠ ج	- ضريبة الدخل
١٠,٠٠٠ + ٢,٥٠٠ ج	١,٢٥٠ + ٥٠٠ ج	الارباح بعد الضريبة + (الاهلاك)

مقدار التغير في التدفق النقدي الداخل = ٣,٥٠٠ - ١,٧٥٠ = ١,٧٥٠ ج

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة = ١٧٥٠ × ٦,١٤٥ = ١٠٧٥٤ جنيه

يطرح صافى التدفق النقدي الخارج = ٧,٠٠٠ جنيه

صافى القيمة الحالية = ٣٧٥٤ جنيه

ويلاحظ أن هذه القائمة المقارنة لم تظهر أثر بيع الآلة القديمة حيث أن هذا الأثر قد يأخذ في الحسبان عند تقدير الانفاق النقدي على الآلة الجديدة ونفترض أن ارقام قائمة الدخل المقارنة تنطبق على كل من السنوات العشر المقبلة ، أما إذا كان الوضع غير ذلك بحيث تختلف التقديرات من سنة لأخرى فمن الضروري في هذه الحالة اعداد تقديرات المتدفقات النقدية في كل سنة . ان الفرق بين تقديرات التدفق النقدي في حالة شراء الآلة الجديدة وفي حالة عدم شرائها و يبلغ ١٧٥٠ جنيه يمثل التدفق النقدي الإضافي **Interdental Cash Flow** الذي يحققه شراء الآلة الجديدة ويمثل ذلك سلسلة المنافع التي يتم خصمها بمعدل تكلفة رأس المال .

فإذا افترضنا أن تكلفة رأس المال تقدر لحوالي ١٠٪ فإنه بالكشف في جداول الفائدة نجد ان القيمة الحالية لدفعة سنوية متساوية قدرها جنيه لمدة عشر سنوات بمعدل ١٠٪ تعطى معامل فائدة قدره

٦,١٤٥ جنيه ، وبضرب هذه القيمة في التدفق النقدي الإضافي ويبلغ ١٧٥٠ ج نحصل على القيمة الحالية للتدفقات النقدية للاستثمار في الآلة الجديدة ويبلغ ١٠,٨٦٥ جنيه .

(٣) صافي القيمة الحالية :

نحصل على قيمة صافي القيمة الحالية عن طريق طرح تكلفة الآلة الجديدة (٧٠٠٠ جنيه) من القيمة الحالية للتدفقات النقدية (١٠,٧٥٤ جنيه) .

وحيث أن رقم صافي القيمة الحالية موجب ، فإن الشركة يجب أن تقوم بشراء الآلة الجديدة .
وبدلاً من استخدام القوائم المقارنة يمكن اتباع مدخل الجداول في عمل الحسابات الخاصة بقرارات اهـلاك استثمارات (آلة قديمة) باستثمارات (آلة جديدة) وذلك كما يلي :

جدول (١٠/٦) مقارنة منافع المشروعات عند الاهلاك

بيان	القيمة قبل الضريبة	القيمة بعد الضريبة	عدد سنوات الاستثمار	معامل القيمة الحالية للجنيه بمعدل ١٠٪	القيمة الحالية
	جنيه	جنيه	جنيه	جنيه	جنيه
التدفقات الخارجة عند تقرير الاستثمار					
الاستثمار في الآلة الجديدة	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	--	١	١٠٠٠٠
قيمة الخردة للآلة القديمة	(١٠٠٠)	(١٠٠٠)	--	١	(١٠٠٠)
الوفورات الضرورية عند البيع	(٤٠٠٠)	(٢٠٠٠)	--	١	(٢٠٠٠)
أجمالي التدفق الخارج					٧٠٠٠
التدفقات الداخلة (الإيرادات السنوية)					
زيادة المبيعات - خفض التكاليف	٣٠٠٠	١٥٠٠	١ - ١٠	٦,١٤٥	٩٢١٧
الاهلاك للآلة الجديدة	١٠٠٠	٥٠٠	١ - ١٠	٦,١٤٥	٣٠٧٣
الإهلاك للآلة القديمة	(٥٠٠)	(٢٥٠)	١ - ١٠	٦,١٤٥	(١٥٣٦)
أجمالي التدفق الداخل (القيمة المنافع)					١٠,٧٥٤
صافي القيمة الحالية للتدفق النقدي					٣٧٥٤

ويوضح الجدول (١٠/٦) المقارنة بين المنافع واتخاذ قرارات الاهلاك الاستثماري حيث يلاحظ ان التدفقات الخارجة في الجزء الأعلى من الجدول تحدث في الحال وقت حدوث الاستثمار الجديد ، ولذلك لا تحتاج الى خصمها عند سعر فائدة معين ، ومن ثم يكون معامل القيم الحالية واحد صحيح . وقد أوضحنا من قبل أن مبلغ ٤٠٠٠ جنيه التي ستخسرهما الشركة في الآلة القديمة ستحقق خفضاً في الضرائب قدره ٢٠٠٠ جنيه يتم طرحه من ثمن الآلة الجديدة بالإضافة إلى ذلك فإن مبلغ ١٠٠٠ جنيه

يعتبر استرداد لاستثمار رأسمالي ولا يخضع لضريبة الدخل ، وبالتالي فإن قيمة الخردة للألة القديمة ولا تحتاج إلى اجراء تعديل ضريبي عليها .

والجزء الأسفل من الجدول يوضح أن الايرادات تزداد بمقدار ٣٠٠٠ جنيه سنوياً – تشمل زيادة في المبيعات بمقدار ١٠٠٠ جنيه مضافاً إليها انخفاض في التكاليف ٢٠٠٠ جنيه . و هذه الزيادة في الايرادات تخضع للضريبة – واذا كان معدل الضريبة ٥٠٪ - فإن المنابع بعد الضريبة تبلغ ١٥٠٠ جنيه مخصومة بمعدل ١٠٪ بمثابة رأس المال ، تبلغ ٩,٢١٧ جنيه ويأتي التدفق الداخلى أيضاً من الاهلاك للألة الجديدة و يبلغ ١٠٠٠ جنيه قبل الضريبة أو ٥٠٠ جنيه بعد الضريبة ويمثل ذلك قيمة دفع سنوية متساوية لمدة عشر سنوات و قيمتها الحالية ٣,٠٧٣ جنيه ، وفى نفس الوقت تطرح القيمة لمدة العشر سنوات القادمة (وهو عبارة عن ٥٠٠٠ جنيه القيمة الدفترية للألة مقسومة على عشر سنوات) ولكن فى حالة تقرير الشركة احلال الآلة القديمة بأخرى جديدة فإن هذا الاهلاك لم يكون متاحاً ، بمعنى أن مبلغ ٥٠٠٠ جنيه . يتم استرداد ممثلاً في ١٠٠٠ جنيه قيمة الخردة مضافاً إليه ٤٠٠٠ جنيه خسارة تحمل الى حساب الارباح والخسائر ، ومن ثم فإن هذه القيمة (١٥٣٦ جنيه) يجب خصمها من التدفقات النقدية الداخلة خلال الفترة كقيمة حالية وتبلغ (١١٢٩٠ جنيه) فيكون الناتج إجمالي القيمة الحالية للاستثمار و يبلغ (١٠,٧٥٤ جنيه) ويطرح القيمة الحالية للتدفقات الخارجة من القيمة الحالية للتدفقات الداخلة (١٠,٧٥٤ – ٧,٠٠٠) يبلغ صافى القيمة الحالية للاستثمار المقترح ٣,٧٥٤ جنيه .

ثالثاً : طرق معالجة درجة المخاطر في الانفاق الاستثماري

يمكن معالجة درجة المخاطر من المشروعات استثمارية التي تقوم الشركة بتقييمها باستخدام أي من الطرق الثلاثة الآتية : طريقة المخاطر الضمنية ، طريقة معدل الخصم المعدل بالمخاطر ، طريقة معادلة التأكد . وفيما يلي شرح موجز لكل من هذه الطرق .

(١) طريقة المخاطر الضمنية :

أن أكثر الطرق انتشاراً في معالجة المخاطر هي أن تؤخذ مخاطر المشروع الاستثماري في الحسبان بطريقة غير رسمية . فمثلاً تقوم بحساب صافى القيمة الحالية على أساس القيم الفردية للعائد السنوي باستخدام معدل تكلفة رأس المال في الشركة (كما سبق) وقد يدرك القائم باتخاذ قرار الاستثمار أن بعض المشروعات تتضمن مخاطر أكثر من غيرها . فإذا كانت القيمة الحالية الصافية لمشروعين استثماريين متنافسين قريبة من بعضها بدرجة معقولة ، فإن المشروع الذى يتضمن مخاطر أقل هو الذى يجب اختياره . ولا يتحدد في هذه الحالة مقدار القيمة الحالية الصافية التي يجب ان يزيد بها المشروع الاكثر مخاطرة عن المشروع الاقل مخاطرة قبل أن تختار المشروع الأول ، وذلك ان القاعدة التي يستند إليها متخذ القرار توجد بداخله ولا يمكن أن يفصح عنها ، فهي اذن قاعدة ضمنية .

ويمكن أخذ عامل المخاطرة في الحسبان بطريقة أكثر وضوحاً عن طريق اعطاء متخذ القرار بيانات عن المتوسط المتوقع و الانحراف المعياري (أو معامل التباين) لصادف القيمة الحالية للمشروع الاستثماري ، ويمثل هذه البيانات تقديرات موضوعية لدرجة المخاطرة لكن متخذ القرار هو الذى يختار المشروعات الاستثمارية التي على درجة اقل من المخاطر .

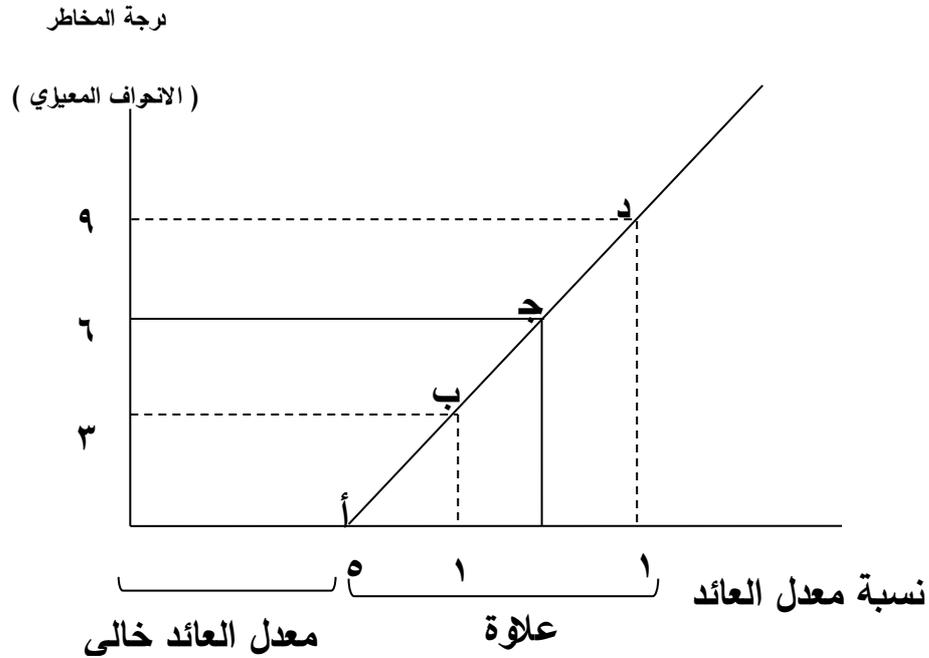
٢) طريقة معدل الخصم المعدل بالمخاطر Risk-adjusted discount Rate

ان عملية الاختيار بين مشروعات على درجة من المخاطر يمكن ان تتم بطريقة رسمية عن طريق استخدام معدلات خصم أعلى في الحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروعات ذات المخاطر الأعلى. نفترض مثلاً أن إحدى الشركات حددت تكلفة رأس مالها (ك) بمعدل ١٠٪، فمن الممكن استخدام هذا المعدل في حساب صافي القيمة الحالية للمشروعات ذات درجة المخاطر " المتوسطة "، كما يمكن استخدام معدلات خصم اقل للمشروعات ذات المخاطر الأقل ومعدلات خصم أعلى للمشروعات ذات المخاطر الأعلى .

فقد تقدر شركة بتروول مثلاً تكلفة رأس المال لديها بمعدل ١٠٪ وتستخدم هذا المعدل في تقييم الاستثمارات العادية مثل اضافة معمل جديد للتكرير ولتقييم المشروعات الخاصة بإنشاء محطات خدمة على طريق جديد حيث المنافسة محدودة و الطلب يمكن التنبؤ به لدرجة كبيرة، فقد يكون مناسباً أن تستخدم الشركة معدل خصم قدره ٨ ٪ ولكنها قد تجد من الضروري استخدام معدل خصم قدره ٢٠٪ لتقييم الاستثمارات في عمليات البحث عن البترول في سواهج .

ويجب أن تعكس معدلات الخصم المتباينة هذه - أو المعدلات المعدلة بدرجة المخاطر - كلاً من الانحراف المعياري التقديري (أو معامل التباين) للإيرادات المتوقعة واتجاهات المستثمرين نحو المخاطر .

نفترض مثلاً أن إحدى الشركات وجدت ان المستثمرين فيها مستعدين للمبادلة بين المخاطر والعائد من الاستثمار كما في الشكل التالي :



ويمثل منحنى السواء للسوق الاستثماري *Risk Indifference Curves* النقط التي يتساوى عندها بالنسبة للمستثمر المتوسط الاستثمار في أصل خال من المخاطر يعطى معدل فائدة مؤكد قدره ٥٪ من الاستثمار في أصل معتدل المخاطر يعطى عائداً متوقعاً بمعدل ٧٪ ، أو الاستثمار في أصل مرتفع المخاطر يعي عائداً متوقعاً بمعدل ١٥٪ و هكذا فمع زيادة المخاطر نجد أن المستثمر يحتاج إلى عائداً أعلى على الاستثمار لتعويضه عن المخاطر الإضافية التي يتضمنها (علاوة مخاطر *Risk* *Primum*).

وتشير علاوة المخاطر على الأصول ذات المخاطر الى الفروق بين معدل العائد المتوقع على أصل على درجة معينة من المخاطر و معدل العائد على الأصل خالي المخاطر . وفي الشكل الافتراضي السابق نجد أن معدل العائد على الأصل خالي المخاطر – مثل الاستثمار في سندات حكومية قصيرة الأجل – يبلغ ٥ % ويحتاج المستثمر إلى علاوة مخاطر قدرها ٢ % لكي يقبل الاستثمار في أصل يبلغ الانحراف المعياري لإيراداته المتوقعة ٣ % . وبالمثل فإن علاوة مخاطر قدرها ٥ % ترتبط باستثمار يبلغ الانحراف المعياري لإيراداته ٦٪ ويتساوى عند المستثمر المتوسط الاستثمارات ذات المخاطر ب ، ج ، د والاستثمار خال المخاطر (أ) .

وإذا كانت اسهم شركة معينة تقع عند النقطة (ج) على منحنى السواء للمخاطر ، بمعنى أن المستثمرين يتوقعون الحصول على ١٠٪ على الاسهم التي يمتلكونها ، ولكن الانحراف المعياري للإيرادات يبلغ ٦ % ، فإن الشركة يجب ان تستخدم معدل للخصم قدره ١٠ % لتقييم المشروعات المتوسطة المخاطر ، وان تستخدم معدلات أعلى للمشروعات المرتفعة المخاطر (مثل ١٥٪ عند النقطة د حيث الانحراف المعياري يساوى ٩٪) وان تستخدم معدلات أقل للمشروعات الأقل مخاطرة (مثل ٧ % عند النقطة ب حيث الانحراف المعياري يساوى ٣٪).

وهكذا يتم استخدام معدلات الخصم المختلفة بحيث تعكس درجات متباينة من المخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية التي تقوم بتقييمها .

٣) طريقة معادلة التأكيد : *Certainty Equivalent Method*

أوضحنا فيما سبق عند الحديث عن تباين العائد كمقياس للمخاطر ان احتمالات حدوث العائد المتوقع لمشروع معين يتخذ شكل التوزيع الطبيعي ، وأن الوسط الحسابي والانحراف المعياري يستخدمان للتعبير عن هذا التوزيع الاحتمالي ، ويعبر عن الوسط الحسابي بالعائد المتوقع ، ويوضح الشكل ص ٢٧٢ هذه الفكرة . فإذا افترضنا ان المشروع (ب) الموضح بهذا الشكل يحقق عائد متوقع لمدة عشر سنوات بمعدل خصم قدره ١٠ % وقيمة الاستثمار ١٥٠٠٠ ج .

٢٠٠٠ جنيه باحتمال قدره ٢٥ %

٣٠٠٠ جنيه باحتمال قدره ٥٠ %

٤٠٠٠ جنيه باحتمال قدره ٢٥ %

والمطلوب اتخاذ قرار بمدى الاستثمار في هذا المشروع من عدمه .

في هذه الحالة يتطلب الامر تقييم هذا المشروع بطريقة معادلة التأكد . وتقوم هذه الطريقة على أساس تحديد معامل التباين (معامل المخاطرة) واستخداماته في تحديد معامل التأكد لتحديد صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية ، باتباع الخطوات التالية :

$$(١) \text{ متوسط العائد المتوقع السنوي} = ٣ + (٤٠٠٠ + ٣٠٠٠ + ٢٠٠٠) = ٣٠٠٠ \text{ جنيه}$$

$$(٢) \text{ تحديد التباين السنوي :}$$

$$٢٥٠,٠٠٠ = ٠,٢٥ \times ٢ (١٠٠٠) (١٠٠٠) = ٣٠٠٠ - ٢٠٠٠$$

$$٣٠٠٠ - ٣٠٠٠ = (٠) (٠) = ٠,٥٠ \times ٢ (٠) = \text{صفر}$$

$$٢٥٠,٠٠٠ = ٠,٢٥ \times ٢ (١٠٠٠) (١٠٠٠) = ٣٠٠٠ - ٤٠٠٠$$

التباين ٥٠٠,٠٠٠

$$(٣) \text{ تحديد الانحراف المعياري} = \frac{٧٠٧,١٠٧}{٦} = ١١٧,٨٥١$$

معامل التباين =

الانحراف المعياري	معامل المخاطرة	العائد المتوسط	معامل التباين
٧٠٧,١٠٧	٦	٣٠٠٠	

$$(٤) \text{ معامل التأكد} = (١ - \text{معامل التباين}) = ١ - ٠,٢٣٥٧ = ٠,٧٦٤٣ =$$

أي ان معدل التأكد للعائد المتوقع يساوى ٧٦.٤٣ %

$$(٥) \text{ العائد المتوقع بمعدل التأكد} = \text{العائد المتوسط} \times \text{معدل التأكد} .$$

$$= ٢٢٩٢,٩٠٠ = ٠,٧٦٤٣ \times ٣٠٠٠ = \text{جنيه}$$

$$(٦) \text{ القيمة الحالية لدفعة سنوية بمعدل خصم ١٠٪ و لمدة عشر سنوات}$$

$$= ١٤٠٨٩,٨٧٠ = ٦,١٤٥ \times ٢٢٩٢,٩ = \text{جنيه}$$

$$(٧) \text{ صافي القيمة الحالية للمشروع} = ١٥٠٠٠ - ١٤٠٨٩,٨٧ = (٩١٠,١٣) \text{ جنيه وحيث ان صافي القيمة الحالية قيمة سالبة فإن هذا المشروع غير مقبول استثمارياً .}$$

الفصل السابع
إدارة رأس المال العامل

الفصل السابع

إدارة رأس المال العامل

مقدمة:

تناولنا في الفصول السابقة من هذه المذكرات أهداف الإدارة المالية، وتعرفنا أنها تتبلور في تعظيم ثروة أصحاب المشروع وأن وسائل تحقيق هذه الأهداف يتمثل في اتخاذ القرارات المالية المتعلقة بالتخطيط المالي سواء للاستثمارات الدائمة أو المؤقتة، وفي هذا الفصل نتناول تحليل إدارة رأس المال العامل من خلال النقاط التالية^(١):

أولاً: طبيعة إدارة رأس المال العامل.

ثانياً: إدارة النقدية وشبه النقدية.

أولاً: طبيعة إدارة رأس المال العامل

يمثل رأس المال العامل استثمار الشركة في أصول قصيرة الأجل مثل النقدية والأوراق المالية قصيرة الأجل، وحساب المدينين، المخزون، كما أن إجمالي الأصول المتداولة عبارة عن مجموع بنود رأس المال العامل. أما صافي رأس المال العامل فهو عبارة عن إجمالي الأصول المتداولة مطروحاً منه إجمالي الخصوم المتداولة. وإدارة رأس المال العام تتعلق بكل النواحي الخاصة بإدارة كل من الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة، وأهم وظائف إدارة رأس المال العامل:

- تعديل الاستثمار في أصول الشركة لتتلاءم مع المتغيرات في مستوى مبيعات الشركة نتيجة العوامل الموسمية، والعوامل الدورية، والعوامل العشوائية.
- المساهمة في تعظيم قيمة الشركة. بمعنى أن تتوسع في الاستثمار في الأصول المتداولة إلى النقطة التي عندها تتساوى العوائد الحدية على الزيادة في الأصول المتداولة مع تكلفة رأس المال اللازم لتمويل الزيادة في الأصول المتداولة. وأن تستخدم الالتزامات المتداولة بدلاً من الديون طويلة الأجل عندما يؤدي ذلك إلى تخفيض تكلفة رأس المال.

وإدارة رأس المال العامل مهمة لأسباب عديدة، منها:

- أن المدير المالي يبذل معظم وقته في القيام بالعمليات الداخلية اليومية في الشركة، وتدخل هذه العمليات ضمن نطاق إدارة رأس المال العامل.

(١) د. احمد على احمد حسين ، الإدارة المالية التمويل والاستثمار، (سوهاج : بدون ناشر ، ٢٠٠٩) ص ١٧١-٢٠٦.

- أن حجم الأصول المتداولة عمومًا يمثل أكثر من نصف مجموع أصول الشركات، وهذه الأصول في تغير وتقلب مستثمرين، لذلك يكرس المدير المالي معظم تفكيره وانتباهه ووقته في إدارة هذه الأصول.

- إن إدارة المال العامل مهمة بشكل خاص للمؤسسات التجارية الصغيرة. ويمكن للشركات الصغيرة أن تخفض استثمارها في الأصول الثابتة عن طريق استئجار المنشآت والمعدات الضرورية، ولكنها لا تستطيع أن تتجنب الاستثمار في النقدية والمدينين والمخزون، وبما أنه من الصعب على الشركات الصغيرة أن تحصل على رأس مال طويل الأجل فإنها تعتمد بشكل كبير على التمويل قصير الأجل، وهذا بدوره يؤثر على رأس المال العامل لأنه يزيد من الالتزامات المتداولة.

- هناك علاقة مباشرة وقريبة بين النمو في حجم المبيعات والحاجة إلى أموال إضافية لتمويل الأصول المتداولة. فمثلاً إذا كان متوسط فترة التحصيل للشركة ٤٠ يوماً وكانت المبيعات الآجلة ١٠٠٠ جنيه في اليوم الواحد، فيكون مقدار الاستثمار في المدينين ٤٠٠٠٠ جنيه، فإذا ارتفعت المبيعات إلى ٢٠٠٠ جنيه في اليوم يرتفع الاستثمار في المدينين إلى ٨٠٠٠٠ جنيه. وكذلك يؤثر الارتفاع في المبيعات على مقدار المخزون والنقدية اللازمة مقابلة هذا الارتفاع إلى حد ما. وهذا بدوره يتطلب أموالاً إضافية لتمويل الزيادة في هذه الأصول. وبما أن هذه المتطلبات المالية يعتمد على حجم المبيعات، فإنه من المهم جداً على المدير المالي أن يتطلع باستمرار إلى التطورات والتغيرات التي تطرأ على رأس المال العامل، وبالطبع، فإن استمرار المبيعات في الارتفاع يتطلب شراء أصول ثابتة إضافية أيضاً. ولكن بالرغم من أهمية الاستثمار في الأصول الثابتة - كاستثمار استراتيجي طويل الأجل - فإن لدى المدير المالي وقتاً أطول لتمويل هذه الأصول من الوقت الذي لديه لتمويل الأصول المتداولة.

- تعتبر إدارة رأس المال العامل واحدة من أهم جوانب الإدارة المالية في الشركة. ذلك أنه إذا لم تتمكن الشركة من الاحتفاظ بمستوى معقول من رأس المال العامل فسوف تواجه الشركة احتمال العسر المالي وقد تضطر إلى إشهار إفلاسها. ولذلك يجب أن تكون الأصول المتداولة في الشركة كبيرة بالدرجة الكافية التي تغطي الخصوم المتداولة في الشركة كبيرة بالدرجة الكافية التي تغطي الخصوم المتداولة من أجل تأكيد هامش أمان كاف.

والهدف من إدارة رأس المال العامل هو إدارة كل من أصول الشركة المتداولة وخصومها المتداولة بفاعلية من أجل المحافظة على سيولة الشركة وفي نفس الوقت عدم الاحتفاظ برأس مال عاطل أكثر من اللازم في أي منها.

ونتناول طبيعة إدارة رأس المال في هذا الفصل من حيث:

- مفهوم صافي رأس المال العامل.
- المقارنة بين الربحية ودرجة المخاطرة فيما يتعلق بصافي رأس المال العامل.

(أ) مفهوم صافي رأس المال العامل:

هناك اصطلاحين شائعي الاستخدام في شأن رأس المال العام: أحدهما يطلق عليه إجمالي رأس المال العامل، والآخر يطلق عليه صافي رأس المال العامل، ويقصد بإجمالي رأس المال العامل مجموع الأصول المتداولة، وهي تلك الأصول التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال العام، وتتضمن هذه الأصول بالإضافة إلى النقدية الاستثمارات المؤقتة والذمم والمخزون السلعي.

أما صافي رأس المال العامل فيعرف بأنه الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة، وغالبًا ما يكون رقمًا موجبًا. ويعتبر صافي رأس المال العامل قياسًا للسيولة، فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها كلما زادت الأصول المتداولة على الخصوم المتداولة كلما كان ذلك مؤشراً لمدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الجارية عندما يحين موعد استحقاقها، كذلك يمكن تعريف رأس المال العامل بأنه ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي يتم تمويله من مصادر طويلة الأجل. ويعتبر هذا التعريف منطقيًا إلى حد كبير. فطالما أن الخصوم المتداولة هي نوع من أنواع التمويل قصيرة الأجل، وأن الأصول المتداولة عادة ما تزيد عن الخصوم المتداولة فمن البديهي أن يكون تمويل مقدار الزيادة في الأصول المتداولة عن طريق مصادر طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل وحقوق الملكية.

وتجدر الإشارة إلى أن أهمية صافي رأس المال العامل وضرورة فاعلية إدارته تنبع من الطبيعة غير المتزامنة للتدفقات النقدية في الشركة. فالتدفقات النقدية الخارجة والناجمة عن قيام الشركة بدفع خصومها المتداولة يمكن التنبؤ بها نسبيًا بدرجة أكبر عن قيام الشركة بدفع خصومها المتداولة يمكن التنبؤ بها نسبيًا بدرجة أكبر من التدفقات النقدية الداخلة فالشركة بوجه عام تعلم من ستكون مواعيد استحقاق التزاماتها بدرجة أكبر من معرفة الموعد الذي سوف يكون لها فيه القدرة على تمويل الأصول المتداولة.

وكلما كان من الممكن التنبؤ بدرجة كبيرة من الدقة بهذه التدفقات النقدية الداخلة كلما قلت نسبة صافي رأس المال المطلوب الاحتفاظ بها ... ببناء عليه فإن الشركات التي تكون فيها التدفقات النقدية الداخلة غير مؤكدة يجب عليها الاحتفاظ بمستويات الأصول المتداولة المناسبة والكافية لتغطية الخصوم المتداولة.

ولذلك فإن عدم قدرة معظم الشركات على التدفق بين الإيرادات والمدفوعات هي التي تجعل من مصادر الإيرادات النقدية (الأصول المتداولة) أكبر من مجرد تغطية الخصوم المتداولة أمراً ضرورياً.

فعلى سبيل المثال بفرض أن الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لإحدى الشركات كما هو موضح في الجدول التالي:

جدول (١/٧)

الأصول المتداولة والخصوم المتداولة لإحدى الشركات

الخصوم المتداولة (بالجنيه)		الأصول المتداولة (بالجنيه)	
حسابات الدفع	٦٠٠	نقدية	٥٠٠
أوراق دفع قصيرة الأجل	٨٠٠	شبه نقدية	٢٠٠
مصروفات مستحقة	٢٠٠	حسابات القبض	٨٠٠
		بضاعة	١٢٠٠
	١٦٠٠		٢٧٠٠

فإن الموقف التالي يمكن أن يحدث:

أن كل حسابات الدفع ٦٠٠ جنيه وكذلك ٢٠٠ ج من أوراق الدفع قصيرة الأجل، ١٠٠ ج من المصروفات المستحقة. نعتبر مبالغ مستحقة في نهاية الفترة الحالية، بمعنى أن إجمالي هذه المستحقات وهي مصروفات مؤكدة الدفع. أما كيف ستغطي الشركة هذه المصروفات فهو أمر غير مؤكد. ويمكن القول أن الشركة تعتبر متأكدة أن ٧٠٠ ج سوف تكون متاحة طالما أن لديها ٥٠٠ ج نقدية، ٢٠٠ ج استثمارات شبه نقدية يمكن تحويلها إلى نقدية بسهولة وبدون خسارة كبيرة مثل سندات الحكومة وأذونات الخزنة أما ٦٠٠ ج أخرى فيجب أن يأتي من متحصلات من العملاء. والشركة هنا لا يمكنها التأكد من المبيعات النقدية أو مواعيد تحصيل أ. ق أو المدينين ويضاف إلى ذلك أن مخاطر عدم التأكد واحتمالات الخسارة يمكن أن تصاحب بيع جزء من البضاعة في الظروف غير مواتية. أن ارتفاع نسبة التداول في هذه الشركة ليس دليلاً على ارتفاع نسبة السيولة، ففي حين تصل نسبة التداول إلى ١,٧ : ١ تصل نسبة السيولة أقل من ٠,٥ : ١، وبرغم أن صافي رأس المال العامل ١١٠٠ ج إلا أنه مستغرق في أصول متداولة يصعب تحويلها إلى نقدية بسهولة وسرعة ودون خسارة كبيرة.

(ب) المفاضلة بين الربحية والمخاطرة:

ينأثر حجم رأس المال العامل بالمستويات المحددة للأصول المتداولة والخصوم المتداولة. والتي بدورها تتأثر الربحية المتوقعة في مقابل المخاطر التي تأخذها الشركة. فلو افترضنا ثبات مستوى كفاءة المشروع في إدارة حسابات القبض والمخزون، فإن الأصول السائلة والتي تشمل نقدية واستثمارات وأوراق مالية، تحقق عائداً منخفضاً للأصول المتداولة الأخرى بالنسبة للأصول المتداولة فإنه كلما انخفضت نسبة الأصول السائلة إلى إجمالي الأصول كلما ارتفع العائد على إجمالي الأصول، وترتبط الربحية بالأخذ في الاعتبار الخصوم المتداولة بفروق التكاليف بين الطرق المختلفة في التمويل، كما ترتبط بطريقة استخدام الأموال في الفترات التي لا يحتاج المشروع خلالها لهذه الأموال. وبقدر انخفاض تكلفة التمويل الخارجي قصيرة الأجل عن التمويل طويل الأجل فإنه كلما ارتفعت نسبة الخصوم المتداولة

إلى إجمالي الخصوم تزداد ربحية المشروع، كذلك فإن استخدام الاقتراض قصير الأجل على عكس الاقتراض طويل الأجل يحقق في العادة أرباحًا أكبر على أساس أن الديون قصيرة الأجل يتم سدادها في الفترات التي لا يكون هناك حاجة خلالها لهذه الأموال.

وذلك أن عنصر الربحية يتطلب أن تكون نسبة الأصول المتداولة إلى إجمالي الأصول منخفضة، وأن ترتفع نسبة الخصوم المتداولة إلى إجمالي الخصوم، ولكن ارتفاع هذه النسبة سيؤدي إلى نتيجتين:

- ارتفاع الربحية.
- مخاطرة انخفاض سافي رأس المال العامل، أو حتى ظهوره بالسالب مما يؤثر على السيولة في المشروع. وتسبب هذه المخاطرة ما يطلق عليه العسر الفني أي عدم قدرة المشروع عن سداد التزاماته النقدية، والتي تختلف عن العسر المالي، والذي يحدث عندما تكون أصول المشروع أقل من الخصوم التي عليه.

ولذلك فإن تقييم درجة المخاطرة التي يتعرض لها المشروع تتطلب بالضرورة تحليل موقف السيولة في المشروع، وللسيولة بعدان أساسيان وهما:

- الوقت الذي يستغرق في تحويل الأصول إلى النقدية.
- درجة التأكد من المبالغ التي سيحصل عليها المشروع نتيجة التمويل (أي التأكد من سعر التمويل).

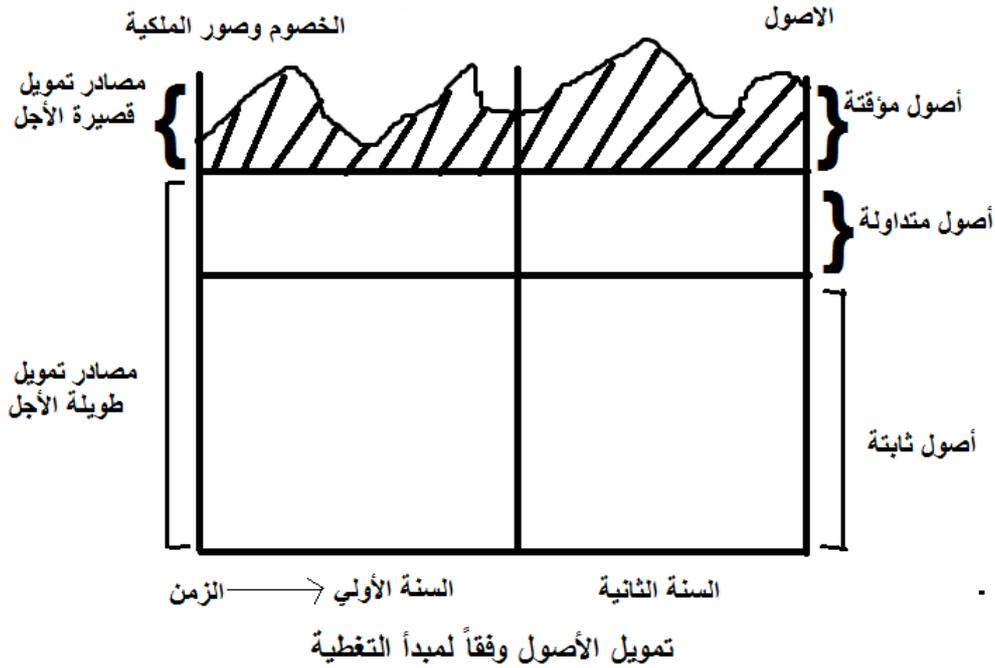
ويمكن توضيح هذه الفكرة بدراسة العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة ومعدلات الاستثمار في العناصر المختلفة المكونة لها.

تمويل الأصول المتداولة:

سبق أن أوضحنا أن الربحية والمخاطرة تؤثر في طريقة تمويل الأصول المتداولة، ولتوضيح ذلك تفصيلاً نفترض أن إحدى الشركات لها سياستها القائمة فيما يتعلق بدفع قيمة المشتريات والأجور والمصروفات الأخرى، وبذلك فإن حجم حسابات الدفع والمستحقات لا تعتبران من مصادر التمويل ويتغيران مع حجم الإنتاج .. فمع زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة تميل حسابات الدفع والمستحقات للزيادة لتمويل جزء من الأصول.

ولكن مبدأ التغطية يقضي بضرورة موازنة توقيت التدفقات النقدية المتولدة من الأصل مع توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويله. وطبقاً لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويل الأجل كالقروض طويلة الأجل بحقوق الملكية. فليس من الحكمة في شيء أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل إذ أن هذا يعني أن تتعهد المنشأة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل بمعدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية.

أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل. فكما سبق الإشارة فإن تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل يترك آثار عكسية على الربحية، ويوضح الشكل التالي سياسة تحويل الأصول وفقاً لمبدأ التغطية.



وبالاعتماد على طريقة التغطية في التمويل فإنه يجب تنظيم جدول الاقتراض والسداد للقروض قصيرة الأجل بطريقة تتماشى مع التغيرات المرتفعة في الأصول المتداولة (مخصوصاً منها المستحقات وحسابات الدفع) أما الأصول الثابتة والأصول المتداولة (مخصوصاً منها حسابات الدفع والمستحقات) فيجب تمويلها عن طريق الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية.

ولكن مبدأ التغطية يتجاهل مدى ميل إدارة الشركة لتحمل المخاطرة، إذ أنه من غير المتوقع أن تتبع المنشأة التي تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة نفس سياسة التمويل التي تتبعها منشأة أخرى تبرهن عليها إدارة تتسم بالمغامرة. لذا يصبح من المنطقي إدخال متغير جديد في قرار تمويل الأصول، وهو مدى استعداد المنشأة لتحمل المخاطر.

فإذا ما تميزت إدارة الشركة بروح المغامرة فإنها قد تذهب في اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك أملاً في زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر. ويوضح الشكل التالي سياسة الإدارة المغامرة في تمويل الأصول المتداولة.



ويشير الخط المتقطع في الشكل السابق إلى ذلك الجزء من الأصول المتداولة الدائمة الذي يتم تمويله بمصادر تمويل قصيرة الأجل مما يعكس روح المغامرة في سياسة إدارة رأس المال العامل في الشركة.

وبالرغم من أن تكلفة الدين قصير الأجل أقل من تكلفة الدين طويل الأجل، إلا أن استخدام الدين قصير الأجل يمكن أن يتضمن مخاطرة أعلى. ولذا فإننا نواجه بوضوح التوازن بين معدل العائد والمخاطرة، أن طبيعة هذا التوازن يظهر في الجدول (٢/٧) في القسم (أ) والقسم (ب).

نفترض أن مجموع أصول الشركة يبلغ ١٠٠ جنيه، نصفها أصول ثابتة والنصف الآخر أصول متداولة، وكذلك نفترض أن الشركة ستحقق ١٥٪ من الربح الصافي قبل الضرائب والفوائد على مجموع الأصول، أي أن:

(صافي الربح قبل الفوائد والضرائب)

$$15\% =$$

مجموع الأصول

وأن نسبة المديونية ٥٠٪ وكذلك نفترض أن الشركة لم تقرر بعد هل تحصل على ديون قصيرة الأجل أو طويلة الأجل. وأن تكلفة الدين قصير الأجل ٧٪ بينما تكلفة الدين طويل الأجل ٦٪ في القسم (أ)، وأن تكلفة الدين قصير الأجل ١٥٪ بينما تكلفة الدين طويل الأجل ١٠٪، ففي ضوء البيانات السابقة يكون تحصيل المخاطرة والعائد في تمويل الأصول المتداولة في كلا الموقفين كالآتي:

جدول (٢/٧) القسم (أ)

بيان	السياسة المحافظة	السياسة المعتدلة	السياسة المغامرة
الأصول المتداولة	٥٠	٥٠	٥٠
الأصول الثابتة	٥٠	٥٠	٥٠
إجمالي الأصول	١٠٠	١٠٠	١٠٠
التزامات قصيرة الأجل (٧٪)	-	٢٥	٥٠
التزامات طويلة الأجل (٦٪)	٥٠	٢٥	-
الديون			
إجمالي الالتزامات ---- ٥٠٪	٥٠	٥٠	٥٠
الأصول			
حق الملكية	-	٥٠	٥٠
إجمالي الالتزامات وحق الملكية	١٠٠	١٠٠	١٠٠
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	١٥	١٥	١٥
الفوائد	٤,٥	٤	٣,٥
الدخل الخاضع للضريبة (وعاء الضريبة)	١,٥	١١	١١,٥
الضريبة (٥٠٪)	٥,٢٥	٥,٥	٥,٧٥
صافي الدخل المتاح لحملة الأسهم العادية	٥,٢٥	٥,٥	٥,٧٥
معدل العائد على حق الملكية	٪١٠,٥	٪٠,١١	٪١١,٥

جدول (٢/٧) القسم (ب)

بيان	السياسة المحافظة	السياسة المعتدلة	السياسة المغامرة
الأصول المتداولة	٥٠	٥٠	٥٠
الأصول الثابتة	٥٠	٥٠	٥٠
إجمالي الأصول	١٠٠	١٠٠	١٠٠
التزامات قصيرة الأجل (٧٪)	-	٢٥	٥٠
التزامات طويلة الأجل (٦٪)	٥٠	٢٥	-
الديون			
إجمالي الالتزامات --- ٥٠٪	٥٠	٥٠	٥٠
الأصول			
حق الملكية	٥٠	٥٠	٥٠
إجمالي الالتزامات وحق الملكية	١٠٠	١٠٠	١٠٠
الأرباح قبل الفوائد والضرائب	١٥	١٥	١٥
الفوائد	٥	٦,٢٥	٧,٥
الدخل الخاضع للضريبة (وعاء الضريبة)	١٠	٨,٧٥	٧,٥
الضريبة (٥٠٪)	٥	٤,٣٧٥	٣,٧٥
صافي الدخل المتاح لحملة الأسهم العادية	٥	٤,٣٧٥	٣,٧٥
معدل العائد على حق الملكية	١٠٪	٨,٧٥٪	٧,٥٪

ويتضح من التحليل السابق أن استخدام الدين قصير الأجل يؤدي إلى عائد على حقوق الملكية، كما كانت تكلفة الدين قصير الأجل أقل من تكلفة الدين طويل الأجل، كما هو في الوضع (أ)، وبالطبع يتزايد معدل العائد على حق الملكية كلما زادت درجة روح المغامرة في سلوك الإدارة في تمويل الأصول المتداولة بمصادر قصيرة الأجل.

ويختلف الوضع تمامًا في حالة ما إذا كانت تكلفة التمويل قصير الأجل أعلى من تكلفة التمويل طويل الأجل، كما هو في الوضع (ب)، فإن استخدام الدين طويل الأجل يؤدي إلى عائد على حقوق الملكية أعلى بكثير مما لو استخدمت الشركة الدين قصير الأجل. وبما أن معدلات الفوائد قصيرة الأجل تخضع إلى تغيرات وتقلبات أكبر وأعظم من المتغيرات في معدلات الفوائد طويلة الأجل، فإن معدل العائد على حقوق الملكية يتقلب بشكل واسع في ظل السياسة المغامرة التي تعتمد بشكل كبير على الديون قصيرة الأجل. وبالإضافة إلى المخاطرة المتضمنة في هذه التقلبات والتغيرات، فإن هناك مخاطر أخرى في استعمال نسبة كبيرة من الديون قصيرة الأجل.

وهناك المخاطرة المتضمنة في احتمال وجود صعوبات تواجه الشركة عندما يأتي ميعاد استحقاق دافع الدين قصير الأجل، أو عندما تضطر الشركة إلى تجديد هذا الدين بمعدل فائدة أعلى من السابق. وبشرح هذه المخاطرة، افترض أن هناك شركتين: الأولى تستخدم نسبة كبيرة من الديون قصيرة الأجل، والثانية تستخدم نسبة كبيرة من الديون طويلة الأجل. وبالمقارنة بالشركة الثانية فإن الشركة الأولى تواجه المخاطرة المتضمنة باحتمال عدم استطاعتها تسديد الدين. وبافتراض أن الدين على الشركة

الأولى يستحق في الوقت الذي تواجه فيه الشركة مشاكل تتعلق بالأيدي العاملة أو الانخفاض في الطلب مبيعاتها أو غيرها من المشاكل التي تؤدي إلى الهبوط في مكاسبها. فالدائنون يدرسون النسب المالية للشركة فيجدون أن نسبة التداول بالشركة الأولى منخفضة فهذا يؤدي إلى الانخفاض في نسبة المديونية، الأمر الذي يزيد من تخوف الدائنين.

وفي حالة كهذه، يمكن أن يوافق الدائنون على تجديد الدين قصير الأجل بمعدل فائدة عالية أو يمكن أن يرفضوا تجديد الدين. وهنا قد تضطر الشركة أما لبيع جزء من الأصول بخسارة كبيرة أو الاقتراض من مصادر أخرى بمعدل فائدة عالية جداً، أو قد تتعرض للإفلاس، في حين تتعرض الإدارة المحافظة لمخاطر أقل.

ثانياً: إدارة النقدية وشبه النقدية

تتجه بعض الشركات في إدارتها لأموالها إلى الاحتفاظ بأقل حد ممكن من النقدية السائلة واستثمار الأموال في أصول أخرى من التي تدر دخلاً لها، إلا أن هذا الاتجاه له خطورته على السيولة في المشروع، ويتطلب المستثمر أحكام الرقابة على الجزء من الأصول المتداولة المستثمر في شكل نقدية وأوراق مالية.

وهناك ثلاثة دوافع للاحتفاظ بنقدية سائلة وهي:

- ١- **دافع المعاملات:** وذلك للاحتفاظ بالأموال لمواجهة أية عمليات جديدة تظهر ضمن المجال الطبيعي لنشاط المشروع، وتشمل احتياجات النقدية في شكل مدفوعات المشتريات أو الأجر أو الضرائب والتوزيعات وغيرها، ويرتبط الرصيد النقدي المطلوب للاحتفاظ به في هذه الحالة بإمكانية موازنة التدفقات النقدية الداخلة، والخارجة من المشروع، في أوقات معينة، كذلك يتوقف الرصيد أيضاً على حجم الأعمال في المشروع فكلما زاد حجم الأعمال كلما زادت الحاجة إلى رصيد نقدي أكبر من حالة المشروعات الصغيرة الحجم. ويرتبط الرصيد أيضاً بطول فترة دورة الأعمال نظراً لأن احتياجات مشروع إلى نقدية لمدة شهر تقل عن احتياجات مدة شهرين وهكذا.
- ٢- **دافع الاحتياط:** ويعني مواجهة التدفقات النقدية غير المتوقعة مثل الفوائد أو الصفقات التجارية. وذلك أنه كلما كان من الممكن التنبؤ بدقة التدفقات النقدية في المشروع كلما انخفض الرصيد النقدي الاحتياطي المطلوب للاحتفاظ به. ويكون للمركز الائتماني للمشروع تأثير في حجم الرصيد النقدي الاحتياطي لأن قدرة المشروع على الحصول على ائتمان والتي تتوقف على مركزه الائتماني تحدد ما إذا كان يجب الاحتفاظ برصيد نقدي قليل أم كبير.
- ٣- **دافع المضاربة:** ويرتبط باستغلال النقدية في الاستفادة من تغير أسعار الأوراق المالية، فعندما تشير التوقعات إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، تميل الشركة إلى الاحتفاظ بنقدية لشراء الأوراق المالية والانتظار لحين ارتفاع الأسعار بعد ذلك، ثم تقوم ببيع هذه الأوراق والاستفادة من فروق الأسعار.

وترتبط كفاءة إدارة النقدية بعاملين أساسيين:

- ١- تطوير وتحسين نظم تحصيل الديون وتنشيطها، مما يساعد على الحصول أموال المشروع بسرعة وعدم تأخيرها لدى العملاء.

٢- وضع نظام للرقابة على المصروفات، ولما كان الهدف من تنشيط التحصيل هو الحصول على الديون بأسرع طريقة ممكنة، فإن الهدف في هذه الحالة هو التقليل بقدر الإمكان من سرعة الانفاق وتكون نتيجة سرعة التحصيل وبطء الانفاق هو توفير أكبر كمية ممكنة من النقدية للمشروع.

ويمكن القول أن الاستراتيجيات الأساسية التي يجب اتباعها بواسطة الشركة في إدارة النقدية هي على الوجه التالي:

- ١- دفع الحسابات الدائنة، أي سداد أوراق الدفع متأخرًا قدر الإمكان دون الإضرار بسمعة الشركة الائتمانية ولكن المقصود بذلك هو الاستفادة من أي خصم نقدي متاح.
- ٢- زيادة معدل دوران البضاعة: بأسرع ما يمكن، مع تجنب مخاطر نفاذ المخزون، والتي يمكن أن تؤدي إلى توقف الإنتاج أو البيع.
- ٣- تحصيل حسابات القبض بأسرع ما يمكن دون فقد المبيعات المستقبلية بسبب الضغط في استخدام وسائل التحصيل.

ويمكن توضيح دلالات هذه الاستراتيجيات بالنظر إلى عملية معدل دوران النقدية.

الدورة النقدية ومعدلات دوران النقدية:

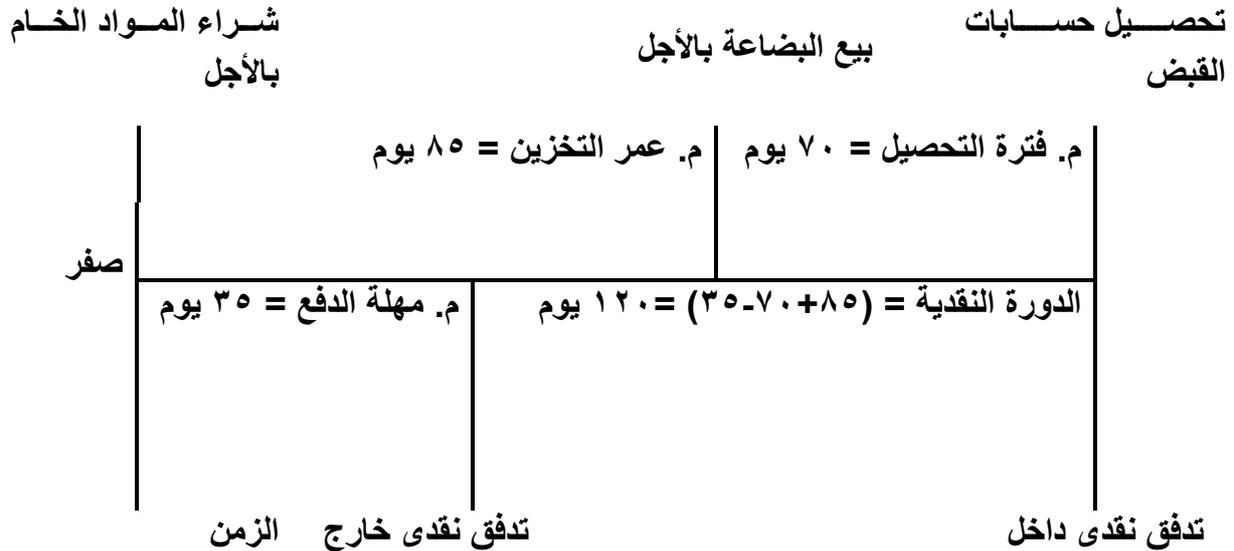
تعرف الدورة النقدية للشركة بأنها كمية الوقت المنقضى منذ قيام الشركة بدفع مصروفات أو نفقات لشراء مواد خام على الوقت الذي يتم فيه تحصيل النقدية نتيجة بيع السلع تامة الصنع، والتي استخدمت فيها المواد الخام. أما معدل دوران النقدية فيشير على عدد المرات التي تدور فيها النقدية في الشركة خلال سنة.

ويمكن توضيح مفهوم الدورة النقدية ومعدلات دوران النقدية بالمثال المبسط التالي:

تقوم شركة س ص ع حالياً بشراء كل المواد الخام اللازمة لها بالأجل، كما تبيع كل البضاعة أيضاً بالأجل. وبالنسبة لشروط الشراء والبيع بالأجل، فإن الشركة مطلوب منها أن يتم الدفع بالنسبة لمشترياتها الأجلة في خلال ٣٠ يوماً من تاريخ الشراء، كما تتطلب الشركة ان يتم الدفع بالنسبة للمبيعات في خلال ٦٠ يوماً وتشير حسابات الشركة فيما يتعلق بمتوسط فترة التحصيل بالنسبة للمبيعات الأجلة، ومهلة الدفع بالنسبة للمشتريات الأجلة أنها سوف تأخذ ٣٥ يوماً بالنسبة لمهلة الدفع وإمكانية سداد قيمة المشتريات، كما ستبلغ متوسط فترة التحصيل ٧٠ يوماً لتحصيل أوراق القبض. وفي استنتاجات أخرى ظهر أنه في المتوسط فإن الفترة المنقضية بين لحظة شراء المواد الخام وبين موعد بيع البضاعة تامة الصنع سوف تصل إلى ٨٥ يوماً - أي أن العمر المتوسط للمخزون يبلغ ٨٥ يوماً.

الدورة النقدية:

يمكن بيان الدورة النقدية للشركة في الشكل البياني التالي:



يتضح من المثال السابق أن هناك ١٢٠ يوماً بين التدفق النقدي الخارج لسداد حسابات الدفع (في اليوم ٣٥) وبين التدفق النقدي الداخل والناجم عن تحصيل حسابات القبض في اليوم (١٥٥) وفي خلال هذه الفترة فإن أموال الشركة تعتبر عاطلة أو غير مستثمرة أو غير مستغلة. وعند النقطة صفر فإن الشركة تقوم بشراء المواد الخام والتي تمثل بداية الزمن لشراء المواد الخام بالنسبة لكمية الإنتاج وتنتهي بالتخزين للبضاعة تامة الصنع ثم البيع وتمثل هذه الفترة متوسط العمر الرسمي للمخزون وهي كما يوضحه الشكل السابق (٨٥ يوماً).

وعندما قامت الشركة من البداية بشراء المواد الخام وذلك عند اليوم (صفر) فقد ظهر حساب دفع دائن. وظل هذا الحساب موجوداً في دفاتر الشركة حتى تم دفعه بعد ٣٥ يوماً من تاريخ الشراء، ومعنى ذلك أن التدفق النقدي الخارج حدث في ذلك الوقت، يضاف على ذلك أنه بعد بيع السلع تامة الصنع (في اليوم ٨٥) فإن الشركة ظهر لها حساب مدين أي حساب قبض وظل هذا الحساب في دفاتر الشركة حتى تم تحصيله في اليوم (٧٠)، معنى ذلك أن التدفق النقدي الداخل حدث بعد (٧٠ يوماً) من بيع البضاعة أي في اليوم (١٥٥) بمعنى أنه انقضت (٧٠) يوماً بعد اليوم (٨٥) وهو يوم البيع.

ويتم حساب الدورة النقدية بإيجاد عدد الأيام - في المتوسط - النقدية بين التدفقات النقدية الخارجية، والمتعلقة بسداد حسابات الدفع وبين التدفقات الداخلة المتعلقة بتحصيل حسابات القبض. وتصل دورة النقدية في الشركة موضوع المثال السابق إلى ٢٠ يوماً (١٥٥ - ٣٥) معدل دوران النقدية.

يمكن حساب معدل دوران النقدية في الشركة بقسمة عدد أيام السنة (٦٣٠) يوماً على الدورة النقدية، أي معدل دوران النقدية = $360 \div 120 = 3$ مرة.

وكلما زاد معدل دوران النقدية في الشركة، كلما قلت حاجة الشركة إلى النقدية المطلوبة، ويمكن القول أن معدل دوران النقدية يشبه معدل دوران البضاعة، ومن ثم يجب زيادته أو الوصول له إلى الحد

الأقصى. ومع ذلك فلا تريد الشركة أن تبدد النقدية أو تظل بلا نقدية، ولذلك فإن المحافظة على حد أدنى من النقدية يعتبر أمرًا ضروريًا.

تحديد الحد الأدنى من النقدية في الشركة:

يمكن التوصل إلى الحد الأدنى التشغيلي من النقدية في الشركة وذلك بقسمة جميع المصروفات السنوية إلى معدل دوران النقدية.

فعلى سبيل المثال، إذا كانت الشركة في المثال السابق، تنفق حوالي ١٢,٠٠٠,٠٠٠ ج في مصروفات تشغيلية في السنة فإن الحد الأدنى المطلوب من النقدية هو ٤ مليون جنيه (١٢٠٠٠٠٠٠ ÷ ٣).

ويعني ذلك أنه إذا بدأت الشركة بحد أدنى من النقدية قدره ٤ مليون جنيه، فإنها يجب أن تكون قادرة، أي يتوفر لديها النقدية الكافية لسداد الالتزامات عندما يحين موعد استحقاقها. ويجب ألا نفترض أي أموال إضافية في هذه الظروف. وإذا كانت تكلفة الفرصة البديلة في الاحتفاظ بالنقدية عبارة عن ٥٪ فإن تكلفة الاحتفاظ بمبلغ ٤ مليون حد أدنى من النقدية عبارة عن ٢٠٠,٠٠٠ جنيه في السنة (٤٠٠,٠٠٠ × ٥٪).

وتتبنى تكلفة الفرصة البديلة (٥٪) في المثال السابق على الحقيقة القائلة بأن الشركة إذا كان لديها الحرية في استخدام ٤ مليون جنيه فإنها كان بإمكانها استثمارها في مجالات أقل خطورة، وتدر عائد قدره ٥٪ في السنة، والذي قد يغطي دين يكلف ٥٪ في السنة. ولذلك طالما أن هناك تكلفة للاحتفاظ بحد أدنى من النقدية - وهي أموال عاطلة - فإن الشركة ينبغي أن تحاول اتباع سياسة من شأنها تقليل الحد الأدنى من النقدية المطلوب قدر الإمكان.

استراتيجيات إدارة النقدية:

يمكن بيان أثر تنفيذ كل استراتيجية من استراتيجيات الإدارة الفعالة للنقدية والمشار إليها في الشركة موضوع المثال السابق فيما يلي:

١- تأخير حسابات الدفع:

أي مد السداد قدر الإمكان، بمعنى دفع المستحقات الممثلة في حسابات الدفع متأخرًا قدر الإمكان، وذلك دون الإضرار بسمعة الشركة الائتمانية. فعلى سبيل المثال، إذا تمكنت الشركة من مد مهلة السداد، أي تأخير سداد حسابات الدفع عن المتوسط الحالي وهو ٣٥ يومًا إلى متوسط ٤٥ يومًا فإن الدورة النقدية للشركة سوف تنخفض إلى ١١٠ يومًا، فمن يتأخر عن سداد حسابات الدفع ١٠ أيام إضافية فإن الشركة تزيد معدل دوران النقدية من الرصيد لأول مرة (٣٦٠ ÷ ١١٠). وسوف يؤدي معدل دوران النقدية إلى تخفيض الحد الأدنى المطلوب من النقدية من ٤ مليون جنيه إلى ٣٦٧٠,٠٠٠ جنيه تقريباً (١٢٠٠٠,٠٠٠ ÷ ٣,٢٧). وعلى ذلك فإن التخفيض في الحد الأدنى الواجب الاحتفاظ به يمثل ادخار سنوي للشركة يصل إلى ١٦٥٠٠ (٣٣٠,٠٠٠ × ٥٪)، والذي يمثل تكلفة الفائدة الناتجة عن الاحتفاظ بالنقود دون استثمار أي تعطيلها. ويمكن تصوير .

هذا الموقف الجديد للشركة في الشكل التالي:

شراء المواد الخام
بالأجل

تحصيل حسابات بيع البضاعة بالأجل
القبض

	م. فترة التحصيل = ٧٠ يوم	م. عمر المخزون = ٨٥ يوم
صفر	الدورة النقدية = (٧٠ - ٤٥ + ٨٥) = ١١٠ يوم	
	م. مهلة الدفع = ٤٥ يوم	
	تدفق نقدي خارج الزمن	تدفق نقدي داخل

ويمكن القول بأن مهلة الدفع بالنسبة للشركة يجب أن تكون واضحة ومعروفة. ومع ذلك فإنه يمكن للشركة أن تتأخر في سداد الحسابات الدائنة، وبناء على ذلك فإن الحالات التي يعتمد الموردين فيها على الشركة اعتمادًا كبيرًا في جزء لا يستهان من أعمالهم، ففي هذه الحالة فقط يمكن للشركة أن تستغل هذه الميزة بمد مهلة الدفع.

ويلاحظ أن الكثير من الشركات تقدم خصومات نقدية كحوافز لعملائها على الدفع في الحال أو بسرعة. وربما إذا رأت الشركة أنها ستحصل على خصم نقدي من الموردين بين نتيجة الدفع المبكر، فيمكن أن تقرر الشركة في هذه الحالة، أن أقل الاستراتيجيات تكلفة أن تدفع مكبرا وتحصل على خصم. وعلى أية حال فإنه في مناسبات محدودة يترك المورد العميل حرا في مد مهلة الدفع، ومنها مثلا أن العمل لا يزال في بداية حياته، أو أن الشركة نامية، وأن العائد المتوقع من مساعدتها سوف يؤدي إلى زيادة المعاملات معها في المستقبل. وبوجه عام فإن استراتيجية تأخير سداد حسابات الدفع هي إحدى الاستراتيجيات التي يمكن أن تأخذها الشركة في الحسبان حتى تتمكن من تخفيض احتياجاتها من النقدية، وبالتالي تخفيض تكاليف التشغيل.

٢- الإدارة الفعالة للإنتاج والمخزون:

الطريقة الثانية لتخفيض الاحتياجات النقدية المطلوبة هو زيادة معدلات دوران المخزون، ويمكن أن يتحقق ذلك بأي من الطرق الآتية:

- زيادة معدل دوران المواد الخام، وذلك باستخدام طرق فعالة للرقابة على المخزون، حيث يمكن زيادة معدل دوران المواد الخام.

- تخفيض دور الإنتاج، ويمكن تحقيق ذلك من خلال تبني طرق أفضل لتخطيط الإنتاج، جدولة الإنتاج، وسائل الرقابة على الإنتاج، كل ذلك يؤدي إلى تخفيض الدورة الإنتاجية. وسوف يؤدي تخفيض دورة الإنتاج إلى زيادة معدل دوران البضاعة تحت التشغيل.
- زيادة دوران البضاعة تامة الصنع: ويمكن للشركة أن تزيد من معدل دوران البضاعة المصنوعة، عن طريق التنبؤ الدقيق بالطلب والتخطيط الدقيق للإنتاج المبني على التنبؤ بالطلب. أيضا فإن الرقابة الفعالة للمخزون من البضاعة تامة الصنع، أي سرعة معدل دوران هذه البضاعة. وبصرف النظر عن اتباع أي من المفاهيم فيما يتعلق بمعدل دوران المخزون الكلي، فإن النتيجة سوف تكون تقليل كمية الأموال النقدية المطلوبة للتشغيل.

فعلى سبيل المثال إذا تمكنت الشركة موضوع المثال السابق من تخفيض متوسط عمر المخزون لديها من المستوى الحالي وهو ٨٥ يوما إلى ٧٠ يوما (أي تخفيض ١٥ يوم) فإن الآثار المترتبة على الحد الأدنى للنقدية المطلوب سوف تكون على النحو التالي:

سوف يكون هناك تخفيض قدره (١٥ يوم) في الدورة النقدية من ١٢٠ يوم إلى ١٠٥ يوم وبالتالي فإن تقليل عمر المخزون في الشركة سيؤدي إلى زيادة معدل دوران النقدية السنوي من المستوى المبدئي له وهو ٣ إلى ٣,٤٣ (٣٦٠ ÷ ١٠٥) ويؤدي زيادة معدل دوران النقدية إلى تخفيض الحد الأدنى من النقدية المطلوب الاحتفاظ به من ٤ مليون جنيه إلى ٣,٥٠٠,٠٠٠ جنيه تقريبا (٣,٤٣ ÷ ٣,٥٠٠,٠٠٠) وكذلك فإن التخفيض في الحد الأدنى من النقدية الواجب الاحتفاظ به ٥,٠٠٠,٠٠٠ جنيه (٤,٠٠٠,٠٠٠ - ٣,٥٠٠,٠٠٠) يمثل مدخرات سنوية بالشركة تصل إلى ٢٥٠,٠٠٠ جنيه (٥,٠٠٠,٠٠٠ × ٥٪) وطالما أن هذا المبلغ ٥,٠٠٠,٠٠٠ جنيه سوف لا يتم الاحتفاظ به وتعطيله فيمكن للشركة أن تحصل على عائد باستثمار هذا المبلغ بنسبة ٥٪ مما سبق يمكن الوقوف على ضرورة وأهمية إدارة الإنتاج والمخزون بفعالية، ويوضح الشكل التالي هذا الموقف الجديد للشركة:

شراء المواد الخام
بالأجل

تحصيل حسابات بيع البضاعة بالأجل
القبض

	م. فترة التحصيل = ٧٠ يوم	م. عمر المخزون = ٧٠ يوم
صفر	الدورة النقدية = (٣٥ - ٧٠ + ٧٠) = ١٠٥ يوم	م. مهلة الدفع = ٣٥ يوم
	تدفق نقدي داخل	تدفق نقدي خارج الزمن

٣- الإسراع بتحصيل حسابات القبض:

الطريقة الثالثة لتخفيض الحد الأدنى من النقدية المطلوبة هي الإسراع في تحصيل حسابات القبض. ويلاحظ أن حسابات القبض – مثلتها مثل المخزون – تمثل أموال عاطلة فإذا تحصلت هذه الأموال يمكن استثمارها في أصول إضافية ندر أرباح للشركة. وتعتبر حسابات القبض من السياسات الأساسية للشركة، ذلك أن تقدين الائتمان للعملاء يمكنها من تحقيق مستويات مرتفعة من المبيعات عما إذا كانت تتبع سياسة حازمة تقوم على البيع نقداً. ويلاحظ أن شروط الائتمان التي تقدمها الشركة تفرضها طبيعة الصناعة التي تعمل فيها الشركة، بمعنى أن شروط الائتمان ترتبط في الواقع بطبيعة السلعة المباعة، وكذلك بطريقة نقلها، وطريقة استخدامها.

ففي الصناعات التي تبيع منتجات غير مميزة أو غير مختلفة فإن شروط الائتمان تعتبر عاملاً أساسياً في المبيعات – وعادة فإنه في هذه الصناعات فإن جميع الشركات تقدم أفضل الشروط الممكنة للائتمان للمحافظة على موقفها التنافسي. أما في الشركات التي تبيع منتجات مختلفة يمكن أن يكون هناك اختلاف أكبر في شروط الائتمان.

ويلاحظ أن شروط الائتمان بالنسبة للشركة يؤثر ليس فقط على نمط المتحصلات، بل أيضاً يؤثر على معايير الائتمان وسياسات التحصيل، ويقصد بمعايير الائتمان معايير الشركة في تحديد من يحصل على الائتمان أي إلى من يتم تقديم الائتمان، أما سياسات التحصيل فتحدد الجهود الذي يبذل بواسطة الشركة لتحصيل حسابات القبض في الحال وعندما يحين موعد استحقاقها.

ويمكن أن تستخدم المتغيرات في شروط الائتمان، معايير الائتمان، وكذلك في سياسات التحصيل يمكن أن تستخدم كل هذه التغيرات في تخفيض متوسط فترة التحصيل مع المحافظة على زيادة الأرباح الكلية للشركة.

فعلى سبيل المثال، تقديم خصم نقدي لتعجيل الدفع، واستخدام معايير ائتمان مفيدة لتخفيض متوسط فترة التحصيل. ومن المهم بالطبع أن تدرس الشركة تأثير من هذه التغيرات مقدماً على مبيعات وأرباح الشركة، ويوضح المثال التالي آثار التحصيل السريع على الحد الأدنى من النقدية المطلوب للتشغيل.

بافتراض أن الشركة موضوع مثالنا السابق، قادرة على تخفيض متوسط فترة التحصيل – عن طريق تغيير شروط الائتمان – من المستوى الحالي وهو (٧٠ يوم) إلى (٥٠ يوم)، فإن ذلك سوف يؤدي إلى تخفيض الدورة النقدية بمقدار (٢٠ يوم) ويصور الشكل البياني التالي الدورة الجديدة.

شراء المواد الخام
بالأجل

تحصيل حسابات بيع البضاعة بالأجل
القبض

	م. فترة التحصيل = ٥٠ يوم	م. عمر المخزون = ٨٥ يوم
صفر	الدورة النقدية = (٣٥ - ٥٠ + ٨٥) = ١٠٠ يوم	
	م. مهلة الدفع = ٣٥ يوم	
	تدفق نقدي خارج الزمن	تدفق نقدي داخل

ويلاحظ أن التخفيض في متوسط فترة التحصيل من ٧٠ يوم إلى ٥٠ يوم قد أدى إلى زيادة معدل دوران النقدية من مستواه المبدئي مع مرات إلى ٣,٦ مرة (٣٦٠ ÷ ١٠٠) ويؤدي معدل دوران النقدية المتزايد إلى تخفيض الحد الأدنى للنقدية المطلوب من ٤ مليون إلى ٣٣٣٠٠٠٠٠ جنيه تقريباً (٣,٦ ÷ ١٢٠٠٠٠٠٠) ويمثل التخفيض في الحد الأدنى للنقدية ٦٧٠٠٠٠٠ جنيه (٤٠٠٠٠٠٠٠ - ٣٣٣٠٠٠٠٠) ويحقق ذلك وفورات سنوية للشركة تصل إلى ٣٣٥٠٠ جنيه (٥٪ × ٦٧٠٠٠٠٠).

وبناء عليه فإنه عن طريق الإسراع بتحصيل حسابات القبض بمدة ٢٠ يوم فإن الشركة تحرر أموال قدرها ٦٧٠٠٠٠٠ جنيه. وفورات ٣٣٥٠٠ جنيه) والتي يمكن استثمارها في أصول أخرى تدر عائداً، أو يمكن أن تستخدم في إعادة سداد الديون. وهكذا فإن الإدارة الفعالة لحسابات القبض تؤدي إلى وفورات مالية مؤكدة للشركة.

ومع ذلك فإنه عند تنفيذ هذه السياسات يجب أن توجه العناية والاهتمام إلى عدم الإضرار بسمعة الشركة الائتمانية، عن طريق التأخير الأكثر من اللازم في سداد حسابات الدفع، وكذلك تجنب نفاذ المخزون أو توقف الإنتاج نتيجة الاحتفاظ بمخزون أقل من اللازم، بمعنى أن تصاحب اتباع هذه السياسات، سياسة فعالة في إدارة المخزون، وهو موضوع النقطة الأخيرة في هذا الفصل.

الفصل الثامن تكلفة الأموال

الفصل الثامن

تكلفة الأموال

مقدمة:

يعتبر موضوع تكلفة التمويل من الموضوعات الأساسية لدارسي الإدارة المالية لاعتبارات أهمها (١):

- ١- أن قرارات الموازنة الرأسمالية لها تأثير رئيسي على الشركة، وأن اعداد الموازنة بشكل صحيح يتطلب تقدير التكلفة التمويل.
- ٢- أن الهيكل المالي يمكن أن يؤثر على كل من حجم ودرجة المخاطرة لأرباح الشركة ومن ثم قيمة الشركة، حيث أن تكلفة التمويل يعتبر أمراً مفيداً في اتخاذ قرارات تتعلق بهيكل التمويل.
- ٣- أن هناك عدد من القرارات الأخرى تتطلب تقديراً لتكلفة التمويل مثل: القرارات المتعلقة بالاستئجار، واسترداد السندات، وسياسة رأس المال العامل.

ويمكن تعريف تكلفة الأموال بأكثر من طريقة، فهي المعدل الذي يتعين على الشركة دفعه، صراحة أو ضمناً، للمستثمرين في أموالها، واصلاح الأموال هنا يمثل الأموال المستخدمة في تمويل أصول الشركة وعملياتها، ويمكن تعريف تكلفة الأموال أيضاً بأنها معدل العائد الذي يطلبه مقدمو التمويل للشركة، وأخيراً، فإن تكلفة الأموال يمكن النظر إليها بأنها الحد الأدنى من العائد المطلوب أن تكسبه الشركة على استثماراتها الجديدة من أجل المحافظة على القيمة السوقية لأسهمها العادية.

وسوف نتناول موضوع تكلفة التمويل طبقاً لتصنيف مصادر التمويل وحسب أولوية سداد الالتزامات تمهيداً للوصول الى تكلفة المزيج من مصادر التمويل، او المتوسط المرجح لتكلفة الأموال وذلك على النحو التالي:

- تكلفة التمويل بالاقتراض .
- تكلفة التمويل بالسندات .
- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة .
- تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة .
- تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة .
- المتوسط المرجح لتكلفة الأموال .

أولاً : تكلفة التمويل بالاقتراض (١)

يؤكد أغلب الكتاب أن تكلفة أموال المقترضة تعتبر اسهل أنواع الأموال في حساب تكلفتها وذلك لأن سعر الفائدة تحدد بشكل واضح في عقد المديونية، ولذلك يعتبرونها مشكلة واضحة تماماً عن

(١) د . خليل سيد محمد الحساني ، مرجع سبق ذكره ، ص ٧٤ .

(١) المرجع السابق ، ص ٧٨ - ٧٩

غيرها ، وهناك إجماع على أن حسابات تكلفة الأموال المقترضة يجب أن تتم بعد الضرائب ، وذلك على اعتبار أن متخذ القرار يأخذ الآثار الضريبية على أن تكلفة الاقتراض تعتبر من المصروفات الواجب خصمها للأغراض الضريبية وبالتالي كلما زادت قيمة الفوائد المدفوعة على القرض انخفضت مدفوعات الضرائب ، وعلى هذا الأساس فإن تكلفة الأموال المقترضة والسندات بصورتها الاولية والتي تتمثل في سعر الفائدة تحتسب كالاتي :

قيمة الفائدة على القرض × (١- معدل الضريبة)

$$\text{تكلفة التمويل بالقرض} = \frac{100 \times \text{مبلغ القرض}}{100}$$

وحيث أن الفائدة غالباً ما يتم خصمها قبل منح الاقتراض فإن تكلفة الاقتراض يتم حسابها في هذه الحالة على النحو التالي :

قيمة الفائدة على القرض × (١- معدل الضريبة)

$$\text{تكلفة التمويل بالقرض} = \frac{100 \times \text{مبلغ القرض} - \text{مبلغ الفائدة}}{100}$$

وفي هذه الحالة يطلق على سعر الفائدة " سعر الفائدة المؤثر " ويمكن توضيح الفكرة السابقة بالمثال التالي:

بفرض أن إحدى الشركات حصلت على قرض قيمته ٢٠٠٠٠ جنيه من أحد البنوك في أول يناير ٢٠٠٨ ، وفي آخر ديسمبر ٢٠٠٨ بلغت الأرباح قبل الفوائد الضرائب ١٠٠٠٠٠٠ جنيه وأن الاقتراض تم بمعدل فائدة ١٥٪ ، والمطلوب تحديد تكلفة الاقتراض بافتراض أن معدل ضريبة الأرباح التجارية والصناعية ٢٥٪ في هذه الحالة نجد أن فوائد القرض سوف تؤثر على وعاء الضريبة لأنها سوف تخصم من الأرباح قبل الفوائد والضرائب كالاتي :

الأرباح قبل الضرائب = ١٠٠٠٠٠٠ - ٣٠٠٠٠ (الفوائد) = ٩٧٠٠٠٠ جنيه وهذه الأرباح سوف تكون وعاءً لضريبة قدرها ٢٥٪ وعليه يكون الربح بعد الفوائد والضرائب كالاتي :

٩٧٠٠٠ - ٢٤٢٥٠ (الضرائب) = ٧٢٧٥٠ ج ويكون الوفر الضريبي المتحقق نتيجة الاقتراض كالاتي :

الوفر الضريبي = ٢٥٠٠٠ - ٢٤٢٥٠ = ٧٥٠ ج

ومن ثم تكون الفوائد الحقيقية = ٣٠٠٠ - ٧٥٠ جنيه = ٢٢٥٠ ج وهي تمثل الفوائد المؤثرة .

٢٢٥٠

$$\text{تكلفة التمويل بالقرض} = \frac{100 \times 2250}{3000 - 20000} = 13,2\%$$

ثانياً: تكلفة التمويل بالسندات

حساب تكلفة السند قبل الضرائب :

يمكن حساب هذه التكلفة من المعادلة التالية :

$$\text{تكلفة السند قبل الضرائب} = \frac{\text{ف} + (\text{س} - \text{ص}) \div \text{ن}}{2 \div (\text{ص} + \text{س})}$$

حيث:

ف = مقدار الفائدة السنوية المدفوعة .

س = القيمة الاسمية للسند .

ص = صافي ثمن بيع السند بعد خصم المصاريف الإصدار

ن = الفترة الزمنية للاحتفاظ بالسند .

مثال:

تخطط شركة أحمد لإصدار سندات استحقاقها بعد ٢٥ سنة وتبلغ القيمة الاسمية لكل سند ١٠٠٠ جنيه ومعدل الكوبون عليها ٩,٥% ومن المتوقع أن يتم بيع السند بنسبة ٩٨% من قيمته الاسمية ، وتم تقدير تكاليف الإصدار لهذه السندات فكانت ٢٦ ج لكل سند. احسب التكلفة التقريبية لهذا السند قبل الضرائب .

الحل

$$\text{ثمن بيع السند} = 1000 \times 98\% = 980 \text{ ج}$$

$$\text{صافي ثمن بيع السند بعد خصم مصاريف الإصدار} = 980 - 26 = 954 \text{ ج}$$

$$\text{مقدار الفوائد المدفوعة} = 9,5\% \times 1000 = 95 \text{ ج}$$

$$\text{تكلفة السند قبل الضرائب} = \frac{95 + (954 - 1000) \div 25}{2 \div (954 + 1000)} = 9,91\%$$

حساب تكلفة السند بعد الضرائب :

لما كانت فوائد الديون من المصاريف الواجبة الخصم لأغراض الضرائب، لذلك يتعين إجراء تعديل على تكلفة السند لتعكس هذه المعالجة الضريبية لفوائد القروض عموماً .

ويتم حسابها كما يلي :

تكلفة السند بعد الضرائب = تكلفة السند قبل الضرائب (١- سعر الضريبة)

مثال :

احسب تكلفة السند الحقيقية (بعد الضرائب) في المثال السابق . علماً بأن سعر الضريبة ٤٠٪.

الحل

التكلفة الحقيقية للسند بعد الضرائب = ٩,٩١ % (١ - ٤٠٪) = ٥,٩٥٪ تقريباً

ثالثاً : تكلفة الأسهم الممتازة

هي الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون في هذه الاسهم حتى يقبلوا على شرائها، فمن المعروف أن الأسهم الممتازة جزء من هيكل التمويل الدائم للشركة ، ولكن لا يتكرر إصدارها كثيراً والأسهم الممتازة هي ورقة مالية خليط *Hybrid* ، تجمع خصائص كل من السندات والأسهم العادية (١) ، كما أن معظم هذه الاسهم لها نسبة أرباح ثابتة ومحددة ، ولا يوجد لها تاريخ استحقاق معين ، كما أن توزيعاتها لا تتم إلا بعد استيفاء مدفوعات الفوائد ، ولكنها تتقدم على مدفوعات الأرباح الموزعة للأسهم العادية ، وبالتالي من منظور المخاطرة فهي تقع في مكان ما بين السندات والأسهم العادية . ويتم تكلفة الاسهم الممتازة الجديدة من المعادلة الآتية:

$$\text{تكلفة التمويل بالسهم الممتاز الجديد} = \frac{\text{ت}}{\text{س}}$$

حيث :

ت = توزيعات الأرباح السنوية المحددة .

س = ثمن بيع السهم .

ولتوضيح ذلك نفترض أن المنشأة أصدرت اسهماً ممتازة ببيعت بسعر ٤٠ جنيه للسهم وذلك مقابل حصول حاملها على توزيعات (كوبون سنوي) قدرها ٦ جنيه ، إذن تكلفة التمويل لهذه الاسهم يتم حسابها كالتالي :

(١) د . عبد الناصر طه إبراهيم ، التمويل والإدارة المالية ، (اسويط : بدون ناشر ، ٢٠٠٠) ص ٢٦٥ .

$$\text{تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{٦}{٤٠} \times ١٠٠ = ١٥\%$$

لقد افترضنا في المثال السابق أن السهم سيتم بيعه بنفس قيمته الاسمية ، الا أن الواقع العملي ليس كذلك حيث تكون القيمة الفعلية للمتحصلات من بيع هذه الاسهم تقل عن قيمتها الاسمية ويتمثل الفرق في تكاليف والعمولات والخصومات وبالتالي يجب أخذ هذا العنصر في الاعتبار عند حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وذلك على النحو التالي^(١) :

$$\text{تكلفة التمويل بالسهم الممتاز} = \frac{\text{ت}}{\text{س (١-د)}}$$

ولتوضيح هذه الفكرة نضيف الى مثالنا السابق افتراض أن نسبة المصروفات الخاصة بالإصدار الى القيمة السوقية بلغت ١٠٪ إذن التكلفة الحقيقية للاسهم الممتازة تصبح :

$$\text{تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{٦}{٤٠ (١-١٠\%)} \times ١٠٠ = ١٦,٦\%$$

رابعاً : تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة

هي معدل العائد الذي يطلبه المساهمون على السهم العادي الموجود حالياً للشركة فالأرباح المحتجزة هي ذلك الجزء من الأرباح الصافية بعد الضرائب ، والذي قامت الشركة باحتجازه بدلاً من توزيعه على حملة الاسهم وذلك بهدف استخدامه في تمويل استثمارات مستقبلية ،ومن الملاحظ أن قياس تكلفة هذه الارباح أمر بالغ الصعوبة لأنه لا توجد اسعار سوقية لها ، ومع ذلك، لا يمكن اعتبار أن هذه الأموال أموالاً مجانية ، لأن هناك تكلفة فرصة بديلة لاحتجاز هذه الارباح داخل الشركة ، هذه التكلفة تمثل الحد الأدنى من العائد الذي كان يمكن لمساهمي الشركة تحقيقه على الاستثمارات البديلة والتي تحمل نفس القدر من المخاطرة .

طرق حساب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة :

هناك طرق عديدة لحساب تكلفة الارباح المحتجزة مثل :نموذج جوردن للنمو الثابت . ونموذج تسعير الاصول الرأسمالية وطريقة بدل المخاطرة العام . ومؤشر الربح الى السعر ، والواقع أن كل هذه الاساليب تقريبية لحساب تكلفة الارباح المحتجزة الجديدة او الاضافية ، وذلك في حالة واحدة فقط

(١) د . عبد الغفار حنفي ، د . سمية زكى قرياقص ، مدخل معاصر في الإدارة المالية ، ٢٠٠٢ ، ص

وهي استخدام هذه الأموال في الحصول على أصول تتساوى درجة مخاطرتها مع مخاطرة الأصول الحالية في الشركة ، ونعرض فيما يلي لهذه الطرق بشيء من التفضل :

١- نموذج جوردن للنمو الثابت :

يفترض هذا النموذج أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت سنوياً والصورة العامة لهذا النموذج هي :

$$\text{تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة} = \text{ن} + \frac{\text{د}}{\text{س صفر}}$$

حيث :

د = التوزيعات المتوقعة الحصول عليها العام القادم ، ويتم حسابها كما يلي :

$$\text{د} = \text{د صفر} (1 + \text{ن}) \text{ حيث د صفر} = \text{التوزيعات الحالية}$$

$$\text{س صفر} = \text{السعر الجاري للسهم في السوق}$$

$$\text{ن} = \text{معدل النمو الثابت في التوزيعات}$$

مثال :

إذا علمت ان سهم شركة جنوب الوادي يباع في السوق بمبلغ ٤٥ ج ومن المتوقع أن توزع ارباحاً للسهم في العام القادم ٣,٦ ج ومعدل النمو للتوزيعات ٥٪

المطلوب : حساب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة

الحل

$$\text{تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة} = \frac{3,6}{45} + 5\% = 13\%$$

٢- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية :

يزودنا نموذج تسعير الأصول بالحد الأدنى للعائد الذي ينبغي تحقيقه لتعويض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تجنبها وهي التي لا تقاس بمعامل بيتا (١) .

(١) د . منير صالح هندي ، الإدارة المالية : مدخل تحليلي معاصر ، (الاسكندرية : المكتب العربي الحديث ، ١٩٩١) ص ٤٤٠ .

وبالتالي فإن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة هنا يمكن أن تحسب من خلال إضافة بدل الخطر
السوقي للسهم الى معدل العائد الحالي من الخطر كما يلي :

$$\text{تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة} = \text{ع} + (\text{غ} - \text{ع} \times \text{س})$$

حيث :

ع = معدل العائد الخالي من الخطر

غ = متوسط عائد محفظة السوق

س = معامل بيتا للسهم

مثال :

إذا قدرت شركة المهندس للصناعات الالكترونية معدل العائد الخالي من الخطر ، والذي يقاس
بمعدل العائد على سندات الخزانة بـ ٦٪ ومتوسط عائد محفظة السوق ١٢٪ ومعامل بيتا لسهم الشركة
١,٢ فما هي تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة ؟

الحل

$$\text{تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة} = ٦\% + (١٢\% - ٦\%) \times ١,٢ = ١٣,٢\%$$

٣- طريقة بدل المخاطرة العام :

وهي طريقة ذاتية يتم استخدامها لتقدير معدل العائد المطلوب على الارباح المحتجزة وترتكز على
أن معدل العائد المطلوب يساوى معدل عائد أساسي زائد بدل مخاطرة ، والعائد الأساسي غالباً ما
يكون عائد السندات الحكومية أو عائد السندات التي تملكها الشركة ، أما بدل المخاطرة فيتم تقديره
عموماً من خلال إضافة نقط تتراوح ما بين ١٪ الى ٥٪ الى المعدل الأساسي ، ومن الطبيعي أن يتغير
هذا البديل عبر الزمن .

ويمكن التعبير عن هذه الطريقة كما يلي :

$$\text{تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة} = \text{ع أساسي} + \text{ب}$$

حيث :

ع = العائد الأساسي للسندات طويلة الأجل

ب = بدل المخاطرة

مثال :

إذا علمت أن شركة راديو وتيلفزيون العرب سندات طويلة الأجل بمعدل فائدة ٩,٥٪، وتقدير إدارة الشركة أن تكلفة الأموال المملوكة لديها تتطلب إضافة ٣٪ زيادة على عائد سنداتها

المطلوب : احسب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة ؟

الحل

$$\text{تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة} = ٩,٥\% + ٣\% = ١٢,٥\%$$

٤- طريقة معدل الأرباح الى السعر :

هي طريقه بسيطة لتقدير تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة ، وتعتمد على مقلوب مضاعف ربحية الشركة ، أي معدل السعر/ الربح وتتميز هذه الطريقة بسهولة حسابها ، لأنها تعتمد على معلومات جاهزة ومتاحة ، ولكن من أهم الانتقادات الموجهة إليها أنها غير مناسبة في حالة الشركة التي تحقق خسائر، حيث أنها ستولد تكلفة تمويل بالأرباح المحتجزة سالبة .

ويتم حسابها كما يلي :

$$\text{تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة} = \frac{\text{ر}}{\text{س صفر}}$$

حيث

ر = ربحية السهم الواحد .

س صفر = السعر الجاري للسهم في السوق .

مثال :

توفرت لديك البيانات التالية عن شركة السادس من أكتوبر للأغذية المحفوظة :

- ربحية السهم في الشركة العام الماضي ٦,٥ ج .

- سعر السهم في السوق ٤٥ ج .

المطلوب : احسب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة ؟

الحل

$$\text{تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة} = \frac{٦,٥}{٤٥} = ١٤,٤٤\%$$

من الواضح أن هناك نتائج مختلفة عند حساب تكلفة الأرباح المحتجزة ، ويرجع ذلك إلى اختلاف الطرق المستخدمة ، فالطرق الأربعة السابقة يمكن تلخيص نتائجها كما يلي :

<u>الطريقة المستخدمة</u>	<u>تكلفة التمويل (%)</u>
● نموذج جوردن للنمو الثابت	١٣
● نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	١٣,٢
● عائد السند زائد بدل المخاطرة	١٢,٥
● مؤشر ربحية السهم / سعر السهم	١٤,٤٤

خامساً : تكلفة الأسهم العادية الجديدة

وهي أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة بمقدار تكلفة الإصدار الجديد من الأسهم العادية الجديدة يجب تعديلها لتعكس تكاليف الإصدار الخاصة بها ، وهذه التكاليف تشمل الخصومات الممنوحة لإغراء المستثمرين – والمتمثلة في بيع السهم بأقل من سعره الحالي في السوق- على الشراء وأتعاب أمناء الاكتتاب أو ضامني التمويل مقابل خدماتهم لتسويق هذا الإصدار ، ويمكن التعبير عن هذه التكلفة على النحو المبين أدناه :

$$\text{تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة} = \frac{\text{د}}{\text{ص}} + \text{ن}$$

حيث:

د = توزيعات الأرباح المتوقعة خلال السنة.

ص = صافي ثمن بيع السهم بعد خصم تكاليف الإصدار.

ن = معدل النمو المتوقع للتوزيعات.

مثال:

قدمت إليك البيانات التالية والخاصة بشركة الرحاب للإنتاج الإعلامي: يبلغ سعر السهم في السوق ٤٥ ج ، ومعدل النمو المتوقع في التوزيعات ٥٪، وستدفع الشركة ٣,٦٠ توزيعات أرباح في العام القادم ، فإذا علمت أن بيع أسهم عادية جديدة يتضمن خصم قدره ١ ج ، لكن سهم وأتعاب ضمان ٠,٨ ج أيضاً، أحسب تكلفة السهم العادي الجديد من هذا الإصدار.

الحل

$$\text{صافي ثمن بيع السهم} = ٤٥ - (٠,٨ + ١) = ٤٣,٢ \text{ ج}$$

$$\text{تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة} = \frac{3,6}{43,2} + 5\% = 13,33\%$$

سادساً: المتوسط المرجح لتكلفة الأموال

بعد أن تم حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل الدائمة في الشركة ، فإن الخطوة التالية هي حساب المتوسط المرجح لتكلفة الأموال أو كما يقال تكلفة الأموال في الشركة ، أو تكلفة الأموال الكلية ، فهي المتوسط المرجح لتكاليف مصادر التمويل طويلة الأجل في الشركة ، حيث يتم ترجيح تكلفة كل مصدر بأهميته النسبية بالنسبة لإجمالي الأموال المستخدمة ، والتكلفة المرجحة للأموال بهذا المعنى يمكن حسابها سواء بالنسبة للتمويل الحالي للشركة أو للتمويل الجديد المزمع الحصول عليه . كما يجب ملاحظة أن تكلفة الأموال التي حصلت الشركة عليها في فترات سابقة لا يمكن استخدامها في صناعة واتخاذ القرارات الحالية فهي تكاليف غير مرتبطة ، لأنها تمثل تكاليف تاريخية أو تكاليف مستغرقة .

١- تحسب تكلفة المرجحة للأموال من خلال ضرب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل في أهميته النسبية (أو الوزن) في هيكل تمويل الشركة ثم يتم تجميع القيم المرجحة معاً .

ومن الضروري أن يكون مجموع الأوزان واحد صحيح ، أو ١٠٠٪ لأن جميع مكونات هيكل التمويل الدائم قد تم أخذها في الحسبان ، ويمكن حسابها من خلال المعادلة التالية :

$$\text{المتوسط المرجح لتكلفة الأموال} = \text{مـجـ ن (و ن X ت ن)}$$

حيث :

ون = ١ و ، ٢ و ، ... ون وهي تكلفة كل مصدر تمويلي بعد الضرائب .

ت ن = ١ ت ، ٢ ت ، ... ت ن وهي تكلفة كل مصدر تمويلي بعد الضرائب .

ن = عدد مصادر التمويل المستخدمة .

٢- هناك نظامين للترجيح عند حساب المتوسط المرجح لتكلفة الأموال وهما: الأوزان التاريخية ، والأوزان المستهدفة^(١) .

● نظام الأوزان التاريخية :

(١) د . منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، (الاسكندرية : منشأة دار المعارف ، ١٩٩٨) ، ص ٨٥ - ٩٠ .

يعتمد هذا النظام على مكونات هيكل التمويل الحالي للشركة حيث يسود الاعتقاد بأن الهيكل الأمثل ، وبالتالي يتعين استخدام أوزانه التاريخية ، والهيكل الأمثل هو ذلك التركيبة من الديون والملكية والتي تتحقق في نفس الوقت كل من تعظيم القيمة السوقية للشركة وتخفيض الى حد أدنى حد التكلفة المرجحة للأموال فيها ولو قررت الشركة استخدام نظام الاوزان التاريخية ، فهناك بدلين ، وهما أوزان القيم الدفترية ، وأوزان القيم السوقية :

- نظام أوزان القيم الدفترية :

تقيس هذه أوزان النسبة الفعلية لكل نوع من أنواع التمويل الدائم في هيكل تمويل الشركة ، ويتم الحصول عليها من القيم المحاسبية الظاهرة في ميزانية الشركة ، ومما لاشك فيه أن أوزان القيم الدفترية تتميز بسهولة حسابها ، وأنها تظل ثابتة نسبياً عبر الزمن لأنها لا تعتمد على اسعار السوق ، ومع ذلك ، فإن هذه الأوزان لا تعبر عن التكلفة المرجحة للأموال ، لأنها تتجاهل تغيير القيم تغير القيم السوقية للسندات و الملكية عبر الزمن ، وبناء عليه فإن أوزان القيم الدفترية قد لا توفر تكلفة أموال يمكن استخدامها في تقييم الاستراتيجيات الحالية في الشركة .

مثال :

بافتراض أن مكونات هيكل تمويل شركة محمد وكذلك تكلفة مصادر التمويل الجديدة كانت على النحو التالي :

التكلفة (%)	القيم الدفترية بالجنيه	مصادر التمويل
٦,٦٠	١٥٠٠٠٠٠٠	سندات (١٠٠٠ ج قيمة اسمية للسند كوبون ٩,٥٪)
١٠,٢١	٥٠٠٠٠٠٠	أسهم ممتازة (٢٠٠٠٠٠٠ سهم بسعر السهم الواحد ٢٥ ج)
١٢,٣٣	٢٠٠٠٠٠٠٠	أسهم عادية (١٠٠٠٠٠٠٠ سهم بسعر ٢٠ ج)
١٣	١٠٠٠٠٠٠٠	أرباح محتجزة
---	ج ٥٠٠٠٠٠٠٠	إجمالي

في هذه الحالة يتم حساب أوزان تكلفة الأموال في هذا الهيكل عن طريق قسمة القيمة الدفترية لكل مكون فيه على إجمالي الأموال في الهيكل كما يلي:

$$\text{وزن السندات} = \frac{١٥٠٠٠٠٠٠}{٥٠٠٠٠٠٠٠} = ٣٠\%$$

$$\begin{aligned} \text{وزن الاسهم الممتازة} &= \frac{500000}{5000000} = 10\% \\ \text{وزن الاسهم العادية} &= \frac{2000000}{5000000} = 40\% \\ \text{وزن الارباح المحتجزة} &= \frac{1000000}{5000000} = 20\% \end{aligned}$$

فإذا رغبت شركة محمد في الحصول على أموال جديدة وبنفس نسب القيم الدفترية الحالية ، فإن تكلفة الأموال المرجحة لهذه الأموال يتم حسابها كما يلي:

$$\text{تكلفة الأموال المرجحة} = (0,10 \times 0,10) + (0,40 \times 0,20) + (0,30 \times 0,30) = 0,1333$$

أو $0,1093$ أو $10,93\%$

- نظام أوزان القيم السوقية :

تقيس هذه الاوزان النسبة الفعلية لكل نوع من انواع التمويل الدائم في هيكل تمويل الشركة وذلك بأسعار السوق لهذه الانواع ومن الواضح ان الاوزان المرتكزة على القيم الدفترية وذلك من الناحية النظرية ، لأنها توفير تقديرات المستثمرين للعوائد المطلوبة على هذا التمويل ومع ذلك فإن هذه الاوزان اقل استقراراً من اوزان القيم الدفترية ، لأن اسعار السوق تتغير بشكل مستمر .

مثال :

بالرجوع الى المثال السابق لنفرض أن اسعار السوق للأوراق المالية لشركة محمد ما يلي :

السندات = ٩٨٠ ج للسند الواحد

الأسهم الممتازة = ٢٥ ج للسهم الواحد

الأسهم العادية = ٤٥ ج للسهم الواحد

وبالتالي يمكن حساب القيمة السوقية لكل مصدر تمويلي كما يلي :

مصادر التمويل	عدد الاوراق المالية (١)	سعر السوق (٢)	القيمة السوقية (١)×(٢)
السندات	١٥٠٠٠	ج ٩٨٠	ج ١٤٧٠٠٠٠٠
الاسهم الممتازة	٢٠٠٠٠٠	٢٥	٥٠٠٠٠٠٠
الاسهم العادية	١٠٠٠٠٠٠	٤٥	٤٥٠٠٠٠٠٠
إجمالي			ج ١٤٧٠٠٠٠٠

ملحوظة :

بالنسبة للأرباح المحتجزة فلا يوجد لها قيمة سوقية منفصلة لأن هذه القيمة تم جمعها في قيمة الاسهم العادية ، لذلك لكي نحسب التكلفة المرجحة للأموال ، يتعين تقسيم القيمة السوقية للأسهم العادية وهي ٤٥٠٠٠٠٠٠ ج بين الاسهم العادية والارباح المحتجزة ولذلك باستخدام التوزيع النسبي لكل منهما بالنسبة لإجمالي قيمته الدفترية ، وفي مثالنا هذا فإن نسبة الاسهم العادية تبلغ الثلثين (٢٠٠٠٠٠٠٠ ج ÷ ٣٠٠٠٠٠٠٠ ج) ونسبة الارباح المحتجزة هي الثلث (١٠٠٠٠٠٠٠ ج ÷ ٣٠٠٠٠٠٠٠ ج) وعلى هذا تصبح القيمة السوقية للاسهم العادية موزعة كالتالي :

٣٠٠٠٠٠٠٠ ج أسهم عادية

١٥٠٠٠٠٠٠ ج أرباح محتجزة

٤٥٠٠٠٠٠٠ ج إجمالي

ويتم حساب اوزان هذا الهيكل على اساس القيم السوقية بنفس الطريقة السابقة كالتالي :

$$\text{وزن السندات} = \frac{١٤٧٠٠٠٠٠}{٦٤٧٠٠٠٠٠} = ٠,٢٢٧$$

$$\text{وزن الاسهم الممتازة} = \frac{٥٠٠٠٠٠٠}{٦٤٧٠٠٠٠٠} = ٠,٠٧٧$$

$$\text{وزن الاسهم العادية} = \frac{٣٠٠٠٠٠٠٠}{٦٤٧٠٠٠٠٠} = ٠,٤٦٤$$

$$\text{وزن الارباح المحتجزة} = \frac{١٥٠٠٠٠٠٠}{٦٤٧٠٠٠٠٠} = ٠,٢٣٢$$

وإذا قررت شركة محمد الحصول على أموال جديدة باستخدام نسب القيم السوقية ، فإن تكلفة الأموال المرجحة تصبح كما يلي :

$$\text{تكلفة الأموال المرجحة} = (0,13 \times 0,232) + (0,13 \times 0,232) = 0,1150 \text{ أو } 11,50\%$$

• نظام الاوزان المستهدفة :

وتعتمد هذه الاوزان على هيكل التمويل الذي ترغبه الشركة ، فالشركة التي تستخدم هذا النظام تحدد مقدماً نسباً الى التمويل تعكس هيكل التمويل الامثل الذي تراه وترغب في تحقيقه ، ويترتب على ذلك أن التمويل الجديد والإضافي سيتم الحصول عليه بنفس نسب الهيكل المستهدف ، والذي يمثل الهيكل المستهدف لها ويلاحظ ان الاوزان المستهدفة ليست بالضرورة ان تكون مماثلة للأوزان التاريخية (الدفترية والسوقية) وبالتالي أن تكلفة الأموال المرجحة ستختلف باختلاف نظام التوزيع المستخدم ، ومع ذلك فان من الناحية النظرية فإن النظام المفضل هو الاوزان المستهدفة المبنية على اساس القيم السوقية ، فإذا تم استخدامها فإن تكلفة الأموال تصل الى حدها الأدنى ، وفي نفس الوقت ، يحقق سعر السهم العادي أكبر قيمة له في السوق المالية.

مثال:

بالرجوع الى مثالنا السابق قررت شركة محمد أن هيكل تمويلها كما يلي ٤٠٪سندات ١٥٪ اسهم ممتازة ، ٥٠٪ اسهم عادية ، وترغب الشركة في المحافظة عليه عند حصولها على تمويل طويل الاجل في المستقبل وتتوقع الشركة أن الارباح المحتجزة التي ستتوفر لديها ستكون كافية بحيث باستخدام تكلفتها كتكلفة للاسهم العادية ، في هذه الحالة يمكن حساب تكلفة الأموال المرجحة كما يلي :

$$\text{تكلفة الأموال المرجحة} = (0,13 \times 0,40) + (0,13 \times 0,10) + (0,13 \times 0,50) = 0,116 \text{ أو } 11,6\%$$

العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال^(١):

يمكن التمييز بين نوعين من العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال ، عوامل مرتبطة بهيكل الاصول أي بالاستخدامات أو الاستثمارات التي تقوم بها المنشأة ، وعوامل مرتبطة بقرار المنشأة بشأن هيكل راس المال أي تحديد مصادر التمويل طويلة الاجل إما من اموال المقرضين أو الملكية بنوعها ونظراً الى الخصائص المميزة لكل مصدر وأيضاً للحقوق التي يتمتع بها فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون أيضاً مختلفة ومتفاوتة فالمقرضين اقل تعرضاً للمخاطر من حملة الاسهم حيث لهم الحق في الحصول على العوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للرجوع من عدمه كما ان لهم الاولوية في الحصول على مستحقاتهم في حالة تصفية الشركة أو افلاسها اما حملة الاسهم فانهم اكثر

(١) د . عبد الغفار حنفي . د . رسمية زكي قرياقص ، مرجع سبق ذكره ، ص ١٥٨ - ١٥٩ .

تعرضاً للمخاطر عن المقرضين غير انه يجب التمييز بين كل من حملة الاسهم الممتازة أكثر تعرضاً للمخاطر من الدائنين الا انهم اقل تعرضاً لهذه المخاطر بالمقارنة مع حملة الاسهم العادية، فحملة الاسهم الممتازة لهم الأولوية على حملة الاسهم العادية سواء فيما يتعلق بحصولهم على الارباح (اذا قررت المنشأة توزيع ارباح) أو حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية اذا تعرضت المنشأة الى الافلاس اما حملة الاسهم العادية فيتحملون العبء الاكبر من المخاطر ، ونظراً لان التكلفة التي تتحملها المنشأة وهي تمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمرون) تتوقف على درجة المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة ، يترتب على ذلك الاقتراض قد يكون اقل مصادر التمويل تكلفة فيما بينما تكون الاسهم العادية اكثرها تكلفة أما الاسهم الممتازة فتقع في مكان متوسط.

أما فيما يتعلق بالعوامل المرتبطة بقرار المنشأة بشأن هيكل التمويل فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً للقرار الذي يحدد العناصر المكونة لهذا الهيكل وأيضاً نسبة كل عنصر فيه فقد تقرر المنشأة مثلاً الاعتماد على الاعتماد على الاقتراض والاسهم العادية فقط في تمويلها لاستثماراتها أو قد تحدد نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل هذا الخليط وكل هذا قد يؤثر بالتالي على تكلفة الأموال.

الفصل التاسع هيكل التمويل الأمثل

الفصل التاسع

هيكل التمويل الأمثل

مقدمة:

يشير هيكل التمويل الأمثل **Financial Structure** الى الجانب الأيسر من الميزانية فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول (الجانب الأيمن من الميزانية) . فالأصول يمكن تمويلها من مصادر متعددة ، رأس المال ، والفائض المحتجز ، والقروض طويلة الأجل ، والقصيرة الأجل (ائتمان مصرفي/ائتمان تجارى).

فهيكّل التمويل إذا هو تركيب المصادر الذي تم-ويتم- بموجبها تمويل الأصول . والتركيز على مكونات العناصر ودرجة الاعتماد على عنصر دون الآخر.

ولا يمكن الكلام عن هيكل التمويل دون التعرض لهيكل رأس المال **Capital Structure** وهيكل رأس المال هو تركيب الأموال المملوكة (رأس المال ، والاحتياطيات ، والفائض غير الموزع) وان كان يرى البعض أن هيكل رأس المال هو تركيب الأموال الآجلة (أو الدائمة) وهي بهذا تشمل القروض الآجلة كجزء من مكوناتها^(١).

الخصوم			أصول		
	%	بالجنيه		%	بالجنيه
رأس المال	١٦,٧	١٠			
احتياطيات	١٦,٧	١٠			
فائض غير موزع	٨,٣	٥			
حق الملكية	٤١,٧	٢٥			
قروض طويلة الاجل	٣٣,٣	٢٠			
خصوم متداولة	٢٥	١٥			
الإجمالي	—	—			
	%١٠٠	٦٠	الإجمالي	%١٠٠	٦٠

فهيكّل التمويل بصفة عامة مبسطة يتكون من :

- حق الملكية أو موارد ذاتية بنسبة ٤١,٧% من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول) .
- قروض طويلة الأجل بنسبة ٣٣,٣% من إجمالي الخصوم (وبالتالي الأصول) .
- خصوم متداولة بنسبة ٢٥% من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول) .

(١)د. احمد على احمد حسين ، الادارة المالية التمويل والاستثمار، (سوهاج: بدون ناشر ، ٢٠٠٩) ص

وهيكل رأس المال بمعناه الضيق يتكون من:

- رأس المال بنسبة ١٦,٧٪ من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول) .
- احتياطات بنسبة ١٦,٧٪ من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول).

وهيكل رأس المال بمعنى مكونات التمويل الدائم يتكون من:

- رأس المال بنسبة ١٦,٧٪ .
- احتياطات بنسبة ١٦,٧٪ .
- فائض غير موزع بنسبة ٨,٣٪ .
- قروض طويلة الاجل بنسبة ٣٣,٣٪ .

وهيكل رأس المال بالمعنى الأخير (مكونات التمويل الدائم) هو المعنى الأكثر شمولاً وشيوعاً على اعتبار أن القروض طويلة الأجل مصدر مهم من مصادر التمويل . ومن ناحية أخرى فإن بعض خبراء التمويل يرون استبعاد الخصوم المتداولة من مكونات التمويل على اعتبار انها تمويل مؤقت ، وهم يستخدمون مفهوم هيكل رأس المال **Capital Structure** بدلاً من كلمة هيكل التمويل **Financial Structure** وبالرغم من هذا الرأي الخاص باستبعاد الخصوم المتداولة عند دراسة مكونات التمويل إلا أن الآخر يصر على ضرورة حساب الخصوم المتداولة من مكونات التمويل ولا سيما في المشروعات الصغيرة أو المشروعات التجارية ذلك على اعتبار انها تعتمد اعتماداً كبيراً على الخصوم كثيرة الأجل ولذلك فهم يستخدمون مفهوم هيكل التمويل ونحن من أنصار هذا الرأي الأخير ذاته .

وتحليل هيكل رأس المال إن كان التركيز على نسبة الاموال المملوكة ونسبة الاموال المقترضة (طويلة الأجل وقصير الأجل) الا أنه يؤثر بالضرورة دراسة هيكل الاصول باعتبارها مختلف انواع الاصول (الثابتة وشبه الثابتة والمتداولة) التي يم تمويلها والتي يختلف متطلبات بطبيعتها وبطبيعة حركتها.

أولاً : تعريف هيكل التمويل الأمثل

هيكل التمويل الأمثل **Optimum Financial Structure** هو هيكل التمويل الذي يكبر الربح أو العائد للملاك الى أقصى حد ممكن ، وبالتالي فهو الهيكل الذي يعظم القيمة السوقية للسهم الى أقصى حد . فالفكرة الأساسية هنا أن طريقة التمويل : تميل بالملكية او تمويل القروض تؤثر في ربحية في ربحية المشروع وربحية السهم الواحد ، وأنه يمكن اختيار هيكل التمويل الذي يكبر هذا الربح الى أقصى حد ولما كانت المشكلة هي في استمرار الربحية مستقبلاً ، ما يرتبط مباشرة بالقيمة السوقية للأسهم فإن عامل الخطر الناتج من الاعتماد على القروض تؤثر على الربحية في المستقبل وبالتالي فإنه من الالهية بامكان اختيار هيكل التمويل الذي يحقق توازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل ذاته (تميز عن المخاطر المرتبطة بحجم أعمال المشروع) .

وستتناول فيما يلي أثر طريقة التمويل على ربحية المشروع ثم نتناول بعد ذلك المشكلات المرتبطة بإقرار هيكل أمثل.

ثانياً: تأثير طريقة التمويل على ربحية المشروع

تتأثر أرباح المشروع بطريقة التمويل حيث تزداد الأرباح- قاعدة عامة-بزيادة الاعتماد على القروض على القروض وذلك إذا ما تحسنت الاحوال الاقتصادية العامة للدولة ، والعلاقة السياسية هنا نسبة إجمالي الخصوم المقترضة من الغير **total debt** الى إجمالي الاصول **total asset** وتسمى هذا النسبة بـ"الرافعة المالية" **financial leverage** أو عامل الرافعة **leverage factor** فالرافعة المالية في الميزانية السابقة هي ٧,٣٪ (لاحظ أننا أضفنا الخصوم المتداولة الى الخصوم طويلة الأجل للحصول على إجمالي الخصوم المقترضة من الغير) وتطلق كلمة المتاجرة على الملكية **trading on the equity** على هذا المفهوم أيضاً فالمتاجرة بالملكية هي قيام المنشأة باستخدام الأموال المقترضة من الغير من أجل تحقيق ربح أثر لأصحاب المنشأة وتعطى المالية هنا الأساس المالي الذي بناء عليه تستطيع المنشأة أم تحصل على قروض ، ومن هنا جاءت كلمة المتاجرة على الملكية.

ولفهم كيفية الاستخدام السليم للرافعة المالية فإننا نوضح أثرها على الربحية في ظل ظروف متغيرة ، لنفرض أن لدينا ثلاث شركات في صناعة معينة ، وأن تلك الشركات متماثلة فيما عدا سياساتها التمويلية .

فالشركة الأولى لم تقترض على الإطلاق وبالتالي فإن رافعتها المالية صفر ، أما الشركة الثانية فقد كان تمويلها مناصفة بين القروض والملكية وبالتالي فإن عامل الرافعة ١٠٠٪ وبالنسبة للشركة الثالثة فإنها اقترضت ٧٥٪ من الاموال اللازمة لتمويل الاصول . وفيما يلي شكل مبسط للميزانيات الثلاث .

بالجنيهات	بالجنيهات
الشركة أ	الشركة أ
٢٠٠ حق الملكية	٢٠٠ أصول
٢٠٠ إجمالي الخصوم وحق الملكية	٢٠٠ إجمالي أصول
الشركة ب	الشركة ب
١٠٠ إجمالي القروض ٦٪	٢٠٠ إجمالي أصول
١٠٠ حق الملكية	
٢٠٠ إجمالي الخصوم وحق الملكية	
الشركة ج	الشركة ج
١٥٠ إجمالي القروض ٦٪	٣٠٠ إجمالي أصول
٥٠ حق الملكية	
٢٠٠ إجمالي الخصوم وحق الملكية	

والسؤال الآن كيف تؤثر هذه الانماط التمويلية في الارباح العائدة للملاك؟ فكما يتضح من الجدول التالي فإن النتيجة تتوقف على الحالة الاقتصادية : فعندما تكون الاحوال الاقتصادية سيئة فإن الأرباح تكون قليلة . لنفترض العائد على الاصول عندما تكون الاحوال سيئة ١٪ وعندما تكون الاحوال عادية يكون العائد على الاصول ٣٪ أما عندما تكون الاحوال جيدة فإن العائد على الأصول يرتفع ٩٪ وعندما تكون الاحوال ممتازة فإن العائد على الأصول يرتفع لكي يصل الى ١٨٪ .

والجدول التالي يبين العائد على الاموال المملوكة باختلاف الروافع المالية والأحوال الاقتصادية:

بيان				سيئة	عادية	جيدة	ممتازة
معدل العائد على الاصول (قبل الفوائد)		١٪	٣٪	٩٪	١٨٪		
العائد على الأصول بالجنيه		٢ج	٦ج	١٨ج	٣٦ج		
المنشأة (أ) الرافعة المالية صفر		٢ج	٦ج	١٨ج	٣٦ج		
صافي الربح بعد الفوائد		٢ج	٦ج	١٨ج	٣٦ج		
معدل العائد على حق الملكية		١٪	٣٪	٩٪	١٨٪		
المنشأة (ب) الرافعة المالية ٥٠٪		٢ج	٦ج	١٨ج	٣٦ج		
صافي الربح بعد الفوائد		٢ج	٦ج	١٨ج	٣٦ج		
معدل العائد على حق الملكية		٤-ج	٤-ج	١٢ج	٣٠ج		
المنشأة (ج) الرافعة المالية ٧٥٪		٢ج	٦ج	١٨ج	٣٦ج		
صافي الربح بعد الفوائد		٢ج	٦ج	١٨ج	٣٦ج		
معدل العائد على حق الملكية		٧-ج	٣-ج	٩ج	٢٧ج		
		١٤-٪	٣-٪	١٨٪	٥٤٪		

واضح أن المنشأة الاولى التي لا تعتمد على القروض في تمويلها لا يتأثر معدل العائد على الاموال المملوكة (فهو مساو لمعدل العائد على الاصول) وعندما تكون الاحوال في حالة جيدة فإن الشركة ذات الرافعة الاكبر (٧٥٪ هنا) هي التي تحقق عائد على الاموال المملوكة ١٨٪ في حين أن الشركة (ب) تحقق عائداً على الاموال المملوكة في نفس الاحوال الاقتصادية قدرة ١٢٪ فقط . ويرتفع معدل العائد على حق الملكية الى ٥٤٪ في المنشأة (ج) (ذات الرافعة المالية ٧٥٪) إذا ازدهرت الأحوال الاقتصادية ، وهو ارتفاع أكبر من ارتفاع معدل العائد على حق الملكية للمنشأة (ب) (٣٠) وهي التي رافعتها المالية ٥٠٪ .

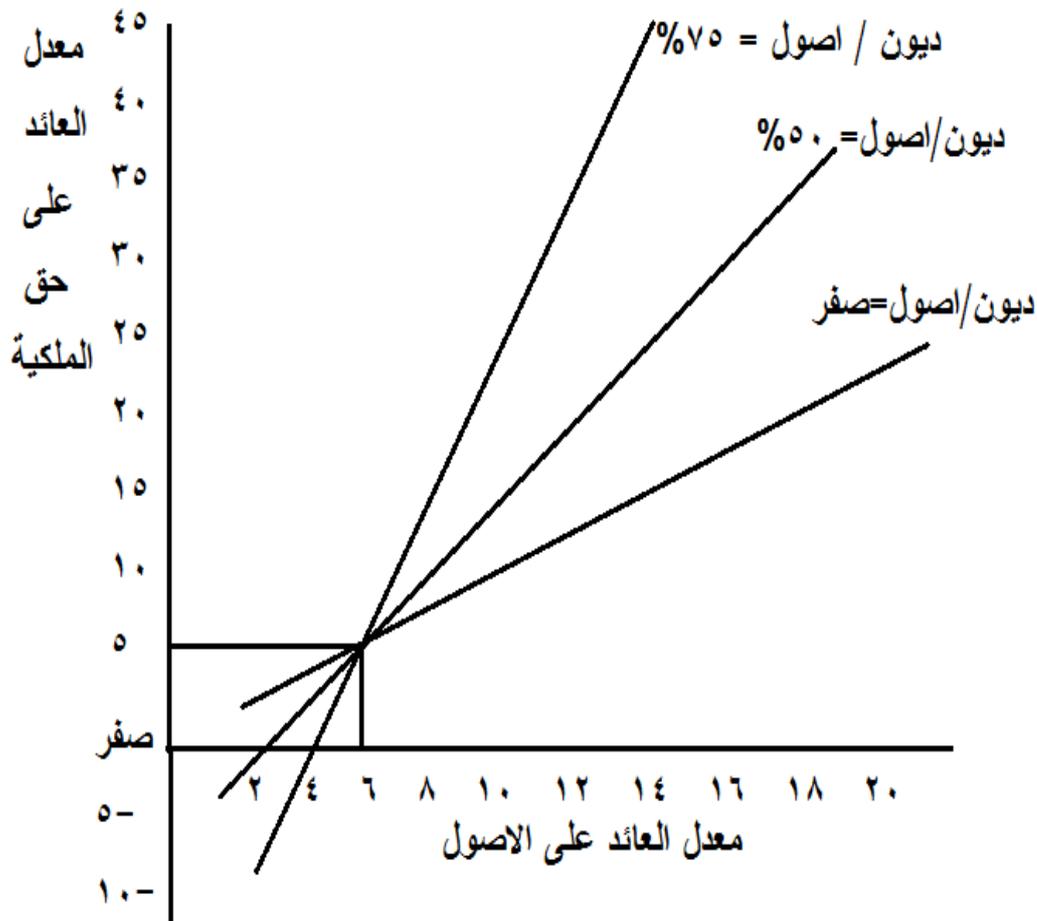
إن هذا المثال يوضح كيف أن استخدام الرافعة المالية يعظم أثر تغير الأحوال الاقتصادية على عائد حق الملكية سواء بالارتفاع أو الانخفاض على حسب اتجاه الحالة الاقتصادية صعوداً أو هبوطاً.

هذا ويمكن القول- كقاعدة عامة- أن الرافعة المالية تكون مرغوبة للشركة إذا زاد عائد الاصول عن تكلفة القرض وكلما ارتفع "عامل الرفع" ، ارتفع العائد على حق الملكية كما يتضح من دراسة الجدول السابق. وعلى ذلك فالرافعة المالية غير مرغوب في الحالات الاقتصادية السيئة والعادية في المثال

السابق خذ مثلا المنشأة (ب) في الاحوال الاقتصادية العادية (الارباح أو عائد الاصول = الفوائد أو تكلفة القرض).

وباستخدام الارقام الواردة في الجدول السابق فإن الشكل التالي يصور الارتباط بين معدلات العائد على الاصول ومعدلات العائد على حق الملكية في الشركات الثلاث ذات الروافع المالية المختلفة ، والموضوع الذى يثير الاهتمام هنا هو التقاء الثلاثة خطوط في نقطة عندما يكون عائد الاصول هو ٦٪ وهو نفس تكلفة القرض.

فعندما يزيد عائد الاصول عن تلك النقطة (عن تكلفة القرض) فإن الرافعة المالية يكون مرغوب فيها ، وإذا كان عائد الاصول أقل من تكلفة القرض ، الرافعة المالية يكون غير مرغوب فيها كما هو واضح من الرسم البياني.



ثالثاً: تأثير طريقة التمويل على ربحية السهم باختلاف حجم الأعمال

ولتوضيح أثر القرارات التمويلية على ربحية السهم نضرب المثال التالي:

فيما يلي ميزانية شركة الآلات العالمية كما تظهر في ٣١ ديسمبر ٢٠١٥

خصوم		أصول	
حسابات دائنة	١٢٠٠٠٠٠٠	نقدية بالبنك والصندوق	٢٠٠٠٠٠٠
حسابات دائنة اخرى	٨٠٠٠٠٠٠	أوراق قبض	١١٠٠٠٠٠٠
إجمالي الخصوم	٢٠٠٠٠٠٠٠	مخزون سلعي	١٦٠٠٠٠٠٠
أسهم عادية (١٠ ج)	٢٥٠٠٠٠٠٠	المصنع (صافي)	٢٥٠٠٠٠٠٠
فائض	٣٧٠٠٠٠٠٠	عدد والآت جاهزة	٢٨٠٠٠٠٠٠
إجمالي الخصوم	٨٢٠٠٠٠٠٠	إجمالي الاصول	٨٢٠٠٠٠٠٠

وتقوم هذه الشركات بإنتاج الآلات تستخدم بواسطة شركات الصلب والإنتاج الرئيسي لهذه الشركة هو آلة لتهديب الصلب تباع بمبلغ قدره ١٠٠٠ ج ولما كانت الشركة من الشركات الصناعية الكبرى التي تنتج سلعاً رأس مالية تتقلب كثيراً بين الارتفاع وبين الانخفاض بشكل أكثر من تقلبات النشاط الاقتصادي ككل .

وعلى سبيل المثال فإنه على مدار تسع سنوات من خمس وعشرين سنة فإن مبيعات الشركة كانت أقل من نقطة التعادل (تعادل الإيرادات مع المصروفات) وبالتالي فإن خسائر الشركة كانت مستمرة .

إلا أنه في السنين الأخيرة ونظراً لأن الطلب على الآلات زاد زيادة كبيرة وما زال في ارتفاع نتيجة التصنيع فإن الشركة ترغب في الاستمرار في مشاركتها الصناعية وهي تريد زيادة طاقتها الإنتاجية ، وقد قدرت الأموال الجديدة بـ ٣ مليون جنيه .

ويفكر المدير المالي أنه يمكن أن يمكن الحصول على الـ ٣ مليون جنيه ببيع سندات بكوبون ٥٪ كما يمكن - كبديل آخر- إصدار ٧٥٠٠٠ سهم عادي قيمة السهم ٤٠ ج، وفي خلال الخمس سنين الأخيرة فإن مبيعات الشركة تقلبت من ٥٠٠٠٠٠٠ ج إلى ٤٠٠٠٠٠٠٠ ج وعندما كانت الشركة تباع حدها الأقصى فإنها كانت تستخدم طاقتها بالكامل وكانت ترفض طلبات العملاء الزائدة ، وفي ضوء التوسع المقترح فإن طاقة الشركة الإنتاجية الجديدة ستحقق مبيعات قدرها ٦ مليون جنيه . ويقدر المدير المالي التكاليف الثابتة بعد التوسع بـ ٥٠٠٠٠٠٠ ج ويقدر التكاليف المتغيرة (بدون حساب الفوائد على القروض) بـ ٤٠٪ من المبيعات .

وكما هو معلوم فإن توسيط المدير المالي سيكون لها وزن كبير ولكن قرار تمويل الاستثمار الجديد هو - بالطبع- من حق مجلس الإدارة ، ومن أجل ذلك فإن المدير المالي يجهز الآتي لمختلف البدائل التمويلية في ظل التطورات المختلفة لمستويات المبيعات المتوقعة .

وبمقارنة تمويل الاستثمار الجديد بالقروض وتمويله بإصدار أسهم عادية جديدة يتضح أنه عند مستوى مبيعات ١٠٠٠ وحدة تحقق خسائر إذا تم التمويل بالقروض حيث ستكون الخسارة للسهم الواحد ٠,٢ ج في حين تحقق أرباح إذا تم التمويل بإصدار أسهم عادية جديد ويكون نصيب السهم ٠,٣ ج .

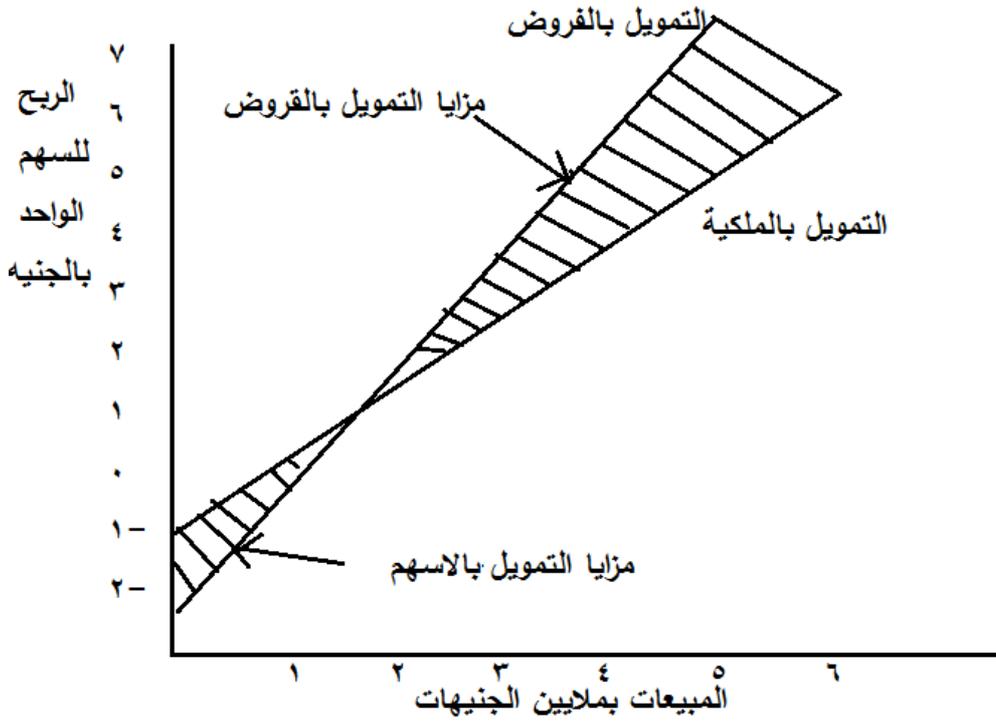
وفي الجدول يتضح أن نصيب السهم الواحد من الربح نتيجة التمويل بالقروض يزيد عن نصيب السهم الواحد نتيجة التمويل بأسهم عادية جديدة عند مستوى مبيعات ٤٠٠٠ وحدة مثلاً يكون ٧ ج وهي أكبر من ٥,٨٥ ج .

جدول حساب الأرباح في ظل التصورات المختلفة للمبيعات باختلاف طريقة التمويل (المبالغ بالجنيهات)

مستويات المبيعات المختلفة				المبيعات بالوحدات
٦٠٠٠ وحدة	٤٠٠٠ وحدة	٢٠٠٠ وحدة	١٠٠٠ وحدة	
٦٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠	المبيعات بالجنيهات
٥٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠٠	التكاليف الثابتة
٢٤٠٠٠٠٠٠	١٦٠٠٠٠٠٠	٨٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠٠	التكاليف المتغيرة (٤٠٪ من المبيعات)
٢٩٠٠٠٠٠٠	٢١٠٠٠٠٠٠	١٣٠٠٠٠٠٠	٩٠٠٠٠٠٠٠	التكاليف الكلية (ما عدا الفوائد)
٣١٠٠٠٠٠٠٠	١٩٠٠٠٠٠٠٠	٧٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠	الأرباح قبل الفوائد
التمويل بالقروض				
١٥٠٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠٠	ناقصاً الفوائد (٥٪ × ٣٠٠٠٠٠٠٠ ج)
٢٩٥٠٠٠٠٠٠	١٧٥٠٠٠٠٠٠	٥٥٠٠٠٠٠٠	(٥٠٠٠٠٠٠)	صافي الأرباح
ج ١١,٨	ج ٧	ج ٢,٢	(ج ٠,٢)	الربح للسهم الواحد (٢٥٠٠٠٠٠ سهم)
÷ ٣١٠٠٠٠٠٠٠	÷ ١٩٠٠٠٠٠٠٠٠	÷ ٧٠٠٠٠٠٠٠٠		درجة الرافعة المالية = الأرباح قبل الفوائد ÷ الأرباح بعد الفوائد
٢٩٥٠٠٠٠٠٠	١٥٥٠٠٠٠٠٠	٥٥٠٠٠٠٠٠		
١,٠٥ =	١,٠٩ =	١,٢٧ =		
التمويل بالملكية (أسهم عادية)				
٣١٠٠٠٠٠٠٠	١٩٠٠٠٠٠٠٠	٧٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠	صافي الأرباح (لا توجد فوائد)
ج ٩,٥	ج ٥,٨٥	ج ٢,١٥	ج ٠,٢	الربح للسهم الواحد (٣٣٥٠٠٠٠ سهم)
÷ ٣١٠٠٠٠٠٠٠	÷ ١٩٠٠٠٠٠٠٠٠	÷ ٧٠٠٠٠٠٠٠٠	÷ ١٠٠٠٠٠٠٠٠	درجة الرافعة المالية = الأرباح قبل الفوائد ÷ الأرباح بعد الفوائد
٣١٠٠٠٠٠٠٠	١٩٠٠٠٠٠٠٠	٧٠٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠٠	
١ =	١ =	١ =	١ =	

ومقارنة درجة الرافعة المالية عند مستوى ٢٠٠٠ وحدة من المبيعات مثلاً نجد أن درجة الرافعة المالية بتمويل عن طريق القروض هي ١,٢٧ الأرباح قبل الفوائد/الأرباح بعد الفوائد ، أي ان نسبة ١٠٠٪ زيادة في الأرباح قبل الفوائد تنتج ١٢٧ في المائة زيادة في نصيب السهم الواحد ، فإذا تم التمويل عن طريق الأسهم فان درجة الرافعة المالية تصبح واحد صحيح وبذلك فان الربح للسهم الواحد يرتفع بنفس النسبة في ارتفاع الأرباح بمعنى ان زيادة ١٠٠٪ في الأرباح (قبل الفوائد) ستؤدي الى زيادة قدرها ١٠٠٪ في ربح السهم الواحد .

إن تصوير الأرقام الواردة في الجدول السابق في الرسم البياني التالي يظهر بوضوح مزايا التمويل بالقروض ومزايا التمويل بالأسهم عند مستوى المبيعات المختلفة .



رابعاً: الاعتبار الحاكم والمؤثر في قرار هيكل التمويل

يساعد الرسم البياني كثيراً في اتخاذ قرار هيكل التمويل في الشركة ، فمن الرسم يتضح أن التمويل بالأسهم يكون أكثر ربحية من التمويل بالقروض حتى مستوى معين من المبيعات (حوالي ٢ مليون جنيه) - بعد ذلك المستوى يصبح التمويل بالروض أكثر ربحية من التمويل بالأسهم وتزيد الربحية - مع ثبات قيمة الروض - بزيادة المبيعات .

وعلى ذلك فإنه إذا كانت مبيعات الشركة المتوقعة أقل من ٢ مليون جنيه فإنه من الأفضل ان تمول الشركة استثماراتها الجديدة بإصدار الأسهم أما إذا كانت مبيعات الشركة المتوقعة أكثر من ٢ مليون جنيه فإنه من الأفضل ان تمول الشركة استثماراتها الجديدة بالاقتراض .

وإذا كان المدير المالي ومجلس الإدارة متأكدين تماماً من أن رقم المبيعات لن يقل عن ٢ مليون جنيه فإن الاقتراض يكون مفضلاً ، ولكنهم لا يستطيعون أن يكونوا متأكدين من أن المبيعات لن تنخفض إلى هذا المستوى واستمرار انخفاض المبيعات عن هذا الحد من الممكن جداً أن يؤدي إلى التهلكة ولا يستطيع أي مدير أن يخاطر بهذه الدرجة ومن ناحية أخرى فإن أي مدير لا يستطيع أن يغمض عينيه عن الأرباح التي يمكن أن تتحقق نتيجة زيادة المبيعات.

وعلى ذلك فإن قرار هيكل التمويل (الذي يتخذه مجلس الادارة بناء على توصية المدير المالي) يتوقف بصفة أساسية على اعتبار هام جداً يمكن أن نسميه بالاعتبار الحاكم وهو: تقييم المستقبل فيما يتعلق بمعدل النمو في المبيعات ومدى استقراره.

إن تقييم المستقبل فيما يتعلق بمعدل النمو في المبيعات ومدى استقراره يتأثر بالطبع باتجاهات النشاط الاقتصادي العام والنشاط الاقتصادي في الصناعة ذاتها ونوع وتركيب المنافسة - في الشركات المنافسة ، كما قد يتوقع بشكل أشد على الاتجاهات السيكولوجية للإدارة نحو الخطر. فالمتشائمون أو الحريصون على تجنب المخاطر سيفضلون التمويل بالأسهم بينما المتفائلون أولئك الأشخاص الحساسين نسبياً للمخاطرة سيفضلون التمويل بالقروض ، ولاحظ أن الاتجاهات نحو المخاطرة قد تختلف من شخص إلى شخص ومن إدارة إلى إدارة مع ثبات الظواهر الاقتصادية الملموسة والمدعمة بأرقام وإحصائيات .

فإذا تركنا التركيب السيكولوجي لمتخذي القرار (نحو المخاطرة) جانباً باعتباره مسألة إحساس لا نستطيع ان نفعل شيئاً إزاءه فإنه لا يبقى أمناً إلا كيفية التقديم الموضوعي لمعدل النمو في المبيعات ومدى استقراره والمؤثرات الموضوعية الأخرى .

وعلى ذلك يمكننا القول انه كلما كانت الزيادة المتوقعة في مبيعات الشركة اكبر ، كلما كانت زيادة الاعتماد على التمويل بالقروض مطلوباً . فكما بينا في فصل "تكلفة الاموال" فإن تكلفة الأسهم العادية اعلى من تكلفة القرض ، وبالتالي فإن الفرق في تكلفة الأموال يكون حافزاً على تمويل التوسع بالقروض .

إن التغيرات المتوقعة في المبيعات لها أثر كبير على خطر الأعمال الذي يمكن أن تتعرض له الشركة . وبالتالي فإنه كلما زاد خطر الأعمال في الشركة (الانخفاض الكبير في المبيعات) فإن التمويل بالقروض يجب أن يقل.

معنى ذلك أنه كلما زاد خطر الأعمال كلما تتطلب الأمر تخفيض الخطر المالي (الخطر الناتج من تمويل الروض ومما تتحملة من فوائد واحتمالات عدم القدرة على سداد الأصل وفوائده) أو بمعنى آخر فإنه من الضروري إحداث توازن بين خطر الأعمال **business risk** والخطر المالي **financial risk** بحيث يكون الخطر الكلي للمنشأة في نطاق حدود مرغوبة، فإذا كانت مبيعات أي شركة تتميز بالتقلبات الشديدة فليس من المفضل أن تعتمد أكثر على الديون أما الشركة التي تتميز بمبيعاتها بالاستقرار النسبي ، فإنه من المفضل لها أن تعتمد أكثر على الديون .

الاعتبارات الأخرى المؤثرة في قرار هيكل التمويل:

بالإضافة الى الاعتبار الحاكم الخاص بمعدل النمو في المبيعات ومدى استقراره فان هناك اعتبارات اخرى تؤثر في قرار هيكل التمويل هي :

١- سيولة الأصول:

كلما زادت سيولة الأصول كلما الاعتماد على الروض – مع بقاء العوامل الاخرى ثابتة . فبالإضافة الى أن سيولة الأصول هنا ذات أهمية خاصة في تحديد استحقاقات الديون فإنها تؤثر في نسبة الديون وبالتالي في هيكل التمويل ، فكلما كانت الشركة أقل في السيولة كلما كانت أقل مرونة في مقابلة الالتزامات الثابتة سواء بالنسبة للفوائد أو لأصل الدين .

وربما يكون من المناسب هنا أن نفرق بين التمويل بالروض طويل الأجل والقروض قصيرة الأجل . فالأصول الثابتة والأصول المتداولة المطلوبة لاحتياجات الزيادة الموسمية فإنه يتم تمويلها بالقروض قصيرة الأجل .

٢- تكلفة الأموال وسهولة الحصول عليها :

إن تكلفة الاموال – عامل مؤثر في اختيار هيكل التمويل ذلك على اعتبار أنه كلما كانت الفوائد أقل كلما شجع ذلك على الاقتراض ، كما أنه كلما كانت الأحوال المالية السائدة مضطربة أو هناك صعوبة نسبية في الحصول على الأموال زادت صعوبة الاعتماد على قروض طويلة الاجل سواء من البنوك أو من المؤسسات المالية أو بيع سندات الجمهور وهذا يديهي في الواقع . وتختلف المنشآت الكبيرة في هذا ، فالمنشآت الصغيرة أو الشركات غالباً ما يكون من الصعب عليها أن تقترض لأجل طويلة ، وبالتالي يكون المصدر الوحيد للتمويل هو "الملكية" .

خامساً: الهياكل التمويلية لقطاعات النشاط الاقتصادي

يسترشد المدير المالي عند توصيته بهيكل التمويل الأمثل وبعد دراسته للاعتبار السابقة شرحها في هذا الفصل – بهيكل التمويل العام للصناعة ذاتها باعتبارها تصور حالياً الاحوال الاقتصادية العامة والاحوال الاقتصادية في الصناعة ذاتها واتجاهاتها ... الخ ، ويجب أن يكون واضحاً منذ البداية عند

تحديد المتوسطات العامة كل العيوب التي تقال عن المتوسطات والتعميمات ولكن تلك المتوسطات العامة بالرغم من ذلك لها أساس منطقي ومن الحكمة دائماً التقييم الانتقادي للأسباب التي من أجلها يتخذ قرار هيكل تمويل معين بعيد عن حدود "الأخطار المرجعي" للصناعة ككل .

وتقوم وكالات التحليل المالي المتخصصة في أمريكا بنشر مستويات مرجعية عن الهياكل التمويلية للصناعات على أساس التميز بين نوع الصناعة وعلى أساس التمييز بين مراحل النمو للشركة وننقل فيما يلي إطار مرجعي للهياكل التمويلية في أمريكا .

جدول متوسط الهياكل المالية لأوجه النشاط الاقتصادي في أمريكا:

نسبة مئوية من إجمالي الأصول				نوع النشاط الاقتصادي	مرحلة النمو في الشركة
قروض قصيرة الأجل	قروض طويلة الأجل	أسهم ممتازة	حق ملكية عادية (أسهم عادية)		
٢٠-٢٥٪	١٥-٢٠٪	صفر-٤٪	٥٥-٦٥٪	صناعة	شركات كبيرة مستقرة
٥-١٠٪	٤٥-٥٠٪	١٠-١٥٪	٣٠-٣٥٪	خدمات	
٣٠-٣٥٪	١٦-١٨٪	صفر-٢٪	٥٠-٥٥٪	تجارة	
٤٠-٤٥٪	صفر-٥٪	صفر-١٠٪	٤٠-٦٠٪	صناعة	شركات صغيرة رابحة تنمو بسرعة
٥٠-٦٠٪	صفر-٥٪	صفر-٥٪	٣٠-٤٠٪	تجارة	

وفي دراسة لنا عن مدى اختلاف أنماط الهياكل التمويلية باختلاف قطاعات النشاط الاقتصادي في القطاع العام هي حوالي ٦٢٪ وان الرافعة المالية في قطاع التجارة هي أعلى رافعة مالية في القطاعات (حوالي ٨٠٪) وتليها الرافعة المالية في قطاع الخدمات كما يتضح في الجدول التالي :

إجمالي الديون طويلة الأجل / إجمالي الأصول		الرافعة المالية = إجمالي الخصوم للغير ÷ إجمالي الأصول		نوع النشاط الاقتصادي
٦٨-٦٩	٦٧-٦٨	٦٨-٦٩	٦٧-٦٨	
١٤,٩٪	١٣,٩٪	٦٠٪	٥٩٪	الصناعة
٠,٢٪	٠,٢٪	٨٠٪	٧٨٪	التجارة
٢٥٪	٢٦,٣٪	٧٢٪	٧٢٪	الخدمات
٦,٤٪	٦,٢٪	٦٣٪	٦٢٪	الزراعة
١٣,٤٪	١٢,٩٪	٦٣٪	٦٢٪	الإجمالي

فإذا انتقلنا من الرافعة المالية على أساس احتساب إجمالي الديون إلى إجمالي الأصول إلى نسبة إجمالي الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الأصول فإننا نلاحظ تفاوتاً ملحوظاً ، ومن الجدول يتضح أن القطاع العام ككل يعتمد على القروض طويلة الأجل في تمويل الأصول بنسبة ١٣٪ تقريباً ويتشابه مع هذه النسبة تقريباً قطاع الصناعة حيث تبلغ القروض طويلة الأجل حوالي ١٤-١٥٪ في الوقت التي تزيد فيه هذه النسبة في قطاع الخدمات الى ٢٥٪ أما قطاع التجارة فهو لا يعتمد على القروض طويلة الأجل

إلا بنسبة ضئيلة جداً (٠,٢٪) في الوقت الذي يعتمد فيه القطاع الزراعي على ٦٪ في تمويل أصوله بقروض طويلة الأجل .

وكما سبق أن بينا فإن هيكل التمويل يتأثر بنوع الأصول المطلوب تمويلها وهو ما يظهر بوضوح في هياكل التمويل في قطاعات النشاط الاقتصادي المختلفة . ففي قطاع الصناعة يتطلب الأمر الاستثمار في أصول ثابتة كبيرة ، وبالتالي فإن هذا القطاع يعتمد على القروض طويلة الأجل (١٣,٩٪) أكثر ما يعتمد القطاع التجاري مثلاً (٠,٢٪) حيث يكون الاعتماد أكثر على القروض قصيرة الأجل .

وقطاع الخدمات وهو قطاع تظهر فيه الأصول الثابتة بشكل واضح مثل إنشاء الفنادق والمسارح والسينما والمواصلات فأنتنا نتوقع أن يزيد اعتماد الشركات العاملة في هذا النشاط على القروض طويلة الأجل ربما أكثر من قطاع الصناعة ذاته (٢٦٪ مقابل ١٤٪) وفيما يلي بيان بالتوزيع النسبي للأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول حسب قطاعات النشاط الاقتصادي في شركات القطاع العام .

نسبة الأصول الثابتة إلى إجمالي الأصول

٦٨-٦٧	٦٨-٦٧	
٤٤,٢٪	٤٤,٦٪	قطاع الصناعة
٧,٧٪	٧,٨٪	قطاع التجارة
٥٣,٣%	٥٢٪	قطاع الخدمات
٣٣,٩٪	٣٦,٨٪	قطاع الزراعة
٣٩,٧٪	٤٠,٤٪	الإجمالي

وعموماً فإننا نستطيع أن نميز الاختلافات الأتية في الهياكل التمويلية لشركات القطاع العام في صور الأرقام الواردة في الجداول السابقة .

أ- **في قطاع الصناعة:** ينخفض مستوى الرافعة المالية أو التجارة على الملكية إلى (٥٩٪) بالنسبة لبقية القطاعات ويرجع ذلك إلى أن رأس مال الشركات الصناعية كان كبيراً نسبياً وقد تم تأمين تلك الشركات ودخلت الحكومة مساهمة في رأس مالها .

ب- **في قطاع التجارة:** يرتفع مستوى الرافعة المالية أو المتاجرة على الملكية عن بقية القطاعات (٧٨٪) وهذا منطقي بالنسبة لمشروعات تجارية تتاجر على الملكية . هذا وتنخفض نسبة القروض طويلة الأجل (٠,٢٪) عن القروض قصيرة الأجل . كما يكون من المتوقع زيادة الاعتماد على الائتمان التجاري (الشراء بالأجل)،

ج- **في قطاع الخدمات:** يرتفع مستوى الرافعة المالية لكي يتم تمويل الأصول التي تكفيها الاموال المملوكة عادة .

د- **في قطاع الزراعة:** يرتفع مستوى الرافعة المالية لكي يتم تمويل العمليات الجارية التي تصفي نفسها عادة في نهاية الموسم وكذلك لتمويل الأصول الجديدة .

استخدام النسب المالية للنشاط أو الصناعة لعمل قائمة مركز مالي نموذجي:

إن النسب المالية العامة لقطاعات النشاط الاقتصادي يمكن استخدامها للتوصل إلى وضع خطة مالية نموذجية للشركة ، فالهياكل المالية التي يتم التوصل إليها بهذا الشكل تتماثل مع الاتجاه العام للصناعة . وبالرغم من أن التماثل مع الشركات الأخرى المماثلة في نفس الصناعة غير مرغوب في حد ذاته إلا أن

ذلك النمط النموذجي يعتبر نقطة بداية . وان النمط النموذجي يصبح مطلوب حقيقة عند إنشاء مشروع لأول مرة . هنا اصبح الاعتماد على تلك المؤشرات العامة مفيد للغاية في تصور ما يمكن أن تكون عليه الاحتياجات المالية .

إن الحصول على مشروع ميزانية نموذجية **A Pro Forma Balance Sheet** بهذا الأسلوب اعتماداً على المؤشرات العامة للصناعة المماثلة هو الخطوة الأولى في تقدير الاحتياجات المالية . لاستخدام هذا الأسلوب فإن كل المطلوب معرفته هو: - نوع الصناعة الخاصة بالشركة - حجم الشركة كما يقيسه المبيعات السنوية التقديرية .

ولنضرب على ذلك المثال الآتي:

لنفرض أن المبيعات المتوقعة لشركة من الشركات هي ٣ مليون ج ، وقد أمكن معرفة المؤشرات العامة الآتية عن الصناعة التي تنتمي له الشركة:

معدل دوران الأصول الثابتة (المبيعات / الأصول الثابتة) ١٠ مرات
الرافعة المالية (إجمالي الديون / إجمالي الأصول) ٧٥ %
الأصول الثابتة إلى حق الملكية ٥٠ %

ومن هذه البيانات فقد يمكن تصوير مشروع ميزانية نموذجية مبنية على المؤشرات العامة للصناعة .

أصول ثابتة	٣٠٠٠٠٠٠	حق الملكية	٦٠٠٠٠٠٠
أصول متداولة	٢١٠٠٠٠٠٠	قروض	١٨٠٠٠٠٠٠
	<u>٢٤٠٠٠٠٠٠</u>		<u>٢٤٠٠٠٠٠٠</u>

وقد تم التوصل الى تلك الميزانية كالاتي:

$$\begin{aligned} \text{الأصول الثابتة} &= \frac{٣ \text{ مليون ج}}{١٠ \text{ مرات}} = ٣٠٠٠٠٠٠ \text{ ج} \\ \text{حق الملكية} &= \frac{٣٠٠٠٠٠٠}{٥٠ \%} = ٦٠٠٠٠٠٠ \text{ ج} \end{aligned}$$

باستخدام مؤشر معدل دوران الأصول الثابتة نستخرج الأصول الثابتة.

المبيعات

الأصول الثابتة

١٠ مرات × الأصول الثابتة = ٣ مليون جنيه

أي الأصول الثابتة = ٣٠٠٠٠٠٠ ج

باستخدام معدل الاصول الثابتة إلى حق الملكية نستخرج حق الملكية :

الأصول الثابتة

حق الملكية = ٥٠٪

٥٠٪ × حق الملكية = ٣٠٠٠٠٠٠ ج

أي أن حق الملكية = ٦٠٠٠٠٠٠ ج

فإذا كانت الرافعة المالية هي ٧٥٪ فإن معنى ذلك أن حق الملكية إلى إجمالي الأصول = ٢٥٪

حق الملكية

إجمالي الأصول

٦٠٠٠٠٠٠

أي أن إجمالي الأصول = ٢٤٠٠٠٠٠٠ ج

؟

وعلى ذلك تصبح القروض ١٨٠٠٠٠٠٠ ج (إجمالي الخصوم ٢٤٠٠٠٠٠٠ ناقصاً حق الملكية ٦٠٠٠٠٠٠ ج).

وتصبح الأصول المتداولة ٢١٠٠٠٠٠٠ ج (إجمالي الأصول ٢٤٠٠٠٠٠٠ - الأصول الثابتة ٣٠٠٠٠٠٠ ج).

وبالنظر الفاحصة لهذا الهيكل المالي المقترح فإنه يمكننا القول أن هذه الشركة لابد وأنها شركة تجارية تعمل في مجال التجارة فالرافعة المالية هي ٧٥٪ وهي تتشابه مع الرافعة المالية لقطاع التجارة

ككل ونحن أن نسبة الاصول الثابتة إلى إجمالي الاصول يجب أن تكون في حدود النسبة المرجعية لنشاط التجارة أي حوالي ٧,٨٪ وهي في شركتنا هذه ١٢,٥٪ (٣٠٠٠٠٠٠ ÷ ٢٤٠٠٠٠٠ ج) .

وبالطبع فإنه يمكننا وضع مشروع ميزانية أكثر تفصيلاً باستخدام باقي النسب المالية ولكن اهتمامنا الأساسي هنا كان في الواقع في العلاقة بين الاموال المملوكة والاموال المقترضة ، وبنفس الاسلوب تتم دراسة تفصيلية لمكونات القروض (قروض طويلة الاجل- قروض قصيرة الاجل) ودراسة تفصيلية لمكونات الأصول المتداولة وهكذا . ولقد رأينا هنا الاكتفاء بهيكل التمويل في المدى الطويل . ولذا فإنه يخرج من دراستنا هذه كل ما يتعلق بالأصول المتداولة الى حين دراستنا لرأس المال العامل .

وقبل أن تنتهي من الكلام عن استخدام النسب المالية العامة (المرجعية) لعمل قائمة مركز مالي نموذجية يجب أن نحذر من الانصياع التام وراء تلك المؤشرات العامة . فالمؤشرات العامة – بصفة أساسية – متوسطات نمطية للرجوع اليها للمقارنة . وبالرغم من ذلك فهناك عشرات العوامل والاعتبارات التي تجعل أي شركة تبعد عن هذا النمط أو النموذج . وعلى سبيل المثال وكما بينا في صفحات سابقة نجد أن هناك حجم رقم الأعمال ومرحلة النمو للشركة ومعدل نموها ودرجة استقرار مبيعاتها وظروفها الخاصة الخارجة عن إرادتها (استيلاء العدو على مصايد اسماك الشركة كما في حالة الشركة المصرية لتسويق الاسماك) .

وبالرغم من ذلك فإنه من الأهمية بمكان معرفة مدى الاختلافات عن تلك المتوسطات العامة والاسباب وراء تلك الاختلافات ويجب على المدير المالي أن يكون دليلاً على نقط ضعف في هيكل التمويل .

الفصل العاشر سوق الأوراق المالية

مقدمة :

تعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال ، والعمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الحر ، وتأتي أهمية سوق الأوراق المالية ، لما لها من آثار مختلفة على الأداء الاقتصادي والرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل. فعملية تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها لشراء الأوراق المالية بكافة أنواعها تعد الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية ، ولا يخفى ما لمثل هذه الوظيفة من آثار إيجابية على الاقتصاد القومي ، فتوظيف المدخرات في شراء الأوراق المالية ما هو إلا نوع من الاستثمار ، حيث تتحول هذه المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لشركات ومؤسسات تمارس أنشطة اقتصادية متنوعة.

وأصبح موضوع أسواق الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية، تعمل على دعم الاقتصاد والفرص وتزيد من معدلات الرفاهية لأفراده.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد عناصر أسواق المال والمكونة من:

- سوق النقد الذي يقوم الجهاز المصرفي فيه بالدور الرئيسي.
- سوق رأس المال الذي يتكون من بنوك الاستثمار وشركات التأمين.
- سوق الأوراق المالية حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من صكوك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والبنوك أو الحكومات أو غيرها من المؤسسات والهيئات العامة وتكون قابلة للتداول.

وسوق الأوراق المالية هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لأنواع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق، إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، ولكن مع نمو شبكات ووسائل الاتصال، فقد أدى ذلك إلى التقليل من أهمية التواجد في مقر سوق الأوراق المالية المركزي، وبالتالي ساعدت في التعامل من خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول (www.egyptse.com).

ومصر ليست ببعيدة عن تلك الأسواق، فقد خطت الحكومة المصرية خطاً واسعاً نحو تنمية وتنشيط سوق رأس المال المصري، وذلك إيماناً منها بأنها هي الوسيلة الأساسية لعلاج المشكلة الاقتصادية ، فقد أصبحت تلك الأسواق مجالاً خصباً لتوفير أدوات استثمار متنوعة تجذب أولئك الذين تتوفر لديهم موارد مالية ويرغبون في استثمارها .

ومازال حتى الآن تُبذل جهود كبيرة سواء من الحكومة المصرية أو من المؤسسات المالية لدفع المزيد من المستثمرين نحو التعامل في سوق الأوراق المالية، وزيادة ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية المصري.

ويشير الكاتب هنا إلى الملامح العامة لبورصة الأوراق المالية المصرية، ومراحل تطورها، ومقومات نجاحها، والصعوبات التي تواجهها، وشروط قيام سوق الأوراق المالية، وأخيراً يشير إلى تقسيمات سوق الأوراق المالية، وذلك على النحو التالي^(١):

أولاً: الملامح العامة لبورصة الأوراق المالية المصرية

تعتبر بورصة الأوراق المالية المصرية من أقدم أسواق الأوراق المالية في العام العربي، حيث يرجع التفكير في إنشاء بورصة الأوراق المالية إلى سنة ١٨٦١، وذلك عن طريق مجموعة من السماسرة والتجار الأجانب إلى أن تم إنشاء بورصة للأوراق المالية بالإسكندرية سنة ١٨٨٣، وصدرت اللائحة الداخلية لها في سنة ١٩١٣، وبعد ذلك تم إنشاء بورصة للأوراق المالية بالقاهرة سنة ١٩٠٣، وصدرت أول لائحة لها في نوفمبر ١٩٠٧، وتم العمل بها في ديسمبر ١٩١٠، وفي نهاية سنة ١٩٣٠ تم تصنيف سوق الأوراق المالية المصرية خامس أنشط سوق على مستوى العالم .

ولقد لعب القطاع الخاص في مصر خلال الفترة من (١٩٥٢ - ١٩٦٠) دوراً هاماً في تأسيس الشركات المساهمة ودعم الصناعات الوطنية، ومع بداية السبعينات انتهجت الحكومة سياسة الانفتاح الاقتصادي واستهدفت إعادة دور القطاع الخاص باعتباره شريكاً في التنمية جنباً إلى جنب مع الدولة، ولتحقيق ذلك التحول تم صدور عدة قوانين منها ما يتعلق باستثمار الأموال والتعامل في النقد الأجنبي، كما أصدرت قانون للشركات وقانون قطاع الأعمال وأجرت تعديلات في القانون الضريبي وخاصة على سوق رأس المال ثم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال عام (١٩٧٩) وصدر قانون رأس المال عام (١٩٩٢).

ومع بداية التسعينات ونتيجة للاستقرار السياسي في الثمانينات وانتهاج سياسات اقتصادية ومالية تخدم عملية الاستثمار واقتصاد السوق في مصر والاتجاه إلى الخصخصة تحققت صحة في سوق الأوراق المالية، مما ساعد على إدراج مصر بوصفها سوقاً ناشئة ضمن مؤشر مؤسسة التمويل الدولية اعتباراً من سبتمبر ١٩٩٦ وقيام المؤسسات المالية الكبرى بوضع مصر على خريطة استثمارات محافظها الخاصة بالأسواق الناشئة كمؤسستي مورجان ستانلي وبييريل لينش .

وقد حصلت بورصتي القاهرة والإسكندرية على موافقة بورصة نيويورك لتسجيل بعض الأسهم المصرية المختارة في بورصة وول استريت **Wall Street**، وقد بلغ عدد الشركات المسجلة

(١) محمد حسن أحمد مهدى، المتغيرات المؤثرة على مستوى أداء الأسهم العادية المتداولة في بورصة الأوراق المالية المصرية - نموذج مقترح، رسالة دكتوراه في إدارة الأعمال، كلية التجارة - جامعة سوهاج، ٢٠١٣، ص ٣٩ - ٤٤.

في البورصة المصرية في ٣٠ مارس عام ٢٠٠٢ عدد (١٠٥١) شركة بقيمة سوقية قدرها ١٣٧,٣٥ مليار جنيه بعد أن كانت خمسة مليارات جنيه ، وعلى الرغم من أن نسبة السوق المصري تعد صغيرة مقارنة بسوق الأوراق المالية العالمية فإن ترتيبه يأتي الثالث من حيث القيمة السوقية من بين أنشطة أسواق الأوراق المالية العربية بعد السوق السعودي والسوق الكويتي .

ثانياً: مراحل تطور سوق الأوراق المالية المصرية

يمثل تاريخ سوق الأوراق المالية المصرية انعكاساً للأوضاع الاقتصادية والمناخ الاستثماري الذي يميز كل مرحلة من مراحل تطور السوق، ويفرق الباحث هنا بين ثلاثة مراحل تعكس تطور سوق الأوراق المالية المصرية، على النحو التالي:

١- مرحلة ما قبل التأميم:

شهدت فترة ما قبل التأميم صدور القانون ١٦١ لعام ١٩٥٧ بشأن تنظيم سوق الأوراق المالية المصرية، وقانون تمصير البنوك وشركات التأمين والوكالات التجارية في فبراير ١٩٥٧ ، وما ترتب عليه انتعاش حركة تداول الأوراق المالية الذي لم يستمر بسبب تدخل الدولة في تحديد الأرباح الموزعة على المساهمين بصدور القانون رقم ٧ لعام ١٩٥٩ ، وعليه انخفض نشاط السوق وهبوط الأسعار إلى الحد الذي تدخلت معه الحكومة لوضع حد أدنى للأسعار ودخولها أحياناً كمشتري لحماية السوق من الانهيار.

٢- مرحلة التأميم:

نتيجة للتأميم انكمش سوق تداول الأوراق المالية المصرية، وتجمدت سوق الإصدار بسبب قلة عدد الشركات المساهمة التابعة للقطاع من ٩٢٥ شركة في يونيو ١٩٦١ إلى أن وصل إلى ٣٦ شركة فقط، وكذلك تراجع حجم التعامل في سوق القاهرة للأوراق المالية من ٤٣,٩ مليون جنيه عام ١٩٥٨ إلى ٣,٦ مليون جنيه عام ١٩٧١.

٣- مرحلة الانفتاح الاقتصادي:

قامت سياسة الانفتاح الاقتصادي على تشجيع القطاع الخاص والتحول تدريجياً لاقتصاد السوق، وبناءً على ذلك صدر قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، ولائحته التنفيذية، والذي كان هدفة تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية المصرية، وقد أدى ذلك إلى زيادة حجم التعامل في البورصة وزيادة عدد الشركات المقيدة والتي بلغت ٩١٨ شركة في أبريل ١٩٩٨.

ثالثاً: مقومات نجاح سوق الأوراق المالية

إن تنظيم وإقامة سوق للأوراق المالية في ج.م.ع بفاعلية ، يتطلب ذلك توفير مقومات لنجاحه وتوفير الضمانات اللازمة له من النواحي القانونية والتنظيمية والإدارية لتجنب الأخطاء ، وتفادي العقبات التي تعترض عملية تطويرها، ويقصد بنجاح سوق الأوراق المالية هو حماية المستثمرين والمحافظة على الأمانة والصدق في التعامل في عمليات تداول الأوراق المالية، وكما تعمل على

توفير السيولة للمستثمرين ، ويشترط لنجاح سوق الأوراق المالية توفير عدة مقومات على النحو التالي:

- ١- وجود إدارة منظمة وذات كفاءة عالية ولها القدرة على اتخاذ القرارات في الوقت المناسب.
- ٢- وجود إطار تشريعي وتنظيمي له القدرة على مواكبة التطورات والتغيرات المالية والاقتصادية التي لها علاقة بسوق الأوراق المالية ويوفر الحماية للمتعاملين بالأوراق المالية، ويمنع التلاعب أو الاستغلال سواء بين المتعاملين أو بينهم وبين الوسطاء.
- ٣- وجود نظام اقتصادي حر ونظام محاسبي كفاء .
- ٤- توافر الوعي الاستثماري والأساليب العملية في تحليل المعلومات ووجود إفصاح مالي دقيق يساعد على توفير المعلومات من الأوراق المالية ونشرها للمستثمرين، وتنظيم المعاملات التجارية بتوفير نوع من الثقة في الأسواق المالية.
- ٥- ضرورة فرض عقوبة مشددة لمن يقوم بنشر معلومات مالية مضللة أو إخفاء معلومات ضرورية، وعدم إفشاء المعلومات للمستثمرين للمحافظة على استمرار الأسعار في الأسواق المالية حيث تصبح القيمة السوقية للأسهم مساوية لقيمتها الحقيقية.
- ٦- ضمان وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي والاجتماعي داخل الدولة، ووجود نظام ضريبي مرن.
- ٧- وجود عدد كبير من البنوك الوطنية والأجنبية وشركات الاستثمار.

رابعاً: الصعوبات التي تواجه سوق الأوراق المالية

توجد بعض الصعوبات التي قد تواجه سوق الأوراق المالية وتعود تطورها وتحد من قدرتها على القيام بدورها الرئيسي في الاقتصاد ومنها:

- ١- هناك نقص في الوعي الادخاري والاستثماري لدى المواطنين.
- ٢- عدم وجود المستثمر المؤسسي.
- ٣- نقص المعلومات والبيانات المالية التي تجعل عملية الاستثمار في الأوراق المالية تشكل خطورة.
- ٤- وجود ضعف الرقابة الإشرافية على عمليات السوق.
- ٥- ضعف الأداء الاقتصادي للدولة وعدم تمتعها بالأمن والاستقرار.
- ٦- قلة الأدوات المالية المتاحة في سوق الأوراق المالية.

خامساً : شروط قيام سوق الأوراق المالية

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة ، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط الأساسية ، منها (١):

- ١- تبنى فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي ، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي، وتأتى أهمية تبنى هذه الفلسفة في إطار الحاجة لأن يلعب رأس المال الخاص دوره الريادي في تجميع المدخرات الخاصة وإعادة تخصيصها على وجوه النشاط الاقتصادي التي تحقق أعلى معدل ممكن للعائد في ظل أدنى مستوى ممكن من المخاطر التي يتعرض لها الحائز للثروة.
- ٢- ضرورة وجود حجم كاف من المدخرات - بشقيها الوطني والأجنبي - المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.
- ٣- وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض ، تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.
- ٤- وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية، فتوافر هذه التشريعات والتنظيمات يساعد كثيراً في تسهيل المعاملات وتحريك رؤوس الأموال من ناحية ، وفى الوقت نفسه توافر الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل في السوق المالية من ناحية أخرى.
- ٥- توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة حتى تؤدى دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية . واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية

(١) يراجع في ذلك :

- صبري حسن نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفني والأساسي ، كتاب الأهرام الاقتصادي ، العدد (١٠٠)، مايو ١٩٩٦ ، ص ٨١ .
- مصطفى رشدي شичه، وزينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، (الإسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، ١٩٩٢) ، ص ٤٥٥ .
- السيد الطيبي ، " أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية" ، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والاحصاء والتشريع ، القاهرة ، ١٩٨٩ ، ص ٩ .
- Rutterford, J., **Introduction to Stock Exchange Investment** , (London: Mc MmillanPress,1983), PP 21-23.
- French, D., **Security And Portfolio Analysis : Concepts and Management** , (O.H: MerrillPub, 1989)., pp 45-54.

وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى. فلا شك في أن هذه المؤسسات تلعب دوراً هاماً في عملية التوسط بين المدخرين والمنظمين لإيجاد التلاقي المطلوب بين عرض المدخرات والطلب عليها ، وعرض فرص الاستثمار والطلب عليها.

- ٦- تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسيعاً وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين . فالأساليب الفنية الحديثة في الإصدار تميل إلى صياغة الأوراق المالية بشكل تصبح معه هذه الأوراق في متناول المدخر الصغير ، الأمر الذي يمكن معه تعبئة موارد مالية كثيرة نتيجة اتساع قاعدة المشاركين أيا كانت مقدرتهم المالية.
- ٧- وتكتمل هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محلياً وإقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال.

سادساً: تقسيمات سوق الأوراق المالية

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها السوق التي تتعامل في الاستثمار المالي المتعلق بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك.

وبهذا المعنى تنقسم هذه السوق إلى شقين رئيسيين هما:

- سوق الإصدار (السوق الأولية).
- سوق التداول (السوق الثانوية).

وفيما يلي يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز :

١- سوق الإصدار (السوق الأولية) *Primary Market*

سوق الإصدار أو السوق الأولية هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام(*) في الأوراق المالية سواء كانت أسهماً أو سندات ، وقد يتعلق الاكتتاب بالأسهم الممثلة لرأسمال الشركة عند التأسيس أو عند زيادة رأسمالها بعد التأسيس ، كما قد يتعلق بالسندات عند إصدارها سواء كانت صادرة عن شركة أو من شخص من الشخصيات الاعتبارية العامة التي يحق لها الإصدار .

والسوق الأولية تصنعها مؤسسات مالية متخصصة تقوم بالاكتتاب في الإصدارات الجديدة للأوراق المالية ، ثم تقوم ببيعها للجمهور مرة أخرى لتحقيق أرباحاً من الفرق بين سعر البيع وسعر

(*) يتم إعلان المستثمرين الحاليين والمرتبين بالإصدارات الجديدة من خلال نشرة الاكتتاب ، وتشمل ملخصاً لأهم الحقائق المتعلقة بالجهة المصدرة والأوراق المالية المطروحة للاكتتاب ، كما أنها تشمل كافة الحقائق التي يعتمد عليها المستثمر في تقييم الأوراق المالية المصدرة وقد يتم الإعلان بصورة مباشرة للمستثمرين الحاليين ، أو بطريقة غير مباشرة من خلال الصحف والمجلات المتخصصة.

الشراء ، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسات (بنوك الاستثمار) ، وفى الدول التي تتسم أسواقها بالصغر ، قد تتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة والسوق الأولية النشطة تساهم في تمويل عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية، وذلك من خلال دفعها بالمستثمرين إلى التخلي تدريجياً عن استثمار أموالهم في المضاربات العقارية أو الاستخدامات السائلة ، ومن خلال مساعدتها في زيادة وتشجيع الادخار ، وما يستتبع ذلك من دفع سريع لعملية التنمية الاقتصادية، وبالتالي خلق فرص استثمارية جديدة يتيحها الاقتصاد القومي للمستثمرين كلما قطع شوطاً في مراحل التنمية.

وتتبع أهمية السوق الأولية النشطة والمستقرة من كونها تعمل على جذب المدخرات سواء بطريقة مباشرة (من خلال شراء الأوراق المالية ، أي الاكتتاب في أسهم الشركات)، أو بطريقة غير مباشرة (من خلال البنوك وشركات التأمين التي تستثمر جزءاً من أموالها- الودائع وبوالص التأمين - في شراء الأوراق المالية).

كما أن السوق الأولية تتيح فرصاً متعددة للمدخرين لاستثمار مدخراتهم في أشكال متعددة من الأوراق المالية ، والتي تمثل بدورها أشكالاً مختلفة من الأنشطة الاقتصادية ، ومن ناحية أخرى ، فهي تتيح للمستثمرين ومنشآت الأعمال فرصاً للحصول على الأموال اللازمة للتوسع والنمو ، وهو ما ينعكس أثره الإيجابي على الدخل القومي وعلى مستوى المعيشة في الدول المعنية .

٢- سوق التداول (السوق الثانوية) *Secondary Market*

سوق التداول أو السوق الثانوية تعبر عن المكان الذى تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراء ، والتي يترتب عليها نقل ملكية الأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات السابق إصدارها من بائع لمشتري ، طبقاً لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع والشراء ، سواء تمت هذه المعاملات من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة .

وللسوق الثانوية أهمية بالغة للاقتصاد القومي ، فعملية شراء وبيع الأوراق المالية ليست استثمارات مالية فقط -كما يتراءى للبعض - ولكنها استثمارات اقتصادية أيضاً فالمدخر (المستثمر) عندما يشتري الأوراق المالية من البورصة ، فهو يعمل على تحرير سيولة تصبح متاحة للاستثمار في فرص أخرى داخل الاقتصاد القومي ، وبغض النظر عن طريقة استخدام هذه السيولة الجديدة ، فإنها ستقلل تكلفة الفرصة (أو الخسارة) البديلة حال استعمالها لتمويل استثمار جديد ، وستؤدى إلى زيادة المنفعة في حال استعمالها لتمويل إنفاق استثماري.

وتتبع أهمية السوق الثانوية من أنها تعمل على تحويل الأوراق المالية أو بيعها خلال آجالها المحددة، مما يجعل المستثمر (المدخر) مطمئناً إلى أنه يستطيع الحصول على السيولة (النقود) اللازمة له في أي وقت يريده.

والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة لديها ، أو أسواق غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم ، ويحددون الأسعار وفقاً لحجم العرض والطلب ، وفيما يلى يتم تناول كل من هاتين السوقين بشيء من الإيجاز:

أ- **السوق المالية المنظمة "بورصة الأوراق المالية" *Organized Market "Stock Exchange"***

السوق المنظمة أو ما يطلق عليها بورصة الأوراق المالية ، ما هي إلا سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا في هذا النوع من النشاط ، وهذه التعاملات تجرى في مكان محدد وهو "البورصة"، وفي أوقات محددة ، ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة ، وتقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات .

وتؤدى البورصة عديداً من الوظائف الرئيسية للاقتصاد القومي ، ولعل أهمها ، تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عملية الاستثمار والتنمية ، وتلبية احتياجات الدولة المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة ، لتمويل أهداف التنمية، عن طريق إصدار السندات طويلة الأجل والأذونات قصيرة الأجل " أذون الخزانة" .

ب - السوق المالية غير المنظمة *Unorganized Market*

يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، والتي يطلق عليها المعاملات على المنضدة (*Over the Counter O.T.C*) التي تتولاها بيوت السمسة، ويتم التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المسجلة في السوق الرسمية ، ولا يوجد مكان محدد لإجراء مثل هذه المعاملات ، ولكن تتم من خلال شبكة اتصال قوية (خطوط تليفونية – أطراف الحاسب الآلي – وغيرها من الوسائل السريعة للاتصال) ، تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين. ويتم من خلال هذه الشبكة اختيار أفضل الأسعار والتعامل على أساسها.

وبناء على ذلك يمكن القول بأن الأسواق غير المنظمة ما هي إلا أطراف لإجراء المعاملات أكثر من كونها مكانا لإجراء تلك المعاملات.

٣- العلاقة التبادلية بين سوقى الإصدار والتداول :

هناك علاقة تبادلية تربط بين سوق الإصدار وسوق التداول ، فإذا ما توافرت لسوق التداول السهولة في التعامل ، والاقتصاد في النفقات ، وسرعة تحويل الأوراق إلى نقد سائل ، فإن ذلك يعمل على زيادة كفاءة سوق الإصدار ، عن طريق القيام بإصدارات جديدة تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وما يستتبع ذلك من دفع عجلة التنمية.

ومن جهة أخرى ، فإن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والاكنتاب في أسهمها (سوق الإصدار) ، يتيح الفرصة أمام المزيد من تدفق الأوراق المالية إلى البورصة (سوق التداول) ، على نحو يؤدي إلى تنشيطها ، ومن ثم إلى تحقيق قدر كبير من السيولة للأوراق المالية المقيدة فيها، وإلى سعر عادل لها في ضوء تقييمها حسب ظروف العرض والطلب. مما سبق يتضح أن كلا من سوق الأوراق المالية (سوق الإصدار وسوق التداول) يؤثر كل منهما في الآخر.

المراجع

- المراجع
أولاً : المراجع العربية :
- أحمد علي أحمد حسين ، الإدارة المالية التمويل والاستثمار ، (سوهاج : بدون ناشر ، ٢٠٠٩)
 - السيد الطيبي ، " أهمية تطوير سوق الأوراق المالية لزيادة مشاركة القطاع الخاص في خطة التنمية " المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر للاقتصاديين المصريين ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع ، القاهرة ، ١٩٨٩ .
 - أمير أحمد التوني ، التمويل والإدارة المالية ، (سوهاج : بدون ناشر ، ١٩٨٩ .
 - بهاء الدين سعد ، التمويل في منظمات الأعمال ، (القاهرة : بدون ناشر ، ١٩٩٣ .
 - حسن أحمد توفيق ، التمويل والإدارة المالية في المشروعات التجارية ، (القاهرة : الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية ، ١٩٨٢).
 - خليل سيد محمد الحساني ، التمويل والإدارة المالية (سوهاج : بدون ناشر ، ٢٠١٣).
 - سيد الهواري ، الإدارة المالية – منهج اتخاذ قرارات (القاهرة : مكتبة عين شمس ، ١٩٨٥) .
 - ----- ، التمويل والاستثمار ، (القاهرة : مكتبة عين شمس ، ١٩٨٢).
 - شوقي حسين عبدالله ، التمويل والإدارة المالية (القاهرة : دار النهضة العربية ١٩٨٣).
 - صبري حسن نوفل ، الاستثمار في الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفني والاساسي ، كتاب الاهرام الاقتصادي ، العدد (١٠٠) ، مايو ١٩٩٦ .
 - عبد الغفار حنفي ، ورسمية قرياقص ، أساسيات الاستثمار والتمويل ، (الاسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة ، ٢٠٠٤).
 - ، الإدارة المالية – قرارات الاستثمار ، (الاسكندرية ، المكتب العربي الحديث ، بدون تاريخ) .
 - عبد الناصر طه ابراهيم ، التمويل والإدارة المالية (اسويط : بدون ناشر ، ٢٠٠٠).
 - عبد العزيز النجار ، التمويل ، مكان النشر والناشر غير مبينين ، ١٩٩١ .
 - عرفة متولي السيد ، الإدارة المالية – النظرية والتطبيق ، (الاسكندرية : مؤسسة شباب الجامعة ، ١٩٨٥).
 - محمد صالح الحناوي ، أدوات التحليل والتخطيط في الإدارة المالية (الاسكندرية : دار الجامعات المصرية ، ١٩٨٢).
 - ، الإدارة المالية والتمويل ، (الاسكندرية : دار الجامعة للنشر ، ٢٠٠٠).
 - محمد حسن أحمد مهدي ، الإدارة المالية والتمويل الأسس العلمية والتطبيقية ، سوهاج ، الناشر غير مبين ، ٢٠١٦ .
 - محمد عثمان اسماعيل ، اساسيات التمويل الاداري ، (القاهرة : دار النهضة العربية ، ١٩٨٦).
 - محمد علي شهيب ، الاصول العلمية والتطبيقية لصنع القرارات المالية ، (القاهرة : دار الفكر العربي ، ١٩٩٨).
 - محمد محمد ابراهيم ، محاضرات في الإدارة المالية ، (القاهرة : بدون ناشر ، ١٩٨٥).

- محمد نمر علي احمد ، التمويل و الادارة المالية مع اشارة خاصة لسوق الاوراق المالية ب.ح.م.ع ، (سوهاج : بدون ناشر ٢٠١٤).
- محمود علي الزقالي ، التمويل والادارة المالية ، (سوهاج : بدون ناشر ، ١٩٩٠).
- مصطفى رشدي شيحة ، وزينب حسن عوض الله ، النقود والبنوك والبورصات ، (الاسكندرية : دار المعرفة الجامعية ، ١٩٩٢).
- منير ابراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل ، (الاسكندرية : منشأة دار المعارف ، ١٩٩٨).
- — ، الادارة المالية : مدخل تحليلي معاصر ، (الاسكندرية : المكتب العربي الحديث ، ١٩٩١).

ثانيا : المراجع الانجليزية :

- Adolph Granwold & Erwin Nemmers , **Basic Managerial Finance**, (N.Y :Rine Hart and Winston , Inc ., 1976)
- French, D., **Security And Portfolio Analysis : concepts and Management** , (O.H: Merrillpub, 1989.)
- J .Fredwestan & Brigham , **Essentials of Managerial Finance** (N.Y :Holt Rine Hart and Winston , Inc ., 1971.)
- James Wan Horne , **Financial Management and policy** , (Lsndon : Hallinc ., 1972.)
- Jerry A .Viscone & Gordon s. Roberts , **contemporary Financial Management** , (N.Y : Mscmillan publishing co., 1991)
- John J. Hamptan , **Finance Decision Making** ,(New Delhi: prentice Hall of India Privat, Ltd ., 1983.)
- L.J Gritman , **Principles of Management Finance** New York : Harber and pulisher , 1988.
- M . Pandy , **Financial Management** , 2 nd , ed . NewDelhi :Vikas Publishing House Prt . Ltd ., 1981.
- Peter Ratzner , **The Role of Organization of Financial Management** , (England : Gower Publishing Co ., 1983).
- Rose , P. S & D.R .Fraser , "**Financial Institution s**" , (Taxes :Business Pub ., InC 2ad Ed , 1985).
- Rutterford J., **Introduction to Stock Exchange Investment** , (London : MC Mmillan Press , 1983).

تطبيقات
نظرية وعملية

تطبيقات علي الفصل الاول

مدخل للإدارة المالية والتمويل

السؤال الاول : اكتب مذكرات مختصرة فيما لا يزيد عن صفحة واحدة لكل نقطة:

١- الفرق بين كلا من المدير المالي الحديث والمدير المالي التقليدي .

٢- مراحل تطور وظيفة الإدارة المالية .

٣- مداخل دراسة الادارة المالية

٤- أهداف الادارة المالية

٥- وظائف الادارة المالية

٦- تنظيم الادارة المالية

السؤال الثاني : وضح رأيك في مدى صحة أو خطأ العبارات الآتية :

١- يعتبر التعريف الإداري الوظيفي هو التعريف المناسب للإدارة المالية .

٢- لا تقتصر وظيفة التمويل علي شكل وحجم معين لمنظمة الأعمال .

٣- تعتبر مراحل تطور الوظيفة المالية إنعكاسا للمتغيرات البيئية السائدة في كل فترة زمنية .

٤- يعتبر التمويل وظيفة اقتصادية .

٥- لا يوجد فرق بين المحاسب والمدير المالي .

٦- يختلف التنظيم الداخلي للإدارة المالية من مشروع لآخر .

السؤال الثالث : " رغم قدم الوظيفة المالية , فإنها لم تظهر كمجال مستقل للدراسة , إلا مع بداية القرن

العشرين " علق علي العبارة السابقة موضحا :

١- مفهوم الوظيفة المالية وتطورها .

٢- مداخل دراسة الإدارة المالية , وأيهما تفضل من وجهة نظرك .

٣- العلاقة بين الإدارة المالية وميادين المعرفة الأخرى .

تطبيقات علي الفصل الثاني

السيولة والربحية

السؤال الأول : اكتب مذكرات مختصرة فيما لا يزيد عن صفحة واحدة لكل نقطة :

- ١- اليسر والعسر المالي
- ٢- السيولة سياسة والربحية هدف
- ٣- هل السيولة والربحية هدفان متعرضان
- ٤- الربحية تؤدي الي السيولة وليس العكس

السؤال الثاني : وضح رأيك في مدى صحة وخطأ العبارات الآتية :

- ١- هناك فرق بين كلا من مصطلحي السيولة واليسر المالي .
- ٢- لكل من اليسر المالي الحقيقي واليسر المالي الفني نفس المفهوم .
- ٣- تعتبر السيولة هدفا مثل الربحية .
- ٤- تهتم السيولة بالماضي وليس بالمستقبل .
- ٥- الربحية تؤدي إلي السيولة وليس العكس .
- ٦- تعتبر السيولة غير مؤكدة .

السؤال الثالث :

" يشير البعض إلي السيولة والربحية باعتبارهما هدفين فرعيين للإدارة المالية وعلي الرغم من كونهما توأمين إلا أنهما متناقضين "

في ضوء العبارة السابقة أكتب تقريراً علمياً مختصراً يحتوي علي طبيعة العلاقة بين كلا من السيولة والربحية .

تطبيقات علي الفصل الثالث

مصادر الحصول علي الأموال

السؤال الاول : اكتب مذكرات مختصرة فيما لا يزيد عن صفحة واحدة لكل نقطة :

١- العوامل الحاكمة لاختيار مصادر التمويل

٢- الملاءمة بين مصادر الأموال واستخدامها

٣- مصادر التمويل طويلة الأجل

٤- مصادر التمويل قصير الأجل

السؤال الثاني :

" تعتمد المنظمات الخاصة علي مصادر متنوعة في تمويل عملياتها ، لكل مصدر منها طبيعته وتكلفته ومزياه وعيوبه "

في ضوء العبارة السابقة اكتب تقريراً علمياً مختصراً عن مصادر الحصول علي الأموال .

السؤال الثالث :

" يمكن تعريف مصادر التمويل قصيرة الأجل بأنها المصادر التي تستحق السداد في مدة اقل من سنة وتهدف الي تمويل الاحتياجات المالية المؤقتة "

في ضوء العبارة السابقة اكتب تقريراً علمياً مختصراً عن مصادر التمويل قصيرة الأجل .

تطبيقات علي الفصل الرابع

بيان تدفق الأموال
السؤال الاول : فيما يلي البيانات المستخرجة من سجلات شركة " الهدى " لصناعة لعب الأطفال :
الميزانية العمومية للشركة

الخصوم وحق الملكية	ديسمبر ٢٠١٨	ديسمبر ٢٠١٧	الأصول	ديسمبر ٢٠١٨	ديسمبر ٢٠١٧
قرض(بنك)	٢٥٠٠	--	نقدية	٩٤٠٠	١٧٩٠٠
أوراق دفع	٣٧٠٠٠	٢٤١٠٠	أ. ق	٧٠٢٠٠	٦١٤٠٠
مستحقات	١٥٦٠٠	١١٥٠٠	الذمم	١٢٧٤٠٠	٧٧٤٠٠
رهن	٧٥٠٠	٨٥٠٠	أراضٍ	٤٢٧٠٠	١٩٧٠٠
مخصص اهلاك مباني	٩٥٠٠	٩٥٠٠	ومباني (إجمالي)	٤٤٠٠٠	٤٧٥٠٠
مخصص اهلاك آلات	١٤٧٠٠	١١٠٠٠	آلات ومعدات	٢١٠٠	٩٦٠٠
رأس المال	٧٠٠٠٠	٧٠٠٠٠	إجمالي		
أرباح مرحلة	١١٦٥٠٠	٩٦٢٠٠	أصول أخرى		
الإجمالي			الإجمالي		
	٢٩٥٨٠٠	٢٣٠٨٠٠		٢٩٥٨٠٠	٢٣٠٨٠٠

قائمة الدخل عن السنة المنتهية في ٢٠١٨/١٢/٣١

صافي المبيعات		٩٦٧٤٠٠٠
<u>بخصم منها</u>		
مواد وأجور مباشرة	٣٤٦٢٠٠	
أجور غير مباشرة	٩٢٢٠٠	
مصروفات صناعية أخرى	٦٥٤٠٠	
مصروفات بيع وإدارة	٥٩٠٠٠	
مصاريف بيعية وإدارية أخرى	٧٥٠٠٠	
إهلاكات	٥١٠٠	
مصاريف أخرى	١٥٠٠٠	
ضرائب	١٢٣٠٠	
صافي الربح بعد الضريبة		٦٧٠٢٠٠
		٢٧٢٠٠

فاذا علمت ان الشركة قامت بشراء آلات جديدة ب١٠٠٠٠ ج في عام ٢٠١٨ م .
المطلوب : إعداد بيان تدفق الاموال باستخدام طريقة موازنة المصادر مع الاستخدامات .

السؤال الثاني :

فيما يلي بيانات المركز المالي للشركة المصرية لصناعة أعلاف الدواجن في ٢٠١٧/١٢/٣١ ،
٢٠١٨/١٢/٣١ .

الخصوم وحق الملكية	ديسمبر ٢٠١٨	ديسمبر ٢٠١٧	الأصول	ديسمبر ٢٠١٨	ديسمبر ٢٠١٧
أ. د	٦٨,٢	١٠٢,٨	نقدية	١,٧	١٢,٧
مستحقات	٥,٥	٩,٨	أ. ق	١٠	١٠
سندات	٣٨	٤٠	أ. ق	٢١١,٤	٢٧٦,٧
حق الملكية			بضاعة	١٤٠,٨	١١٣,٩
رأس المال المدفوع	٢٨٠	٢٨٠	مج أصول متداولة	٣٧٣,٦	٤١٣,٣
أرباح محتجزة	١٨,٨	١٨,٤	إجمالي أصول ثابتة	٥٨	٥٦
أسهم	٢٩٨,٨	٢٩٨,٤	(-) اهلاك	٢١,٢	١٨,٣
الإجمالي			الإجمالي	٣٦,٩	٣٧,٧
	٤١٠,٥	٤٥١		٤١٠,٥	٥٥٤١

والمطلوب :

- إعداد بيان تدفق الأموال
- قياس مدي قدرة المنشأة علي سداد التزاماتها قصيرة الاجل في مواعيدها .
- قياس مدي قدرة المنشأة علي تحقيق الأرباح .
- قياس مدي كفاءة المنشأة في إدارة الأصول .
- قياس مدي اعتماد المنشأة علي المديونية الخارجية في تمويل أصولها .

السؤال الثالث :

فيما يلي بيانات المركز المالي لشركة المدينة المنورة للحديد والتسليح وذلك في نهاية عامي ٢٠١٧ ،
٢٠١٨

الخصوم وحق الملكية	ديسمبر ٢٠١٨	ديسمبر ٢٠١٧	الأصول	ديسمبر ٢٠١٨	ديسمبر ٢٠١٧
دائنون	٦٢٧٠٠٠	٤١٣٠٠٠	نقدية	٣١٠٠٠	٥٣٠٠٠
قرض من البنك	٣٢٥٠٠٠	١٠٠٠٠٠	أ. م	--	٨٧٠٠٠
خصوم آخري	٣١٤٠٠٠	٢٢٦٠٠٠	مدينون	٥٢٨٠٠٠	٣٤٦٠٠٠
مج خ . م	١١٧٦٠٠٠	٧٣٩٠٠٠	مخزون	٦٨٣٠٠٠	٤٣٢٠٠٠
رأس المال	١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	مج أ . م	١٢٤٢٠٠٠	٩١٨٠٠٠
أرباح محتجزة	١٣٦٤٠٠٠	١١٩٢٠٠٠	أصول	١٣٩٨٠٠٠	١١١٣٠٠٠
الإجمالي			ثابتة		
	٢٦٤٠٠٠٠	٢٠٣١٠٠٠	الأجمالي	٢٦٤٠٠٠٠	٢٠٣١٠٠٠

فإذا علمت ان قسط الاهلاك لعام ٢٠١٤ بلغ ١٨٦ ألف جنيه ، ولم تقم لشركة بإجراء اي توزيعات علي المساهمين في ذلك العام .

المطلوب : إعداد بيان تدفق الأموال بطريقة موازنة المصادر والاستخدامات

السؤال الرابع :
إذا كانت قيمة إجمالي الأصول لأحدي الشركات ٥ مليون ونسبة صافي الربح الي المبيعات ١٥ %
ومعدل دوران إجمالي الأصول ٢ مرة .

المطلوب : حساب معدل العائد علي الاستثمار .

السؤال الخامس :

إذا كانت الأصول المتداولة لشركة " الأحمـد " ٤٢٠,٠٠٠ والخصوم المتداولة ٢٤٠,٠٠٠ ج

والمطلوب :

(أ) حساب نسبة التداول .

(ب) هل سيحدث اي تغير علي نسبة التداول في الحالات التالية (كل حالة مستقلة عن غيرها) :

١- شراء معدل بمبلغ ٨٠,٠٠٠ نقداً .

٢- الحصول علي قرض قصير الأجل بقيمة ٣٠,٠٠٠ ج .

٣- تحصيل ٤٠,٠٠٠ من الحسابات المدينة .

تطبيقات علي الفصل الخامس

التنبؤ المالي

السؤال الاول :

تفكر شركة مصايد الاسماك العربية في انشاء مشروع لتصنيع وتعبئة الاسماك المحفوظة . ولتخطيط الاحتياجات المالية لذلك المشروع فقد قررت اعداد ميزانية عمومية متوقعة في ٢٠١٧/١٢/٣١ تصور المركز المالي الذي سيكون عليه الوضع في نهاية السنة الاولى من عمليات المشروع الجديدة وفيما يلي متوسط النسب في صناعة تصنيع وتغليف الاسماك المحفوظة .

المبيعات الي حقوق الملكية	٥	نسبه التداول	٢,٢٪
قروض قصيره الاجل الي حقوق الملكية	٥٠٪	المدنيين الي المبيعات	١٠٪
القروض الي حقوق الملكية	٨٠٪	حافة الربح	٣٪
صافي المبيعات الي المخزون السلعي	٩	نسبه التوزيعات	٣٠٪
مجموع الاصول الثابتة الي حقوق الملكية			٧٠٪

اما بالنسبة لعناصر الميزانية العمومية المتوقعة فهي كما يلي :

نقدية	.....	خصوم	.....
ذمم	.....	قروض قصيرة الاجل	.....
مخزون	.....	قروض طويلة الاجل	.....
أصول متداولة	.....	حقوق ملكية	.....
أصول ثابتة	.....	
الاجمالي	.....	الاجمالي	.....

والمطلوب :

ا-تكمله الميزانية العمومية المتوقعة الموضحة أعلاه ؟ علي فرض ان المبيعات المتوقعة في عام ٢٠١٧ ستبلغ ١٠ مليون جنية .

ب - اذا افترضنا أن شركة مصايد الاسماك العربية قد قررت تغطية رأس مال المشروع الجديد من مواردها المالية ، فما هو حجم المبلغ الذي ينبغي علي الشركة دفعه ؟

السؤال الثاني :

بلغت مبيعات شركة الخزف في عام ٢٠١٣ ما قيمته ٢٤ مليون جنية ، أما نسبة المبيعات لكل بند من بنود الميزانية التي لها علاقة مباشرة مع المبيعات فهي كما يلي

نقدية	٣٪	صافي الاصول الثابتة	٤٠٪
ذمم	٢٠٪	دائنون	١٥٪
مخزون سلعي	٢٥٪	مطلوبات مستحقة	١٠٪
الربح بعد الضريبة الي المبيعات			٥٪

وتبلغ نسبة التوزيعات السنوية ٤٠٪ كما بلغت الارباح المحتجزة في ميزانية عام ٢٠١٧ ما قيمته ٨,٢ مليون جنية . وفيما يلي هيكل الميزانية العمومية في ٢٠١٨/١٢/٣١ بالآلاف الجنيهات متضمنة بعض البنود التي لا تتغير مع حجم المبيعات .

مبلغ	اصول	مبلغ	خصوم وحق الملكية
.....	نقدية	.....	دائنون
.....	ذمم	٢٢٠٠	قروض قصيرة الاجل
.....	مخزون سلعي	.....	مطلوبات مستحقة
.....	جملة الاصول المتداولة	.....	جملة الخصوم المتداولة
		٢٠٠٠	سندات
		٢٠٠٠	رأس مال
		.....	ارباح محتجزة
.....	اجمالي الاصول	.....	اجمالي الخصوم وحق الملكية

والمطلوب :

- تكلفة الميزانية العمومية الموضح أعلاه.
- اذا افترضنا ان مبيعات ٢٠١٨ سوف ترتفع بنسبة ١٠٪ عما كانت عليه في عام ٢٠١٧ فيما هو مقدار الاحتياجات الخارجية الاموال ؟
- اعداد الميزانية العمومية المتوقعة في ٢٠١٨/١٢/٣١ مع افتراض أن اي أموال اضافية مطلوبة سيتم تغطيتها بقروض قصيرة الاجل .

السؤال الثالث :

تشير جلسات إحدى الشركات الي ان جميع مبيعاتها آجلة ، وأن معدل التحصيل هو كما يلي ٢٠٪ من المبيعات يتم تحصيلها في الشهر الذي تم فيه البيع ، ٧٠٪ في الشهر التالي ، والباقي في الشهر الذي يليه . تتم المشتريات في الشهر السابق لبيعها . وتبلغ قيمة المشتريات ٦٠٪ من قيمة المبيعات ، ويتم سداد المشتريات في الشهر التالي للشراء .

ومن المتوقع أن تبلغ تكلفة الأجور ١٥٠٠٠٠٠ جنيه ، ٢٠٠٠٠٠٠ دمية ، ١٦٠٠٠٠٠ جنيه في الثلاثة شهور علي التوالي . كما يتوقع ان تبلغ المصروفات النقدية ١٠٠٠٠٠٠ جنيه شهرياً ويوضح الجدول التالي المبيعات الفعلية لشهري نوفمبر وديسمبر ٢٠١٧ والمبيعات المتوقعة للشهور الأربعة الأولى من عام ٢٠١٤ بألاف الجنيهات .

نوفمبر ٢٠١٣	٥٠٠	فبراير ٢٠١٤	١٠٠٠
ديسمبر ٢٠١٣	٦٠٠	مارس ٢٠١٤	٦٥٠
يناير ٢٠١٤	٦٠٠	أبريل ٢٠١٤	٧٥٠

وفيما يلي الميزانية العمومية للشركة في ٢٠١٢/١٢/٣١ بآلاف الجنيهات .

خصوم وحق الملكية		أصول	
دائنون	٣٦٠	نقدية	٥٠
قروض من البنك	٤٠٠	نمم	٥٣٠
مطلوبات مستحقة	٢١٢	مخزون	٤٥٤
خصوم متداولة	٩٧٢	أصول متداولة	١١٢٥
قروض طويلة الأجل	٤٥٠	صافي الأصول الثابتة	١٨٣٦
رأس المال	١٠٠		
أرباح محتجزة	١٤٣٩		
الإجمالي	٢٩٦١	الإجمالي	٢٩٦١

والمطلوب :

- أ- إعداد الميزانية النقدية عن الثلاثة شهور الأولى من عام ٢٠١٨ .
 ب- تحديد حجم القروض المتوقع الحصول عليها من البنك ، بما يضمن رصيد نقدي دائم قدره ٥٠٠٠٠٠ جنيه .
 ج- إعداد الميزانية العمومية المتوقع في ٣١ مارس ٢٠١٨ .

تطبيقات علي الفصل السادس

تقييم المقترحات الاستثمارية

السؤال الاول :

تستخدم احدي الشركات طريقة فترة الاسترداد في تقديم مقترحات الاستثمار لديها ، وتفكر الشركة في شراء آلة جديدة يبلغ صافي ارباحها بعد الضريبة ١٥٠٠٠ ج سنويا وتبلغ تكلفة الآلة ٥٠٠٠٠ جنيها ، ويتوقع ان يصل عمرها الي ١٠ سنوات (باستخدام القسط الثابت لحساب الاستهلاك) ، وتقبل الشركة المشروعات التي تكون فترة استردادها ٣ سنوات او أقل كمعيار للقبول ، هل تشتري الآلة في ضوء الافتراضات السابقة ام لا ؟

السؤال الثاني :

ترغب ادارة احدي الشركات في تنفيذ مشروع استثماري معين وتوافرت لديك البيانات التالية :
والمطلوب تقييم هذا المشروع الاستثماري باتخاذ قرار بقبولة أو رفضة ، علما بأن قيمة الاستثمار المبدئية ٢٠٠٠٠ ج والقيمة في نهاية عمرة الانتاجي صفر ، وأن معدل تكلفة رأس المال ١٠٪ .

السؤال الثالث :

قدمت اليك البيانات التالية عن المشروعات الخمسة التالية :

السنوات	١	٢	٣	٤	٥
A	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠
B	٣٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٢٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٥٠٠٠٠
C	٦٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠	١٤٠٠٠٠
D	٦٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	٦٠٠٠٠
E	٨٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	١٠٠٠٠	٤٠٠٠٠

- ١- التدفقات النقدية الداخلة للمشروعات الخمسة علي النحو التالي :
- ٢- التدفقات النقدية الخارجة كتكلفة مبدئية للاستثمار للمشروعات علي الترتيب : ١٢٠٠٠٠٠ ، ٨٠٠٠٠ ، ٢٠٠٠٠٠ ، ١٢٠٠٠٠٠ ، ١٦٠٠٠٠٠ ج .

والمطلوب :

- ١- حساب فترة الاسترداد لكل مشروع من المشروعات الخمسة ؟
- ٢- اذا كانت الشركة تحدد فترة استرداد كحد اقصي ٣٠٧٥ سنة فاي هذه المشروعات يمكن قبوله وايهما يمكن رفضة ؟
- ٣- اذا كانت هذه المشروعات مانعة فاي هذه المشروعات توصي الادارة باختياره ؟
- ٤- اذا علمت ان معدل تكلفة رأس المال قدرة ١٠٪ فاي هذه المشروعات يمكن قبوله باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية ؟
- ٥- هل تعتقد ان المشروع الاقل خطورة في حالة المفاضلة علي اساس طريقة فترة الاسترداد يختلف عنة في حالة المفاضلة علي اساس طريقة صافي القيمة الحالية ؟ ولماذا ؟

السؤال الرابع :
تفاضل شركة الأستاذ الاستثمارية بين التين كل منهما تصلح لأداء عملية صناعية معينة ، وكانت بياناتها كالتالي :

بيان	الالة الاولى	الالة الثانية
السعر الاولي للشراء	ج ٢٠٠٠٠٠	ج ٣٠٠٠٠٠
العمر المتوقع للأصل	١٠ سنوات	١٠ سنوات
قيمة الخردة	ج ٥٠٠٠٠	ج ٧٠٠٠٠
الاجور السنوية	ج ١٢٠٠٠٠	ج ٦٠٠٠٠
تكلفة الصيانة السنوية	ج ١٠٠٠٠	ج ٢٠٠٠٠
ص التدفق النقدي السنوي	ج ٢٠٠٠٠٠	ج ٢٠٠٠٠٠

وتستخدم الشركة سعر الفائدة ١٠٪ لحساب قيمة الاستثمار من هذا النوع وان تكلفة الصيانة تزيد بمعدل ١٠٠٠ جنية للالة الاولى ، ٢٠٠٠ ج للالة الثانية مع ثبات الاجور السنوي والتدفقات السنوية الداخلة .
والمطلوب : باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية أي الاليتين تفضل؟ ولماذا ؟

تطبيقات علي الفصل السابع

إدارة رأس المال العامل

السؤال الأول :

تقوم الشركة الهندسية بدراسة ربحيتها من الاصول وكذلك تكلفة رأس المال، وتوضح النتائج ان الاصول المتداولة تحقق عائد قدرة ١٠٪ بينما تحقق الاصول الثابتة عائد قدرة ١٣٪، وتصل تكلفة الخصوم المتداولة ٣٪ بينما تكلفة الديون طويلة الاجل في المتوسط ١٠٪ وتظهر قائمة المركز المالي للشركة في الوقت الحالي كما يلي :

الاصول	الخصوم ورأس المال
٢٠٠٠٠ أصول متداولة	١٠٠٠٠ خصوم متداولة
٦٠٠٠٠ اصول ثابتة	٧٠٠٠٠ ديون طويلة الاجل
٨٠٠٠٠	٨٠٠٠٠

والمطلوب :

- ١- حساب صافي الربحية للشركة (وهي عبارة عن العائد علي الاستثمارات - تكلفة التمويل).
 - ٢- تنوي الشركة تخفيض راس المال العامل ، وذلك اما :
 - بتحويل ٣٠٠٠ جنية من الاصول المتداولة الي الاصول الثابتة .
 - او بتحويل ٣٠٠٠ جنية من الديون طويلة الاجل الي الخصوم المتداولة .
- فالمطلوب حساب الربحية إضافية الناتجة عن كل هذين التغيرين ؟ وأي هذين البديلين تفضيله ؟ ولماذا ؟

السؤال الثاني :

قدمت اليك البيانات التالية عن الشركة العالمية للمعدات الهندسية وتسعي هذه الشركة الي رفع كفاءة ادارة النقدية بها :

- متوسط فترة التحصيل ٨٠ يوم .
- متوسط عمر المحزون ١٠٠ يوم .
- مهلة الدفع في المتوسط ٦٠ يوم من تاريخ البيع .

المطلوب :

- ١- حساب الدورة النقدية ومعدل دوران النقدية في الشركة بافتراض ان عدد ايام السنة ٣٦٠ يوم.
- ٢- اذا كانت الشركة تنفق ما يبلغ ١٨,١٢٠,٠٠٠ في السنة . فما هو الحد الأدنى للنقدية المطلوبة .

تطبيقات علي الفصل الثامن

تكلفة الأموال

السؤال الاول :

تحتاج شركة مختار للمقاولات الي مبلغ ٣٠٠٠٠٠٠٠ ج لمدة ستة اشهر ، وقد لجأت الشركة الي أحد البنوك لاقتراض المبلغ ، وكان البنك يحتسب فوائده علي القروض قصيرة الاجل بمعدل ٨٪ سنويا .
والمطلوب :

١- تحديد تكلفة الاقتراض من البنك مع العلم بان معدل الضريبة ٣٠٪

٢- بفرض ان مدة القرض عام كامل احسب سعر الفائدة المؤثر .

السؤال الثاني :

تخطط شركة حلوان لبيع سندات جديدة فائدة ١٢٪ واستحقاق ١٥ سنة بسعر السند ١٠٠٠ ج وتبلغ تكاليف الاصدار ٣٠ ج للسند بعد الضرائب وما هي التكلفة لو كانت الشركة معفية من الضرائب ؟

السؤال الثالث :

أمام الشركة مطاحن مصر العليا فرصة ان تبيع اسهم ممتازة جديدة بسعر السهم ٥٠ ج ، وتدفع توزيعات ريع سنوية قدرها ١,٢٥ ج ، فاذا علمت ان تكاليف الاصدار لكل سهم تبلغ ٢,٥ ج ، فما هي تكلفة الاموال لهذا الاصدار من الاسهم ؟

السؤال الرابع :

البيانات عليها تم الحصول عليها من واقع سجلات الشركة العالمية للإنشاء والتعمير :

٤٠ ج	السعر الجاري في السوق للسهم الجاري
٢,٥ ج	التوزيعات الحالية للسهم
٦ ج	ربحية السهم الواحد
٣ ج	تكاليف الاصدار لبيع سهم عادي واحد جديد
٠,٩٥	معامل بيتا لسهم الشركة العادية
١٣٪	متوسط عائد محفظة السوق
٥٪	معدل العائد الخالي من الخطر
١٠٪	معدل الفائدة علي السندات
٥٪	معدل نمو التوزيعات

والمطلوب :

أ- احسب تكلفة الارباح المحتجزة باستخدام نموذج النمو الثابت (باقتراض استمرار معدل نمو التوزيعات) ؟

ب- ما تكلفة السهم العادي الجديد باستخدام نموذج النمو الثابت ؟

ج- ما تكلفة الارباح المحتجزة باستخدام نموذج تسعير الاصول الرأسمالية ؟

د- اذا علمت ان ادارة الشركة تقدر بدل المخاطرة علي الاموال المملوكة بمقدار ٢٠٥٪ زيادة علي معدل الفائدة علي السندات ما تكلفة الارباح المحتجزة للشركة باستخدام طريقة المخاطرة الام ؟

هـ- باستخدام مؤشر الربح / السعر ، ما تكلفة الارباح المحتجزة للشركة ؟

السؤال الخامس :
فيما يلي البيانات المستخرجة من سجلات شركة اسمنت السويس :

القيم الدفترية ب ج	مصادر التمويل
٣٠٠٠٠٠٠	سندات (١٠٠٠ ج قيمة اسمية للسند ، كوبون ٨,٥٪)
٥٠٠٠٠٠	اسهم ممتازة (٢٥٠٠٠٠ سهم بسعر السهم الواحد ٢٠ ج)
٢٠٠٠٠٠	اسهم عادية (٢٠٠,٠٠٠ سهم بسعر ١ ج)
٢٥٠٠٠٠٠	أرباح محتجزة
٦٢٠٠٠٠٠ ج	اجمالي

وبياع السند حاليا بمبلغ ٩٥٦ ج ، والسهم الممتاز بسعر ١٨ ج ، والسهم العادي بمبلغ ٤٠ ج ، احسب القيمة السوقية لكل مصدر من مصادر التمويل الحالية في الشركة ؟

السؤال السادس:

قدمت اليك المعلومات التالية عن هيكل تمويل الشركة العالمية للتجارة والمقاولات ، والتكاليف المقدرة للتمويل الجديد :

التكلفة بعد الضرائب	القيمة السوقية	القيمة الدفترية	مصادر التمويل
٧٪	١٨٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	قرض طويل الاجل
١٢٪	٦٠٠٠٠٠	٥٠٠٠٠٠	اسهم ممتازة
١٦٪	٣٦٠٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠	اموال مملوكة
--	٦٠٠٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠٠	اجمالي

فإذا علمت إن الشركة تتوقع ان تحقق مقدارا كبيرا من الأرباح المحتجزة ، وبالتالي من غير المتوقع إن تطرح أسهما عادية جديدة في السوق المالية :

والمطلوب :

- ١- حساب التكلفة المرجحة للأموال باستخدام أوزان القيم الدفترية؟
- ٢- حساب التكلفة المرجحة للأموال باستخدام أوزان القيم السوقية؟

تطبيقات علي الفصل التاسع

هيكل التمويل الأمثل

السؤال الأول: أجب علي النقاط التالية

- ١- ما المقصود بهيكل التمويل ؟
 - ٢- ما هيكل التمويل الأمثل ؟
 - ٣- ما الأفضل زيادة نسبة الأموال المملوكة أم العكس ؟
 - ٤- هل تؤثر طريقة التمويل علي ربحية الشركة ؟ وكيف ؟
 - ٥- أشرح كيف تؤثر طريقة التمويل علي ربحية السهم ؟
 - ٦- هل تختلف ربحية السهم باختلاف حجم الأعمال عند ثبات رقم القرض ؟ ولماذا ؟
 - ٧- ما معني الرافعة المالية ، والمتاجرة علي حق الملكية ؟
- السؤال الثاني : ضع الكلمات الناقصة في العبارات الآتية :
- ١- يشير هيكل التمويل إلي جانب من الميزانية .
 - ٢- هيكل التمويل أوسع شمولاً من هيكل حيث إن الأخير لا يشمل الخصوم المتداولة علي اعتبار أنها تمويل مؤقت .
 - ٣- هيكل التمويل هو هيكل الذي يعظم ليس فقط للملاك وللمن أيضا باعتبارها تعكس المخاطرة المرتبطة بالتمويل .
 - ٤- تسمى العلاقة بين الأموال المقترضة من الغير وبين إجمالي الأصول ب ...
 - ٥- إن المتاجرة علي الملكية مفهوم مواز لمعني
 - ٦- تكون الرافعة المالية -كقاعدة عامة -مرغوبة إذا.....عائد الأصول عن تكلفة القرض وكلما ارتفع عامل الرفع العائد علي حق الملكية
 - ٧- الرافعة المالية غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية
 - ٨- يمكن التواصل إلي درجة الرافعة المالية بقسمة الأرباح الفوائد علي الأرباح الفوائد.
 - ٩- ان الاعتبار الحاكم في قرار هيكل التمويل هو معرفة معدل النمو في
 - ١٠ - كلما كانت الزيادة المتوقعة في مبيعات الشركة اكبر..... الاعتماد علي التمويل بالقروض .
 - ١٢- كلما زادت مخاطرة الأعمال في الشركة تطلب الأمرخطر التمويل
 - ١٣- إذا كانت مبيعات أي شركة تتميز بتقلبات شديدة فأنه من المفضل تعتمد الشركة علي الديون بشكل كبير.
 - ١٤- كلما زادت سيولة الأصول الاعتماد علي التمويل بالقروض مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة
 - ١٥- الرافعة المالية لقطاع التجارة من الرافعة المالية لقطاع الصناعة وهذا شئ طبيعي لاختلافات في هيكل الأصول .
- السؤال الثالث :
- أمام شركة ما البدائل التمويلية الآتية :

البيان	البديل الأول بدون اقتراض	البديل الثاني الاقتراض ٢٠٪	البديل الثالث الاقتراض ٤٠٪
حق الملكية	١٠٠٠ جنية	٨٠٠	٦٠٠
عدد الأسهم	١٠٠ جنية	٨٠	٦٠
الاقتراض	صفر	٢٠٠	٤٠٠

فإذا علمت إن : سعر الفائدة ٦٪ وسعر الضريبة ٥٠٪

والمطلوب :

- ١- حساب معدل العائد علي السهم الواحد
 - ٢- اتخاذ قرار عن أي البدائل تختار .
 - ٣- ما اثر الأرباح علي اختيار البديل وعلاقته بالافتراض .
 - ٤- ما مستوي الإرباحي الذي تتعادل عنده البدائل التمويلية .
- وذلك عند مستويات الأرباح الآتية (قبل الفوائد والضرائب) ٢٤-٦٠-١٠٠-٢٠٠ جنية .
- السؤال الرابع : شركة ما تحتاج إلي زيادة أصولها بمقدار ٦٠٠٠ جنية وإمامها البدائل التمويلية الآتية :
- البديل أ: تمويل المبلغ كله من حق الملكية وفي هذه الحالة يمكن للشركة إن تبيع السهم بمبلغ ٥٠ جنية

- البديل ب : تقترض الشركة ٢٥٪ من التمويل الإضافي بسعر ٤٪ والباقي يمول عن طريق حق الملكية
- البديل ج : تقترض شركة ٥٠٪ من التمويل الإضافي بسعر ٤٪ والباقي يمول عن طريق حق الملكية .

والمطلوب :

مساعدة الشركة في اتخاذ قرار عن إي البدائل التمويلية تختار عند مستويات الأرباح (قبل احتساب الفوائد والضرائب) الآتية ١٢٠-٢٤٠-٤٨٠-٩٦٠ مع تحديد نقطة السواء (مستوي الربح قبل الفوائد والضرائب الذي يتساوي عنده العائد علي السهم العادي مع البدائل التمويلية الثلاثة) لاحظ إن العامل الحاكم في اتخاذ القرار هو العائد علي السهم العادي .

السؤال الخامس :

إذ كانت الرافعة المالية لشركيين أ ، ب هي ٦٠٪ ، ٣٠٪ علي التوالي ،

وأجمالي الأصول في كلا المشروعين هو ٥٠٠ مليون جنية ، وان تكلفة الديون للمشروعين ٨٪ فإذا علمت إن معدل العائد علي الأصول قبل الفوائد والضرائب لشركة أ هو ١٢٪ ، فاحسب معدل العائد علي حق الملكية للشركة أ ، وكذلك ما هو معدل العائد علي الأصول قبل الفوائد والضرائب التي يجب إن تحققه الشركة ب لكي يكون معدل العائد علي حق الملكية مثل الشركة أ مع افتراض إن سعر الضريبة ٥٠٪ .

السؤال السادس :

من احد الاختبارات الرئيسية لتقييم هيكل مالي لشركة من الشركات مع علاقاتها بالصناعة التي تنتمي إليها هو المقارنة بالمؤشرات المالية العامة للصناعة . أن شركة جديدة تريد الدخول في الصناعة ربما تستخدم النسب العامة للصناعة للاسترشاد بها في تصور مركزها المالي بعد بدء العمل وفيما يلي البيانات التي تم الحصول عليها :

- ١- المبيعات السنوية التقديرية للشركة ٩٠٠٠٠٠٠ ج
 - ٢- معدل دوران الأصول الثابتة (المبيعات / الأصول الثابتة) ٨ مرات
 - ٣- الرافعة المالية (إجمالي الديون / إجمالي الأصول) ٨٠٪
 - ٤- الأصول الثابتة إلي حق الملكية ٤٠٪
- والمطلوب :** أكمل مشروع الميزانية الآتي :

أصول		خصوم	
×××	أصول متداولة	×××	حق الملكية
×××	أصول ثابتة	×××	قروض
×××	الإجمالي	×××	الإجمالي

السؤال السابع:

فيما يلي بعض البيانات التي تم الحصول عليها لشركة تعمل في صناعة معينة

المبيعات السنوية التقديرية .	١٢٠٠٠٠٠ ج
المبيعات إلي حق الملكية	٤ مرات
الخصوم المتداولة إلي حق الملكية	%٥٠
إجمالي الديون إلي حق الملكية	%٨٠
معدل التداول	٢٠٢ مرة
صافي المبيعات إلي المخزون السلعي	مرات
متوسط فترة التحصيل	٤٠ يوم
الأصول الثابتة إلي حق الملكية	%٧٠

والمطلوب :

- ١- ضع للمشروع ميزانية مستمدة من تلك النسب العامة ؟
ما الفوائد التي تجنيها الشركة من استخدامها لتلك النسب العامة .
ما الاعتبارات الأخرى التي تؤثر في هيكل التمويل للمنشأة .