



التمويل والإدارة المالية

تأليف

د. نبيل عبدالسلام شاكر د. أحمد حسن الزهرى
أستاذ التمويل والاستثمار مدرس إدارة الأعمال

مراجعة

د. نادية أبو فخرة مكاوى

أستاذ الإدارة المالية

مقدمة

يهدف هذا الكتاب إلى تنمية القدرات المعرفية للطالب بالإضافة إلى تنمية مهاراته التطبيقية المرتبطة بعلم التمويل والإدارة المالية والذي بدأت نشأته التاريخية مع بداية القرن العشرين وظل في حالة تطور مستمر مع مرور الزمن حتى احتل في عالم اليوم مكانة متميزة حيث اتجهت معظم دول العالم إلى التحول من الملكية العامة والحكومية لمنشآت الأعمال إلى الملكية الخاصة لها.

ويتكون هذا الكتاب من ست وحدات تدريبية متكاملة، حيث قام الأستاذ الدكتور / نبيل شاكر بتأليف الوحدات الثلاث الأولى وقام الدكتور / أحمد الزهرى بتأليف الوحدات الثلاث الأخرى.

نرجو من الله أن نكون قد وفقنا في تقديم مؤلف مفيد ومبسط.

ولله الحمد من قبل ومن بعد،،،

المؤلفان

... of the
... ..
... ..
... ..
... ..

... ..
... ..
... ..

... ..

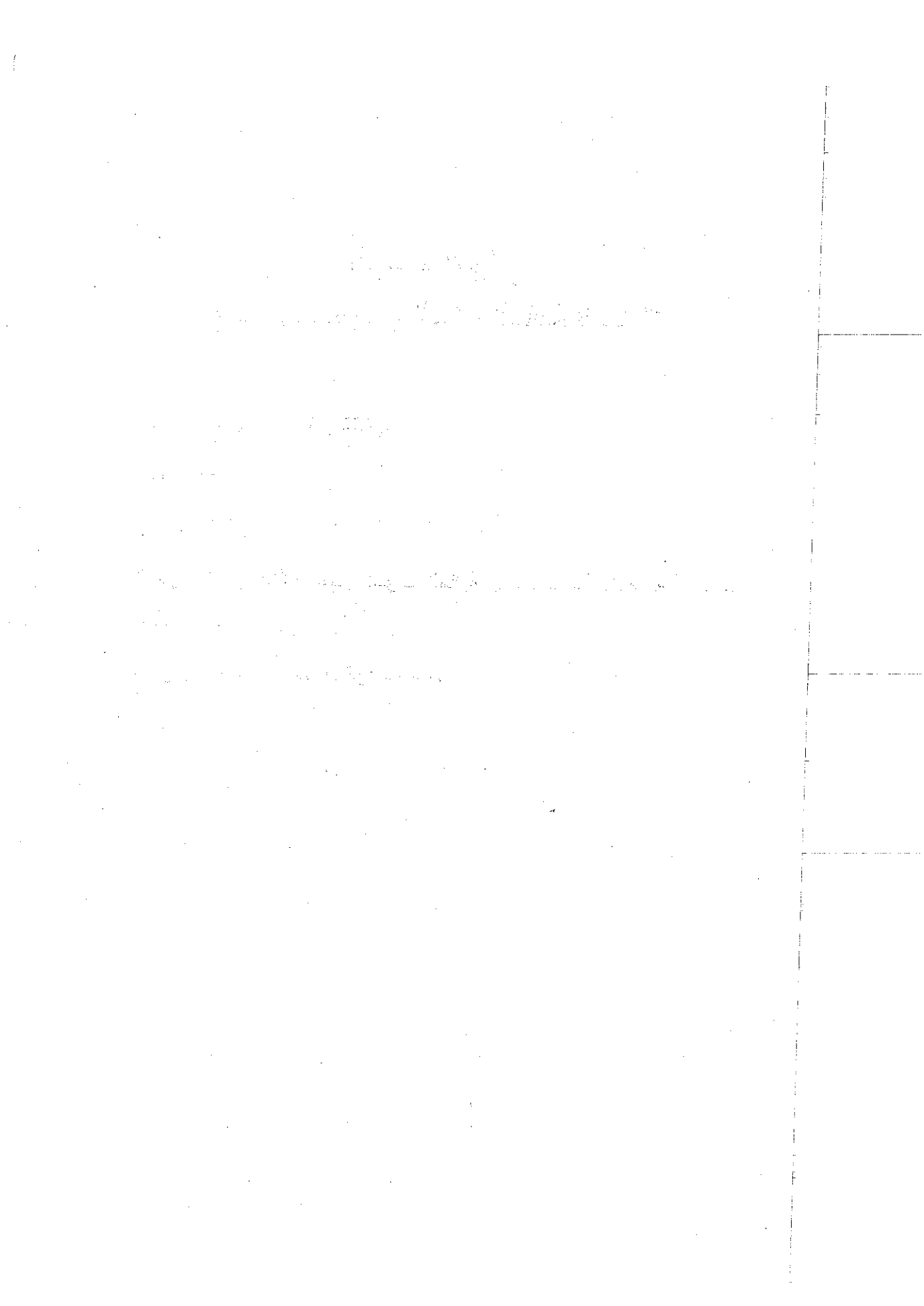
... ..

... ..

الفهرس

الصفحة	الموضوع
٧	الوحدة الأولى : قياس وتشخيص الحالة المالية للمنشأة
٩	* المفهوم المعاصر للتحليل المالي
١٤	* أدوات التحليل المالي
١٧	* أساليب التحليل المالي
	* الإطار الفكرى لإعادة تجهيز القوائم المالية والمحاسبية
٢٤	لخدمة أغراض التحليل
٣٥	* قياس وتشخيص الحالة المالية للمنشأة
٤٥	* تدريبات
٤٩	الوحدة الثانية : تكلفة التمويل "العلاقة بين التمويل والاستثمار"
٥١	* مقدمة
٥٧	* مفهوم وأهمية قياس تكلفة التمويل
٦١	* مفهوم وطرق قياس تكلفة كل مصدر تمويلي على حده
٦١	- تكلفة الاستدانة
٦٦	- تكلفة الإتمان التجارى
٧١	- تكلفة الأسهم الممتازة
٧٣	- تكلفة الأموال المملوكة
٧٦	- تكلفة الأرباح المحتجزة
٨٦	- تكلفة الأسهم العادية
٩٥	- تكلفة التمويل المرجحة
١٠٥	* تدريبات
	الوحدة الثالثة : برنامج تقويم الهيكل التمويلي للمنشأة (مدخل
١٠٧	المخاطرة الكلية)
١١٠	* مفهوم الهيكل التمويلي
١١١	* الإطار العام لمدخل المخاطرة الكلية فى تحليل الهيكل التمويلي

١٤٩	* الهيكل التمويلي والاستثمار التمويلي
١٦٤	* تدريبات
١٦٧	الوحدة الرابعة : أساسيات وأدوات التخطيط المالي والرقابة المالية
١٦٩	الجزء الأول : أساسيات التخطيط المالي والرقابة المالية
١٧٩	الجزء الثاني : أدوات وأساليب التخطيط المالي والرقابة المالية
١٩٩	الجزء الثالث : دراسات جدوى وتقييم المشروعات المقترحة
	تدريبات بالجزئين الثاني والثالث من هذه الوحدة
٢٣٣	الوحدة الخامسة : إدارة الاستثمار والتمويل قصير الأجل
٢٣٦	* مفهوم رأس المال العامل وأنواعه
٢٣٨	* مؤشرات (نسب) قياس رأس المال العامل
٢٣٨	* إدارة وسياسة رأس المال العامل
٢٤٢	* أهمية رأس المال العامل
٢٤٤	* العوامل المؤثرة على رأس المال العامل
٢٤٥	* الاعتبارات الواجب مراعاتها في إدارة رأس المال
٢٤٦	* مكونات (عناصر) رأس المال العامل
٢٤٦	١- إدارة النقدية
٢٦٥	٢- إدارة الحسابات المدينة
٢٧٧	٣- إدارة المخزون
٢٨٢	* تدريبات عملية
٢٩٣	الوحدة السادسة : التوسع المالي
٢٩٥	أولاً : مفهوم التوسع المالي
٢٩٦	ثانياً : أنواع التوسع المالي وأشكاله
٣٠٠	ثالثاً : تحليل دوافع التوسع المالي وأشكاله
٣٠٥	رابعاً : طرق تمويل التوسع المالي
٣١١	تدريبات عملية
٣١٩	* أهم المراجع



الوحدة الأولى

قياس وتشخيص الحالة المالية للمنشأة

- * المفهوم المعاصر للتحليل المالي
- * أدوات التحليل المالي
- * أساليب التحليل المالي
- * الإطار الفكري لإعادة تجهيز القوائم المالية والمحاسبية لخدمة أغراض التحليل
- * قياس وتشخيص الحالة المالية للمنشأة
- * تدريبات

الوحدة الأولى

قياس وتشخيص الحالة المالية للمنشأة

مقدمة :

إن محتوى ومضمون هذه الوحدة بهدفان إلى تنمية قدرات الطالب المعرفية والمهارية في :

- ١- الإلمام بالمفهوم المعاصر للتحليل المالي.
- ٢- اكتساب مهارة تصميم وتنفيذ البرامج التحليلية المختلفة.
- ٣- اكتساب مهارة تصميم واستخدام المؤشرات المالية والجداول التحليلية.
- ٤- اكتساب مهارة قياس وتشخيص حالة اليسر المالي الفنى للمنشأة.
- ٥- اكتساب مهارة قياس وتشخيص حالة اليسر المالي الحقيقي للمنشأة.

المفهوم المعاصر للتحليل المالي :

إن الفكر المالي المعاصر يتميز أساساً بالشمولية بمعنى الاهتمام بجانبى الميزانية العمومية دون الاقتصار على جانب واحد، الأمر الذى يعنى الاهتمام بكل من تدبير الأموال ثم الاهتمام بكيفية استخدامها، كل ذلك وصولاً إلى تحقيق المنشأة لنتائجها المالية المستهدفة وذلك من خلال تحقيق معدل ربحية مرتفع للمساهمين يتمشى مع توقعاتهم من الفرص البديلة المماثلة مما يرفع من قيمة المنشأة في نظرهم، الأمر الذى يجعل من الحصول على مصادر تمويل مملوكة إضافية سواء بطرح أسهم جديدة أو احتجاز أرباح أمراً ميسوراً، هذا بالإضافة إلى توفير السيولة المناسبة بما يضمن للمنشأة البقاء في ميدان الأعمال دون حرج

مالى ودون الوصول إلى مرحلة الفشل المالى، هذا بالإضافة إلى تدعيم الموقف الائتمانى للمنشأة من خلال إمكانية الحصول على مصادر استنادية إضافية عند الحاجة إلى ذلك، مع تزايد العناية بمتابعة الموقف المالى للمنشأة بصفة مستمرة لمحاصرة أى خلل تحدده تلك المتابعة.

وواقع أن الفكر المالى المعاصر يدور حول نقطة ارتكاز جوهرية والتي تتمثل فى عملية صناعة القرارات المالية الرشيدة والتي ينعكس أثرها المباشر فى تحقيق كل ما سبق ذكره فيما يتعلق بتفصيلات النتائج المالية، حيث أن القرارات المالية المذكورة بكل من التمويل والاستثمار تعتبر المتغير الأساسى فى تحقيقها، ومن هنا يمكن التأكد على الاختلاف الجوهري بين كل من الوظيفة المالية والوظيفة المحاسبية، حيث من الواضح أن الوظيفة المالية والتي تتعامل مع المستقبل من خلال عملية اتخاذ القرارات المالية المدروسة لكل من التمويل والاستثمار مع اهتمامها الكامل بتحقيق مجموعة من الأهداف المالية من خلال تلك القرارات، فى حين أن الوظيفة المحاسبية تعتبر وظيفة تسجيلية بالدرجة الأولى توجه اهتمامها نحو استخدام المفاهيم والنظم المحاسبية والتكاليفية المتعددة فى تسجيل القرارات المالية بعد تنفيذها لكى تظهر فى النهاية مجموعة من القوائم المحاسبية والتكاليفية، والتي من خلالها يمكن الوقوف على مدى سلامة المركز المالى للمنشأة.

ويصبح واضحاً الآن أن قائمة المركز المالى التى تعد محاسبياً فى نهاية السنة المالية يعكس جانبها الأيسر وهو الخصوم بالمفهوم المحاسبى التزامات المنشأة تجاه مساهميهما ودائنيها لحظة إعداد تلك القائمة والتي تعكس القرارات التمويلية فى حين يعكس جانبها الأيمن وهو الأصول والتي تعكس القرارات الاستثمارية، وأيضاً من خلال القوائم المالية الأخرى وهى حساب الأرباح

والخسائر وحساب المتاجرة وحساب العمليات الجارية يمكن تحديد النتائج النهائية التي وصلت إليها المنشأة في نهاية العام.

لقد أرتبط ظهور التحليل المالي كأحد مكونات الفكر المالي بمرحلة الكساد العالمي في ثلاثينيات هذا القرن، حيث تفشت خلال تلك الفترة ظاهرة الفشل المالي للعديد من المشروعات وتصفيتها أو إعادة تنظيمها، وخلال تلك الفترة الزمنية حدث تطور ملموس في الفكر المالي ليتضمن نوعاً من التركيز على موضوع حماية المشروعات من الفشل المالي وضمان بقائها في دنيا الأعمال، وبذلك أخذ التحليل المالي مكانه المتميز في تحليل المراكز المالية للمشروعات على الرغم من انتهاء حالة الكساد العالمي، حيث أن الشخص الذي يفاجئه أحد الأمراض الخطيرة وعلى الرغم من شفائه التام من هذا المرض فتتميز الفترة المتبقية من حياته باهتمامه الملحوظ بعمل الكشف والتحليل الطبية بشكل متكرر.

وينظر الكثيرون إلى التحليل المالي على أنه عملية فنية تهدف إلى فحص القوائم المالية والبيانات المنشورة عن منشأة معينة خلال فترة زمنية أو فترات ماضية بهدف استنتاج بعض المعلومات عن مدى تقدم المنشأة خلال تلك الفترة والتنبؤ بنتائج أعمالها عن فترات مستقبلية، حيث تتعدد مجالات التحليل بتعدد الجهات المستفيدة من نتائجه سواء كانت داخلية أو خارجية.

إن التحليل المالي على الرغم من أهميته الكبيرة من الناحية العملية يمارسه العديد من المتخصصين وغير المتخصصين وللأسف الشديد بأساليب سطحية تخلو من العمق الفكري والتحليلي، الأمر الذي لا يؤدي إلى نتائج يمكن الاستفادة منها عملياً، حيث أن المحلل المالي يجب أن يتميز بقدرات خاصة تمكنه من إيجاد الترابط بين العناصر المختلفة والخاضعة للتحليل مع أهمية استيعابه التام

للأصول العلمية التي تحكم إدارة المشروعات... كل ذلك في إطار تعايشه التام مع النشاط الإقتصادي للمنشأة موضع التحليل.

إن التحليل المالي ومن وجهة نظرنا يتلخص في تحديد مدى سلامة العلاقة بين كل من القرارات المالية والنتائج المالية المترتبة عليها، الأمر الذي يعنى التأكد من أن المنشأة موضع التحليل قد حققت أهدافها المالية المخططة من خلال مجموعة من القرارات المالية السليمة والمتعلقة بالتمويل والاستثمار، هذا بالإضافة لأهمية توجيه العناية لتفهم المعنى الدقيق لإصطلاح المركز المالي موضع التحليل والذي يمكن تلخيصه في مجموعتين، تتمثل الأولى في مجموعة من القرارات المالية وتتمثل الثانية في مجموعة من الأهداف أو النتائج المالية، حيث أن هناك علاقة تبادلية بين المجموعتين، حيث أن القرارات المالية السليمة والمدرسة علمياً سوف تؤدي بالضرورة إلى تحقيق المنشأة لأهدافها المالية المخططة والعكس صحيح. ومن منظور آخر فإن الأهداف المالية المخططة تمثل الإطار المرجعي لمتخذ القرارات المالية، بمعنى أن متخذ القرار لابد وأن يكون واضحاً في ذهنه وبدقة ما يريد الوصول إليه من التحليل النهائي، وبناء على ذلك يتخذ القرارات المالية المختلفة، ولكي يصبح الأمر أكثر وضوحاً فنعرض من خلال الشكل التالي تفصيلاً لمكونات المركز المالي موضع التحليل.

شكل رقم (١)

بيان بمكونات المركز المالي للمنشأة



ويتبين من خلال الشكل السابق أن تحليل المركز المالى لأى منشأة والذى يتضمن تحليلاً للقرارات والنتائج المالية سوف يغطى أربعة مجالات فرعية وهى :

- ١- تحليل قرارات التمويل (برنامج تحليلى خاص)
- ٢- تحليل قرارات الاستثمار (برنامج تحليلى خاص)
- ٣- تحليل السيولة (برنامج تحليلى خاص)
- ٤- تحليل الربحية (برنامج تحليل خاص)

وليس من الأمور الحتمية أن يتم التحليل بنفس الترتيب المذكور، حيث أن البرنامج التحليلى لابد وأن يتضمن فى النهاية تحليل للمجالات الأربعة مع التأكيد على حقيقة جوهرية تتمثل فى أن المركز المالى لأى منشأة هو مركز مالى واحد لايمكن تجزئته إلا لأغراض التحليل العلمى فقط، حيث يتشابه المركز المالى بعناصره المختلفة مع جسم الإنسان الذى يتكون من أجزاء عديدة ولكنها وفى التحليل النهائى تمثل أجزاء عديدة لشخص واحد، الأمر الذى يعنى الارتباط الشديد بين المجالات الفرعية حيث أن نتائج تحليل أى مجموعة تتعكس وتعكس نتائج تحليل العناصر الأخرى، الأمر الذى يحتاج كما سبق أن ذكرنا إلى ضرورة تمتع المحلل المالى بقدرات خاصة.

أدوات التحليل المالى :

يقصد بأدوات التحليل تلك الوسائل التى يمكن من خلالها تنفيذ البرنامج التحليلى، والتى تحتاج إلى الكثير من الدقة والعناية عند تصميمها، وكذلك عند استخدامها، وفى هذا المجال فإن أشهر الأدوات التحليلية المستخدمة وأكثرها شيوعاً هى النسب أو المؤشرات المالية، حيث أن النسبة المالية أو المؤشر المالى

هى نتيجة محددة نصل إليها من خلال قسمة رقم معين على رقم معين آخر، ومن الأمور الهامة جداً أن يتم تصميم المؤشر المالى من خلال منطق فكرى وفنى واضح، حيث أن هناك ضرورة لوجود علاقة منطقية بين بسط ومقام المؤشر، وأن تكون النتيجة المستخرجة ذات معنى واضح، فإذا تصورنا أن مؤشراً مالياً معيناً بسطه رأس المال ومقامه رصيد الحسابات المدينة وأوراق القبض - فما معنى هذا المؤشر؟ وأى نتيجة يمكن أن نصل إليها عند تطبيقه؟ وما هى العلاقة المنطقية بين كل من رأس المال والحسابات المدينة؟ ومن الواضح أن الإجابة على التساؤلات السابقة سوف تحدد بشكل قاطع أن المؤشر المذكور قد تم تصميمه بطريقة خاطئة وغير واعية.

ولقد لاحظنا القصور الشديد المرتبط بهذه الأداة التحليلية حيث تمتلئ الكتب والمؤلفات المتخصصة بالعديد من المؤشرات المالية التى لم يطرأ عليها أى تغير ملموس لفترة زمنية طويلة، أو فى اتجاه معالجة هذا القصور فقد سبق أن تصدينا لمجال تصميم العديد من المؤشرات المالية الجديدة والتى تخدم أهداف تحليلية محددة مثل تصميم العديد من المؤشرات المالية الموجهة لتحليل المراكز المالية لشركات التأمين، بالإضافة إلى تصميم مجموعة أخرى لتحديد العوامل المؤثرة على النتائج المالية للمشروعات الخاضعة لقانون الاستثمار رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ والمعدل بالقانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ والتى يطلق عليها مشروعات الانفتاح الاقتصادى، ونحن ندعو إلى توجيه المزيد من العناية لهذا المجال الهام، وإلى جانب المؤشرات المالية المذكورة فهناك أداة أخرى من أدوات التحليل تتمثل فى مجموعة من القوائم المالية التحليلية والتى تصمم لخدمة أهداف محددة حيث أن القائمة التحليلية بالمعنى المقصود هنا هى قائمة من صنع وتصميم المحلل المالى دون غيره وذلك خلافاً للقوائم والحسابات الختامية التى تعدها المنشأة فى نهايات السنوات المالية.

ولقد سبق أن ذكرنا أن القرارات المالية التي سبق أن اتخذتها إدارة المنشأة موضوع التحليل، وما يترتب عليها من نتائج مالية، يتم تسجيلها محاسبياً في شكل مجموعة من القوائم المالية والحسابات الختامية، ومن أكثر تلك القوائم استخداماً عند تنفيذ البرنامج التحليلي الميزانية العمومية وقائمة العمليات الجارية أو قائمة الدخل، بالإضافة إلى ضرورة النظر إلى البيانات والأرقام التي تحويها تلك القوائم على أنها انعكاس مباشر لقرارات مالية، حيث يجب أن ننظر إلى رقم قدره ١٠٠٠٠ جنيه آلات ومعدات، ورقم ٥٠٠٠ جنيه حسابات مدينة على أنها قرارات مالية متعلقة بالاستثمار طويل وقصير الأجل على التوالي، ولا يجب النظر إليها على أنها أرصدة حسابات تعكس نشاطاً محاسبياً داخل المنشأة، وبالتالي تتلخص نظرة المحلل المالي لهذه الأرقام على أنها قرارات مالية استثمارية موضع تقييم، وتحديد انعكاس مدى سلامة أو عدم سلامة هذه القرارات على النتائج المالية التي تم التوصل إليها بالفعل، وكذلك يجب أن ننظر إلى رقم قدره ٢٠٠٠٠ جنيه قروض طويلة الأجل ورقم ١٥٠٠٠ جنيه سحب على المكشوف على أنها قرارات مالية متعلقة بالتمويل طويل وقصير الأجل على التوالي، مع تقييم هذه القرارات وتحديد انعكاساتها على النتائج المالية للمنشأة.

وبذلك يتضح أن المحلل المالي لكي يتمكن من القيام بمهمته، فلا بد أن يحصل على القوائم المالية للمنشأة موضع التحليل لعدد من السنوات، بالإضافة إلى المرفقات التي تساعد على الإلمام بكل التفاصيل، ومن جهة أخرى وفي مجال الحديث عن أدوات التحليل المالي لا يفوتنا التأكيد على استخدام النماذج الرياضية والإحصائية كواحدة من الأدوات الحديثة شائعة الاستخدام في مجال صناعة النظريات العلمية في مجال التمويل بالإضافة إلى شيوع استخدامها في مجال التحليل المالي.

أساليب التحليل المالي :

الواقع أن نتائج التحليل المالي ستختلف باختلاف الأساليب والمفاهيم المستخدمة، وعلى ذلك فمن الأهمية بمكان التحديد الدقيق للأساليب والمفاهيم المستخدمة في أي عملية تحليل مالي، حيث أن هناك العديد من الدراسات في هذا المجال والتي توصلت إلى العديد من أساليب التحليل التي يمكن تطبيقها في خدمة الأهداف التحليلية المختلفة.

ويتطلب التخطيط السليم من المحلل المالي مراعاة الدقة في اختيار الأساليب التي تتلاءم مع أهداف التحليل ونطاقه، وفي هذا المجال فهناك اتفاق على ضرورة استخدام أسلوبين من أساليب التحليل في ذات الوقت هما :

١- أسلوب التحليل الرأسي أو الثابت Static Analysis

٢- أسلوب التحليل الأفقي أو المتحرك Dynamic Analysis

حيث يتعلق الأسلوب الأول بتحليل قائمة مالية واحدة وذلك بمقارنة عناصر الأصول بعضها البعض لإبراز وزنها النسبي أو بمقارنة بعض عناصر الأصول ببعض عناصر الخصوم، وينطبق ذلك أيضاً على قائمة الدخل والقوائم المالية الأخرى، ويطلق على هذا الأسلوب صفة الثبات على اعتبار ثبات متغير الزمن، نظراً لارتباط الدراسة بفترة زمنية واحدة، ومن الواضح أن هذا الأسلوب في حالة الاعتماد عليه بشكل منفرد سوف يؤدي إلى نتائج مضللة نظراً لأن القوائم المالية التي تم الاعتماد عليها تعكس الموقف المالي للمنشأة في لحظة زمنية معينة وهي لحظة إعداد المنشأة لتلك القوائم، ويمكن تجنب هذا القصور من خلال إتباع الأسلوب الثاني والذي سيعتمد على متابعة التغير في تلك القيم من فترة لأخرى وحساب التغيرات المرتبطة بها على مدى عدد من السنوات الماضية من خلال استنتاج الاتجاهات ومراقبة التغيرات في المركز المالي

للمنشأة مع مرور الزمن، ومن جهة أخرى فإن الاعتماد على أسلوب التحليل الأفقى أو الاتجاهى يمكن المحلل المالى من التغلب على أحد أهم الصعوبات التى تواجهه والتى تتمثل فى غياب المعدلات النمطية، أو المعيارية التى تستخدم فى مرحلة مقارنة نتائج التحليل الفعلية بتلك المعيارية أو النمطية لإمكانية تحديد أوجه القصور أو الانحراف فى المجال الفرعى الذى يتم تحليله.

وهنا يلعب الأسلوب الاتجاهى دوراً ملموساً فى مواجهة الصعوبات المذكورة من خلال تمكن المحلل المالى من متابعة اتجاه العنصر موضع التحليل سواء نحو الثبات أو التحسن أو التدهور.

وفى هذا المجال فإن هناك نقص شديد فيما يتعلق بتحديد المعايير النمطية للأداء المالى وما يترتب عليه من نتائج مالية لمختلف الأنشطة الاقتصادية، حيث ندعو الباحثين والمتهمين بالفكر المالى وخاصة من يهتم منهم بمجال التحليل المالى إلى توجيه عنايتهم نحو سد هذه الفجوة، وحتى لا أقع فى دائرة المقصودين بالآية الكريمة {تأمرؤن الناس بالبر وتنسون أنفسكم} "صدق الله العظيم" فقد تصديت فى العديد من أبحاثى العلمية ومؤلفاتى الجامعية إلى مجالات التطبيق العلمى على مجالات النشاط الاقتصادى المختلفة بهدف التوصل إلى معايير خاصة ومحددة تحكم الأداء المالى لمجالات النشاط المختلفة.

وعلى الرغم من هذا الجهد فلا أخفى ما يوجهه هذا الاتجاه من إهمال وعدم عناية بنشر استخدامه فى مناخ لا يمكن وصفه باحترام العلم والاستفادة العلمية من نتائجه.

وفى اتجاه اهتمامنا بتنمية المهارة المرتبطة باستخدام أدوات التحليل المالى وأساليب نوجه الانتباه إلى المثال التالى :

هل يمكننا الحم على مدى منطقية وسلامة العلاقة المالية التالية :

صافى حقوق الملكية

100 X

صافى الأصول الثابتة

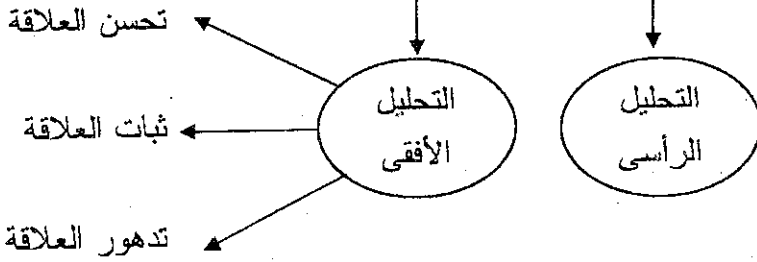
إن أبسط العلاقة المذكورة المتمثل فى صافى حقوق الملكية يمثل أحد المجموعات الثلاث المكونة لخصوم الميزانية وذلك من منظور الفكر المحاسبى حيث يمثل التزام المنشأة تجاه مساهميهـا، ومن المنظور الفكرى المالى فيمثل أحد مصادر التمويل الدائمة أو طويلة الأجل وأعلى مصادر التمويل تكلفة، فى حين أن مقام العلاقة والمتمثل فى صافى الأصول الثابتة فيمثل أحد المجموعتين المكونتين لأصول الميزانية وذلك من منظور الفكر المحاسبى فى حين يمثل ومن منظور الفكر المالى قيمة الاستثمارات الدائمة أو طويلة الأجل (دون النظر إلى الجزء الدائم من الاستثمار فى رأس المال العامل واللازم لتشغيل هذه الاستثمارات) وإذا أخذنا فى الاعتبار واحداً من المبادئ التمويلية المتشددة والمستخدمـة فى صناعة القرارات المالية والذى يقضى بضرورة تمويل الاستثمارات الدائمة المرتبطة بالأصول الثابتة وبكامل قيمتها من خلال الأموال المملوكة، يمكننا وبسهولة شديدة الحكم على سلامة العلاقة المالية موضع النقاش وأنها تمثل مؤشراً مالياً سليماً تم تكوينه من خلال منطق فكرى وفنى واضح من خلال وجود علاقة منطقية بين بسطه ومقامه، أما من حيث النتيجة التى يمكن التوصل إليها عند تطبيق هذا المؤشر وتطبيقاً للمبدأ التمولي السابق ذكره فيمكننا التأكيد على أن النتيجة المقبولة لهذه العلاقة ستتواجد عندما تكون النتيجة 100% على الأقل.

وقبل أن نعرض تطبيقاً رقمياً للمؤشر المذكور نوجه انتباهنا للشكل التالى :

شكل رقم (٢)

أساليب التحليل المالي

متغيرات	سنوات	الأولى	الثانية	ن
X				
y				
X				
y				



ومن الشكل الموضح يمكننا التأكيد على أن التحليل الرأسى ينحصر فى تحديد مدى سلامة العلاقة المالية محل التحليل فى السنة الأولى (سنة الأساس) فى حين أن التحليل الأفقى سيرتبط بمتابعة تطوير العلاقة المالية محل التحليل واتجاهها خلال سنوات المقارنة والتي لن تخرج عن أحد ثلاث حالات محتملة أولها ثبات العلاقة كما هى عليه فى سنة الأساس، أما ثانيها فيرتبط باتجاه العلاقة المالية نحو التحسن فى حين يرتبط آخرها باتجاهها نحو التدهور.

وأعتقد أن القارئ يشاركنى الاعتقاد بارتباط التحليل المذكور بصفة التحليل الوصفى، الأمر الذى يتطلب ضرورة الحرص على إضفاء مزيد من العمق التحليلى الوصفى والذى يمكن تجسيده فى العناية بتفسير سبب أو أسباب الاتجاه نحو الثبات أو التحسن أو التدهور فى العلاقة المالية موضع التحليل، وهو الأمر

الذى يفيد كثيراً فى مجالى صناعة القرارات المالية وتحليلها وتوضيح كل ما سبق نفترض أنه قد أتاحت لنا البيانات التالية والخاصة بإحدى الشركات، وذلك فيما يتعلق بكل من صافى حقوق الملكية وصافى الأصول الثابتة.

جدول رقم (١)

(القيمة بالجنية)

بيان	سنوات		
	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
صافى حقوق الملكية	٣٠٠٠٠	٤٠٠٠٠	٥٠٠٠٠
صافى أصول ثابتة	٤٠٠٠٠	٦٠٠٠٠	٨٠٠٠٠

ولتحليل مدى سلامة العلاقة المالية المذكورة يلزمنا إعداد الجدول التحليلى التالى :

جدول رقم (٢)

بيان بتحليل مدى سلامة العلاقة بين صافى حقوق الملكية وصافى الأصول الثابتة للشركة (س) فى الفترة من ٢٠٠٢ - ٢٠٠٤

(القيمة بالجنية)

بيان	سنة الأساس ٢٠٠٢		سنتى المقارنة			
	قيمة	رقم قياسى	٢٠٠٣		٢٠٠٤	
			قيمة	رقم قياسى	قيمة	رقم قياسى
صافى حقوق الملكية	٣٠٠٠٠	١٠٠	٤٠٠٠٠	١٣٣	٥٠٠٠٠	١٦٧
÷						
صافى أصول ثابتة	٤٠٠٠٠	١٠٠	٦٠٠٠٠	١٥٠	٨٠٠٠٠	٢٠٠
نتيجة العلاقة المالية %	%٧٥	-	%٦٧	-	%٦٢,٥	-

وهنا يمكننا عرض الأسلوب الصحيح للتحليل على الوجه التالي :

إنه وعلى مستوى التحليل الرأسى (تحليل الموقف فى سنة الأساس) يتبين عدم سلامة العلاقة بين صافى حقوق الملكية وصافى الأصول الثابتة الأمر الذى يعكس عدم كفاية حقوق الملكية لتمويل الأصول الثابتة بكامل قيمتها، وهو الأمر الذى يتطلب مزيداً من التحليل والذى يعتمد على دراسة ثلاثة فروض أساسية (ثلاثة احتمالات أو أسباب محتملة) وهى :

الفرض الأول : القصور فى حجم التمويل بالملكية مع افتراض سلامة حجم الاستثمار فى الأصول الثابتة :

الفرض الثانى : المبالغة فى حجم الاستثمار فى الأصول الثابتة مع افتراض سلامة حجم التمويل بالملكية.

الفرض الثالث : الانخفاض فى حجم التمويل بالملكية مع المبالغة فى حجم الاستثمار فى الأصول الثابتة.

ومن الواضح أننا نطبق منهجية البحث العلمى فى تحليل العلاقة المذكورة حيث نتعامل مع حالة من حالات عدم الوضوح أو عدم المعرفة عن السبب الحقيقى لعدم سلامة العلاقة بين صافى حقوق الملكية وصافى الأصول الثابتة باعتبارها ظاهرة سلبية نحتاج إلى جهد علمى منظم فى تحليلها وتحديد أسبابها الحقيقية والذى يعتمد على صياغة ما يسمى بالفروض Hypotheses والتى تعكس عدد من الأسباب المحتملة للظاهرة موضع البحث والتحليل والذى ينتهى إما بالتثبت من الفرض وصحته، أو عدم صحته، أو صحته بنسبة أقل من ١٠٠%، ويلاحظ أيضاً أننا وعند صياغتنا للفرضين الأول والثانى قد استخدمنا اصطلاح الافتراض Assumption والذى يعكس نوع من التحكم النظرى فى بعض

المتغيرات المكونة للعلاقة موضع البحث والتحليل وذلك بهدف تركيز جهد الباحث في اتجاه واحد يمكن دراسته بدرجة كافية من العمل.

أما علي مستوى التحليل الأفقي (اتجاه العلاقة في سنوات المقارنة مقارنة بما كانت عليه في سنة الأساس) فيؤكد اتجاه العلاقة المالية بين صافى حقوق الملكية وصافى الأصول الثابتة إلى مزيد من التدهور والسبب في هذا الاتجاه التدهورى وكما توضحه الأرقام القياسية هو اتجاه كل من التمويل بالملكية والاستثمارات الموجهة للأصول الثابتة نحو التزايد في ظل اتجاه الأولى للزيادة بمعدل أقل من معدل اتجاه الزيادة في الثانية، الأمر الذى يمكن أن يعكس اتجاهاً نحو التوسع غير المدروس في الاستثمارات الثابتة (الفرض الثانى).

هذا وقبل أن ننهى توضيحنا للمفهوم المعاصر للتحليل المالى وأدواته وأساليبه ننوه إلى التحليل الذى أعتمد على محتويات الجدول التحليلى السابق قد أعتمد على أسلوب تثبيت سنة الأساس (٢٠٠٢) والذى قد يواجه ببعض الانتقادات المتعلقة بالتشكيك فى صلاحية السنة الأولى كسنة أساس، وهو الأمر الذى يمكن التغلب عليه باستخدام أسلوب سنة الأساس المتحركة حيث تستخدم كل سنة كسنة أساس للسنة التالية لها وفى نفس الوقت تستخدم كسنة مقارنة للسنة السابقة لها، حيث يمكننا توضيح هذا الأسلوب من خلال إعادة عرض الجدول التحليلى السابق وذلك على الوجه الآتى :

جدول رقم (٣)

بيان بتحليل مدى سلامة العلاقة بين صافي حقوق الملكية

وصافي الأصول الثابتة للشركة (س)

في الفترة من ٢٠٠٢ - ٢٠٠٤

(القيمة بالجنيه)

بيان		٢٠٠٢		٢٠٠٢		سنوات
		رقم قياسي	قيمة	رقم قياسي	قيمة	
١٢٥	٥٠.٠٠٠	١٣٣	٤٠.٠٠٠	١٠٠	٣٠.٠٠٠	صافي حقوق الملكية
						÷
١٣٣	٨٠.٠٠٠	١٥٠	٦٠.٠٠٠	١٠٠	٤٠.٠٠٠	صافي أصول ثابتة
-	%٦٢,٥	-	%٦٧	-	%٧٥	نتيجة العلاقة المالية %

ويلاحظ أن نتائج التحليل لم تختلف باختلاف الأسلوب المستخدم في معالجة سنة الأساس وهو الأمر الذي لا يمكن تعميمه كقاعدة عامة.

الإ

لخدمة أغراض التحليل:

يأتى هذا الجزء ليؤكد على حقيقة الاختلاف بين كل من الفكر المالى والفكر المحاسبى والتي سبق توضيحها والتأكيد عليها.

وفى هذا المجال نبداً بالتساؤل الآتى :

هل يمكن تطبيق البرنامج التحليلى اعتماداً على القوائم المالية المحاسبية

بشكل مباشر؟

والواقع أننا مع الاتجاه المتنامى والذي ينادى بضرورة إعادة النظر فى تلك القوائم المالية وإعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل، حيث أن هناك اختلافات واضحة بين تلك المفاهيم والأسس المحاسبية التى حكمت القائمين على إعدادها وبين تلك المفاهيم التى يجب أن تحكم المتصدى لتحليلها، حيث يهدف المحاسبين إلى عرض البيانات المالية الفعلية فى تصنيف محاسبى معين وبأرصدة معينة نتيجة للمعالجات المحاسبية التى تنص عليها النظريات والنظم المحاسبية المختلفة، فى حين يهدف المحلل المالى إلى الوقوف على مدى سلامة المركز المالى للمنشأة موضع التحليل أو مدى سلامة العلاقة بين القرارات المالية وبين النتائج المالية، الأمر الذى يحتم ضرورة تحويل الأرصدة المالية والمحاسبية إلى قرارات ونتائج مالية تعكس الأداء الإدارى والمالى للمنشأة بالشكل الذى يجعله قابلاً للتقييم الموضوعى من منظور تقويم الأداء الإدارى.

ونؤكد فى هذا المجال أن المحلل المالى يعتمد فى تنفيذه للبرنامج التحليلى المتكامل على قائمة المركز المالى (الميزانية العمومية) وقائمة الدخل، الأمر الذى يتطلب معالجة كل منهما بشكل منفرد وذلك فيما يتعلق بالإجراء الخاص بإعادة التجهيز فلن يسمح المجال هنا بعرض تفصيل عنه، وعلى ذلك لقد رأينا عدم الخوض فى تفاصيل إعادة تجهيز الميزانية لخدمة أغراض ومتطلبات التحليل وسنكتفى بعرض للشكل النهائى لهذه القائمة بعد إعادة تجهيزها وذلك على النحو التالى :

جدول رقم (٤)

الميزانية العمومية للمنشأة بعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل

بيان بأرصدة مصادر التمويل	قيمة		بيان بأرصدة الاستثمارات	قيمة	
	جزئى	كلى		جزئى	كلى
رأس المال المدفوع احتياطيات أرباح مرحلة			أراضى استثمارات ثابتة إجمالية مجمع إهلاك صافى استثمارات ثابتة		
إجمالى التمويل بالملكية			إجمالى استثمارات فى الأصول الثابتة		
قروض طويلة الأجل سندات			مخزون صافى حسابات مدينة أوراق قبض استثمارات أوراق مالية نقدية		
إجمالى التمويل الخارجى طويل الأجل			إجمالى استثمارات فى رأس المال العامل		
حسابات دائنة أوراق دفع قروض قصيرة الأجل خصوم مستحقة			مشروعات تحت التنفيذ مخزون راكد مخزون مخلفات استثمارات أ. م رصيد نقدية		
إجمالى التمويل الخارجى قصير الأجل			إجمالى أصول أخرى		
إجمالى مصادر التمويل			إجمالى استثمارات		

هذا وبعد عرضنا للشكل النهائي لقائمة المركز المالى للمنشأة موضع التحليل بعد تنفيذ الإجراءات المرتبطة بإعادة تجهيزها لخدمة أغراض ومتطلبات التحليل نوجه انتباه القارئ إلى ما يلى :

١- لقد حرصنا على إظهار الميزانية العمومية بالصورة التى تعكس مفاهيم الفكر المالى والتى تحكم القائم بإعادة تجهيزها واستخدامها فى تنفيذ برنامج التحليل وذلك من خلال إظهارها فى صورة استثمارات ومصادر تمويل وليست فى صورة أصول وخصوم.

٢- لقد حرصنا على إظهار الميزانية العمومية بالصورة التى تعكس طبيعة نشاطها الصناعى والذى يتميز بإعطاء أهمية أكبر للاستثمارات فى الأصول الثابتة مقارنة بالاستثمارات فى رأس المال العامل والتى تستحوذ على أهمية نسبية أقل وهو الأمر الذى انعكس على ترتيب عرض عناصر رأس المال العامل والذي بدأ بأقلها سيولة وانتهى بأكثرها سيولة.

٣- تكونت مجموعة الأصول الأخرى من عناصر الأصول التى لم ينطبق عليها شروط أى من الاستثمارات الثابتة أو المتداولة ومنها المشروعات تحت التنفيذ التى تمثل إجمالى عنصرى التكوين السلعى والإنفاق الاستثمارى.

٤- أن الميزانية العمومية للمنشأة موضع التحليل ستظهر بصورة متوازنة فى جانبيها بعد إعادة التجهيز وبقيمة تقل بمقدار العناصر المستبعدة نهائياً وهى مجموع إهلاك الأصول الثابتة ومخصص الديون المشكوك فى تحصيلها.

الإطار الفكرى لإعادة تجهيز قائمة الدخل لخدمة أغراض التحليل :

وبعد أن انتهينا من عرض الأصول العلمية التى تحكم المحلل المالى عند إعادة تصنيفه لقائمة المركز المالى للمنشأة موضع التحليل، فنعرض فيما يلى

للأصول العلمية التي تحكم المحلل المالى عند إعادة تصنيفه لقائمة الدخل Income Statement وذلك بهدف إظهار وتحديد رقم الربح الذى سوف يستخدمه عند تنفيذ برنامجه التحليلي، وخاصة ما يتعلق بتحليل الربحية.

إن حتمية القيام بهذا الإجراء تأتي من تعدد أرقام الربح الأمر الذى يبرر ضرورة تحديد ذلك الرقم الواجب استخدامه، هذا بالإضافة إلى أهمية استخدام رقم الربح الذى يعكس كفاءة الأداء الاقتصادى لإدارة المنشأة موضع التحليل مع استبعاد أية أرباح تحققت بفعل عوامل أخرى.

والمواقع أن قائمة الدخل والتي ننصح المتصدى للتحليل المالى بإعدادها واستخدامها إلى جانب قائمة المركز المالى بعد إعادة تجهيزها سوف يتم تجميعها من كافة الحسابات الختامية للمنشأة والتي تعد محاسيباً إلى جانب الميزانية العمومية والتي تبدأ بقيمة الإيرادات (قيمة المبيعات) وتنتهى بصافى الخسارة أو صافى الأرباح القابلة للتوزيع.

وفى هذا المجال نؤكد على أهمية وضرورة إعداد قائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها وعرضها فى صورتين مختلفتين تخدم كل منهما مجاًلاً محدداً من مجالات التحليل الفرعية المكونة للبرنامج المتكامل لتحليل المركز المالى للمنشأة نعرض فيما يلى لكل منهما على حدة.

جدول رقم (٥)

١ - الصورة الأولى لقائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها

كلية	جزئي	بيان
***	***	قيمة المبيعات (جملة الإيرادات)
	(**)	- تكلفة المبيعات
	***	مجمّل الربح
	(**)	- مصروفات بيعية وإدارية
	***	مجمّل ربح التشغيل
	(**)	- مخصص الإهلاك
	***	صافي ربح التشغيل (صافي ربح قبل الفوائد والضرائب)
	(**)	- الفوائد والمصروفات التمويلية
***	***	صافي الربح قبل الضرائب
	(**)	- الضرائب
	***	صافي الربح بعد الضرائب
***	(**)	- توزيع أرباح الأسهم الممتازة
		صافي الأرباح (الخسائر) القابلة للتوزيع

٢ - الصورة الثانية لقائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها

تختلف هذه الصورة عن الصورة الأولى لقائمة الدخل في أنها تعتمد على ضرورة تقسيم عناصر تكاليف التشغيل إلى ثابتة ومتغيرة، حيث تتصف الأولى بالثبات داخل حدود معينة من معدلات الإنتاج، حيث ينخفض نصيب الوحدة من المصروفات الثابتة كلما زاد حجم الإنتاج، ومن أمثلتها مرتبات الجهاز الإداري - الإهلاك - التأمين - مصروفات الإعلان - أجور عمال الخدمات - مصروفات الصيانة الدورية - أجور عمال البيع.. الخ في حين تتصف التكاليف

المتغيرة بالثبات بالنسبة للوحدة الواحدة فقط في حين أن إجمالي قيمتها يتجه نحو التزايد مع تزايد حجم الإنتاج، وبنفس النسبة ومن أمثلتها تكلفة العمالة المباشرة (عمالة الإنتاج) - المواد الخام ومستلزمات الإنتاج - مصروفات الصيانة التشغيلية - الطاقة المحركة - تكاليف التعبئة والتغليف وعمولات البيع.. إلخ.

وليس هناك ما يمنع من مواجهة المحلل لبعض عناصر التكاليف والتي يصعب تصنيفها فيما إذا كانت ثابتة أو متغيرة، والتي غالباً ما يتم تصنيفها على أنها شبه متغيرة، ولكننا وفي التحليل النهائي نرى أن هناك ضرورة حتمية لترحيل هذه العناصر إلى أى من المجموعتين الأساسيتين.

هذا ويمكننا عرض الصورة التي تظهر عليها قائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها باستخدام المنطق المذكور على الوجه التالي :

جدول رقم (٦)

الصورة الثانية لقائمة الدخل بعد إعادة تجهيزها

كلي	جزئي	بيــــــــــــان
***	***	قيمة المبيعات (جملة الإيرادات)
	(**)	- تكلفة التشغيل (المبيعات) المتغيرة
	(**)	- تكلفة التشغيل (المبيعات) الثابتة
	***	صافي ربح التشغيل (صافي ربح قبل الفوائد والضرائب)
	(**)	- الفوائد والمصرفيات التمويلية
	***	صافي الربح قبل الضرائب
	(**)	- الضرائب
		صافي الربح بعد الضرائب
		- توزيعات أرباح الأسهم الممتازة
***		صافي الأرباح (الخسائر) القابلة للتوزيع

والآن وفي اتجاه التأكيد على اكتساب القارئ لمهارة إعداد وتجهيز قائمة الدخل بصورتها السابق ذكرهما من خلال مجموعة من البيانات المتاحة عن أحد شركات الصناعات الصغيرة في نهاية عام ٢٠٠٤ والتي تتمثل فيما يلي :

قيمة المبيعات السنوية مليون جنيه، مخصص إهلاك أصول ثابتة ثمانون ألف جنيه، مصروفات صيانة دورية إثني عشر ألف جنيه، مصروفات إدارية أربعون ألف جنيه، فوائد ومصروفات تمويل خمسون ألف جنيه، أجور ومرتبات رجال بيع خمسة وعشرون ألف جنيه، أجور عمال إنتاج مائة ألف جنيه، معدل الضريبة ٢٠%، توزيع أرباح للأسهم الممتازة ستة وخمسون ألف جنيه، مصروفات صيانة تشغيلية خمسة عشر ألف جنيه، تكلفة طاقة محرك مائة ألف جنيه، مواد تعبئة وتغليف ثمانية عشر ألف جنيه، مصروفات حملة سنوية للدعاية والإعلان خمسون ألف جنيه، أجور عمال خدمات سبعون ألف جنيه، مواد خام ومستلزمات إنتاج مائة وعشرون ألف جنيه.

وللمساعدة على إعداد قائمة الدخل بصورتها نعرض الجدول التالي :

جدول رقم (٧)

عناصر تكلفة المبيعات اللازمة	تقييم عناصر التكاليف اللازمة	أوجه الاستخدام
إعادة الصورة الأولى	إعادة الصورة الثابتة	البيانات المحاسبية
✓	ت م	• أجور عمال إنتاج
✓	ت ث	• أجور عمال خدمات
✓	ت م	• مواد خام ومستلزمات إنتاج
✓	ت ث	• مصروفات صيانة دورية
✓	ت م	• مصروفات صيانة تشغيلية
✓	ت م	• طاقة محركة
	ت ث	• مخصصات إهلاك
	ت ث	• مصروفات إدارية
	ت م	• مواد تعبئة وتغليف
	ت ث	• أجور ومرتببات رجال البيع
	ت م	• عمولات رجال بيع
	ت ث	• مصروفات حملة دعاية وإعلان
	ت م	• مصروفات حملة دعاية وإعلان تذكيري

وهنا يمكن الاسترشاد بالتوضيح السابق في إعداد قائمة الدخل بالصورة الأولى لكي تظهر على الوجه التالي :

جدول رقم (۸)

(القيمة بالجنيه)

كلى	جزئى	بيــــــــــــان
١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠ - (٤١٧٠٠٠)	قيمة المبيعات (جملة الإيرادات) - تكلفة المبيعات
	٥٨٣٠٠٠ - (١٣٣٠٠٠)	مجمل الربح - مصروفات بيعية وإدارية
	٤٥٠٠٠٠ - (٨٠٠٠٠)	مجمل ربح التشغيل - مخصص الإهلاك
٣٧٠٠٠٠	٣٧٠٠٠٠ - (٥٠٠٠٠)	صافى ربح التشغيل - الفوائد والمصروفات التمويلية
	٣٢٠٠٠٠ - (٦٤٠٠٠)	صافى الربح قبل الضرائب - الضرائب ٢٠%
	٢٥٦٠٠٠ - (٥٦٠٠٠)	صافى الربح بعد الضرائب - توزيع أرباح الأسهم الممتازة
٢٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	صافى الأرباح القابلة للتوزيع

وأيضاً يمكننا إعداد قائمة الدخل بالصورة الثانية على الوجه التالي :

جدول رقم (٩)

(القيمة بالجنيه)

بيــــــــــــــــان	جزئى	كلى
قيمة المبيعات (جملة الإيرادات)	١٠٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠
- تكلفة التشغيل (المبيعات) المتغيرة	(٣٥٣٠٠٠)	
- تكلفة التشغيل (المبيعات) الثابتة	(٣٧٧٠٠٠)	
صافى أرباح التشغيل	٣٧٠٠٠٠	
- الفوائد والمصروفات التمويلية	(٥٠٠٠٠)	٣٧٠٠٠٠
صافى إرباح قبل الضرائب	٣٢٠٠٠٠	
- الضرائب ٢٠%	(٦٤٠٠٠)	
صافى أرباح بعد الضرائب	٢٥٦٠٠٠	
- توزيعات أرباح الأسهم الممتازة	(٥٦٠٠٠)	٢٠٠٠٠٠٠
صافى الأرباح (الخسائر) القابلة للتوزيع		

ويهمنا التأكيد على أن قائمة الدخل المجهزة بصورتها لا بد وأن تظهر قيماً متساوية لكل من صافى أرباح التشغيل وصافى الأرباح القابلة للتوزيع بالنسبة للمنشأة موضع التحليل.

وإلى هذا الحد من العرض والذى تناولنا فيه موجزاً لمفهومنا لنشاط التحليل المالى المعاصر وأدواته وأساليبه بالإضافة إلى العرض المختصر للإجراء الخاص بإعادة تجهيز القوائم المالية والمحاسبية لخدمة أغراض ومتطلبات التحليل والمتمثل فى أهمية تطبيق البرنامج المتكامل لتحليل القرارات والنتائج المالية والذى نرى الآن أهمية عرض محتوياته التفصيلية كما يلي :

١- الحصول على البيانات المالية والمحاسبية من المنشأة موضع التحليل والتقييم لتغطى سلسلة زمنية تكفى لمتابعة الموقف المالى للمنشأة وتطوره.

٢- إعادة تجهيز القوائم المالية والمحاسبية لخدمة أغراض ومتطلبات التحليل المتكامل للمركز المالي للمنشأة.

٣- قياس وتشخيص الحالة المالية للمنشأة موضع التحليل وذلك باستخدام المؤشر المقترح.

٤- تطبيق برنامج تحليل قرارات التمويل.

٥- تطبيق برنامج تحليل قرارات الاستثمار.

٦- تطبيق برنامج تحليل النتائج المالية.

قياس وتشخيص الحالة المالية للمنشأة :

من الأمور المتوقعة أن يثير إصطلاح الحالة المالية للمنشأة تساؤلاً لدى القارئ حول المقصود بالحالة المالية للمنشأة؟ حيث استخدم أستاذنا الدكتور شوقي حسين هذا الاصطلاح ليعبر باستخدامه عن مدى قدرة المنشأة على مواجهة التزاماتها المالية قصيرة الأجل من خلال استثماراتها العاملة.

والواقع أن المعنى المذكور للحالة المالية يعكس موقف السيولة قصيرة الأجل في المنشأة موضع التحليل والتي يتم وصفها بحالة اليسر / أو العسر المالي الفني حيث تعنى حالة العسر المالي الفني Technical Insolvency عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماته المالية قصيرة الأجل والتي تنشأ من الانخفاض الجوهري في رصيدها النقدي المتاح.

أما إصطلاح الحالة المالية والذي نستخدمه هنا فالمقصود به حالة اليسر / أو العسر المالي الحقيقي أو القانوني Legal Insolvency حيث تعنى حالة العسر المالي الحقيقي لمنشأة ما عدم قدرتها على مواجهة وسداد التزاماتها المستحقة

للغير بكامل قيمتها من خلال القيمة لجملة أصولها المتاحة، وهو الأمر الذى يضل بالمنشأة وفي أغلب الحالات إلى الإفلاس أو الفشل المالى Financial Failure والتي لاتحدث بشكل مفاجئ ولكنها تمثل المحصلة النهائية لمجموعة من التراكمات والمضاعفات التى تبدأ من موقف معين وبدرجة معينة من درجات نقص السيولة.

ومما سبق يمكننا التأكيد على أن حالة العسر المالى الفنى تمثل المقدمة الحقيقية لحالة العسر المالى الحقيقى (الفشل المالى).

وفي اتجاه التفرقة بين الحالتين الفنية والحقيقية ليسر أو العسر المالى يمكننا أن نصادف العديد من رجال الأعمال الذين يتصفون بحالات اليسر الواضحة والمتمثلة فى البذخ الاستهلاكى وتعدد الممتلكات والمشروعات، الأمر الذى يشير صراحة إلى أنهم يتمتعون بحالة من اليسر المالى الفنى، ولكنك يمكن أن تواجه حالتهم المالية المتعثرة حقيقة والمتمثلة فى أن القيمة النقدية لجملة ممتلكاتهم لا تغطى إلا جزءاً قليلاً من قيمة التزاماتهم تجاه الدولة والبنوك والدائنين الأمر الذى يشير إلى أنهم فى حالة تعسر مالى حقيقى.

والآن وبعد هذا التوضيح أصبح المجال مهياً لتحديد الأسلوب الكمى المتبع لقياس حالتى اليسر / العسر المالى بشقية الفنى والحقيقى وذلك على الوجه التالى :

١ - الأسلوب الكمى لقياس حالة اليسر المالى الفنى :

لقد سبق أن أوضحنا أن المنشأة ستكون فى حالة يسر مالى فنى Technical Solvency إذا كانت أصولها المتداولة أو قيمة استثماراتها الموجهة لرأس المال العامل Working Capital Investment كافية لمواجهة وسداد التزاماتها الجارية (خصومها المتداولة) بكامل قيمتها، بالإضافة إلى قدرتها على توفير القيمة

المناسبة لتشغيل استثماراتها الثابتة والمتمثلة في تلك القيمة الدائمة من الاستثمار في رأس المال العامل.

ومن هذا التوضيح يمكننا التأكيد على أن حالة اليسر المالي الفني سترتبط بضرورة زيادة قيمة الاستثمار في رأس المال العامل عن قيمة الالتزامات الجارية للمنشأة، وهنا يمكننا عرض الاصطلاح الخاص بصافي رأس المال العامل Net W.C والذي يتم التواصل إليه كما يلي :

$$\text{صافي رأس المال العامل} = \text{قيمة الاستثمار في رأس المال العامل} - \text{قيمة الالتزامات الجارية}$$

ويصبح واضحاً الآن وبصفة مبدئية أن حالة اليسر المالي الفني لأي منشأة سترتبط بظهور قيمة موجبة لصافي رأس المال العامل، وأن ظهوره بقيمة سالبة أو بقيمة صفرية سيعنى ارتباط المنشأة بحالة من العسر المالي الفني.

وفي هذا المجال نؤكد على أن الحالة المالية الفنية لأي منشأة سواء كانت حالة من اليسر المالي الفني أو حالة العسر المالي الفني هي المحصلة النهائية لمدى سلامة قرارى التمويل والاستثمار قصيرى الأجل وذلك لأن طرفى قياسها يعكسان وبصورة واضحة هذين القرارين.

واستكمالاً لما سبق التأكيد عليه من ارتباط حالة اليسر المالي الفني بتواجد القيمة الموجبة لصافي رأس المال العامل ننبه القارئ إلى أنها ليست أى قيمة موجبة ولكن هناك قيمة موجبة محددة تختلف من منشأة إلى أخرى وفي المنشأة الواحدة من وقت لآخر وتطلق عليه القيمة الموجبة المعيارية وعلى ذلك فنحن نقترح النموذج التالى لقياس حالة اليسر / العسر المالي الفني.

درجة كفاية رأس المال العامل = صافي رأس المال العامل الفعلى
- صافى رأس المال العامل المعيارى

ب- الأسلوب الكمى لقياس حالة اليسر المالى الحقيقى :

لقد سبق أن أوضحنا أن المنشأة موضع التحليل ستكون فى حالة يسر مالى حقيقى إذا ما كانت فى موقف يمكنها من مواجهة وسداد كافة التزاماتها المالية المستحقة بكافة نوعياتها وآجال استحقاقاتها (بما فيها حقوق الملكية) من خلال القيمة السوقية لأصولها الإجمالية بالإضافة إلى بقاء تراكمات نقدية لملاكها بعد تغطية القيمة الدفترية لحقوق ملكيتهم بالمنشأة.

هذا ويمكننا صياغة حالة اليسر المالى الحقيقى للمنشأة بمفهوم أكثر تبسيطاً ووضوحاً والمتمثل فى زيادة القيمة السوقية لأصولها عن القيمة الدفترية لخصومها.

والواقع أننا قد قمنا بتصميم المؤشر المقترح لقياس الحالة المالية لأى منشأة بشكل مبسط ويسهل استخدامه فى مجال التشخيص السريع للحالة المالية، حيث يتم تطبيق واستخدام هذا المؤشر بعد الانتهاء مباشرة من إعادة تجهيزنا لقائمتى المركز المالى والدخل وهما المصدر الأساسى لاستخدام هذا المؤشر والذي يمكن تقديمه على الوجه التالى :

$$ح م = ١٠٠ \times \frac{ق س}{ق ر}$$

حيث أن :

ح م : تعنى الحالة المالية للمنشأة موضوع التحليل

ق س : تعنى قيمة المنشأة موضع التحليل فى السوق (القوة الإيرادية لأصول المنشأة).

ق ر : تعنى القيمة الدفترية لأصول المنشأة موضع التحليل. (بعد إعادة التجهيز).

وتؤكد هنا على أن الحالة المالية لأى منشأة (ح م) يجب ألا تنخفض عن ٠.٠١% حيث تنحصر قيمتها المحسوبة فى دائرة حدها الأقصى ثلاثة احتمالات هى :

الأول : أن تكون ح م ١٠٠% أو أقل وهو الأمر الذى يعنى أن قيمة المنشأة السوقية أقل من القيمة الدفترية لأصولها وبالتالي وقوعها داخل دائرة التعثر المالى الحقيقى.

الثانى : أن تكون ح م أكبر من ١٠٠% وهو الأمر الذى يعنى أن قيمة المنشأة السوقية أعلى من القيمة الدفترية لأصولها، وبالتالي رمكانية وصفها بحالة اليسر المالى الفعلى أو الحقيقى.

الثالث : أن تكون ح م مساوية لمعدل سالب وهو الأمر الذى يعنى أن قيمة المنشأة السوقية سالبة، وهو الأمر الذى يمثل تجسيدا لحالة فشل مالى كامل.

والسؤال الآن يتعلق بكيفية التوصل إلى الحالة المالية والذى نعرضه على الوجه التالى :

$$\frac{\text{ف} \times \text{ض}}{\text{ل}} + \frac{\text{ص} \times (\text{ض} - ١)}{\text{ع}} = \text{ح م} \times \text{ق ر}$$

حيث أن :

ص : تعنى صافى ربح التشغيل (الربح قبل الفوائد والضرائب).

ض : تعنى معدل الضريبة (%).

ع : تعنى معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة (%).

ف : تعنى قيمة الفوائد على القروض والسندات طويلة الأجل.

ل : تعنى معدل الفائدة على القروض والسندات طويلة الأجل (%).

ق ر : تعنى القيمة الدفترية لأصول المنشأة موضع التحليل.

هذا وبعد عرضنا المفصل لمفهوم الحالة المالية للمنشأة وللنموذج المقترح لقياسها، فلقد رأينا أهمية التأكيد على الحقائق التالية والتي ترتبط وبشكل مباشر ببسط المؤشر المقترح والذي يعكس القيمة السوقية لأصول المنشأة :

١- أن ع % والذي يمثل معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة يعكس تكلفة الأموال المملوكة المتمثل فى تكلفة الفرصة البديلة والذي يستخدمه المساهمون فى مجال تقويم مدى فعالية إدارة المنشأة فى إدارة أموالها إلى جانب أموال الغير وتوليد معدل عائد على الأموال المملوكة يتوافق وعلى الأقل مع المعدل المحقق من الفرص البديلة والمماثلة من حيث درجة المخاطر.

وهنا يمكننا التأكيد على أن المعدل المذكور - معدل العائد المطلوب - سوف يستخدمه المساهمون كمعدل خصم يحدد وبشكل قاطع إلى جانب التوزيعات المتوقعة للأسهم العادية القيمة السوقية للأسهم التى يحملونها، ولتوضيح هذه الحقيقة نفترض أن المساهمين يرغبون فى تحقيق معدل عائد على استثماراتهم الموجهة للتمويل بالملكية لا يقل عن ٣٠% ويتوقعون توزيعات ربحية للأسهم قدرها ٥٠ جنيه للسهم.

فى هذه الحالة يمكنهم تحديد القيمة السوقية للسهم بمبلغ ١٦٦,٧ جنيهه
(بافتراض نظرى أن الاستثمار فى السهم لسنة واحدة فقط).

والسؤال ينحصر الآن فى كيفية التوصل إلى القيمة المذكورة؟ والإجابة أنه
قد تم التوصل إليها بقسمة الأرباح المتوقع توزيعها على معدل العائد المطلوب.

$$\left(\frac{50}{0,30} = 166,7 \text{ جنيه للسهم} \right)$$

ومن المنطقي أن أى تغيير يحدث فى قيم أى من طرفى الحساب سوف يؤثر
وبالضرورة على القيمة السوقية للسهم، حيث يمكننا حصر التغيرات المحتملة فى
الحالات التالية :

١/١ : أن زيادة قيمة الأرباح المتوقع توزيعها مع ثبات معدل العائد المطلوب
سوف يزيد من القيمة السوقية للسهم $\left(\frac{60}{0,30} = 200 \text{ جنيه} \right)$

٢/١ : أن انخفاض قيمة الأرباح المتوقع توزيعها مع ثبات معدل العائد المطلوب
سوف يخفض من القيمة السوقية للسهم $\left(\frac{40}{0,30} = 133,3 \text{ للسهم} \right)$.

٣/١ : أن زيادة معدل العائد المطلوب من ثبات قيمة الأرباح المتوقع توزيعها
سوف يخفض من القيمة السوقية للسهم $\left(\frac{50}{0,40} = 125 \text{ جنيه} \right)$.

٤/١ : أن انخفاض معدل العائد المطلوب مع ثبات قيمة الأرباح المتوقع توزيعها
سوف يرفع من القيمة السوقية للسهم $\left(\frac{50}{0,20} = 250 \text{ جنيه} \right)$

وهكذا

ص X (١ - ض)

والآن يمكننا طرح التفسير المبسط للعلاقة الرياضية

ع

والمتمثل في كونها ممثلة للقيمة النقدية لصافي ربح التشغيل والمتبقية بعد الضرائب مخصومة بمعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة وذلك تحت إطار استبعاد تأثيرات كل من فوائد التمويل وتوزيعات أرباح الأسهم الممتازة.

٢- من تفاصيل النقطة السابقة يتأكد اتجاهنا لتبني المدخل النقدي في قياس قيمة المنشأة (القيمة السوقية للمنشأة) حيث تعتمد قيمة المنشأة على التدفقات النقدية الداخلة وعلى المعدل الذي يتم به خصم هذه التدفقات.

٣- إنطلاقاً من استخدامنا للمدخل النقدي في قياس قيمة المنشأة نجد أن استخدامها للقروض في تمويل استثماراتها إلى جانب التمويل بالملكية يحدث وفورات ضريبية تنعكس في زيادة التدفقات النقدية الداخلة وهو الأمر الذي يفسر الجزء الثاني من معادلة قياس قيمة المنشأة وهو $(\frac{\text{ف X ض}}{\text{ل}})$

والذي يمثل قيمة التدفقات النقدية المتمثلة في قيمة الوفر الضريبي مخصوماً بمعدل الفائدة على القروض والسندات طويلة الأجل (تدفق نقدي غير مباشر).

٤- مما سبق يتأكد أن قيمة المنشأة والتي تمثل بسط المؤشر المقترح تعكس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة من صافي ربح العمليات بالإضافة إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة من الوفورات الضريبية وذلك باستخدام معدل خصم مختلفين.

٥- يلاحظ أن حساباتنا السابقة قد انحصرت في القروض والسندات طويلة الأجل مع استبعاد أثر القروض قصيرة الأجل وذلك بهدف التوصل إلى قيمة المنشأة في الأجل الطويل.

٦- من المنطقي أن تكون هناك علاقة جوهرية بين القرار التمويلي المرتبط بدرجة الاعتماد على التمويل بالقروض والسندات طويلة الأجل وبين معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة تتمثل العلاقة المتكررة في أن زيادة الاعتماد على التمويل والسندات طويلة الأجل سيزيد من درجة المخاطر المالية للمنشأة الأمر الذي سيدفع المساهمين إلى رفع معدل العائد المطلوب بمقدار بدل المخاطرة الذي يتناسب مع المخاطرة المالية الإضافية.

٧- من الأمور البديهية أن تنحصر قيمة المنشأة غير المقترضة في القيمة النقدية لصافي ربح التشغيل والمتبقية بعد الضرائب مخصومة بمعدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة والذي سيتجه نحو الانخفاض بالضرورة. ولتأكيد المفاهيم السابقة فلنحاول قياس الحالة المالية لمنشأة ما في ظل الفروض التالية :

- صافي أرباح التشغيل ٣ مليون جنيه، قيمة الفوائد المرتبطة بالقروض والسندات طويلة الأجل ٨٠٠,٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ١٠%، معدل العائد المطلوب على الأموال المملوكة ٢٥% نمعدل الضريبة ٢٠%.

ومن هذه البيانات يمكننا حساب القيمة السوقية لأصول هذه المنشأة كما يلي :

$$\text{ق س} = \frac{٠,٢٠ \times ٣.٠٠٠.٠٠٠}{٠,١٠} + \frac{٠,٨٠ \times ٣.٠٠٠.٠٠٠}{٠,٢٥}$$

$$= ٩.٦٠٠.٠٠٠ + ١.٦٠٠.٠٠٠ = ١١.٢٠٠.٠٠٠ \text{ جنيه}$$

ولقياس الحالة المالية لهذه المنشأة ينقصنا الآن تحديد القيمة الدفترية لأصولها

والتي يمكن أن تكون :

* عشرة ملايين جنيه..

وفى هذه الحالة فإن :

$$\text{ح م} = \frac{11,200,000}{10,000,000} \times 100 = 112\%$$

وهنا يمكن وصف الحالة المالية للمنشأة بأنها جيدة وأنها تتصف بحالة يسر مالى حقيقى.

* أما إذا كانت القيمة الدفترية لأصولها ٢١ مليون جنيه ففى هذه الحالة فإن :

$$\text{ح م} = \frac{11,200,000}{21,000,000} \times 100 = 53.3\%$$

وهنا يمكن وصف الحالة المالية للمنشأة بأنها متدنية ، وأنها تتصف بحالة عسر مالى حقيقى وأنها تتجه إلى الفشل المالى.

نغير من بعض افتراضاتنا السابقة من حيث عدم اعتمادها على التمويل بالديون وأن القيمة الدفترية لأصولها ٨ مليون جنيه، الأمر الذى يغير من حساباتنا السابقة وخاصة ما يتعلق منها بمعدل العائد المطلوب، والذى سينخفض إلى ٢٠% فقط بدلاً من ٢٥% وعلى ذلك فإن، القيمة السوقية للأصول

$$\text{(ق س)} = \frac{0.80 \times 300,000}{0.20} + \text{صفر} = 1,200,000 \text{ جنيه}$$

وعلى ذلك فإن :

$$\text{ح م} = \frac{12 \text{ مليون جنيه}}{8 \text{ مليون جنيه}} \times 100 = 150\%$$

وتعنى هذه النتيجة وبالضرورة أن المنشأة تتصف بحالة يسر مالى حقيقى.

تدريبات الوحدة الأولى

التدريب الأول

يهدف هذا التدريب إلى التأكد من أكتساب القارئ لمهارة استخدام المؤشر المالي بالإضافة إلى مهارة الاستخدام الفعال لأساليب التحليل المالي.

فيما يلي بعض البيانات المستخرجة من القوائم المالية لإحدى الشركات.

سنوات	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤
بيان			
صافي أصول ثابتة	٦٠٠٠٠	٨٠٠٠٠	١٥٠٠٠٠
صافي حقوق ملكية	٨٠٠٠٠	١٢٠٠٠٠	١٦٠٠٠٠٠

والمطلوب :

- بالنسبة للعلاقة المالية ($\frac{\text{صافي أصول ثابتة}}{\text{صافي حقوق ملكية}} \times 100$) هل ترى أن هذه

العلاقة تمثل علاقة مالية ذات معنى؟ لماذا؟

- إذا كانت إجابتك عن السؤال السابق بنعم فهل يمكنك كتابة تقرير مختصر عن موقف الشركة من هذه العلاقة؟ كيف؟

التدريب الثاني :

يهدف هذا التدريب إلى التأكد من أكتساب القارئ لمهارة قياس حالتي اليسر المالي الفني والحقيقي للمنشأة.

فيما يلي بعض البيانات المستخرجة من القوائم المالية للمنشأتين (أ) ، (ب)

(القيمة بالجنيه)

بيان	منشأة (أ)	منشأة (ب)
حقوق الملكية	١٠.٠٠٠	١٥.٠٠٠
الأصول الثابتة	١٠.٠٠٠	٦.٠٠٠
القيمة السوقية للأصول	١٥.٠٠٠	٤٥.٠٠٠
خصوم متداولة	٦.٠٠٠	٨.٠٠٠
خصوم طويلة الأجل	٤.٠٠٠	٧.٠٠٠

هل يمكنك تحديد موقف المنشأتين المقارن من حيث حالتي اليسر المالي الفني والحقيقي؟ كيف؟

التدريب الثالث

يهدف هذا التدريب إلى التأكد من أكتساب القارئ لمهارة قياس حالة اليسر المالي الحقيقي في المنشأة المقترضة والغير مقترضة من خلال بيانات غير مبوبة بالإضافة إلى التأكد من أكتساب مهارة إعداد قائمة الدخل بصورتها.

أُتيحت لك بعض البيانات المستخرجة من القوائم المالية للشركتين س، ص وذلك في نهاية عام ٢٠٠٤ وهى :

بيانات	منشأة (أ)	منشأة (ب)
قيمة القروض والسندات طويلة الأجل	—	٣٠٠٠٠٠
تكلفة المبيعات	٦٠٠٠٠٠	٧٠٠٠٠٠
معدل العائد المطلوب على رأس المال	٢٥ %	٣٠ %
مجمّل الربح	١٤٠٠٠٠٠	١٣٠٠٠٠٠
إجمالي الأصول	مليون جنيه	مليون ونصف
تكاليف التشغيل الإجمالية	٨٠٠٠٠٠٠ جنيه	٧٠٠٠٠٠٠ جنيه

والمطلوب :

(١) قياس وتشخيص الحالة المالية لكل من الشركتين إذا علمت أن معدل الفائدة ١٢ % ومعدل الضريبة ٣٠ %.

(٢) هل لديك تفسير لاختلاف معدل العائد المطلوب على رأس المال المملوك بين الشركتين؟ ما هو؟

الوحدة الثانية

تكلفة التمويل

(العلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار)

[illegible]

الوحدة الثانية

تكلفة التمويل

مقدمة :

تمثل محتويات هذه الوحدة محور العلاقة المباشرة بين كل من قرارات التمويل وقرارات الإستثمار المتمثلة في تكلفة التمويل والتي يتم حساب معدلها عند صناعة القرار التمويلي المتعلق بتكوين المزيج التمويلي الملاءم ويمتد إستخدامه عملياً بعد ذلك عند التصدى لصناعة قرارات الإستثمار حيث يمثل هذا المعدل الحد الأدنى من معدل العائد على الإستثمار الواجب كسبه عند تقييم الاستثمارات المقترحة وذلك على إفتراض عدم وجود مخاطرة.

وسوف يلاحظ القارئ أن إهتمامه بالوحدة الأولى سوف ييسر من مهمته في إستعراض محتويات هذه الوحدة.

الواقع أن محتوى ومضمون هذه الوحدة يهدف إلى تنمية قدرات ومهارات القارئ في المجالات الآتية :

- ١- الإلمام التام والواعى بمفهوم تكلفة التمويل وكيفية إستخدامها عملياً.
- ٢- إكتساب المهارة المرتبطة بقياس تكلفة التمويل لمختلف مصادر التمويل المكونة للمزيج التمويلي وذلك باستخدام النماذج الرياضية المرتبطة بكل منها.

حالة رقمية في إتجاه السيطرة على الموضوع :

من تراكمات خبرتنا في التدريس بالإضافة إلى إهتمامنا الشديد بالإلمام الواعي للقارئ أو الدارس بالموضوع مجال المناقشة رأينا أن نعرض للحالة الرقمية التالية :

شركة تبلغ قيمة مبيعاتها السنوية ١٠٠ مليون جنيه، وقيمة الربح قبل الفوائد والضرائب (بمعدل ١٨%، ٢٢% على التوالي) ٢٥ مليون جنيه، وإجمالي أصولها ١٠٠ مليون تم تمويلها بالمزيج التالي :

٢٠% قرض مصرفي

٢٠% سهم ممتازة بقيمة إسمية ١٠٠٠ جنيه للسهم ومصاريف إصدار ٢٠ جنيه للسهم وتوزيع محدد قدرة ١٨٠ جنيه للسهم

٦٠% رأس مال مقسم إلى ٣٠٠٠٠ سهم بدون مصاريف إصدار

١٠٠%

فهل يمكننا عزيزي القارئ استخدام البيانات الموضحة في الإجابة عن سؤالين هما :

س ١ : تحديد قيمة صافي الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين؟

س ٢ : استخدام إجابة السؤال الأول في إستخلاص المفاهيم الفكرية المرتبطة بموضوع تكلفة التمويل؟

وللإجابة على السؤال الأول والمتمثلة في تحديد قيمة صافي الأرباح القابلة للتوزيع على المساهمين يلزمنا إعداد قائمة دخل للشركة عن السنة المنتهية على الوجه التالي :

جدول رقم (١)

بيان	القيمة بالآلاف جنيه
قيمة الربح قبل الفوائد والضرائب - فوائد التمويل (٢٠ مليون X ١٨%)	٢٥٠٠٠ (٢٦٠٠)
قيمة الربح قبل الضرائب - ضرائب ٢٢ %	٢١٤٠٠ (٤٧٠٨)
صافي الربح بعد الضرائب - توزيع أرباح الأسهم الممتازة (١٨٠٠ X ٢٠٠٠٠ سهم)	١٦٦٩٢ (٣٦٠٠)
صافي الربح القابل للتوزيع (٣٠٠٠٠ سهم)	١٣٠٩٢

وبعد أن توصلنا إلى تحديد قيمة الأرباح الصافية القابلة للتوزيع على المساهمين من خلال إعداد القائمة السابقة يمكننا إستخلاص المفاهيم الفكرية التالية.

١- إن المزيج التمويلي للشركة قد تم تكوينه بالاعتماد على مصادر تمويل ثلاثة وهي :

١/١- القروض المصرفية (السندات طويلة الأجل).

٢/١- الأسهم الممتازة.

٣/١- الأسهم العادية (رأس المال المملوك).

٢- أن المصادر التمويلية الثلاثة المذكورة ومن منظور الشركة تمثل فى ذات

الوقت ثلاثة مجالات للإستثمار وهي :

١/٢ : الإقراض المصرفي للبنوك.

٢/٢ : المستثمرين حملة الأسهم الممتازة.

٣/٢ : المستثمرين حملة الأسهم العادية (ملاك الشركة أو مساهميها).

٣- أن أولوية سداد الإلتزامات كما تقوم به الشركة طالبة التمويل تبدأ بسدادها لفوائد التمويل بالقروض المصرفية - والسندات في حالة تواجدها - ثم توزيعات أرباح الأسهم الممتازة وأخيراً حملة الأسهم العادية وهو الأمر الذي يعنى ما يلى :

١/٣ : أن القروض المصرفية تمثل بالنسبة للشركة أكبر مصادر التمويل عبئاً تموالياً في حين يمثل رأس المال المملوك أقل مصادر التمويل عبئاً في الوقت الذي تمثل فيه الأسهم الممتازة مصدراً تمويلياً أقل عبئاً من القروض وأعلى عبئاً تمويلياً من الأسهم العادية.

٢/٣ : إنطلاقاً من طبيعة العلاقة المتعارضة بين مصلحة الشركة طالبة التمويل وبين مصلحة المستثمرين بأنواعهم الثلاثة يتأكد لنا الحقائق التالية :

١/٢/٣ : أن المساهمين حملة الأسهم العادية يتحملون أعلى درجات مخاطرة الإستثمار الأمر الذى ينعكس على زيادة معدل العائد الذى يطلبونه على الاستثمار والذى يمثل أعلى معدلات تكلفة التمويل من منظور الشركة طالبة التمويل.

٢/٢/٣ : أن المستثمرين حملة الأسهم الممتازة يتحملون درجة من مخاطرة الاستثمار أقل من درجة المخاطرة المرتبطة بحملة الأسهم العادية ودرجة أعلى من درجة المخاطرة المرتبطة بالبنوك المقرضة وهو الأمر الذى يؤكد على أن تكلفة التمويل

بإصدار أسهم ممتازة ستكون أعلى من تكلفة التمويل بالقروض وأقل من تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

٤- فيما يتعلق بالقروض المصرفية يلاحظ أن فوائدها تسدد قبل سداد الضرائب المستحقة الأمر الذي يتجه بنا إلى القناعة باحداثها لو فر ضريبي تستفيد منه الشركة طالبة التمويل ومن جهة أخرى إلى القناعة بانخفاض التكلفة الحقيقية للقروض (التكلفة المؤثرة سلبياً) عن معدل الفائدة الاسمي وهو الأمر الذي يمكننا إثباته كمياً على الوجه التالي :

١/٤: بافتراض جدلي بعدم اعتماد هذه الشركة على التمويل بالقروض المصرفية ستختلف حتماً قيمة الضرائب المدفوعة عن القيمة المسددة أو المستحقة بالفعل، حيث ستكون ٥٥٠٠ ألف جنيه (٢٥٠٠٠ X ٠,٢٢)، الأمر الذي يؤكد أن هناك وفراً ضريبياً قدره ٧٩٢ ألف جنيه (٥٥٠٠ - ٤٧٠٨).

٢/٤: أن النتيجة السابقة تؤكد أن قيمة فوائد التمويل الحقيقية أو المؤثرة سلبياً على أرباح الشركة ستكون ٢٨٠٨ ألف جنيه (٣٦٠٠ - ٧٩٢ ألف جنيه) وليست ٣٦٠٠ ألف جنيه.

٣/٤ : أن النتيجة السابقة تؤكد أن معدل التكلفة الحقيقي للقروض ١٤,٠٤% $(100 \times \frac{28,8}{20000})$ وليس ١٨% وهو المعدل الذي يمكننا التوصل إليه مباشرة بضرب معدل الفائدة الإسمي في مكمل سعر الضريبة (١٨% X $78\% = 14,4\%$)

٥- وفيما يتعلق بإصدارات الأسهم الممتازة فيلاحظ أن توزيعات أرباحها والتي يتم تحديدها بشكل مسبق كما هو الحال بالنسبة لفوائد القروض والسندات يتم

الوفاء بها بعد سداد الضرائب المستحقة على إعتبار أنها تمثل توزيعاً للربح وليست عبئاً يحمل عليه الأمر الذى يعنى بالضرورة عدم إرتباط هذا المصدر بإحداث أى وفر ضريبي للشركة طالبة التمويل وبمراجعة البيانات التفصيلية للأسهم الممتازة نجد ما يلى :

١/٥ : أن القيمة الاسمية للسهم الممتاز والتي دفعها المستثمر للشركة عند إصدارها له هي ١٠٠٠ جنيه فى مقابل التزام الشركة فى حالة وجود أرباح كافية - بتوزيع ١٨٠ جنيه لحامل هذا السهم الأمر الذى يعنى أن معدل تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار هذا السهم ١٨ %

$$\frac{180}{1000} \times 100 = 18\%$$

والذى يمثل أيضاً معدل عائد على الإستثمار لحامل هذا السهم الممتاز.

٢/٥ : إذا ما أخذنا فى الإعتبار مصاريف الإصدار التى تحملتها الشركة المصدرة للسهم الممتاز يتأكد أن القيمة الصافية من ثمن السهم والقابلة للإستثمار ستتخفف عن قيمته المصدرة بمقدار مصاريف الإصدار لتصل إلى ٩٨٠ جنيه فقط وأن هذا لايعفى الشركة المصدرة من الإلتزام بتوزيع ١٨٠ جنيه لهذا السهم وهو الأمر الذى يعنى وفى التحليل النهائى أن تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار هذا السهم سترتفع من ١٨ % إلى ١٨,٣٧ %

$$\frac{180}{980} \times 100 = 18,37\%$$

٦- من خلال النتيجتان المستخلصتان من العنصران (٤)، (٥) يتأكد للقارئ أنه على الرغم من تساوى معدل تكلفة التمويل لكل من القروض والأسهم الممتازة قبل الأثر الضريبي ومصاريف الإصدار لكل منهما على التوالى إلا أن تكلفة التمويل المرتبطة بالقروض قد انخفضت من ١٨ % إلى ١٤,٠٤ %

فى حين إرتفعت تكلفة التمويل المرتبطة بالأسهم الممتازة من ١٨% إلى ١٨,٣٧% وهو الأمر الذى يتوافق بشكل تام مع منطقية الأصول العلمية التى سبق لنا التأكد عليها.

٧- وأخيراً وفيما يتعلق بموقف المساهمين حملة الأسهم العادية فيلاحظ أن ما يخصهم من الأرباح المحققة قد بلغت قيمته ١٣٠٩٢ ألف جنيه وهو العائد الصافى على إستثماراتهم فى رأس المال والبالغة ٦٠٠٠٠ ألف جنيه الأمر الذى يعنى معدل عائدهم على الإستثمار قد بلغ ٢١,٨٢% $(\frac{13092}{60000} \times 100)$

وهو الأمر الذى يعنى مع تثبيت العديد من الاعتبارات - نجاح إدارة الشركة فى المحافظة على موقف المساهمين والمتمثل فى تحقيقهم لمعدل عائد على الإستثمار يزيد عن معدل العائد الذى حققه المستثمرون فى الإقراض وشراء الأسهم الممتازة وذلك فى مواجهة واضحة لمخاطر حملة الأسهم العادية المتزايدة وبعد نهاية مناقشتنا لهذه الحالة الرقمية نبدأ الآن فى العرض التفصيلى لموضوع تكلفة التمويل.

مفهوم وأهمية قياس تكلفة التمويل :

إن موضوع تكلفة التمويل من الموضوعات الهامة فى الفكر المالى المعاصر ومما يزيد من أهميته تزايد قيمته من الناحية العملية "حيث أنها تعتبر من المتغيرات الأساسية التى يجب أن تحدد بدقة قبل إستخدام أى طريقة من طرق تقييم الإستثمارات والتى تستخدم مفهوم القيمة الحالية حيث يراعى التغير فى القيمة الزمنية للنقود سواء فى حالة التأكد أو عدم التأكد، وذلك على إعتبار أن تكلفة التمويل تستخدم عملياً كمعدل خصم لإيجاد القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة من المشروع الإستثمارى بإعتبارها الحد الأدنى من معدل العائد على

الإستثمار الواجب أن يحققه الإستثمار لكي يصبح مقبولاً بصفة مبدئية، وبذلك فإن تكلفة التمويل تمثل الخط الفاصل بين المشروعات التي ترفض من البداية لأنها لا تغطي الحد الأدنى من العائد على الإستثمار والذي يتمثل فى تكلفة التمويل ومن هنا نجد أن تكلفة التمويل فى الفكر المالى المعاصر تعتبر من موضوعات التمويل الهامة حيث أن المدير المالى يقوم بحسابها قبل أن يتصدى لصناعة قرار الإستثمار، ولذلك فإن العلاقة المباشرة بين التمويل والإستثمار فى الفكر المالى المعاصر تنشأ عن طريق تكلفة التمويل.

ومن الإصطلاحات شائعة الإستخدام لتكلفة التمويل إصلاح تكلفة رأس المال إلا أن هذا الإصلاح ليس مناسباً ليكون مرادفاً لإصلاح تكلفة التمويل، حيث أن تكلفة رأس المال يجب أن تطلق فقط على تكلفة الأموال المملوكة، وهى أحد مكونات التمويل، ولكن تكلفة التمويل تعنى تكلفة خليط الأموال التى تتكون منها مصادر تمويل المنشأة والتى يعتبر رأس المال المملوك أحد عناصرها، والموضوع هنا يتعلق بتكلفة الأموال وليس بتكلفة رأس المال.

إن موضوع تكلفة التمويل من الموضوعات التى حظيت بالكثير من الإهتمام وإثارة الجدل سواء عند تأصيل نظريات الفكر المالى أو عند التطبيق العملى.

إننا نميل إلى استخدام إصطلاح تكلفة التمويل على خلاف ما يشاع لدى الغالبية من إستخدام إصطلاح "تكلفة رأس المال" حيث أن الأخير يرتبط فقط بحساب تكلفة حقوق الملكية، فى حين أن التمويل الإجمالى يتضمن مصادر أخرى إلى جانب حقوق الملكية مثل "الديون طويلة وقصيرة الأجل، والأسهم الممتازة".

ومما يزيد من أهمية هذا الموضوع ... تزايد قيمته العملية عند التطبيق العملى من حيث أن نسب الأعتداع على مصادر التمويل المختلفة المكونة للهيكل

التمويلي تتأثر تأثراً شديداً بمعدل تكلفة التمويل في أسواق رأس المال، بالإضافة إلى أن تكلفة التمويل تعتبر من المتغيرات الأساسية التي تعتمد عليها عملية تقييم الإقتراحات الرأسمالية بالمنشأة... على إعتبار أنها تمثل معدل الخصم الذي يستخدم في إيجاد القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة من المشروعات الإستثمارية محل التقييم بإعتبارها الحد الأدنى من معدل العائد على الإستثمار الواجب تحقيقه لكي يصبح الإقتراح الإستثماري مقبولاً بصفة مبدئية، وبذلك فإن تكلفة التمويل عملياً تمثل الخط الفاصل بين المشروعات الإستثمارية المقترحة التي تدخل مرحلة متقدمة من مراحل التقييم المالي وبين تلك المشروعات التي تستبعد من البداية لعدم قدرتها على تغطية الحد الأدنى من معدل العائد على الإستثمار المتمثل في تكلفة التمويل ومن خلال المنطق المذكور فإن تكلفة التمويل وقياسها كمياً يساعد المشروعات على تحقيق أهدافها المالية علماً بأن طرق قياس تكلفة التمويل لمختلف مصادر التمويل البديلة ليست على نفس الدرجة من الإتفاق والقبول فيما بين المتخصصين في هذا المجال وخاصة فيما يتعلق بتكلفة الأموال المملوكة.

وقد يكون من المناسب وقبل الخوض في تفاصيل الموضوع أن نبني دراستنا المتعلقة بمفاهيم وطرق قياس تكلفة التمويل على الإقتراضات الأساسية الآتية :

- ١- أن تكلفة التمويل لا يعبر عنها في صورة تدفق نقدي خارج أو مصروف مُستحق يستوجب الدفع النقدي. إنما يجب أن يعبر عنها دائماً في صورة نسبة مئوية... فإذا إفترضنا أن الحصول على قرض مصرفي كأحد عناصر الخليط التمويلي قيمته ١٠٠٠ جنيه مع إرتباط هذا القرض بفوائد ثابتة واجبة السداد قيمتها ١٥٠ جنيه فإن تكلفة الحصول على هذا المصدر من وجه النظر المحاسبية تتمثل في مقدار الفوائد المدفوعة وهي ١٥٠ جنيه، في حين أن

الإفتراض المذكور يحتم تصوير تلك التكلفة فى صورة نسبة مئوية وهى ١٥% والأمر الذى يحتم ذلك هو إحتمال إشتراط البنك لخصم قيمة الفوائد مقدماً، وبذلك تصبح القيمة الفعلية للقرض ٨٥٠ خلافاً لقيمتة الرسمية وهى ١٠٠٠ جنيه، وعلى ذلك فإن تكلفة هذا المصدر تصبح ١٧,٦% $\left(\frac{150}{850} \times 100 \right)$ ومن الواضح أن التكلفة المحاسبية لاختلاف فى الحالتين عن ١٥٠ جنيه. فى حين أن الإصرار على إظهار تكلفة هذا المصدر فى صورة نسبة مئوية قد حولها من ١٥% إلى ١٧,٦%.

٢- أن تكلفة التمويل ترتبط ارتباطاً مباشراً بسعر الفائدة السائد فى السوق والذى يمثل المحور الأساسى للمنافسة بين مجالات الإستثمار فى إجتذاب مصادر التمويل المحدودة.

٣- أن تكلفة التمويل عند قياسها تمثل عبئاً تموالياً على المنشأة طالبة التمويل. الأمر الذى يحتم إعتبار الأموال المقدمة من المساهمين مصدراً تموالياً يرتبط بتكلفة تمويلية تستوجب القياس.

٤- أن جميع المناهج المقبولة والمستخدمة فى قياس تكلفة التمويل تعتمد بدرجات متفاوتة على التنبؤات. الأمر الذى يزيد من عدم الدقة فى التقديرات المتعلقة بهذا المجال، وعلى الرغم من ذلك فإن الأمر يستوجب ضرورة القياس والذى يعتبر مرشداً جوهرياً فى التوصل إلى المزيج التمويلي الأفضل بالنسبة لتحقيق أهداف المنشأة.

٥- أن حساب تكلفة التمويل يجب أن يتم على أساس حدى وليس على أساس تاريخى حيث يرتبط مفهوم القياس الحدى بتحديد الطريقة المثلى لتمويل الإستثمارات الإضافية.

٦- إعتماًداً على الإقتراض السابق والمتعلق بحتمية القياس الحدى لتكلفة التمويل فإن تكلفة أى مصدر تمويل إضافية تتمثل فى الحد الأدنى من معدل العائد على الإستثمار الواجب تحقيقه من خلال الإستثمارات الإضافية الممولة بهذا المصدر بحيث لا يحدث تأثيراً سلبياً على عائد الملاك الحاليين.

٧- إن مصادر التمويل المتنوعة تختلف فيما بينها من حيث مفاهيم وطرق قياس التكلفة التمويلية لكل منها.

٨- إعتماًداً على الإقتراض السابق مباشرة فإن تكلفة التمويل المحسوبة سوف تتعدد بتعدد المصادر التمويلية المكونة للمزيج التمويل الذى يتم إختياره، الأمر الذى يحتم ضرورة التوصل إلى نموذج، لقياس التكلفة المرجحة للأموال والتي تمثل الحد الأدنى من معدل العائد الواجب كنسبه من الإستثمارات الإضافية الكلية.

وبناء على الإقتراضات السابق عرضها فسوف نعرض فيما يلى لمفاهيم وطرق قياس تكلفة التمويل لكل مصدر تمويل على حدة :

- تكلفة الإستدانة : Cost of Debt

على الرغم من تعدد المصادر التمويلية المرتبطة بالإستدانة من سندات وقروض قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل إلا أننا ولأغراض التبسيط سوف نقصر مجال العرض هنا على القروض المرتبطة بالإئتمان المصرفى والإئتمان التجارى نظراً لإعتبارات عديدة أهمها ضيق المجال.

إن تكلفة الأموال المقترضة تتميز بسهولة القياس حيث أن سعر الفائدة، المدين يتحدد بشكل قاطع فى عقد المديونية. وعلى الرغم من تعدد التعاريف المرتبطة بتكلفة الإقتراض فإننا نميل إلى تعريفها بأنها معدل العائد على

الاستثمار الواجب تحقيقه من خلال الاستثمارات الإضافية والممولة بقروض إضافية بما يضمن عدم المساس بالمكاسب الحالية التي تحققها المنشأة للملاك الحاليين، وذلك على الرغم من إدراكنا التام لصعوبة وربما استحالة تخصيص مصادر تمويل بذاتها لتمويل إستثمارات بذاتها وإنطلاقاً من مبدأ حتمية إظهار تكلفة التمويل في صورة نسبة مئوية فإن القياس المبدئي لتكلفة الأموال المقترضة ينحصر في سعر الفائدة على القروض أو قياسها بالمعادلة الآتية :

$$\text{سعر الفائدة على القروض} = \frac{\text{قيمة الفوائد المدفوعة}}{\text{القيمة السوقية للقروض}} \times 100$$

يتحدد سعر الفائدة بناء على طول الوقت الذي تحتفظ فيه المنشأة بالقروض، حيث أن هناك سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل وكذلك سعر الفائدة للقروض طويلة الأجل وأسعار فائدة السندات ومن المعروف أن قوى الطلب والعرض على النقود يلعبان دوراً أساسياً في تحديد سعر الفائدة في السوق من خلال عدم التأكد عما سيكون عليه سعر الفائدة في المستقبل القريب والبعيد، حيث يزيد الطلب على النقود عندما يتوقع للمستثمرون إرتفاعاً في سعر الفائدة مستقبلاً حيث يتم تحويل إستثماراتهم في الأوراق المالية إلى نقود سائلة طمعاً في تحقيق دخل أكبر في المستقبل وفي المقابل يقل الطلب على النقود عندما يتوقع المستثمرون إنخفاضاً في سعر الفائدة مستقبلاً.

ولكن الذي يهمنا في هذا المجال هو سعر الفائدة السائد وقت الإقراض وكذلك ما سيكون عليه وقت توجيه القرض للإستثمار وهو الأمر الأكثر أهمية.

إن سعر الفائدة المحسوبة بالطريقة السابقة يحتاج إلى الكثير من التعديل المزدوج بالإضافة والخصم، حيث أن مجال الإضافة هنا ينتج من إرتباط القروض في كثير من الحالات بالتزامات مقيدة، مثل ضرورة تكوين احتياطي

للسداد والتحكم فى سياسة توزيع الأرباح والإحتفاظ بحد أدنى من رأس المال العامل وعدم القدرة على التصرف فى الأصول الثابتة خلال فترة الإلتزام بسداد القرض، حيث أن الإلتزامات المذكورة تكون ذات أهمية كبرى فى كثير من الحالات لأن عدم الإلتزام بها يؤدى إلى إستعجال المقرض السداد أو إلغاء القرض وما قد يترتب على ذلك فى آثار ذات طبيعة محرجة والمشكلة هنا تنحصر فى صعوبة تقدير نسبة مئوية لتلك الأعباء لإضافتها إلى سعر الفائدة مما يجعل الباب مفتوحاً لحسابها على أساس حكمى تقديرى وفيما يتعلق بجانب الخصم أو الإستئزال من سعر الفائدة بعد الإضافة المذكورة فإن الأمر هنا يتعلق بضرورة أخذ الآثار الضريبية فى الحسبان حيث أن مدفوعات الفائدة تعتبر من المصروفات المكونة للجانب المدين من حساب الأرباح والخسائر الذى تعبده المنشأة المقترضة، وعلى ذلك فكلما زادت قيمة الفوائد المدفوعة والمحملة على حساب الأرباح والخسائر إنخفضت مدفوعات المنشأة للضرائب. ولتوضيح هذا الأمر نورد المثال التوضيحي الآتى :

تحقق إحدى المنشآت ربحاً قبل إحتساب الفوائد والضرائب قيمته ٥٠٠,٠٠٠ جنيه وتخضع لمعدل ضريبة على الأرباح التجارية والصناعية ٣٢% علماً بأن هذا الربح تحقق من خلال بديلين للمزيج التمويلي :

الأول : الإعتماد على التمويل بالملكية فقط.

والثانى : الإعتماد على مزيج بين التمويل بالملكية والمديونية حيث تكون

قيمة القرض ٢٠٠,٠٠٠ جنيه بمعدل فائدة ١٦%.

ويمكن تصوير هذه المعلومات المتاحة لنا داخل محتويات الجدول التالى :

الجدول رقم (٢)

(القيمة بالجنيه)

بيان	الحالة الأولى عدم الاقتراض	الحالة الثانية الإقتراض
قائمة الدخل		
أرباح قبل الفوائد والضرائب	٥٠٠,٠٠٠	٥٠٠,٠٠٠
- الفوائد	(-)	(١٦,٠٠٠)
أرباح قبل الضرائب	٥٠٠,٠٠٠	٤٨٤,٠٠٠
- الضرائب (٣٢%)	(١٦٠,٠٠٠)	(١٥٤,٨٨٠)
صافي الربح بعد الفوائد والضرائب	٣٤٠,٠٠٠	٣٢٩,١٢٠

ومن الواضح من المقارنة بين الحالتين أن هناك وفراً ضريبياً تحقق للمنشأة في حالة الإقتراض قيمته ٥١٢٠ جنيه، وحيث أن الفوائد المدفوعة على القرض تبلغ ١٦٠٠٠ جنيه في حين أن الوفر الضريبي المحقق ٥١٢٠ جنيه فمن المنطقي أن هذا الوفر المذكور سوف يقلل من الأثر السلبي للفوائد المدفوعة كأحد عناصر الإلتزام، وعلى ذلك فإن قيمة الفوائد المؤثرة سوف تقل عن قيمة الفوائد بمقدار الوفر الضريبي المذكور لتصبح ١٠٨٨٠ بدلاً من ١٦٠٠٠ ونظراً لاحتمية إظهار تكلفة الإقتراض في صورة نسبة مئوية فإن

$$\text{سعر الفائدة المؤثر} = \frac{\text{القيمة المؤثرة للفوائد}}{\text{القيمة السوقية للقرض}} \times ١٠٠$$

أن سعر الفائدة المؤثر هذا سيختلف حسب ما سبق قوله في حالتين هما :

الأولى : تحميل قيمة الفوائد على قيمة القرض في نهاية السنة حيث يكون :

$$\text{سعر الفائدة المؤثر} = \frac{١٠٨٨٠}{١٠٠٠٠٠} \times ١٠٠ = ١٠,٨٨\%$$

الثانية : خصم قيمة الفوائد مقدماً حيث يكون :

$$\text{سعر الفائدة المؤثر} = \frac{10880}{16000 - 1000000} \times 100 = 12,95\%$$

ومن الواضح إذن أن سعر الفائدة المؤثر سينخفض عن سعر الفائدة المعلن أو الأسمى بمقدار الوفر الضريبي سواء تساوت القيمة الإسمية للقرض مع قيمته السوقية أو إنخفضت القيمة السوقية للقرض عن قيمته الإسمية.

$$\text{وكقاعدة عامة فإن سعر الفائدة المؤثر بعد التعديل الضريبي} = \text{سعر الفائدة المعلن} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

وتطبيقاً على الأرقام السابقة فإن سعر الفائدة المؤثر في حالة عدم خصم الفوائد مقدماً

$$= \frac{16000}{1000000} \times 68\% = 10,88\%$$

وفي حالة خصم الفوائد مقدماً يصبح سعر الفائدة المؤثر بعد التعديل الضريبي.

$$= \frac{16000}{16000 - 1000000} \times 68\% = 12,95\%$$

ومن خلال المعالجات السابقة والمتعلقة بالخصم والإضافة فإن تكلفة القرض سوف يتم حسابها باستخدام المعادلة الآتية :

$$\text{التكلفة المؤثرة للقرض} = \frac{\text{قيمة الفوائد المدفوعة}}{\text{القيمة السوقية للقرض}} \times (1 - \text{معدل الضريبة}) + \text{البذل المقابل للإلتزامات المقيدة للمنشأة خلال فترة القرض}$$

ومن الأمور البديهية أن مجال الإضافة هنا والمتمثل في البديل الذى يتم تقديره سوف يرتبط فى وجوده بوجود هذه الإلتزامات المقيدة بالفعل وأن عدم وجودها سوف يعنى إدخال هذه القيمة بالصفر، ومن خلال نفس المنطق فإن إدخال الأثر الضريبي فى الإعتبار سوف يقتزن بشرطين متكاملين وهما :

- أن تخضع المنشأة لضريبة الأرباح التجارية والصناعية.

- أن تحقق المنشأة أرباحاً تستوجب الدفع الضريبي.

تكلفة الإئتمان التجارى :

وبعد أن إنتهينا من عرض مفاهيم وطرق قياس تكلفة الإستدانة التى تم قصرها على الإئتمان المصرفى والذى يعكس الإقتراض بسعر فائدة معين نجد أنه من الضرورى أن نتعرض لنوع آخر من الإئتمان والذى يطلق عليه الإئتمان التجارى والذى ينتج من عمليات الشراء من الموردين مع تمتع المنشأة بالتسهيلات التى تتمثل فى عدم السداد الفورى أو النقدى لقيمة مشترياتها من البضاعة أو مستلزمات الإنتاج المختلفة.

ولاشك أن عدم نجاح المنشأة فى التعامل مع موردين تتصف سياساتهم البيعية بخاصية التعامل بالآجل فسوف يكون البديل المنطقى اللجوء إلى إستخدام الإئتمان المصرفى لسداد قيمة المشتريات نقداً على الرغم من أن الحالة الأكثر شيوعاً هى توافر بديلى التمويل أمام المنشأة الواحدة وهنا يحتاج الأمر إلى قدر من الدراسة والتحليل لإتخاذ القرار المالى المتعلق بإستخدام الإئتمان المصرفى والشراء نقداً أو إستخدام الإئتمان التجارى وعدم الإعتماد على الإئتمان المصرفى لتمويل المشتريات الآجلة. أو الإعتماد عليه لتمويل إستخدامات أخرى، الأمر الذى يستوجب ضرورة التعرض لمفهوم وطريقة قياس تكلفة الإئتمان التجارى

كمصدر من مصادر التمويل قصير الأجل والذي تتعكس قيمته عند الإعتماد عليه كواحد من عناصر الخصوم المتداولة بالميزانية العمومية للمنشأة (حسابات دفع).
إن هناك نوعين من سياسات الائتمان التجارى أولهما : سياسة الائتمان بدون خصم نقدى والأخرى سياسة الائتمان المتضمنة لخصم نقدى فإذا افترضنا أن فترة الائتمان الممنوحة من الموردين هي ٦٠ يوم فيمكن أن تأخذ الشكل الأول على إعتبار أن المورد يسمح بتأجيل قيمة بضاعته لمدة ٦٠ يوم سواء من تاريخ الشراء أو من تاريخ وصول البضاعة أو من تاريخ إرسال الفواتير، وأن سداد قيمة المشتريات قبل إنتهاء هذه الفترة لا يترتب عليه أى إستتزال من القيمة المدفوعة، وفي هذه الحالة تكتب هذه السياسة فى صورة صافى ٦٠ يوم. وفى نفس الوقت يمكن أن تأخذ هذه السياسة الشكل الثانى لتظهر فى صورة ١٠/٥ - صافى ٦٠ يوم الأمر الذى يعنى أن المورد قد ترك أمام المنشأة أحد خيارين أولهما أن تقوم بسداد قيمة مشترياتها بحد أقصى ١٠ أيام من تاريخ الشراء أو من تاريخ وصول البضاعة أو من تاريخ إرسال الفواتير، وعلى أن تمثل المدفوعات ٩٥% فقط من قيمة المشتريات وثانيهما : أن تقرر المنشأة المشتريّة الإستفادة بكامل فترة الائتمان الممنوحة، بحيث تسدد قيمة مشترياتها كاملة فى نهاية الفترة المذكورة.

وفيما يلى سنعرض بشئ من التفصيل للحالات المذكورة مع تأكيدنا على أننا ننظر إلى الائتمان التجارى من منظور كونه مصدراً من مصادر التمويل كأحد مكونات الخصوم فى الميزانية العمومية لنعكس وجهة نظر المشتري المستفيد من الائتمان، وليس من وجهة نظر البائع أو مانح الائتمان الذى يعكس الائتمان لديه نوعاً من الإستثمار قصير الأجل ليظهر فى جانب الأصول من ميزانيته العمومية فى صورة حسابات مدينة.

حالة شروط الإئتمان بدون خصم نقدي : (صافي ٦٠ يوم مثلاً)

في هذه الحالة تقع المنشأة المشتريّة في دائرة الاستفادة الكاملة دون تحمل أية تكلفة تمويلية تستوجب القياس، وذلك في حالة تحقق شرط أساسي وهو أن تتساوى تكلفة الشراء النقدي مع تكلفة الشراء الآجل وإذا تحقق هذا الشرط والذي غالباً لا يتحقق عملياً - فإن المنشأة لا تخسر شيئاً وإنما تستفيد من عائد الاستثمار المتاح خلال هذه الفترة وهي في مثالنا هذا ٦٠ يوماً.

أما إذا كان الشراء الآجل أكثر قيمة من الشراء النقدي وهو الأمر الأكثر شيوعاً فإن تكلفة التمويل هنا ستعكس تكلفة الفرصة الضائعة والناجمة من عدم الشراء النقدي بسعر أقل، وهنا توجد بالضرورة تكلفة تستوجب القياس، يمكن التوصل إليها من خلال تحديد قيمة الوفر الضائع نتيجة الشراء بالآجل، وتحديد عدد مرات الشراء في السنة وذلك باستخدام المعادلة الآتية :

$\text{معدل تكلفة الإئتمان التجاري السنوي} = \frac{\text{قيمة الشراء بالآجل} - \text{قيمة الشراء النقدي}}{\text{قيمة الشراء النقدي}} \times 100 \times \frac{360}{\text{فترة الإئتمان}}$
--

فإذا افترضنا في ظل سياسة إئتمان تجاري صافي ٦٠ يوم، أن قيمة المشتريات الآجلة ١٠٠,٠٠٠ جنيه وأن قيمة المشتريات النقدية ٩٨,٠٠٠ جنيه فيمكن حساب معدل تكلفة الإئتمان التجاري السنوي كالتالي :

$$\%12,24 = 6 \times 2,04 = \frac{360}{60} \times 100 \times \frac{98,000 - 100,000}{98,000}$$

ولمزيد من الواقعية في القياس، نجد أن الشراء النقدي (الفرصة الضائعة) كان سيؤدي إلى إنخفاض تكلفة البضاعة المباعة وبالتالي زيادة الأرباح وبالتالي

الضرائب، الأمر الذى يستوجب تعديل المعادلة السابقة لكى تستوعب الأثر الضريبي المؤثر على الوفر الضائع وذلك على الوجه الآتى :

$$\text{معدل تكلفة الائتمان التجارى السنوى} = \frac{\text{قيمة الشراء بالأجل} - \text{قيمة الشراء النقدى}}{\text{قيمة الشراء النقدى}} \times \text{سعر الضريبة} \times \frac{\text{فترة الائتمان}}{\text{سنة}}$$

فإذا كان معدل الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية ٣٢% فإن :
معدل تكلفة الائتمان التجارى السنوى - ١٢,٢٤% = (٣٢% - ١) × ٨,٣٢%

حالة شروط الائتمان مع الخصم النقدى ١٠/٥ - صافى ٦٠ يوم مثلاً :

وهنا يترك المورد للمنشأة المشتريّة فرصة للاختيار بين أحد بلدين هما :

البديل الأول : أن تقرر المنشأة الاستفادة من الخصم النقدى وذلك بالسداد فى نهاية اليوم العاشر وتسدد ٩٥% فقط من قيمة مشترياتها فإذا افترضنا أن قيمة المشتريات السنوية ١٠٠٠٠٠٠ جنيه، فإن مدفوعات المشتريات هنا سوف تعادل ٩٥٠٠٠٠ جنيه فقط، فمن المنطقى أن تكلفة الائتمان التجارى فى هذه الحالة ستكون مساوية للصفر.

البديل الثانى : أن تقرر المنشأة الاستفادة من فترة الائتمان الممنوح لها بالكامل مضحية بالخصم النقدى، بحيث تسدد المبلغ كاملاً فى نهاية اليوم الستين، وهنا تصبح تكلفة الائتمان التجارى والتى تعكس قراراً مالياً سوف تنحصر فى تكلفة الفرصة الضائعة فى شكلها السنوى، حيث كان يمكنها سداد مبلغ ٩٥٠٠٠ جنيه فقط فى نهاية اليوم العاشر من الشراء ولكنها قررت (بعد دراسات متعمقة) أن تسدد هذا المبلغ فى نهاية اليوم الستين زائداً مبلغاً إضافياً قدره ٥٠٠٠ جنيه.

ومن الواضح أن المنشأة قد قررت الاحتفاظ بمبلغ ٩٥٠٠٠ جنيه لمدة ٥٠ يوماً إضافية (الفرق بين نهاية فترة الخصم ونهاية فترة الائتمان بأكملها) فى مقابل

التضحية بمبلغ إضافي قدره ٥٠٠٠ جنيه ونعتقد أن الأمر أصبح واضحاً إذا افترضنا أن المنشأة قد اقترضت مبلغ ٥٩٠٠٠ جنيه بفوائد قدرها ٥٠٠٠ جنيه.

$$\therefore \text{معدل التكلفة} = \frac{\text{قيمة الفوائد}}{\text{قيمة القرض}} \times 100$$

$$\therefore \text{معدل التكلفة} = \frac{5000}{59000} \times 100 = 8.47\%$$

ومن الواضح أن هذا المعدل، يعكس تكلفة تمويلية لمدة ٥٠ يوم فقط، فإذا أردنا تعديل هذا المعدل ليعكس المعدل السنوي نجد أن هذا الإجراء يتكرر ٣٦٠ مرة خلال السنة (—)، وعلى ذلك فإن معدل التكلفة = $8.47\% \times 360 = 3051.48\%$

$\frac{\text{معدل تكلفة الائتمان التجاري السنوي في حالة عدم الاستفادة من الخصم}}{\text{قيمة الخصم النقدي الضائع}} \times 100 \times \frac{\text{قيمة المشتريات الآجلة - قيمة الخصم النقدي الضائع}}{\text{فترة الائتمان الكاملة - فترة الاستفادة من الخصم}}$
$= \frac{360}{50} \times 100 \times \frac{5000}{95000} = 37.87\%$

ومن المؤكد أن متخذ القرار في المنشأة المشتريية بعدم الاستفادة من الخصم سوف يتأكد من أن احتفاظه بالمبلغ المذكور لمدة ٥٠ يوماً سوف يحقق من استثماره معدل عائد على الاستثمار يزيد عن ٨.٤٧% وأن معدل العائد على الاستثمار خلال السنة بأكملها لن يقل عن ٣٧.٨٧%.

كما نؤكد أيضاً على أن طول فترة الإئتمان الكلية سوف يؤدي إلى تخفيض معدل التكلفة والتي يتم قياسها بالمعادلة السابقة، فإذا افترضنا أن شرط الإئتمان هو ١٠/٥ صافي ٩٠ يوم وأن المنشأة قررت عدم الاستفادة من الخصم النقدي فإن :

$$\text{معدل تكلفة الإئتمان التجاري} = \left(\frac{360}{8} \right) \times \left(100 \times \frac{5000}{95000} \right)$$

$$= 5,26\% \times 4,5 = 23,67\%$$

تكلفة الأسهم الممتازة : Cost of Preferred Stock

ومن المعلوم ومن خلال ما سبق عرضه عن مصادر التمويل أن السهم الممتاز كمصدر التمويل يمثل بالنسبة لحامله نوع من الإستثمار طويل الأجل يحقق دخلاً ثابتة للمستثمرين، حيث أن التوزيعات المرتبطة بهذا النوع من الأسهم تتصف بالتحديد المسبق والثبات، الأمر الذي يخرج قضية النمو من المناقشة في هذا المجال. وحيث أن عائد المستثمرين من حملة الأسهم الممتازة يعكس تكلفتها كمصدر تمويل بالنسبة للمنشأة فإن تكلفة هذا المصدر تمثل إلزاماً ثابتاً من خلال المدفوعات المنتظمة خلال فترات محددة: إن الأسهم الممتازة تحمل المنشأة طالبة التمويل عبئاً تمويلياً أعلى من الأسهم العادية كمصدر للتمويل وفي نفس الوقت فهي أقل عبئاً تمويلياً من المصدر المرتبط بالإقتراض، ويرجع ذلك إلي أن عدم قدرة المنشأة على الوفاء بتلك التوزيعات لا يترتب عليه قانوناً إشهار إفلاس المنشأة. هذا بالإضافة إلى أن تكلفة الأسهم الممتازة المتمثلة في توزيعات الأرباح تعتبر توزيعاً للربح وليست تحميلاً عليه كمدفوعات فائدة القرض. وعلى ذلك فمن المؤكد أن تكلفة الأسهم الممتازة ستكون أعلى من تكلفة الإقتراض وأقل من تكلفة التمويل بالملكية حيث أنه وبشكل عام ومن وجه نظر المستثمرين فإن الأسهم الممتازة ترتبط بدرجة مخاطرة أعلى من الإقتراض وعلى

ذلك فإن المستثمرين يتوقعون أن يكون عائد السهم الممتاز أكبر من فائدة القرض بالنسبة للمنشأة الواحدة.

هذا بالإضافة إلى أن الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل الإضافي لها أثرها الواضح على القيمة المتبقية من الربح لحملة الأسهم العادية ومن هنا فإن تكلفة الأسهم الممتازة تعرف بأنها الحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب تحقيقه من خلال الإستثمارات الإضافية الممولة بتلك الأسهم المصدرة بحيث يمكن - الاحتفاظ بالإيرادات المتبقية لحملة الأسهم العادية الحاليين بدون تغيير.

وحيث أن الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل لا ترتبط بتاريخ إستحقاق محدد فإن تكلفة هذه الأسهم تعتبر دالة لكل من التوزيعات المقررة لها وسعرها السوقى. وعلى ذلك يمكن تحديد تكلفة السهم الممتاز من خلال معادلة التقويم التالية :

$$\frac{ت ز}{م ع ز} = ق ز$$

حيث أن (ق ز) تمثل قيمة السهم الممتاز من وجهة نظر المستثمر.

و (ت ز) تمثل قيمة التوزيع النقدي المعلن للسهم الممتاز.

و (م ع ز) تمثل معدل العائد المطلوب من المستثمرين حملة الأسهم الممتازة.

$$\text{إذا تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{مقدار التوزيع المحدد للسهم الممتاز}}{\text{القيمة السوقية للسهم الممتاز}} \times 100$$

$$\text{وبإستخدام الرموز المذكورة فإن } م ع ز = \frac{ت ز}{ق ز}$$

ولا يفوتنا فى هذا المجال الإشارة إلى تكاليف الإصدار المرتبطة بإصدار الأسهم الممتازة ففى حالة تحمل المنشأة لتلك التكاليف فسوف تنخفض القيمة

السوقية للسهم والموجهة للاستثمار عن قيمته الاسمية، ونحن نفضل إظهار تكاليف الإصدار هذه في صور نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم بالرمز (ص).

وعلى ذلك يمكن تعديل المعادلة السابقة إلى الشكل التالي :

$$م ع ز = \frac{ق ز (١ - ص)}{ت ز}$$

وهذا لا يمنع من إمكانية إظهار تكاليف الإصدار في صورة قيمة نقدية تستبعد مباشرة من القيمة الاسمية للسهم لكي نحصل على قيمته السوقية.

تكلفة الأموال المملوكة Cost of Equity :

إن موضوع تكلفة التمويل بالملكية - سواء من حيث مفهومها أو طرق قياسها - تعتبر من أكثر الموضوعات إثارة للجدل وتعدد وجهات النظر حيث ينظر إليها البعض على أنها مصادر تمويل مجانية وذلك نظراً لعدم ارتباط الحصول عليها بالتزامات ثابتة في صورة توزيعات نقدية متفق عليها مسبقاً، في حين أن نظريات الفكر المالي المعاصر قد أكدت على تخطئة هذا الاتجاه وأكدت أن الأموال المقدمة من المساهمين ترتبط بتكلفة تمويلية لا يمكن إغفالها والتي يمكن التوصل إليها من خلال الحقائق التالية :

١- أن قياسات تكلفة التمويل تتم من خلال وجهة نظر المنشأة كشخصية اعتبارية مستقلة عن شخصية ملاكها، وعلى ذلك يتحتم قياس تكلفة الأموال المملوكة كأحد مصادر التمويل المتاحة.

٢- أن الأموال المملوكة يمكن تقديمها في صورة مباشرة إذا ما كان المشروع فردياً أو صورة شركة أشخاص ... إلخ، أو تقديمه في صورة غير مباشرة إذا ما قام المستثمر بشراء عدد من الأسهم العادية المعلن عن بيعها من جهة

المشروعات طالبة التمويل الإضافي وفي الحالتين يحتم الأمر أن يكون الهدف الأساسي هو تحقيق عائد سواء على رأس المال المقدم بصورة مباشرة أو على الأسهم العادية المستراة.

٣- أن محور النظرية التي تحكم الفكر المالي المعاصر والمتمثلة في تحليل التكلفة والعائد، هما في واقع الأمر شئ واحد، حيث يمثل هذا الشئ تكلفة من منظور دافعها أو متحملها، ويمثل في ذات الوقت عائداً من منظور الطرف الآخر والذي يحصل عليه، ولذلك فإن تكلفة التمويل لأي مصدر تمويلي سوف تعكس العائد الذي يحرص عليه مقدمه.

٤- إعتياداً على واقعية العلاقة الطردية بين كل من العائد والمخاطرة فإن الإستثمار في الملكية هو أكثر الإستثمارات تعرضاً وتحملًا للمخاطر من حيث عدم إرتباطها بأي إجراء تعاقدى يحدد العائد المحقق، هذا إضافة إلى تأخرها القانوني عند حصولها على عائد الإستثمار سواء في نهاية السنة المالية أو عند تصفية المنشأة الأمر الذي يعنى حتمية إرتفاع عائد الإستثمار المرتبط بها إذا ما قورن بالعائد الذي يحصل عليه كل من المقرضون وحملة الأسهم الممتازة وذلك لإنخفاض درجة مخاطرتهم أو إنعدامها في حالة الإقراض الذي يقدم الأموال المستثمرة في صورة ديون مضمونة العائد مع إمتلاكهم لقوة إضافية تتمثل في إمكانية إشهار إفلاس المنشأة في حالة عدم الوفاء بمستحققاتهم مما يؤكد في النهاية أن تكلفة التمويل بالملكية هي أعلى مصادر التمويل تكلفة لأنها أكثرها طلباً للعائد.

- إذا ما أعدنا النظر في الحقائق الأربع السابقة فلنا أن نؤكد الآن على تكلفة التمويل بالملكية تدور حول عدة مفاهيم أساسية وهي :

(أ) أنه علي الرغم من إنخفاض المخاطرة المالية المرتبطة بالتمويل بالملكية بل وإنعدامها نظراً لعدم إرتباط حصول المنشأة عليها بأى إجراء تعاقدى مكتوب يتضمن أية إلتزامات ثابتة واجبة السداد، إلا أنها تُحْمَل المنشأة تكلفة تمويلية مرتفعة تعكس معدل العائد على الإستثمار الواجب أن يتحقق للملاك.

(ب) أن تكلفة التمويل بالملكية تركز على مفهوم تكلفة الفرصة البديلة Opportunity Cost والذي يعنى فى صورته العامة قيمة المورد فى أقيم حالاته والذي يعنى فى المجال المتعلق بالتمويل بالملكية "أعلى معدل عائد على رأس المال المملوك يمكن تحقيقه من خلال المشروعات المماثلة والتي تعمل فى نفس مجال النشاط والتي تحوى نفس الدرجة من المخاطرة.

ومن خلال هذا المفهوم فيمكن لنا ترجمة مفهوم تكلفة الفرصة البديلة فى مفهوم مرادف له. وهو تكلفة الإحتفاظ بالملاك والذي يعنى أن المنشأة لن تتمكن من الإحتفاظ بملاكها إلا من خلال إرضاء وتحقيق رغباتهم وتوقعاتهم بالشكل الذى يحول الفرص البديلة أمامهم إلى الصفر، بمعنى أن يكون إستثمار رأسمالهم، داخل المنشأة يتحقق عنه عائداً لا يقل عن مثيلاتها فى النشاط ودرجة المخاطرة.

(ج) أن المساهمين أصحاب رأس المال فى أى منشأة يعتقدون مبدأ إعادة إستثمار أرباح رأس المال، الأمر الذى يعنى أن المساهم حين يحصل على الربح الذى يتمشى مع توقعاته المسبقة سوف يقوم بإعادة إستثماره فى نشاط مماثل خارج المنشأة وبنفس معدل العائد على الإستثمار الذى يعكس توقعاته.

فى ضوء الحقائق السابق ذكرها يمكننا الآن أن نؤكد على أن تكلفة التمويل بالملكية - والتي تخرج عن دائرة التكاليف الدفترية المسجلة فى صورة تعاقدية والتي تدور حول مفاهيم تكلفة الفرصة البديلة وتكلفة الإحتفاظ بالملاك - تنحصر

فى معدل العائد المطلوب تحقيقه على رأس المال المملوك من خلال أوجه الاستثمار المماثلة.

وفى هذا المجال فنحن نناشد الكتاب والباحثين فى مجال الفكر المالى ضرورة التصدى لهذا المجال الهام من خلال محاولة تحديد معدل العائد على رأس المال الواجب تحقيقه من المشروعات الاستثمارية فى مختلف مجالات النشاط الاقتصادى، مع أهمية التصدى لقياس تكلفة رأس المال المملوك فى شركات الأعمال العامة لما لذلك من آثار إيجابية متعددة الجوانب.

وفى نهاية هذا العرض السريع لمفهومنا الخاص بتكلفة التمويل بالملكية - الذى يرتبط بخاصية التمويل الحدى أو الإضافى - يمكن أن يتم ذاتياً عن طريق إحتجاز جزء من الأرباح القابلة للتوزيع أو بشكل خارجى بإصدار أسهم عادية جديدة ولذلك سنعرض لكل من النوعين على حدة كما يلى :

تكلفة الأرباح المحتجزة Cost of Retained Earnings :

قد يُنظر إلى الأرباح المحتجزة على أنها تلك الأرباح التى تم إحتجازها طوال فترة حياة المنشأة وحتى الآن. ولكن المعنى المقصود¹ هنا والمتعلق بالقياس ينصب فقط على ذلك الجزء من الأرباح القابلة للتوزيع والذى لا يتم دفعه فى صورة توزيعات نقدية لحملة الأسهم العادية وذلك بغرض استخدامه فى تمويل إستثمارات إضافية تم إقرارها أو مازالت فى مرحلة البحث والتحليل، ولن يختلف الأمر فيما إذا كانت تلك الإستثمارات الإضافية سيتم تمويلها من الأرباح المحتجزة بكامل قيمتها أو أن تلك المساهمة سوف تمثل جزءاً محدوداً إلى جانب خليط من مصادر التمويل الأخرى.

¹ E.F, Brigham, Op. Cit., P. 590.

ولا شك أن القياس هنا سوف يرتبط بذلك الجزء من صافي الربح بعد الضرائب والذي تم إحتجازه في العام الذي يراد قياس تكلفة التمويل به ولا يمتد ليشمل مجمع الأرباح المحتجزة في السنوات السابقة، والواقع أن هناك العديد من الأسباب التي تؤدي هذا الإتجاه في القياس منها :

١- أن قياس تكلفة الأرباح المحتجزة في العام موضع القياس يتمشى مع ضرورة إيجاد معدل سنوي لتكلفة التمويل.

٢- أن ذلك يتمشى مع مبدأ ضرورة القياس الحدي لتكلفة التمويل.

٣- أن الأخذ بمجمع الأرباح المحتجزة عند قياس تكلفة التمويل الإضافية سيتضمن إزدواجاً داخلياً ومتضاعفاً في حساب التكلفة.

أن المنطق وراء ضرورة قياس تكلفة التمويل المرتبطة بإحتجاز الأرباح يتمثل في أن هذا الإجراء سوف يؤدي بالضرورة إلى حدوث فجوة مؤثرة بين معدل العائد صافي أرباح قابلة للتوزيع

المطلوب على رأس المال من جانب الملاك ($\frac{\text{صافي أرباح قابلة للتوزيع}}{\text{رأس المال المملوك}}$) وبين

معدل العائد المحقق بالفعل.

$$\left(\frac{\text{صافي أرباح قابلة للتوزيع} - \text{أرباح محتجزة}}{\text{رأس المال المملوك}} \right)$$

الأمر الذي يعنى أن هناك فرصة ضائعة على المساهمين. حيث كان في إمكانهم - في حالة عدم الإحتجاز - إعادة استثمار تلك الأرباح في شراء أسهم أخرى أو سندات أو أى إستثمارات أخرى تحقق ذات العائد وتحوى نفس الدرجة من المخاطرة.

أن الفجوة المذكورة وإذا ما أعتبرنا أن إحتجاز الأرباح مصدراً تمويلياً بدون تكلفة متجاهلين وجهة نظر حملة الأسهم العادية سوف يهبط بأسعار الأسهم في سوق المال ولنوضح هذا الأمر من خلال المثال التالى :

قام أحد الأشخاص باستثمار أمواله في شراء عدد من الأسهم العادية التي أصدرتها إحدى الشركات بسعر ١٥٠ جنيه للسهم الواحد طالباً تحقيق معدل عائد قدره ٢٠%.

ومن المنطقي أن طلبات هذا المساهم سوف تتحقق فيما لو حصل على مبلغ ٣٠ جنيه في نهاية العام لكي يتمكن من إعادة استثمارها بذات المعدل في نشاط مماثل، ولنفرض أن الشركة قد قررت توزيع مبلغ ١٢ جنيه فقط للسهم على أن يتم احتجاز باقى الربح لإعادة استخدامه في تمويل إستثمارات إضافية، فما الذى يمكن أن يحدث في ظل إقتناء مبدأ مجانية التمويل الإضافى بالأرباح المحتجزة؟ إن المستثمر الذي كان يطلب تحقيق معدل عائد قدره ٢٠% من خلال أرباح موزعة قدرها ٣٠ جنيه للسهم سوف يجد أن معدل عائده الفعلى ٨% وهنا سوف يعيد تقييمه لهذا الإستثمار على الوجه التالى :

لقد حصلت على أرباح موزعة في صورة نقدية قدرها ١٢ جنيه علماً بأننى أرغب في تحقيق معدل عائد على الإستثمار قدره ٢٠% فما هو المبلغ الواجب دفعه فى سهم عادى يحقق معدل عائد ٢٠% من خلال أرباح موزعة قدرها ١٢ جنيه؟

$$\text{ربح موزع} = \frac{\text{معدل العائد على الإستثمار}}{\text{سعر السهم}}$$

$$\frac{12}{20} = \frac{\text{س}}{100}$$

$$\text{إذن س (سعر السهم فى السوق)} = \frac{12 \times 1000}{20} = 60 \text{ جنيه}$$

ومن الواضح إذاً أن عدم العناية بحساب تكلفة إحتجاز الأرباح وإحترام رغبات وتوقعات المساهمين سوف يؤدي بالضرورة إلى إنخفاض قيمة السهم في السوق من ١٥٠ جنيه إلى ٦٠ جنيه للسهم الواحد، الأمر الذي يمثل تدهوراً خطيراً في الموقف المالي للشركة في أسواق رأس المال.

ومن الواضح الآن إن إحتجاز الأرباح كمصدر للتمويل الإضافي مع تلافى تدهور القيمة السوقية لأسهم الشركة في أسواق رأس المال بالشكل الذي تم توضيحه يمثل في واقع الأمر تكلفة هذا المصدر التمويلي بالنسبة للشركة والسؤال الآن كيف يمكن أن يحدث هذا؟

لن تتمكن الشركة من تحقيق هذا الهدف إلا من خلال القيام بسد الفجوة بين معدل العائد المطلوب وبين معدل العائد المحقق بالفعل حيث تمثل هذه الفجوة تكلفة الفرصة الضائعة بالنسبة للمساهم حامل السهم العائد والتي تقدر بـ ١٢% (٢٠% - ٨%).

ولكن كيف للشركة أن تنجح في سد هذه الفجوة وحل هذه المعادلة الصعبة؟

إن هذا لن يحدث إلا إذا تأكدت الشركة من إمكانية إعادة إستثمار الأرباح المحتجزة (١٨ جنيه من السهم الواحد) من خلال إستثمارتها الإضافية بمعدل عائد على الإستثمار لا يقل عن ٢٠% وهو الذي يتطابق مع معدل العائد المطلوب من المستثمر الذي ضاعت عليه فرصة الحصول على الأرباح القابلة للتوزيع بكامل قيمتها لإعادة إستثمارها بطريقته الخاصة وفي هذه الحالة سوف يكون الأمر محصوراً داخل أحد ثلاثة إحتتمالات هي :

الإحتتمال الأول : أن تقوم الشركة بإعادة إستثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد ٢٠% في مجال نشاطها، وبذلك تتمكن من تعويض المستثمر عن فرصته

الضائعة حيث يكون هذا التعويض في صورة معدل نمو لأرباحه في العام القادم يتم حسابه كالآتي :

المكاسب الإضافية = نصيب السهم من الأرباح المحتجزة X معدل العائد على الإستثمار = ١٨ جنيه X ٢٠% = ٣,٦ جنيه.

وبهذا الشكل فإن نصيب السهم من الربح سيرتفع من خلال هذا الإستثمار من ٣٠ جنيه إلى ٣٣,٦ جنيه وبذلك يكون :
معدل النمو الواقعي لأرباح السهم =

$$\text{مقدار النمو في أرباح السهم بعد سنة من الإحتجاز} = \frac{٣,٦}{٣٠} \times ١٠٠ = ١٢\%$$

نصيب السهم من الربح خلال سنة الإحتجاز

وبهذا الشكل يتساوى معدل العائد الفعلي مع معدل العائد المطلوب من خلال المعادلة الآتية :

$$م ع ط = \frac{ت ق}{ق} + م ق$$

حيث أن :

م ع ط : تمثل معدل العائد المطلوب

ت ق : تمثل نصيب السهم من الربح الموزع

ق : تمثل القيمة الإسمية للسهم.

م ق : تمثل معدل النمو الواقعي.

وبالتعويض في المعادلة السابقة نجد الآتي :

$$م ع ط = ١٢\% + \frac{١٢}{١٥٠} = ٢٠\%$$

ولنا أن نتوقع في هذه الحالة أن الشركة ستتمكن من الحفاظ على قيمة السهم السوقية دون إنخفاض عن قيمته الاسمية وذلك من خلال المعادلة الآتية :

$$\text{ق س} = \frac{\text{ت ق}}{\text{م ع ط} - \text{م ق}}$$

حيث أن :

ق س : تمثل القيمة السوقية للسهم.

ت ق : تمثل نصيب السهم في الربح الموزع.

م ع ط : تمثل معدل العائد المطلوب.

م ق : تمثل معدل النمو الواقعي.

$$\therefore \text{ق س} = \frac{12}{0,20 - 0,12} = 150 \text{ جنيه}$$

ومن الواضح أن تكلفة إحتجاز الأرباح تنحصر في حتمية إعادة إستثمارها لصالح المستثمر بمعدل عائد على الإستثمار لا يقل عن ذلك العائد المطلوب وهو ٢٠%.

الإحتمال الثاني : أن تقوم الشركة بإعادة إستثمار الأرباح المحتجزة في إستثمارات تدر عائداً أقل من ٢٠% - بإفتراض ثبات المخاطرة - وليكن هذا المعدل الفعلي ٦% فقط وفي هذه الحالة فمن المؤكد أن الشركة لن تتمكن من تعويض المستثمر عن فرصته الضائعة بكامل قيمتها وبالتالي فسوف ينخفض سعر السهم في السوق ويمكن توضيح ذلك على الوجه الآتي :

المكاسب الإضافية للسهم الواحد = نصيب السهم من الأرباح المحتجزة X معدل العائد على الإستثمار = ١٨ جنيه X ٦% = ١,٠٨ جنيه

وبهذا الشكل فإن نصيب السهم من الربح - فى العام التالى سوف يزيد من خلال هذا الإستثمار الخاطئ إلى ٣١,٨ جنيه بدلاً من ٣٠ جنيه.

$$\text{وهذا سيكون معدل النمو الواقعى لأرباح السهم} = 100 \times \frac{1,08}{30} = 3,6\%$$

وبتطبيق معادلة التكلفة يمكن التوصل إلى معدل العائد المحقق على الإستثمار كما يلى :

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق}} + \text{م ق}$$

$$\text{م ع ط} = 12\% + \frac{12}{150} = 3,6\% + 8\% = 11,6\%$$

ومن الواضح أن هذا الإستثمار الخاطئ لم يتمكن من سد الفجوة المذكورة والناجمة من قرار الاحتجاز بكامل قيمتها، بل إقتصر دوره على تحجيم هذه الفجوة من ١٢% إلى ٨,٤% (٢٠% - ١١,٦%) الأمر الذى يحتم ضرورة انخفاض سعر السهم عن ١٥٠ جنيه والتي يمكن تحديدها من خلال معادلة تحديد القيمة السوقية السابق عرضها :

$$\text{ق س} = \frac{\text{ت ق}}{\text{م ع ط} - \text{م ق}}$$

$$\text{ق س} = \frac{12}{3,6\% - 20\%} = 73,17 \text{ جنيه}$$

الإحتمال الثالث : أن تقوم الشركة بإعادة إستثمار الأرباح المحتجزة فى إستثمارات إضافية تدر عائداً قدره ٢٥% - بإقتراض ثبات المخاطرة بزيادة قدرها ٥% عن ذلك المعدل الذى يتوافق مع طلبات المستثمرين الأمر الذى ينتج

عنه بالضرورة زيادة سعر السهم السوقى ويمكن توضيح نتائج هذا الإحتمال على الوجه الأتى :

المكاسب الإضافية للسهم = الأرباح المحتجزة X معدل العائد على الإستثمار

$$= ١٨ \text{ جنيه} \times ٢٥\% = ٤,٥٠ \text{ جنيه}$$

الأمر الذى سيزيد نصيب السهم من الربح - فى العام القادم - من ٣٠ جنيه إلى ٣٤,٥٠ جنيه.

$$\text{وهنا سيكون معدل النمو الواقعى لأرباح السهم} = \frac{٤,٥}{٣٠} \times ١٠٠ = ١٥\%$$

ومن المؤكد فى هذه الحالة أن معدل العائد على الإستثمار الفعلى سيزيد عن المطلوب مما يزيد من قيمة السهم من منظور المساهمين الأمر الذى يحتم زيادة سعره السوقى عن قيمته الاسمية وبتطبيق معادلة التكلفة يمكن التوصل إلى معدل العائد المحقق على الإستثمار وذلك على الوجه الأتى :

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق}} + \text{م ق}$$

$$\text{م ع ط} = \frac{١٢}{١٥٠} + ١٥\% = ٢٣\%$$

ومن الواضح أن هذا الإستثمار الجيد قد حول الفجوة السالبة إلى موجبة - من منظور المستثمر - قدرها ٣% الأمر الذى سيزيد من قيمة السهم فى السوق من خلال المعادلة التالية :

$$\text{ق س} = \frac{\text{ت ق}}{\text{م ع ط} - \text{م ق}}$$

$$\text{ق س} = \frac{240 \text{ جنيه}}{20\% - 15\%}$$

ويتأكد من المثال السابق حقيقة جوهرية تتمثل فى أن الشركة إذا قامت بإعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد يتساوى مع معدل العائد المطلوب من المساهمين وذلك فى مجال نشاطها. فإن هذا لن يتسبب فى تغير الأسعار الجارية للأسهم وإذا كان المعدل المتوقع من وراء إعادة استثمار الأرباح المحتجزة أقل من معدل العائد المطلوب (م ع ط) فإن النتيجة الحتمية لذلك هى انخفاض السعر الجارى للأسهم أما فى حالة نجاح الشركة فى استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد أعلى من معدل العائد المطلوب فإن النتيجة هى إرتفاع السعر الجارى للأسهم ومن هنا يتأكد أن الإدارة الواعية للشركات يجب أن تحرص على تبنى وإحترام وجهة نظر المستثمرين حملة الأسهم، حيث أن الإتجاه المعاصر للفكر المالى يعتبر وجهة نظر حملة الأسهم من الأسس الهامة المرشدة للقرارات المالية وعلى ذلك ففى حالة عدم قدرة الشركة على إعادة استثمار الأرباح المحتجزة فى استثماراتها الإضافية بمعدل عائد على الاستثمار لا يقل عن ذلك المعدل المطلوب (الإحتمال الثانى) فيجب أن نلجأ إلى تمويل تلك الاستثمارات الإضافية بمصادر أخرى أقل تكلفة (القروض والسندات مثلاً) وفى هذه الحالة سوف يتم توزيع الأرباح بكامل قيمتها على ألا يحدث نمواً متوقعاً لأرباح الأسهم وذلك من خلال تطبيق معادلة التكلفة كما يلى :

$$\begin{aligned} \text{م ع ط} &= \frac{\text{ت ق}}{\text{ق}} + \text{م ق} \\ &= \frac{30}{150} + \text{صفر} = 20\% \end{aligned}$$

وبهذا الشكل نحافظ الشركة على أسعار أسهمها الجارية من الإنخفاض وحتى تصبح المعادلات والنماذج الرياضية السابق إستخدامها أكثر واقعية فلنا أن نفترض قيام الشركة بتوزيع كل الأرباح على حملة الأسهم لكلى تتمكن من المحافظة على سعر السهم الجارى من الإنخفاض بالشكل الذى يساوى بين معدل العائد المحقق من خلال التوزيع الكامل وبين معدل العائد المطلوب، وهنا سوف يتمكن المستثمر من إعادة إستثمار الأرباح الموزعة فى إستثمارات مماثلة من خلالها معدل عائد ٢٠% أيضاً.

والسؤال الآن : هل سيتمكن المستثمر فى هذه الحالة من إعادة إستثمار نصيبه من الأرباح الموزعة بكامل قيمتها فى إستثمارات مماثلة؟
والإجابة العملية بالنفى وذلك للأسباب الآتية :

١- أن التوزيعات التى حصل عليها حملة الأسهم ستخضع لضريبة القيم المنقولة والضريبة العامة على الإيراد.

٢- أن قيام حملة الأسهم بالبحث عن فرص إستثمارية مماثلة خارج الشركة - سيرتبط بتحملة لبعض عناصر التكاليف مثل عمولة الوسطاء وسماسة الإستثمار والتى تتراوح بين ١% إلى ٦% من قيمة الأرباح المرغوب فى إستثمارها.

ولهذين السببين فإن الأرباح الموزعة والمتاحة لإعادة الإستثمار سوف تنخفض بالضرورة بمقدار الضرائب وتكاليف السمسرة، وعلى ذلك فلا بد من تعديل المعادلة السابق إستخدامها لتستوعب الإعتبارين المذكورين وذلك على الوجه الآتى :

$$م ع ط = \frac{ت ق}{ق} + م ق (١ - ض) (١ - س)$$

حيث أن ض يمثل معدل الضريبة التي ستخضع لها التوزيعات، س تمثل تكاليف السمسرة كنسبة من قيمة المبلغ المراد استثماره.

فإذا افترضنا أن معدل الضريبة ٣٢% وأن تكاليف السمسرة تقدر بنسبة ٣% فإن معدل العائد المطلوب على استثمار الأرباح المحتجزة تقاس كما يلي :

$$م ع ط = \left(\frac{12}{100} + 1 \right) (1 - 0.32) (1 - 0.03)$$

$$= 0.20 \times 0.68 \times 0.97 = 0.13192 = 13.19\%$$

وبهذه النتيجة فإن حملة الأسهم سيقبلون عملياً إعادة استثمار أرباح الأسهم المحتجزة في الشركة بشرط ألا يقل معدل العائد المحقق عن ١٣,١٩% وليس ٢٠% وإلا تصبح فرصة الاستثمار الخارجى المماثل أفضل بالنسبة لهم، وبمعنى أكثر وضوحاً فإن تكلفة إحتجاز الأرباح ستكون ١٣,١٩% وليست ٢٠%.

تكلفة الأسهم العادية : Cost of Common Stock

إن المعنى المقصود بالأسهم العادية ينحصر في تلك الأسهم العادية الإضافية أو جديدة الإصدار والتي تمثل الشق الآخر للتمويل بالملكية الإضافية، حيث أن هذا التمويل يمكن أن يأخذ الشكل الذاتى أى الداخلى Internal عن طريق إحتجاز الأرباح أو الشكل الخارجى External والمتمثل فى إصدار أسهم عادية جديدة وطرحها فى أسواق رأس المال Capital Markets لإجتذاب مساهمين جدد.

والواقع أن تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار أسهم عادية جديدة عند قياسها تواجه بالعديد من الصعوبات من أهمها ما يلي :

١- عدم إرتباط عملية إصدار الأسهم العادية بأى إتفاق تعاقدى فيما بين المنشأة طالبة التمويل وبين المستثمرين المتوقع شرائهم لهذه الأسهم يحدد صراحة

تلك التكاليف المرتبطة بإجتذاب هؤلاء المستثمرين وذلك خلافاً لما يحدث عند إصدار الأسهم الممتازة والسندات وكذلك الإقراض قصير ومتوسط الأجل.

٢- أن عملية إصدار أسهم عادية جديدة سوف يكون له أثره الملموس على مراكز حملة الأسهم العادية الحاليين سواء من حيث السيطرة والرقابة على المنشأة أو حيث التأثير على قيمة الأسهم الحالية وقيمة الأرباح المتبقية لهم.

٣- ارتباط عملية إصدار أسهم عادية جديدة بتكاليف إضافية تتعلق بعمليات الإكتتاب والعمولات والتسجيل والتسويق حيث تخفض هذه التكاليف من القيمة الصافية التي تحصلها الشركة من عملية إصدار هذه الأسهم، الأمر الذي قد يحتم تخفيض سعر بيع الأسهم العادية المتداولة وبهدف ضمان تسويق الأسهم الجديدة.

٤- أن هناك بعض الشركات التي لا يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية الأمر الذي يزيد من صعوبة تقدير قيمتها السوقية الحقيقية كما أن هناك من الشركات الأخرى التي يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية وتعرض أسعار تلك الأسهم لتقلبات حادة بين الإرتفاع والإنخفاض الأمر الذي يزيد من صعوبة تقدير أرباحها المستقبلية.

٥- أنه فيما يتعلق بالشركات جديدة الإنشاء والتي ترغب في إصدار أسهم عادية فتتصدر المشكلة الأساسية للمستثمر المستهدف في عدم توافر البيانات عن الأرباح الماضية يمكنه الإسترشاد بها في تقدير الأرباح المطلوبة والمخاطر المرتبطة باستثمارات هذه الشركة الأمر الذي يجعل تقديراته الخاصة بالأرباح غير دقيقة.

هذا وقبل أن نعرض للنماذج المستخدمة في قياس تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار الأسهم العادية الجديدة فلنا أن نؤكد على أهمية وضرة وحتمية إحترام الشركة المصدرة لرغبات المستثمرين عن الأرباح الموزعة وعلاقتها بسعر السهم والتي تأخذ صورة توقعية لمعدل عائد معين على الإستثمار ومن هذا المنطق فإن تكلفة التمويل هنا تتمثل في معدل العائد المطلوب من جهة المساهمين الجدد وضرة تحقيقه بالفعل وإلا تعرضت أسهم الشركة للإنخفاض كما سبق لنا البيان، كل ذلك لن يحدث إلا في حالة إمكانية قيام الشركة باستثمار الأموال الإضافية والمتحصل عليها من الإصدارات الجديدة في إستثمارات إضافية تحقق على الأقل معدل العائد على الإستثمار المطلوب من جهة هؤلاء المستثمرين الجدد، وبالشكل الذي لا يؤثر على الموقف الحالي لحملة الأسهم العادية الأصليين.

وبالإسترشاد بالمثال السابق عرضه عن تكلفة الأرباح المحتجزة فمن المنطقي أن التكلفة التمويلية المرتبطة بإصدار الأسهم الجديدة بقيمة ١٥٠ جنيهه للسهم الواحد وأن المستثمر الإضافي. ومن خلال ما يتحصل عليه المستثمر الحالي - يتوقع عائد قدره ٢٠% فإن تكلفة إصدار هذا السهم الإضافي من منظور الشركة تتمثل في حتمية تحقيق رغبة هذا المستثمر الإضافي بأن يكون معدل العائد الفعلي على الإستثمار ٢٠% على الأقل ولكي تتمكن الشركة من الإحتفاظ بهذا المستثمر بالإضافة إلى المحافظة على قيمة الأسهم في السوق يمكنها إقرار أحد البديلين التاليين :

الأول : توزيع مبلغ ٣٠ جنيهه للسهم مع معدل نمو مساوى للصفر (نظراً لعدم وجود توسعات أو تمويلها بمصادر أخرى تغطي تكلفتها على الأقل).

الثاني : توزيع مبلغ أقل من ٣٠ جنيه على أن يعاد استثمار هذا الجزء المحتجز بمعدل عائد على الاستثمار لا يقل عن ٢٠% كما سبق بيانه.

وبذلك يتبين من هذا التحليل أن تكلفة التمويل المرتبطة باحتجاز الأرباح مساوية في معدلها لتكلفة التمويل المرتبطة بالإصدارات الجديدة للأسهم العادية.

والسؤال الآن : ماذا سيكون عليه الموقف فيما لو تحملت الشركة تكاليف إصدار قدرها ١٠ جنيه للسهم؟

في هذه الحالة فإن المبلغ الصافي والقابل للاستثمار - من منظور الشركة - سوف ينخفض بمقدار هذه التكاليف ليصبح ١٤٠ جنيه بدلاً من ١٥٠ جنيه مع ضرورة تحقيق المستثمر لمعدل عائد على الاستثمار قدره ٢٠% والذي ينتج من توزيعات قدرها ٣٠ جنيه للسهم الواحد. الأمر الذي يرفع من معدل التكلفة بالضرورة إلى ٢١,٤٣% بدلاً من ٢٠% $\left(\frac{100 \times 30}{100 - 150} \right)$ ، حيث يرجع

هذا الإرتفاع إلى تحمل الشركة لتكاليف الإصدار المذكورة، وفي هذه الحالة سوف تزيد التكلفة التمويلية التي تتحملها الشركة في الوقت الذي لاينخفض فيه معدل العائد على الاستثمار الذي يحصل عليه المستثمر عما كان يطلبه، وغالباً ما تلجأ بعض الشركات إلى تحميل المستثمر بتلك التكاليف المرتبطة بالإصدار لكي تحافظ على معدل تكلفتها بدون إرتفاع في الوقت الذي ينخفض فيه معدل العائد على الاستثمار من وجهة نظر المستثمر ليصبح ١٨,٧٥% $\left(\frac{100 \times 30}{100 - 160} \right)$

وفي مجال النماذج المستخدمة في قياس تكلفة التمويل المرتبطة بالإصدارات الجديدة للأسهم العادية، فهناك العديد منها والتي تحاول بدرجات متفاوتة معالجة الصعوبات المرتبطة بالقياس، وسوف نقصر عرضنا على نموذجين فقط وذلك على الوجه الآتي :

النموذج الأول : النموذج المرتبط بنموذج التقويم الأساسي للأسهم العادية :

لقد سبق أن عرضنا لمعادلة تقويم السهم العادي المرتبط بمعدل نمو منتظم والتمثلة في :

$$Q = \frac{T}{M - P} \text{ والتي تعني أن :}$$

$$\frac{\text{قيمة التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو المنتظم}} = \text{القيمة السوقية للسهم العادي}$$

وعلى ذلك فإن :

$$M - P = \frac{T}{Q} + M \text{ والتي تعني أن :}$$

$$\text{معدل العائد المطلوب (تكلفة الأسهم العادية الجديدة)} =$$

$$\frac{\text{قيمة التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{معدل النمو المنتظم}$$

وإذا ما حاولنا توضيح مدلولات هذا النموذج يتحتم أن يكون مدخلنا من خلال النموذج الخاص بالتقويم الأساسي للأسهم العادية وذلك إنطلاقاً من الهدف المالي الأساسي للمدير المالي من خلال عمله في ظل الفكر المالي المعاصر وهو تعظيم قيمة الأسهم العادية بالمنشأة وبذلك يجب أن يكون محيطاً بتلك العوامل التي لها أثرها على المستثمر عند تحديده لأسعار الأسهم، حيث أن أهم الاعتبارات التي تحكم عملية التقويم هذه تتمثل كما سبق أن ذكرنا في تلك العلاقة الطريفة بين المخاطرة والعائد المتوقع، حيث أن المستثمر في صورته العامة يتجنب المخاطرة، ولذلك فهو لن يرضى إلا بعائد متوقع أكبر كلما زادت المخاطرة

المتوقعة المرتبطة بالورقة المالية، علماً بأن تلك العلاقة الطردية بين المخاطرة والعائد المتوقع لا تأخذ بالضرورة الشكل المستقر على مدار الزمن، حيث أن تلك العلاقة قد تتغير مع تغيرات معدلات الفائدة ومع الإعتبارات السيكلوجية للمستثمر، وعلى ذلك فإن النماذج الرياضية المستخدمة في التقويم لاتخرج عن كونها معادلات رياضية مجردة توضح وتحدد العلاقة بين المتغيرات الأساسية حيث تربط بين العائد وسعر السوق للورقة المالية من منظور المستثمر، سواء كان فرداً أو مؤسسة، حيث أن هذا المستثمر يبحث عن تعظيم قيمة كل سهم في محفظة أوراقه المالية أو يبحث عن تعظيم العائد الكلى لتلك المحفظة.

وإذا ناقشنا الأمر من منظور المنشأة فإن كثيراً من مشكلات قرارات الإستثمار يمكن التحكم فيها عندما يتوافر لدى إدارتها المالية بيانات تمكنها من قياس تكلفة رأس المال، كما أن هناك أهمية واضحة لتحديد معدلات العائد المحققة من كل نوع من الأوراق المالية عن طريق الاستعانة بالتغيرات التى حدثت فى الماضى لهذه المعدلات لإمكانية التنبؤ بالتغيرات المستقبلية.

والواقع أن نماذج التقويم المتعددة والتى تعكس وجهة نظر المستثمر الخاصة تشتمل على ثلاثة عناصر أساسية وهى :

- السعر السوقى.

- التدفق النقدى المتوقع (توزيعات الأرباح).

- معدل الخصم (معدل الرسملة).

حيث أن عملية التقويم هذه تعتمد أساساً على مفهوم القيمة الحالية للنقود.. حيث أن السعر الذى يدفعه المستثمر فى مقابل شراء السهم العادى سيتحدد وفقاً للقيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المتوقع توليدها من هذا السهم والمتمثلة فى توزيعات الأرباح على تلك الأسهم بالإضافة إلى قيمة السهم السوقية وقت

الاسترداد، وليس هناك من شك في أن معدل الخصم المستخدم هنا سوف يتضمن المخاطرة المتوقعة والمرتبطة بهذا السهم الأمر الذى يعنى أن المستثمر المستهدف لشراء السهم العادى سوف يستخدم معدل خصم أكثر ارتفاعاً عند تقويمه للأسهم العادية مقارنة بمعدل الخصم المستخدم عن تقويمه للسندات فى حين أن معدل الخصم المستخدم عند تقويمه للأسهم الممتازة فيقع عادة بين المعدلين السابقين.

ومن الواضح الآن أن معدل الخصم المذكور يعكس صراحة معدل العائد المطلوب من جهة المستثمر والذي يمثل فى النهاية تكلفة التمويل المرتبطة بإصدار الأسهم العادية وذلك من منظور المنشأة طالبة التمويل.

والواقع أن عملية تقويم الأسهم العادية بصفة خاصة يجب أن تضمن معدلاً للنمو فى قيمة السهم وتوزيعاته بمرور الزمن وذلك حماية للقوة الشرائية من التناقص تحت تأثير عوامل التضخم وعلى ذلك فإن القيمة الحقيقية للأسهم العادية تعتبر قيمة متزايدة فى المتوسط، حيث لا يجب التصدى لعملية التقويم بإفترض ثبات المكاسب المتوقعة فى المستقبل والتي تتمثل فى التدفقات النقدية السنوية التى يتوقع حملة الأسهم الحصول عليها، وحيث أن السهم العادى كمصدر تمويلى يتصف بالإستمرارية حيث أنه لا يرتبط بتاريخ إستحقاق معين فيمكن تحديد قيمة السهم العادى بإفترض عدم توقع النماء بالمعادلة التالية :

$$ق س = \frac{ت ق}{م ع ط} \text{ حيث أن :}$$

ق س : هى قيمة السهم العادى من وجهة نظر المستثمر.

ت ق : التوزيع النقدى السنوى المتوقع.

م ع ط : معدل العائد المطلوب لحملة الأسهم العادية.

وكما ذكرنا أن هناك حتمية لنمو التوزيعات المرتبطة بالأسهم العادية فيجب أن يتم تعديل المعادلة السابقة لتتضمن معدل النمو المتوقع للتوزيعات والتي نرسم لها بالرمز م ق في الشكل الآتي :

$$\frac{ت ق}{م ع ط - م ق} = ق س$$

وعلى ذلك كان تكلفة الأسهم العادية جديدة الإصدار والمتمثلة في معدل العائد المطلوب من جهة المستثمرين (معدل خصم أو معدل رسمة السهم) تتمثل في الصورة التالية :

$$م ع ط = \frac{ت ق}{ق س} + م ق$$

أما في حالة ارتباط إصدار السهم العادي بتكاليف إصدار تتحملها المنشأة فلا بد من تعديل النموذج المذكور ليتضمن تكاليف الإصدار المذكورة والتي سنرمز لها بالرموز (ص) وهي نسبة مئوية من سعر السهم المصدر وذلك على الوجه الآتي :

$$م ع ط = \frac{ت ق}{ق س (١ - ص)} + م ق$$

ولتوضيح هذا النموذج نعود إلي المثال السابق ذكره بعد تعديله على الوجه

الآتي :

إذا كان السعر الجاري السوقى للسهم ١٥٠ جنيه ونسبة تكاليف الإصدار ١٠% وكانت التوزيعات المتوقعة للسهم ١٥ جنيه وأن معدل النمو المتوقع ١٠% وأن المستثمرين يطلبون عائداً قدره ٢٠% وأن الشركة حريصة على عدم

تعريض قيمة الأسهم المتداولة للإنخفاض أو التأثير على معدل النمو، فإن عليها أن تحقق من وراء استثمار الأموال المتحصلة من إصدار الأسهم الجديدة معدل عائد يفوق العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويصبح المعدل المطلوب تحقيقه على الأموال الجديدة هو :

$$م ع ط = \frac{ت ق}{ق س (١ - ص)} + م ق$$

$$م ع ط = \frac{١٥}{(١٠\% - ١) \times ١٥٠} + ١٠\% = ٢١,١١\%$$

ويتأكد الآن أنه إذا كان معدل العائد المطلوب من جهة المستثمرين هو ٢٠% فيجب ألا تحقق الشركة معدلاً على الاستثمارات الإضافية الممولة بالإصدارات الإضافية يقل عن ٢١,١١% وإلا كانت النتيجة الحتمية عدم المحافظة على معدل النمو عند مستوى ١٠%، وعدم المحافظة على مقدار التوزيعات عند ١٥ جنيهاً للسهم وبالتالي إنخفاض كل منهما عن توقعات المساهمين وبالتالي تدهور سعر السهم في السوق.

ومن الواضح أن تكلفة الأسهم العادية وفقاً لهذا النموذج تتحدد بمعدل العائد الذي يجب تحقيقه بواسطة المنشأة وبشكل يمنع سعر السهم من الإنخفاض، بالإضافة إلى معالجة هذا النموذج لتكاليف الإصدار وعدم الإضرار بمركز الأسهم المتداولة حالياً نتيجة للإصدارات الجديدة للأسهم.

النموذج الثاني : نموذج معدل التوزيع :

يتشابه هذا النموذج مع النموذج السابق تماماً ويختلف عنه فقط في استخدامه لمعدل التوزيع المتوقع للسهم بدلاً من قيمة التوزيع، حيث نحصل على معدل التوزيع

بقسمة مقدار التوزيع المتوقع للسهم على سعر بيع السهم $\left(\frac{\text{ت ق}}{\text{ق س}} \right)$ حيث

يظهر هذا النموذج كالأتي^١ :

$$\text{م ع ط} = \frac{\text{ت ق}}{\text{ق س}} + \text{م ق} \quad (1 - \text{ص})$$

أى أن معدل العائد المطلوب = $\frac{\text{معدل التوزيع المتوقع}}{(1 - \text{نسبة تكاليف الإصدار})} + \text{معدل النمو المتوقع}$

وبالتطبيق على المثال السابق نجد أن

$$\text{م ع ط} = \frac{10}{100} + 10\% = 21,11\%$$

ومن الواضح أن هذا النموذج يفيد فى حالة ما إذا كانت البيانات المتوافرة فى صورة نسب مئوية.

وعلى الرغم من الإنتقادات العديدة والتي وجهت إلى النموذجين المذكورين إلا أننا نرى أهمية إستخدامها وخاصة عند التصدى لحساب تكلفة الأسهم العادية لتلك المنشآت القائمة والتي تملك سجلات تاريخية يمكن الإعتماد عليها.

تكلفة التمويل المرجحة Weighted Average Cost of Financing

^١ Ibid., Op. Cit., P. 600.

بعد أن إنتهينا من عرض مفاهيم وطرق قياس تكلفة التمويل المرتبطة بكل مصدر من مصادر التمويل، فعلينا الآن أن نعرض لمفهوم وطريقة قياس التكلفة الكلية والتي نطلق عليها تكلفة التمويل المرجحة والتي تُستخدم عملياً كمعدل لخصم التدفقات النقدية المرتبطة بالإستثمارات الإضافية المطلوب تمويلها. وفي هذا المجال فإن عرضنا لهذه الجزئية سوف يأخذ الأبعاد التالية :

البعد الأول : حتمية قياس المتوسط المرجح لتكلفة التمويل :

إن البديل المرفوض لهذه الحتمية يتمثل في الإقتصار على قياس تكلفة مصادر التمويل بشكل منفرد، حيث يكون القرار الاستثماري متعلقاً بنتيجة المقارنة بين تكلفة هذا المصدر بذاته مع العائد المتوقع من ذلك الاستثمار بذاته أيضاً. ومن الواضح حتمية رفض هذا الاتجاه حيث أن الفصل بين مصادر التمويل المكونة للمزيج التمويلي لا يمكن أن يتم فعلياً ولكنه يتم دفترياً فقط، هذا بالإضافة إلى أن المنشأة تعتبر وحدة متكاملة تتصف بخاصية الاستمرار، فإذا افترضنا أن المنشأة قد قامت بقياس تكلفة عناصر المزيج التمويلي كالاتي :

تكلفة المديونية ١٠% تكلفة الإصدارات من الأسهم الممتازة ١٢% تكلفة التمويل بالملكية ٢٠%، فإن البديل المرفوض يحتم إتجاه المنشأة إلى تدبير الأموال المطلوبة لتمويل مشروعات العام القادم من خلال الاقتراض فقط أو تكلفة التمويل المنخفضة، حيث أن العائد على الاستثمار المتولد من هذه الاستثمارات سيصل إلى معدل أعلى من هذه التكلفة وليكن ١١%، وإذا أخذنا في الاعتبار أن لكل منشأة طاقة إقتراضية معينة لا تملك بعد إستغلالها إمكانية تدبير الأموال المطلوبة عن طريق مزيد من الاقتراض - وإن حدث ذلك تجاوزاً سيكون بارتفاع واضح في التكاليف، هذا بالإضافة إلى أن هذا الاتجاه يزيد من

المخاطرة المالية التي تتعرض لها المنشأة وما يمكن أن يؤدي إليه من عواقب وخيمة.

ومن جهة أخرى فإن هذه النظرة الجزئية المرفوضة لمصادر التمويل والتي تعنى الاهتمام فقط بتكلفة تمويل مصدر معين للأموال سيتم استخدامه في تمويل مشروع استثماري معين والذي يعنى أن يتم تمويل مشروع ما عن طريق قرض مصرفي وآخر عن طريق أوراق مالية قابلة للتحويل (أسهم ممتازة أو سندات)، وثالث عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة وبذلك يتم استخدام تكلفة الأوراق المالية، كنقطة أساس لقبول أو رفض المشروعات الممولة بها. واستخدام تكلفة التمويل بالملكية كنقطة أساس لتقييم المشروعات الممولة بالملكية، إنما يعنى فى النهاية، معاقبة بعض المشروعات، ومجاملة البعض الآخر تبعاً لمصدر التمويل المستخدم فى تمويل هذا المشروع أو ذلك، الأمر الذي يتعارض مع مبدأ تكامل ووحدة المنشأة، وأخيراً فإن حتمية قياس المتوسط المرجح لتكلفة التمويل يرجع إلى أن عملية التمويل تتم بمزيج تمويلي يتمشى مع المزيج التمويلي الحالى بالمنشأة (هيكل تمويل حالى) وعلى ذلك فإن قبول مشروعات إضافية تحقق معدلات عائد على الاستثمار أكبر من المتوسط المرجح لتكلفة التمويل، سيؤدي بالضرورة إلى زيادة أسعار الأسهم فى السوق نظراً لأن المشروعات الاستثمارية المقبولة على هذا الأساس سوف يكون من المتوقع أن تحقق معدل عائد على الأموال المملوكة، أكبر من معدل تكلفة هذا التمويل، وبمجرد وضوح هذه التوقعات فى السوق، فإن أسعار الأسهم ستتجه نحو التزايد مع إفتراض بقاء العوامل الأخرى كما هى - حيث أن الأرباح المتوقعة للسهم، وبالتالي التوزيعات المتوقعة للسهم ستكون أكبر من تلك الأرباح والتوزيعات المتوقعة للسهم قبل قبول هذه الاستثمارات الإضافية.

البعد الثانى : حتمية قياس المتوسط المرجح لتكلفة التمويل الإضافى :

إن تكلفة الأموال التى سبق تدبيرها من مصادرها المختلفة تعتبر تكلفة مغرقة وليس لها إرتباط بقرارات الاستثمار المستقبلية، حيث أنها تكاليف تاريخية، فى حين أن المناهج المقبولة لقياس تكلفة التمويل تتعلق فقط بتلك الأموال التى تفكر المنشأة فى تدبيرها لمواجهة الاستثمارات الجديدة ومن المنطقى أن الأموال الإضافية لن يتم توفيرها إلا من خلال التذايد النسبى فى تكلفتها من خلال تنافس المنشآت على سوق المال من أجل الحصول على الأموال مما يودى إلى إرتفاع تكلفته، الأمر الذى لا يرتبط بالأموال السابق تدبيرها، وعلى ذلك فإن الأهتمام سيكون موجهاً نحو قياس التكلفة الحدية لكل مصدر من مصادر التمويل ثم التكلفة الحدية للأموال الإضافية ككل والتى يتم مقارنتها بالعائد الحدى للاستثمار الإضافى لتقرير مدى قبوله أو رفضه، ومن هنا فليس من المقبول أن يتم تقرير مدى قبول أو رفض الاستثمارات السابقة والتى دخلت مرحلة التنفيذ الفعلى.

والواقع أن المتوسط المرجح لتكلفة التمويل هو فى حقيقته تكلفة حدية طالما أن كل جنيه مضاف يتكون من نفس المزيج الذى يتكون منه هيكل التمويل الحالى على إفتراض أن الهيكل الحالى مناسباً.

البعد الثالث : أنه فيما يتعلق بالأوزان النسبية الواجب إستخدامها فى عملية الترجيح، فهل نستخدم القيم الدفترية لمصادر التمويل أم نستخدم القيم السوقية لتلك المصادر؟

قبل الإجابة على هذا التساؤل والمحدد للبعد الثالث من أبعاد عملية القياس لمعدل تكلفة التمويل المرجحة فيجب أن يكون واضحاً في الأذهان قضية التفرقة ما بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية للمصدر التمويلي، حيث أن القيمة الدفترية يمكن الوصول إليها من خلال القوائم المالية للمنشأة مثل الميزانية العمومية وقائمة الدخل وعلى سبيل المثال فإن القيمة السوقية للقرض أو السند وتكن ٩٠٠ جنيه، في حين أن قيمته الدفترية هي ١٠٠٠ جنيه حيث نتج هذا الاختلاف من خضوع المنشأة للإجراء الخاص بخضم الفوائد مقدماً، وكذلك الحال بالنسبة للأسهم العادية والأسهم الممتازة، حيث تختلف قيمتها السوقية عن قيمتها الدفترية بفعل تكلفة الإصدار التي تتحملها المنشأة، وإمكانية حسم هذه القضية نعرض للمثال الآتي :

يتكون الهيكل التمويلي لأحدى المنشآت من الآتي :

- ٤٠٠٠ سند بقيمة إسمية للسند الواحد ٢٠٠٠ جنيه وكوبون ١٠%، سعر الضريبة ٥٠%، القيمة السوقية للسند ١٨٠٠ جنيه.
- ٢٠٠٠٠ سهم ممتاز بقيمة إسمية للسهم ٢٠٠ جنيه، ومصاريف إصدار ٧ جنيهات للسهم، قيمة الربح الموزع للسهم ٢٤ جنيه.
- ٤٠٠٠٠٠ سهم عادي بقيمة إسمية ٧٠ جنيه للسهم، وقيمة السهم في السوق ٧٦ جنيه وتكلفة السهم العادي ٢٤%.

حساب تكلفة التمويل المرجحة باستخدام القيم الدفترية كأوزان :

نبدأ بحساب تكلفة كل مصدر تمويلي على حده.

بالنسبة للسندات :

$$\text{تكلفة السندات بعد الضريبة} = ١٠\% (١ - ٥٠\%) = ٥\%.$$

القيمة الدفترية للسندات = عدد السندات X القيمة الاسمية للسند

$$= 4000 \times 2000 = 8,000,000 \text{ جنيه.}$$

بالنسبة للأسهم الممتازة :

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{24}{200} = 12\%$$

القيمة الدفترية للأسهم الممتازة = 20000 سهم X 200 = 4,000,000 جنيه.

بالنسبة للأسهم العادية :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = 24\%$$

القيمة الدفترية للأسهم العادية = 400000 سهم X 70 = 28,000,000 جنيه.

وفى ضوء البيانات المذكورة يمكن حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل من خلال الجدول رقم (٣).

الجدول رقم (٣)

هيكل التمويل	القيمة الدفترية لمصادر التمويل	الأهمية النسبية	التكلفة المحسوبة	التكلفة المرجحة
سندات	8,000,000	20%	5%	1%
أسهم ممتازة	4,000,000	10%	12%	1,2%
أسهم عادية	28,000,000	24%	24%	16,8%
إجمالي	40,000,000	100%	—	19%

إن المتوسط المرجح لتكلفة التمويل باستخدام القيم الدفترية كأوزان هو ١٩%.

حساب تكلفة التمويل المرجحة باستخدام القيمة السوقية كأوزان :
بالنسبة للسندات :

$$\begin{aligned} \text{القيمة السوقية للسند} &= ١٨٠٠ \text{ جنيه} \\ \text{قيمة الكوبون} &= \text{القيمة الاسمية للسند} \times \text{معدل الكوبون} \\ &= ٢٠٠٠ \text{ جنيه} \times ١٠\% = ٢٠٠ \\ \text{معدل الكوبون} &= \frac{٢٠٠}{١٨٠٠} = ١١,١\% \\ \text{تكلفة السند بعد الضريبة} &= ١١,١\% \times (١ - ٥٠\%) = ٥,٥٥\% \\ \text{قيمة سوقية للسندات} &= ٤٠٠٠ \text{ سند} \times ١٨٠٠ = ٧,٢٠٠,٠٠٠ \text{ جنيه} \end{aligned}$$

بالنسبة للأسهم الممتازة :

$$\begin{aligned} \text{القيمة السوقية للسهم} &= \text{قيمة إسمية} - \text{مصاريف إصدار} \\ &= ٢٠٠ - ٧ = ١٩٣ \text{ جنيهها} \\ \text{القيمة السوقية للأسهم الممتازة} &= \text{عدد الأسهم} \times \text{القيمة السوقية للسهم} \\ &= ٢٠٠٠٠ \text{ سهم} \times ١٩٣ = ٣,٨٦٠,٠٠٠ \text{ جنيه} \\ \text{تكلفة السهم الممتاز} &= \frac{٢٤}{١٩٣} \times ١٠٠ = ١٢,٤٤\% \end{aligned}$$

بالنسبة للأسهم العادية :

سعر السهم في السوق ٧٦ جنيهها.

القيمة السوقية للأسهم العادية = عدد الأسهم X القيمة السوقية للسهم

$$= 400,000 \text{ سهم} \times 76 = 30,400,000 \text{ جنيه}$$

تكلفة السهم العادي ٢٤%

وفى ضوء البيانات السابقة يمكن حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل من خلال الجدول رقم (٤) :

الجدول رقم (٤)

هيكل التمويل	القيمة الدفترية لمصادر التمويل	الأهمية النسبية	التكلفة المحسوبة	التكلفة المرجحة
سندات	٧,٢٠٠,٠٠٠	١٧,٤%	٥,٥٥%	٠,٩٧%
أسهم ممتازة	٣,٨٦٠,٠٠٠	٩,٣%	١٢,٤٤%	١,١٦%
أسهم عادية	٣٠,٤٠٠,٠٠٠	٧٣,٣%	٢٤%	١٧,٥٩%
إجمالي	٤١,٤٦٠,٠٠٠	١٠٠%	—	١٩,٧٢%

ومن الواضح ومن خلال المقارنة بين نتائج الأسلوبين أن معدل تكلفة التمويل المرجحة قد اختلفت بشكل طفيف، الأمر الذي لا يبرر الخلاف والجدل فى هذا المجال، حيث يرى أنصار ' استخدام الأوزان المرجحة ممثلة فى القيم السوقية لمصادر التمويل أن هذا الاستخدام يعكس تكلفة التمويل وقت الاستثمار الفعلى حيث أن استخدام الأوزان باستخدام القيم الدفترية له أهمية تاريخية فقط حيث يعكس الموقف وقت تدبير مصادر التمويل الأمر الذي يعطى نتائج مضللة.

والواقع أننا نميل إلى استخدام الترتيب باستخدام القيم السوقية لمصادر التمويل وخاصة بالنسبة لتلك المنشآت المتنامية والتي تباع أسهمها في السوق بأسعار أعلى من قيمتها الدفترية، حيث ستزيد من أهمية التكلفة المرتفعة للتمويل بالملكية على الرغم من أن معظم المنشآت في واقع الأمر تستخدم الترتيب وفقاً للقيم الدفترية.

تكلفة التمويل في شركات قطاع الأعمال العام :

لا تختلف طريقة قياس تكلفة التمويل في الشركة العامة عنها في الشركة الخاصة إلا من حيث صعوبة عمل تقديرات عن تكلفة حق الملكية.

وعلى الرغم من هذه الصعوبة المذكورة، فإن هناك ضرورة للتوصل إلى نموذج لقياس تكلفة التمويل في شركات قطاع الأعمال العام نظراً للدور الخطير الذي تلعبه تكلفة التمويل في مجال اتخاذ قرارات الإنفاق الرأسمالي حيث أنها تعكس معدل الخصم المستخدم لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية لمشروعات الإنفاق الرأسمالي، والتعرف على صافي القيمة الحالية لكل متغير ودليل ربحيته (النسبة بين القيم الحالية للتدفقات النقدية الصافية والتكلفة المبدئية للاستثمار والتي تعرف بعلاقة العائد والتكلفة) وهي الأكثر استخداماً في شركات قطاع الأعمال العام والإدارات الحكومية حيث تستخدم تكلفة التمويل بطريقة مباشرة في حساب القيم الحالية للتدفقات النقدية عند استخدام طريقة أو أسلوب صافي القيمة الحالية في حين أنها تستخدم بطريقة غير مباشرة كمعيار أو أسلوب معدل العائد الداخلي على الاستثمار، حيث لا يتم قبول المقترحات التي يقل معدل العائد الداخلي على الاستثمار، بها عن تكلفة التمويل وهي بذلك تستخدم كمعيار للأداء المالي Standard of Financial Performance لقياس مدى فعالية الاستثمار، والحد الأدنى من معدل العائد الواجب تحقيقه على الاستثمار، ومعدل القطع The Cut-

off فى ظل إستخدام معايير القيمة الحالية، وتتعاظم القيمة العملية لتكلفة التمويل فى شركات قطاع الأعمال العام نظراً لأن مجال التقييم الاقتصادى للإستثمارات العامة ينحصر فى استخدامها كمعدل لخصم التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وتحديد العلاقة بين العائد والتكلفة، بالشكل الذى يبرر تخصيص قدر من الموارد المتاحة للإستثمارات العامة للمساهمة فى تعظيم العائد القومى.

ومن الجديد بالذكر أن الاتجاه السائد هنا يتمثل فى إعتبار معدل الفائدة على القروض طويلة الأجل مقياساً لتكلفة التمويل بها، وحداً فاصلاً للقبول أو الرفض بالنسبة لمشروعات الإنفاق الرأسمالى. ومبرراً لتخصيص الأموال وهو الأمر الذى نرفضه تماماً.

والواقع أن عدم إمكانية التوصل إلى طريقة سليمة لقياس تكلفة التمويل فى شركات قطاع الأعمال العام وخاصة ما يتعلق بتكلفة التمويل الداخلى، قد أحدث إنعكاسات سلبية عديدة أهمها :

١- عدم توجيه العناية الكافية لعملية توجيه شركات الأعمال لمصادر التمويل المتاحة إلى تلك الاستثمارات التى تعظم النتائج المالية على إعتبار أن التمويل يتم بطريقة مجانية تبرر تحقيق عوائد منخفضة.

٢- أن عدم العناية بحساب تكلفة التمويل قد أدى إلى عدم الربط بين الاستثمارات الرأسمالية، ومصادر تمويلها الملائمة، الأمر الذى إنعكس على خلل الهياكل التمويلية لتلك الشركات.

٣- إن عدم العناية بحساب تكلفة التمويل المرتبطة بحقوق الملكية قد أدى إلى تمادى شركات قطاع الأعمال العام فى الاعتماد على القروض طويلة الأجل دون مراعاة لتأثير ذلك سلبياً على عائد حقوق الملكية.

٤- إن عدم العناية بحساب تكلفة التمويل وعدم إدخالها فى الاعتبار عند تسعير المنتجات قد أدى إلى ما نعانى منه اليوم والمتمثل فى إنخفاض الفائض فى كثير من الشركات وتحقيق خسائر متتالية وبمبالغ كبيرة.

تدريبات الوحدة الثانية

التدريب الأول :

إذا علمت أن القيمة الاسمية لسهم عادى جديد ٢٣ جنيه بمصاريف إصدار ٤% من قيمته الاسمية، وأن ت صفر = ٢ جنيه للسهم، م ق = ١٥% ما هى تكلفة التمويل لكل من الأرباح المحتجزة والأسهم العادية الجديدة؟

التدريب الثانى :

منشأة صناعية تبلغ استثماراتها الحالية ٢٠ مليون جنيه وأن هيكل تمويلها الأمتل ٧٠% حقوق ملكية، ٣٠% قروض، وتفكر إدارة الشركة فى استثمار جديد يتكلف اليوم ١٢ مليون جنيه ولتدبير التمويل الإضافى تقدر الأرباح المحتجزة بـ ٦,٤ مليون جنيه وأن القروض الجديدة بسعر فائدة ١٤% وأن معدل الضريبة ٢٠%، ويمكن بيع السهم العادى الجديد بقيمة أسمية ٨٠ جنيه للسهم، وأن ت صفر = ٧,٤ جنيه للسهم، وأن ت ١ = ٨ جنيه للسهم ومصاريف الإصدار ٢% من القيمة الاسمية للسهم.

ما هى تكلفة التمويل الإضافى؟ وما هى القيمة العملية لهذا القياس؟

التدريب الثالث

يهدف هذا التدريب إلى التأكد من أكتساب القارئ للمعرفة الخاصة بالعلاقة بين قرارات التمويل وقرارات الاستثمار بالإضافة إلى المهارة المرتبطة بقياس تكلفة مصادر التمويل المختلفة وقياس التكلفة المرجحة للتمويل الإضافي.

شركة تبلغ قيمة إستثماراتها الإجمالية ١٠ مليون جنيه حيث تستخدم رافعة مالية بمعدل ٤٠% حيث ترى أن هذا الهيكل مناسباً وتفكر في إستثمارات إضافية بمعدل ٦٠% فإذا علمت أن الأرباح المحتجزة تبلغ ٢ مليون جنيه وأن إصدار الشركة لأسهم عادية جديدة يرتبط بمصاريف إصدار ٨% من سعر السهم وسعر الفائدة على القروض الجديدة ١٥% ومعدل الضريبة ٢٢% وأن المساهمين القدامى يطلبون عائداً قدره ٢٥% والمطلوب إستخدام البيانات المذكورة فى تحديد الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب تحقيقه من الإستثمارات الإضافية؟

الوحدة الثالثة

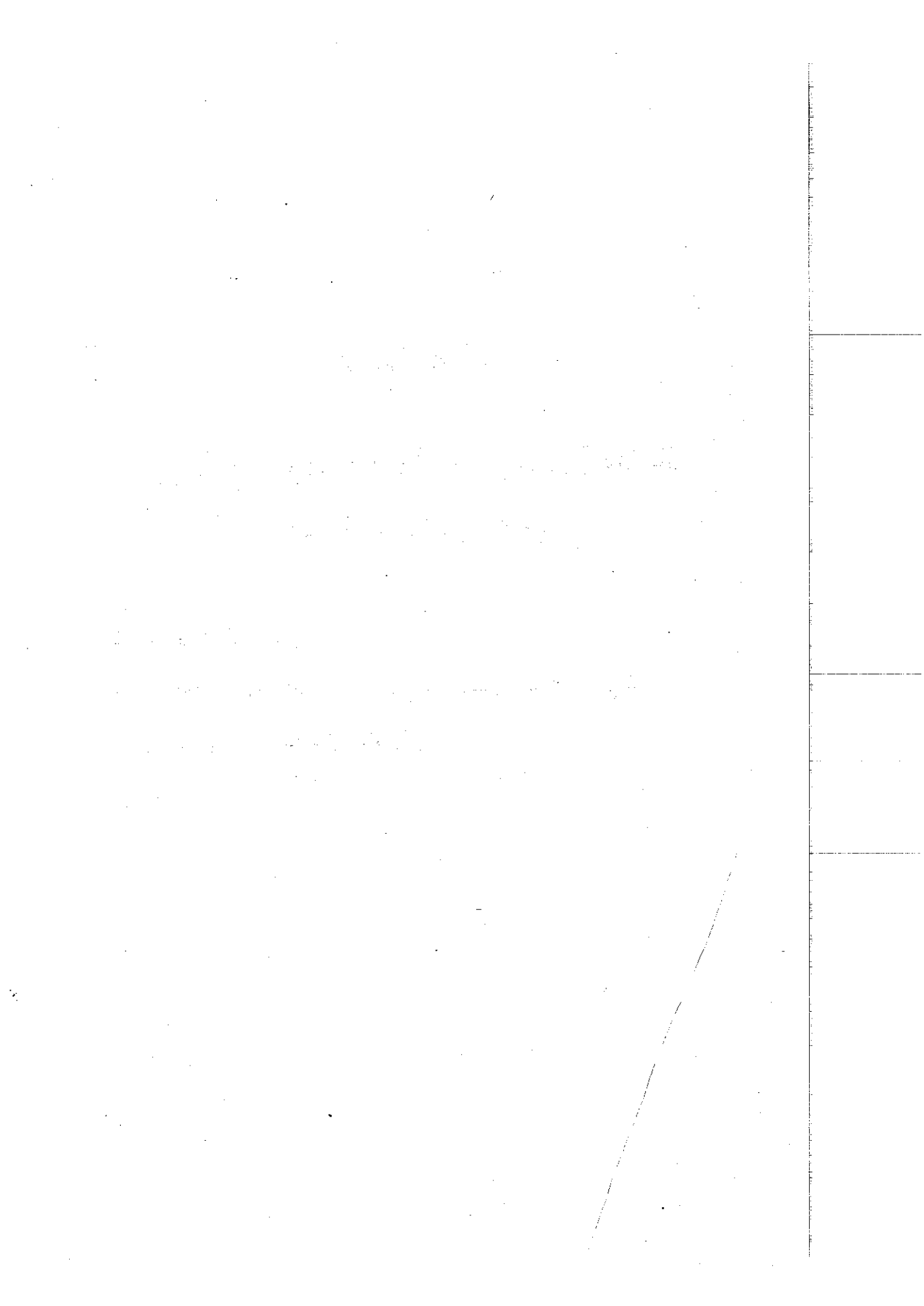
برنامج تقويم الهيكل التمويلي للمنشأة (مدخل المخاطر الكلية)

مفهوم الهيكل التمويلي

الإطار العام لمدخل المخاطرة الكلية في تحليل الهيكل التمويلي

الهيكل التمويلي والاستثمار التمويلي

تدريبات



الوحدة الثالثة

برنامج تقويم الهيكل التمويلي للمنشأة

مقدمة الوحدة الثالثة :

إن محتوى ومضمون هذه الوحدة يهدفان إلى تنمية قدرات الطالب المعرفية والمهارية في :

- ١- السيطرة المعرفية على مفهوم الهيكل التمويلي للمنشأة.
- ٢- الإلمام الكافي بالإطار العام لمدخل المخاطرة الكلية المقترح في تحليل الهيكل التمويلي للمنشأة وذلك من خلال ما يلي :
 - ١/٢ استيعاب مفهوم مخاطرة الأعمال واكتساب مهارة قياسها.
 - ٢/٢ استيعاب مفهوم المخاطرة المالية واكتساب مهارة قياسها.
 - ٣/٢ استيعاب مفهوم المخاطرة الكلية واكتساب مهارة قياسها.
 - ٤/٢ اكتساب مهارة تطبيق المدخل المقترح في مجال التحليل وفي مجال صناعة القرار التمويلي.
- ٣- الإلمام بموضوع الاستئجار التمويلي كأحد مصادر المويل طويل الأجل واكتساب مهارة إعداد تقرير مالي يحسم موضوع المفاضلة بين الاستئجار التمويلي للأصول وبين شرائها وتملكها بكافة مصادر التمويل المتاحة.

مفهوم الهيكل التمويلي :

إن هيكل التمويل Financing Structure يرتبط بالجانب الأيسر من الميزانية العمومية لأى منشأة، حيث يعنى وصفاً تفصيلياً لمصادر التمويل من حيث النسبة المئوية لكل عنصر من عناصر المصادر بالنسبة لجمالياتها وفي مفهوم أكثر تحديداً لهيكل التمويل نجد أنه يعبر عن المكونات التفصيلية معبراً عنها فى صورة نسب مئوية لمصادر التمويل التى تم الحصول عليها لتمويل - استثمارات المنشأة المختلفة والتى تظهر فى الجانب الأيمن من الميزانية العمومية للمنشأة.

ونعتقد أنه يمكننا الآن - وفى مجال وصف الهيكل التمويلي لأى منشأة - الاتفاق على استخدام اصطلاح الرافعة المالية Financial Leverage فى مجال الوصف المعبر والمختصر عن الهيكل التمويلي لأى منشأة وذلك بمعلومية القيمة الإجمالية لاستثماراتها، فإذا كانت قيمة الاستثمارات الإجمالية بمنشأة ما ١٠٠ مليون جنيه مثلاً، وتستخدم رافعة مالية ٤٠% الأمر الذى يعنى أن قيمة الأموال المملوكة ٦٠ مليون جنيه وقيمة الأموال المقترضة والمرتبطة بالتزامات ثابتة محددة مسبقاً تبلغ ٤٠ مليون جنيه.

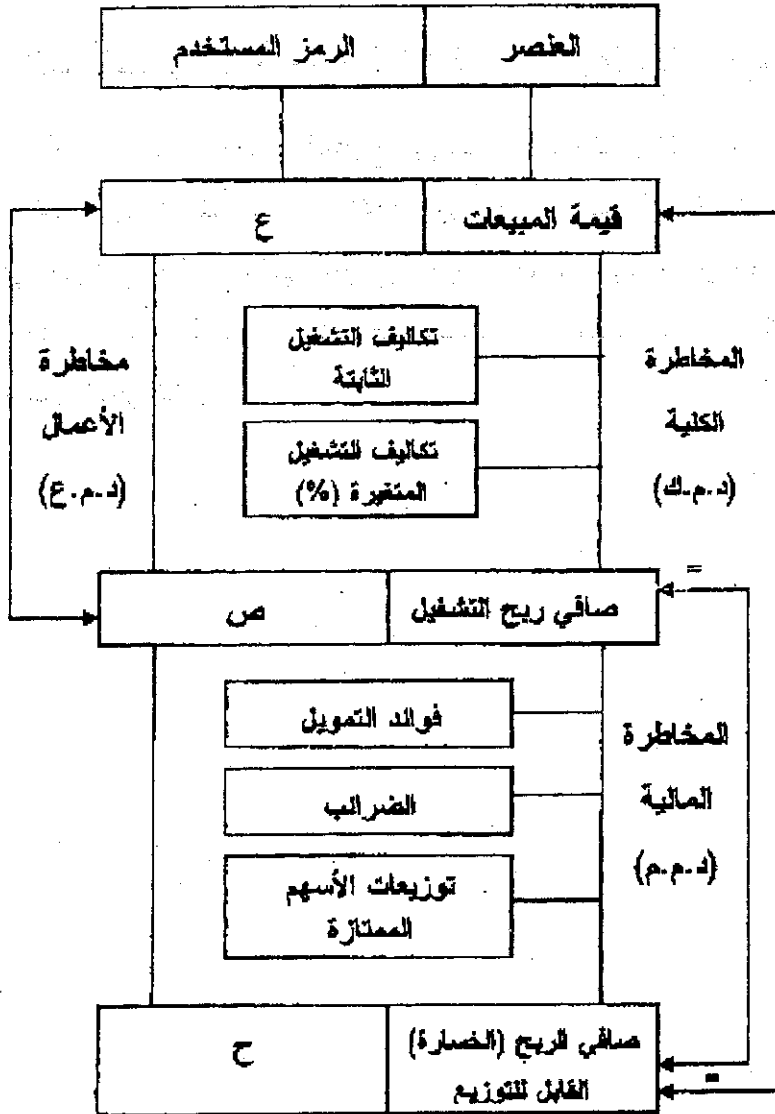
الواقع أن استخدام المنشأة للرافعة المالية يصبح مجدياً إذا زاد عائد الأصول عن تكلفة القروض الأمر الذى يعنى أن الرافعة المالية ستكون غير مرغوبة فى الحالات الاقتصادية السيئة والعادية حيث ينخفض عائد الأصول عن تكلفة القروض وأنها ستكون مرغوبة فى الحالات الاقتصادية الجيدة والممتازة حيث يزيد عائد الأصول عن تكلفة القروض، وحيث أن الحالة الاقتصادية المتوقعة تعكس أثر ذلك على مستوى وقيمة المبيعات المتوقعة (جملة الإيرادات المتوقعة) والذى يمثل الاعتبار الأساسى والحكم فى صناعة القرار التمويلي المرتبط بتكوين الهيكل التمويلي المناسب، الأمر الذى يمكننا معه القول بأنه كلما زادت

قيمة المبيعات المتوقعة واتجهت نحو الاستقرار كان من المفضل زيادة الرافعة المالية المتمثلة في زيادة درجة الاعتماد على التمويل بالديون والعكس صحيح.

الإطار العام لمدخل المخاطرة الكلية في تحليل الهيكل التمويلي :

في واقع الأمر يعتمد مدخلنا المقترح في تحليل الهيكل التمويلي على استخدام قائمة الدخل للمنشأة موضع التحليل وبعد إعادة تجهيزها لخدمة أغراض التحليل في صورتها الثانية، والتي سبق أن تعرضنا لها تفصيلاً ضمن محتويات الوحدة الأولى من هذا الكتاب، وعلينا هذا المجال أن نعيد عرض القائمة المذكورة على النحو التالي :

شكل رقم (١)



والسؤال الآن : ما الذي يمكننا التوصل إليه من حقائق ونظريات علمية من خلال استعراض الشكل السابق؟

والواقع أن إجابة هذا السؤال يمكن حصرها فيما يلى :

١- أن المخاطرة الكلية (د. م. ك) تمتد لتتضمن العلاقة بين قيمة المبيعات (ع) وبين قيمة صافى الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح).

٢- أن مخاطرة الأعمال (د. م. ع) تنحصر فى العلاقة بين قيمة المبيعات (ع) وبين صافى ربح التشغيل (ص) وبالتالي فإنه تقع داخل حدود المخاطرة الكلية.

٣- أن المخاطرة المالية (د. م. م) تبدأ من حيث انتهت مخاطرة الأعمال حيث تنحصر فى العلاقة بين صافى ربح التشغيل (ص) وبين صافى الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح) وأنها تقع أيضاً داخل حدود المخاطرة الكلية.

٤- أن المخاطرة الكلية تتكون من مخاطرتى الأعمال والمالية والسؤال الآن يتمثل فى :

١/٤ : هل المخاطرة الكلية = مخاطرة الأعمال + المخاطرة المالية. أو

٢/٤ : هل المخاطرة الكلية = مخاطرة الأعمال X المخاطرة المالية.

والإجابة : أن المخاطرة الكلية هى المحصلة النهائية للتفاعل بين نوعى المخاطرة وليست حاصل جمعها وهو الأمر الذى سنحدده تفصيلاً عند التصدى لمفهوم المخاطر المذكورة بأنواعها الثلاثة والنماذج الكمية المستخدمة فى قياسها.

والآن نبدأ بتوضيح مفهوم المخاطرة Risk المستخدمة هنا وبشكل عام حيث نوجزه فى أن المخاطرة تعنى علاقة كمية بين فعل Action وبين رد فعل Reaction حيث يمثل الفعل المتغير المؤثر أو المتغير المستقل فى حين يمثل رد.

الفعل المتغير التابع والذي يحدث فيه التغير كرد فعل أو كنتيجة للتغير الذي حدث في المتغير المستقل.

وبهذا المفهوم يمكننا التأكد على الحقائق التالية:

* تتعدم المخاطرة في حالة التساوى الكمي بين كل من رد الفعل والفعل نفسه أى أنه إذا كان : رد الفعل = الفعل = مخاطرة منعدمة.

* تتواجد المخاطرة وتبدأ في الظهور في حالة عدم التساوى الكمي بين كل من رد الفعل والفعل نفسه أى أن : المخاطرة = رد فعل كبير، فعل أقل وتزداد المخاطرة كلما كان رد الفعل أكبر كثيراً من الفعل نفسه.

مما سبق يمكننا القول بأن المخاطرة المتزايدة أو المرتفعة تعكس درجة عالية من الحساسية المتمثلة في حساسية المتغير التابع للتغير في قيمة المتغير المستقل في أى علاقة بين متغيرين نريد قياس درجة المخاطرة فيما بينهما.

والآن نعرض مفهوماً أولياً خالياً من العمق لكل من الأنواع الثلاثة للمخاطرة المذكورة وذلك من خلال العودة إلى فحص محتويات الشكل السابق عرضه وذلك على الوجه التالى :

* **مخاطرة الأعمال Business Risk** والتي تعنى مدى حساسية صافي ربح التشغيل للتغير بالزيادة أو النقص تبعاً للتغيرات التى تحدث في قيمة المبيعات بالزيادة أو النقص، حيث تزداد درجة مخاطرة الأعمال بزيادة درجة الحساسية المذكورة.

ومن الواضح أن التغير في صافي ربح التشغيل (ص) هنا تمثل المتغير التابع في حين تمثل قيمة المبيعات (ع) المتغير المستقل في العلاقة المذكورة.

وتتعدم مخاطرة الأعمال في حالة التساوى الكمي التام بين معدلى التغير في كل من المبيعات وصافى ربح التشغيل.

* **المخاطرة المالية Financial Risk** والتي تعنى مدى حساسية صافى الربح القابل للتوزيع (ح) للتغير بالزيادة أو النقص تبعاً للتغيرات التي تحدث في صافى ربح التشغيل بالزيادة أو النقص، حيث تزداد درجة المخاطرة المالية بزيادة درجة الحساسية المذكورة.

ومن الواضح أيضاً أن قيمة التغير في صافى الربح القابل للتوزيع (ح) تمثل هذا المتغير التابع في حين يمثل قيمة التغير في صافى ربح التشغيل المتغير المستقل في العلاقة المذكورة والذي كان يمثل متغيراً تابعاً في العلاقة المكونة لمخاطرة الأعمال.

وتتعدم المخاطرة المالية في حالة التساوى الكمي التام بين معدلى التغير في كل من صافى ربح التشغيل وصافى الربح القابل للتوزيع.

* **المخاطرة الكلية Total risk** والتي تعنى مدى حساسية صافى الربح القابل للتوزيع (ح) للتغير بالزيادة أو النقص تبعاً للتغيرات التي تحدث في قيمة المبيعات (ع) بالزيادة أو النقص أيضاً حيث تزداد درجة المخاطرة الكلية بزيادة درجة الحساسية المذكورة.

ومن الواضح أيضاً أن قيمة التغير في صافى الربح القابل للتوزيع (ح) تمثل هنا المتغير التابع في حين تمثل قيمة التغير في المبيعات (ع) المتغير المستقل في العلاقة المذكورة والذي يحتفظ بهذه الصفة في العلاقات الثلاث السابق عرضها.

وإلى هذا الحد من العرض والتوضيح يصبح المجال مهيناً للعرض المفصل
للأنواع الثلاثة من المخاطر من حيث مفهوم ونماذج قياس كل منها وذلك على
الوجه التالي :

مخاطرة الأعمال : Business risk

لقد سبق أن أوضحنا أن مخاطرة الأعمال ترتبط بمستوى المبيعات المتوقع
ودرجة استقراره والذي يمثل انعكاساً مباشراً للحالة الاقتصادية السائدة أو
المتوقعة، حيث تتجه المبيعات نحو الزيادة والاستقرار في الحالات الاقتصادية
الجيدة والممتازة، في الوقت الذي تتجه فيه نحو الانخفاض وعدم الاستقرار في
الحالات الاقتصادية السيئة والعادية.

وحيث أننا نرتبط هنا بمجال القياس الكمي لدرجة مخاطرة الأعمال يصبح
من الأمور المنطقية أن نوجه اهتمامنا نحو تحديد أثر تحرك المبيعات بالزيادة أو
النقص كمتغير مستقل على تحرك عنصر آخر وهو صافي ربح التشغيل، حيث
أن مخاطرة الأعمال تعكس مدى حساسية صافي ربح التشغيل للتحرك زيادة أو
نقصاً تبعاً (كرد فعل) للتحرك الذي يحدث في قيمة المبيعات زيادة أو نقصاً،
وهو الأمر الذي يعنى أننا لا نحصر اهتمامنا في تحرك قيمة المبيعات بل يمتد
اهتمامنا ليقاس أثر هذا التحرك على صافي ربح التشغيل.

وفي هذا المجال نوجه للقارئ سؤالاً عما يمكن أن يحدث لأفراد المجتمع
في حالة اتجاه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة لا قدر الله نحو التدهور الشديد
من خلال سيادة حالة الكساد الاقتصادي العام (سيادة ظروف المخاطرة العامة)
والإجابة المنطقية عن السؤال المطروح تنحصر في ضرورة حدوث تأثير سلبي
على الموقف المالي والمعيشي لكافة أفراد المجتمع.

وهنا يثار التساؤل التالي والمتعلق بدرجة التأثير السلبي المذكور على أفراد
وطبقات المجتمع الثرية والفقيرة وهل ستتساوى أم لا؟

والإجابة عن السؤال المذكور أن فئة الأثرياء ستكون أكثر تعرضاً للتأثير السلبي على موقفها المالى والمعيشى من فئة الفقراء.

ويرجع هذا إلى أن المواطن الفقير يرتبط فى حياته بالعديد من النفقات والاحتياجات التى لها صفة التغير حيث تزداد بزيادة الدخل اليومى أو الشهرى المتاح فى الوقت الذى تلعب فيه النفقات والاحتياجات التى لها صفة الثبات مع تغير الدخل المتاح دوراً محدوداً فى الوقت الذى نجد فيه أن المواطن الثرى والذى سيكون أكثر تعرضاً للتأثير السلبي لانخفاض الدخل بسبب ارتباط نفقات حياته بصفة الثبات والتى تمثل نسبة مرتفعة من جملة نفقاته واحتياجاته اليومية أو الشهرية.

ويمكننا الآن التأكيد على أن الشخص الغنى سيرتبط بدرجة عالية من المخاطرة المذكورة مقارنة بالشخص الفقير، حيث يرجع هذا الاختلاف إلى ارتباط الشخص الغنى بقيمة أكبر من النفقات والاحتياجات الثابتة وبقيمة أقل من النفقات والاحتياجات المتغيرة.

ونؤكد على أن مخاطرة الأعمال المرتبطة بالمشروعات القائمة أو المقترحة سوف تأخذ هذا الاتجاه حيث يتجه بعض الكتاب إلى التفرقة بين مخاطرة الأعمال ومخاطرة التشغيل حيث يقصد بمخاطرة الأعمال عدم التأكد المرتبط بتلك التوقعات عما سيكون عليه دخل التشغيل المستقبلى فى حين أن مخاطرة التشغيل ترتبط بدرجة استخدام المنشأة للأصول الثابتة فى عملياتها التشغيلية ولكننا فى الواقع نميل إلى ذلك الاتجاه الذى يربط بينهما حيث أن الاتجاه المذكور يحصر مخاطرة الأعمال فى دائرة الأهتمام بدراسة وتحليل أثر التغير فى المبيعات على ربحية المنشأة فى ظل هيكل تكلفة معين، حيث تتجه مخاطر الأعمال نحو الزيادة بزيادة نسبة التكاليف الثابتة إلى التكاليف الكلية والواقع أن

الأداة التي يمكن استخدامها في هذا المجال تتمثل في درجة دائئية التشغيل Operating Leverage والتي يمكن أن تعرف بدرجة الرفع التشغيلي حيث ترتبط درجة دائئية التشغيل باستحقاق تكاليف تشغيل ثابتة ملموسة في المنشأة، حيث يكون لهذه التكاليف الثابتة للتشغيل تأثيراً ملموساً في إبراز صافي أرباح التشغيل كرد فعل مباشر للتغير في المبيعات.

وعلى هذا الأساس فإن زيادة القيمة النسبية لتكاليف التشغيل الثابتة سوف يعنى مباشرة زيادة درجة دائئية التشغيل في المنشأة الأمر الذى يعنى زيادة درجة حساسية صافى أرباح التشغيل للتغير بالزيادة أو النقص تبعاً للتغير في مستوى المبيعات بالزيادة أو النقص أيضاً، الأمر الذى يعنى في النهاية زيادة مخاطرة الأعمال في هذه المنشأة ولمتطلبات التوضيح تعرض المثال التالى :

منشأتين س، ص تتماثلان تماماً في ثلاث عناصر وتختلفان في عنصر واحد فقط حيث نفترض أنه في نهاية عام ٢٠٠٤ كان الموقف المقارن بينهما كما يلي :

- * قيمة مبيعات كل منهما السنوية ١٠٠ مليون جنيه.

- * إجمالي تكاليف التشغيل السنوية لكل منهما ٦٠ مليون جنيه.

- * وبالتالي تكون قيمة صافى ربح التشغيل لكل منهما ٤٠ مليون جنيه.

- * تمثل تكاليف التشغيل المتغيرة ٢٠%، ٥٠% من مبيعات كل منهما على التوالي (س، ص) والذى يمثل عنصر الاختلاف الوحيد فيما بينهما.

والآن دعنا عزيزى الطالب نصور المعلومات المتاحة السابقة في الجدول التالى :

جدول رقم (١)

(القيمة بالآلاف جنيه)

بيان			منشأة	س	ص
قيمة المبيعات السنوية (ع)				١٠٠٠٠٠	١٠٠٠٠٠
- تكاليف تشغيل متغيرة (ت م)				(٢٠٠٠٠)	(٥٠٠٠٠)
- تكاليف تشغيل ثابتة (ت ث)				(٤٠٠٠٠)	(٥٥٠٠٠٠)
صافي ربح التشغيل (ص)				٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠

وتطبيقاً لما سبق أن حددناه بشأن تزايد درجة مخاطرة الأعمال بتزايد القيمة النسبية لتكاليف التشغيل الثابتة يمكننا استخدام هذه البيانات في القطع بأن المنشأة ص ترتبط بدرجة أكبر من مخاطرة الأعمال مقارنة بالمنشأة س.

والأن يمكننا التثبت من هذه النتيجة من خلال الاتجاه إلي مجال القياس الكمي لدرجة مخاطرة الأعمال في كل من المنشأتين وذلك على الوجه التالي :

* بالنسبة للمنشأة س أنظر معي إلى المعادلة التالية :

$$\text{درجة } ٢ = \frac{٢٠٠٠٠ - ١٠٠٠٠}{٤٠٠٠٠}$$

* بالنسبة للمنشأة ص أنظر معي أيضاً إلى المعادلة التالية :

$$\text{درجة } ٢,٤ = \frac{٥٠٠٠ - ١٠٠٠٠٠}{٤٠٠٠٠}$$

وبتفسير المعادلتين السابقتين ومطابقة محتوياتهما بالجدول السابق يمكننا

وبسهولة صياغة النموذج التالي :

$$\text{د. م. ع} = \frac{\text{ع - ت م}}{\text{ص}} \dots\dots\dots (١)$$

أى أن :

$$\text{درجة مخاطرة الأعمال} = \frac{\text{قيمة المبيعات - تكاليف التشغيل المتغيرة}}{\text{صافى ربح التشغيل}}$$

والسؤال الآن يتعلق بإمكانية تفسير القيمة الناتجة لدرجة مخاطرة الأعمال والتي توصلنا إليها من خلال تطبيق النموذج السابق؟
وسنعرض إجابتنا على الوجه التالى :

وبالنسبة للمنشأة س : والتي ترتبط بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢ درجة والتي تعنى أن أى تحرك فى قيمة مبيعاتها زيادة أو نقصاً عن قيمتها وقت القياس سوف يترتب عليه تحركاً فى قيمة صافى ربح التشغيل بمقدار الضعف.
أى أن تحرك قيمة مبيعاتها والتي تبلغ ١٠٠ مليون جنيه فى نهاية عام ٢٠٠٤ نحو الزيادة أو النقص بمعدل ١٠% مثلاً فى عام ٢٠٠٥ سوف يترتب عليه تحرك قيمة صافى ربح تشغيلها فى عام ٢٠٠٥ بمعدل ٢٠% وفى نفس الاتجاه ±.

وبالنسبة للمنشأة ص : والتي ترتبط بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢,٤ درجة والتي تعنى أن أى تحرك فى قيمة مبيعاتها زيادة أو نقصاً عن قيمتها وقت القياس بمعدل ١٠% مثلاً سوف يترتب عليها تحركاً فى قيمة صافى ربح تشغيلها بمعدل ٢٤% فى نفس الاتجاه ±.

ومن الواضح أننا قد تعمدنا تثبيت معدل التغير فى قيمة المبيعات (٨ ع) لكل من المنشأتين س، ص وذلك بهدف التركيز على مدى اختلافهما فى رد

الفعل المتمثل في معدل التغير في صافي ربح التشغيل (Δ ص) والذي وجدناه أكبر في المنشأة ص عنه في المنشأة س وهو الأمر الذي يرجع إلى ارتباط المنشأة ص بقيمة أكبر من التكاليف التشغيل الثابتة مقارنة بالمنشأة س.

والآن دعنا عزيزي الطالب نستخدم النتائج السابقة في عرض ما يلي :

$$٢ = \frac{\%٢٠ \pm}{\%١٠ \pm} \leftarrow \text{بالنسبة للمنشأة س،}$$

$$٢,٤ = \frac{\%٢٤ \pm}{\%١٠ \pm} \leftarrow \text{بالنسبة للمنشأة ص}$$

ومن الواضح أننا في مواجهة نموذج آخر لقياس درجة مخاطرة الأعمال يمكن عرضه كما يلي :

$$\text{د.م.ع} = \frac{\overline{\Delta \text{ ص}}}{\overline{\Delta \text{ ع}}} \dots \dots \dots (٢)$$

أى أن :

$$\text{درجة مخاطرة الأعمال} = \frac{\text{معدل التغير في قيمة صافي ربح التشغيل}}{\text{معدل التغير في قيمة المبيعات}}$$

ومن الواضح أن هذا النموذج يعتمد على معدلات التغير في قيم المتغيرين التابع والمستقل في الوقت الذي يعتمد فيه النموذج رقم (١) على استخدام القيمة المطلقة لكل من المبيعات وصافي ربح التشغيل وتكاليف التشغيل المتغيرة والتي يتم التوصل إليها من قائمة الدخل المعدة عن سنة مالية منتهية.

هذا ويمكننا الآن وبسهولة شديدة إعادة صياغة النموذج رقم (٢) بضرب طرفيه في وسطيه لنحصل على النموذج التالي :

$$\Delta \text{ ص} = \text{م. د. م. ع.} \times \Delta \text{ ع} \dots\dots\dots (٣)$$

حيث أن :

معدل التغير المتوقع في قيمة صافي ربح التشغيل = درجة المخاطرة الأعمال X معدل التغير المتوقع في قيمة المبيعات

ومن الواضح أن هذا النموذج الأخير سوف يستخدم في مجال التنبؤ المستقبلي وهو الأمر الذي يمكن توضيحه من خلال توسيع قاعدة المناقشة المرتبطة بالمنشآت س/ص وذلك بمحاولة الإجابة على السؤالين التاليين :

السؤال الأول : هل ستكون المنشأة س أفضل حالاً من المنشأة ص فيما لو كان هناك توقعاً لحالة رواج اقتصادي في عام ٢٠٠٥ يرتبط بزيادة متوقعة في مبيعات كل منهما بمعدل ٤٠%؟

وللإجابة على هذا السؤال فسوف نستخدم النموذج رقم (٣) على الوجه التالي :

$$\Delta \text{ ص/ لعام } ٢٠٠٥ = \text{م. د. م. ع. المحسوبة} \times \Delta \text{ ع/ لعام } ٢٠٠٥$$

بالنسبة للمنشأة س :

$$\Delta \text{ ص/ لعام } ٢٠٠٥ = ٢ \times ٤٠\% = ٨٠\%$$

وهذه النتيجة تعني أنه وفي ظل ارتباط المنشأة س بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢ فإن اتجاه قيمة مبيعاتها نحو الزيادة المتوقعة بمعدل ٤٠% لتتحول من ١٠٠ مليون جنيه في عام ٢٠٠٤ إلى ١٤٠ مليون جنيه في عام ٢٠٠٥، سوف

يترتب عليه اتجاه قيمة صافى ربح تشغيلها نحو الزيادة بمعدل ٨٠% من قيمته وقت القياس ليتحول من ٤٠ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٤ إلى ٧٢ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٥.

أما بالنسبة للمنشأة ص :

٨ ص لعام ٢٠٠٥ = ٢,٤ X ٤٠% = ٩٦% وتعنى هذه النتيجة أنه وفى ظل ارتباط المنشأة ص بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢,٤ درجة فإن اتجاه قيمة مبيعاتها نحو الزيادة المتوقعة بمعدل ٤٠% لتتحول من ١٠٠ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٤ إلى ١٤٠ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٥، سوف يترتب عليه اتجاه قيمة صافى ربحها التشغيلى نحو الزيادة بمعدل ٩٦% من قيمته وقت القياس ليتحول من ٤٠ مليون جنيه عام ٢٠٠٤ إلى ٧٨ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٥ .

ومن الواضح الآن أن الإجابة على السؤال المطروح ستكون بالنفى لأن المنشأة ص والمرتبطة بدرجة أعلى نسبياً من مخاطرة الأعمال من المنشأة س ستكون أفضل حالاً وأكثر استفادة من رد الفعل الإيجابى على صافى ربح التشغيل.

ومن الجدير بالذكر أهمية التأكيد على أن حساباتنا التى توصلنا إليها حتى الآن قد بنيت على افتراض أن زيادة قيمة المبيعات بمعدل ٤٠% لكل من المنشأتين س / ص سوف تحدث فى ظل استخدام أكثر كفاءة للطاقة المتاحة دون إحداث أية توسعات استثمارية يترتب عليها زيادة تكاليف التشغيل الثابتة، حيث أن إسقاط الافتراض المذكور فى الواقع العملى سوف يؤدى بالضرورة إلى تغيير كل النتائج التى توصلنا إليها.

ومن هذا المجال نؤكد على أن ممارستنا العملية فى مجال متابعة الشركات وتشخيص مشكلاتها المالية وتقديم الحلول اللازمة لإصلاح مراكزها المالية قد

أكدت على أنتشار ظاهرة التوسعات الاستثمارية غير المدروسة والتي يتم إقرارها في ظل عدم إدراك الإدارة لعدم استخدام الاستثمارات المتاحة لطاقتها القصوى وهو الأمر الذي يعكس أثره السلبي على زيادة قيمة تكاليف التشغيل الثابتة وبالتالي زيادة درجة مخاطرة الأعمال كل ذلك في ظل انخفاض قيمة المبيعات أو زيادة قيمتها بمعدل ضعيف، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى تدهور المراكز المالية للعديد من المنشآت.

وبهنا الآن التأكيد على أن ارتباط المنشأة بدرجة عالية من مخاطرة الأعمال سوف يؤدي إلى تعظيم استفادتها من اتجاه مبيعاتها للتحرك نحو الزيادة وهو الأمر الذي سوف يحدث عكسه تماماً في ظل حالات الكساد الاقتصادي وهو مجال السؤال الثاني.

السؤال الثاني : هل ستكون المنشأة س أفضل حالاً من المنشأة ص فيما لو كان هناك توقعاً لحالة كساد اقتصادي في عام ٢٠٠٥ يحدث انخفاضاً متوقعاً في قيمة مبيعات كل منهما بمعدل ١٥%؟

وللإجابة على السؤال فسوف نلجأ أيضاً إلى استخدام النموذج رقم (٣) على الوجه التالي :

$$\Delta \text{ ص/للمنشأة س (لعام ٢٠٠٥)} = ٢ \times ١٥\% - ٣٠\% =$$

$$\Delta \text{ ص/للمنشأة ص (لعام ٢٠٠٥)} = ٢,٤ \times ١٥\% - ٣٦\% =$$

وتعني هذه النتائج أن تعرض المنشأتين س/ص لذات الحدث السلبي المتمثل في انخفاض قيمة مبيعات كل منهما بمعدل ١٥% لتتحول من ١٠٠ مليون جنيه في عام ٢٠٠٤ (وقت قياس درجة مخاطرة الأعمال) إلى ٨٥ مليون جنيه في عام ٢٠٠٥ سوف يترتب عليه رد فعل سلبي مختلف في معدله وقيمه على صافي ربح

التشغيل والذي سيُتجه نحو الانخفاض بمعدل ٣٠% بالنسبة للمنشأة س لينخفض من ٤٠ مليون جنيه عام ٢٠٠٤ إلى ٢٨ مليون جنيه في عام ٢٠٠٥ في الوقت الذي سيُتجه فيه نحو الانخفاض بمعدل ٣٦% بالنسبة للمنشأة س لينخفض من ٤٠ مليون جنيه في عام ٢٠٠٤ إلى ٢٦,٤ مليون جنيه في عام ٢٠٠٦ .

ومن الواضح أن الإجابة على السؤال الثاني موضع المناقشة ستكون بالإيجاب، حيث ستكون للمنشأة س أقل تأثيراً برد الفعل السلبي على صافي ربح التشغيل.

ولتأكيد كل ما توصلنا إليه من نتائج حتى الآن نعرض للجداولين التاليين.

جدول رقم (٢)

موقف المنشأتين س / ص في حالة الرواج الاقتصادي المتوقع

(القيمة بالآلاف جنيه)

بيان	منشأة س			ص		
	الموقف المحلي	الموقف المتوقع	معدل التغير	الموقف المحلي	الموقف المتوقع	معدل التغير
ع	١٠٠٠٠٠	١٤٠٠٠٠	ع Δ % ٤٠ -	١٠٠٠٠٠	١٤٠٠٠٠	ع Δ % ٤٠ -
- ت م	(٢٠٠٠٠)	(٢٨٠٠٠)	↓	(٥٠٠٠)	(٧٠٠٠)	↓
- ث ث	(٤٠٠٠٠)	(٤٠٠٠٠)		(٥٥٠٠٠)	(٥٥٠٠٠)	
ص	٤٠٠٠٠	٧٢٠٠٠	ص Δ % ٨٠ +	٤٠٠٠٠	٧٨٠٠٠	ص Δ % ٩٦ +

جدول رقم (٣)

موقف المنشأتين س / ص في حالة الكساد الاقتصادى المتوقع

(القيمة بالآلاف جنيه)

منشأة بين	س			ص		
	الموقف الحالى	الموقف المتوقع	معدل التغير	الموقف الحالى	الموقف المتوقع	معدل التغير
ع	١٠٠٠٠	١٤٠٠٠	٤٠٪	١٠٠٠٠	٨٥٠٠٠	١٥٪
- ت م	(٢٠٠٠)	(١٧٠٠٠)	↓	(٥٠٠٠)	(٤٢٥٠)	↓
- ث ث	(٤٠٠٠)	(٤٠٠٠)		(٥٥٠٠٠)	(٥٥٠٠٠)	
ص	٤٠٠٠	٢٨٠٠٠	٢٠٪	٤٠٠٠	٢٥٧٥٠	٣٦٪

وتؤكد النتائج التى يتضمنها الجدولين السابقين على كل ما سبق التوصل إليه من حيث مفهوم مخاطرة الأعمال والنماذج الكمية المستخدمة في قياسها سواء في مجال القياس أو في مجال التنبؤ المستقبلى.

وفى هذا المجال نجد من الضرورى التأكيد على أن نجاح أى منشأة في مجال النشاط الذى تمارسه يتوقف على مدى نجاحها في تحريك مبيعاتها نحو التزايد وهو الأمر الذى يعكس أثره الإيجابى على التحرك الإيجابى لصافى ربح تشغيلها وهو الأمر الذى يعكس الأثر النهائى للعديد من العوامل التى تعكس فى مجملها مدى كفاءة الإدارة القائمة عليها من حيث.

* كفاءة إدارة الإنتاج.

* كفاءة إدارة المبيعات.

- * كفاءة إدارة المشتريات.
- * كفاءة إدارة المخازن.
- * كفاءة إدارة التسويق وبحوث السوق.
- * فاعلية نظم الحوافز المطبقة.... إلخ.

المخاطرة المالية Financial risk

الواقع أن المخاطرة المالية تتواجد في حالة التزام المنشأة بدفع فوائد تمويل ثابتة محددة سلفاً مع التزامها بدفع الأقساط، الأمر الذي يعنى أن المخاطرة المالية ترتبط باستخدام الرافعة المالية عند تكوين وإقرار هيكلها التمويلي وأن المخاطرة المالية تتزايد بالتوسع في استخدام الرافعة المالية.

وحيث أننا نرتبط هنا أيضاً بمجال القياس الكمي لدرجة المخاطرة المالية والتي سبق أن حددناها بمدى حساسية صافي الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح) للتغير بالزيادة أو النقص تبعاً للتغير الذي يحدث في صافي ربح التشغيل (ص) بالزيادة أو النقص أيضاً، حيث تتزايد درجة المخاطرة المالية بزيادة درجة الحساسية بين هذين المتغيرين.

إن المخاطرة المالية ترتبط بشكل مباشر بقرار التمويل في الوقت الذي وجدنا فيه أن مخاطرة الأعمال ترتبط بشكل مباشر بقرار الاستثمار، وحيث أن الفكر المالي يؤكد على العلاقة المباشرة بين قرارى التمويل والاستثمار، فمن المنطقى أن تكون هناك علاقة بين كل من مخاطرة الأعمال والمخاطرة المالية والتي ترتبط بنسبة الاعتماد على الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقاً بالنسبة لقيمة مصادر التمويل الإجمالية.

وإذا نظرنا إلى الجزء الأخير من قائمة الدخل السابق توضيحها والذي يبدأ من صافي ربح التشغيل وينتهي بصافي الأرباح القابلة للتوزيع والتي تمثل حقوق حملة الأسهم العادية تجد أن هناك علاقة بين صافي ربح التشغيل كمتغير مستقل وبين صافي الأرباح القابلة للتوزيع كمتغير تابع، أن هذه العلاقة هي التي تكون بشكل عام مفهوم درجة دائنية التمويل، وتمشياً مع اتجاه التبسيط، فإذا استعدنا ما سبق أن ذكرناه بخصوص دائنية التشغيل نجد أن الفرق بين المتغير المستقل (قيمة المبيعات) وبين المتغير التابع (صافي ربح التشغيل) يتمثل في مجموعة من التكاليف الثابتة والمتغيرة، وأن درجة حساسية المتغير التابع تبعاً للمتغير المستقل تتوقف على مدى جوهرية التكاليف الثابتة من حيث قيمتها النسبية لجملة التكاليف، وبالقيااس نجد أن دائنية التمويل تنحصر في علاقة بين متغيرين أحدهما مستقل (صافي ربح التشغيل) والآخر تابع (الأرباح القابلة للتوزيع) وبينهما أيضاً نوعين من التكاليف الغير مرتبطة بعمليات التشغيل، أحدهما يأخذ صفة الثبات وهي الفوائد والآخر يأخذ صفة التغير وهو الضرائب، حيث أن معدل الضريبة على الأرباح التجارية والصناعية يمثل معدلاً ثابتاً ولكن قيمة الضريبة نفسها تتجه نحو الزيادة أو الانخفاض تبعاً لقيمة الأرباح الخاضعة للضريبة، وعلى هذا الأساس فإن هناك حساسية للتغير في صافي الأرباح القابلة للتوزيع تبعاً للتغير في صافي أرباح التشغيل، وتتوقف درجة الحساسية هذه على مدى جوهرية التكاليف الثابتة والمتمثلة في فوائد الديون، وهذا هو أبسط المفاهيم لدرجة دائنية التمويل، الأمر الذي يعنى بالضرورة أن المنشأة إذا لم تستخدم مصادر تمويل ذات تكاليف ثابتة، فإن التغير في صافي ربح التشغيل سينتج عنه تغيراً في نفس الاتجاه وبنفس النسبة في صافي الأرباح القابلة للتوزيع (وبالتالى في نصيب السهم العادى من الربح)، وهو الأمر الذى يؤكد على الارتباط الواضح بين المخاطر المالية والرافعة المالية على الأقل عند هذا الحد من

المناقشة، بمعنى أن الرافعة المالية الكبيرة أو الأكثر ارتفاعاً سوف تعكس درجة أكبر من المخاطرة المالية والعكس صحيح، وغالباً ما يهتم المشترون المحتملون للأوراق المالية الخاصة بالشركة، بالمخاطرة التي من المتوقع أن تتعرض لها أوراقهم، حيث يهتمون بصفة خاصة بمدى قدرة المنشأة على الوفاء بمدفوعات الفوائد وسداد الدين، وهكذا وبالضرورة فكلما زادت الأموال المقترضة في الهيكل التمويلي، كلما زادت مخاطر عدم قدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قبل الدائنين.

هذا ولكي تقتحم مجال القياس الكمي لدرجة المخاطرة المالية فلنعد إلى استخدام البيانات السابق عرضها من المنشأتين س/ص والتي أفادت بأن المنشأة ترتبط بدرجة أعلى من المنشأة س، ولنعطى البيانات الافتراضية التالية عن هاتين المنشأتين

- * إجمالي الأصول ٢٠٠ مليون جنيه لكل منهما.
 - * الرافعة المالية صفر %، ٥٠% لكل من المنشأتين على التوالي.
 - * معدل الفائدة ١٠%.
 - * معدل الضريبة ٢٠%.
 - * لا توجد إصدارات للأسهم الممتازة في كل منهما.
- والآن يمكننا تصوير هذه المعلومات في الجدول التالي :

جدول رقم (٤)

(القيمة بالآلاف جنيه)

بيان	منشأة	
	ص	ص
صافي ربح التشغيل (ص)	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠
- فوائد التمويل	(١٠٠٠٠)	(صفر)
صافي الربح قبل الضرائب	٣٠٠٠٠	٤٠٠٠٠
- الضرائب ٢٠ %	(٦٠٠٠)	(٨٠٠٠)
صافي الربح بعد الضرائب	٢٤٠٠٠	٣٢٠٠٠
- توزيعات الأسهم للمنفعة	-	-
صافي الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ج)	٢٤٠٠٠	٣٢٠٠٠

وتطبيقاً لما سبق أن حددناه بشأن تزايد درجة المخاطرة المالية بتزايد الرافعة المالية وبالتالي ارتباط المنشأة بقيمة كبيرة من فوائد التمويل فيمكننا من خلال فحص محتويات الجدول السابق أن نؤكد على انعدام المخاطرة المالية في المنشأة س، وتواجدها في المنشأة ص.

والآن يمكننا التثبت من هذه النتيجة من خلال إلى مجال القياس الكمي لدرجة المخاطرة المالية في كل من المنشأتين موضع التحليل وذلك على الوجه التالي :

* بالنسبة للمنشأة س : أنظر معى إلى المعادلة التالية :

$$1 = \frac{40000}{40000 - \text{صفر}}$$

* بالنسبة للمنشأة ص : أنظر معى أيضاً إلى المعادلة التالية :

$$1,3 = \frac{40000}{10000 - 40000}$$

وبتفسير المعادلتين السابقتين ومطابقة محتوياتهما بالجدول السابق يمكننا وبسهولة صياغة النموذج التالى :

$$\text{د. م. م} = \frac{\text{ص}}{\text{ص} - \text{ف}} \dots \dots \dots (4)$$

أى أن

$$\text{درجة المخاطرة المالية} = \frac{\text{صافى ربح التشغيل}}{\text{صافى ربح التشغيل} - \text{فوائد التمويل}}$$

وتفسير النتائج التى توصلنا إليها باستخدام هذا النموذج رقم (4) تتحصر فيما يلى :

* بالنسبة للمنشأة س : والتى تتصف بانعدام درجة المخاطرة المالية من خلال ارتباطها بدرجة مخاطرة مالية قدرها واحد صحيح والتى تعنى أن أى تحرك فى قيمة صافى ربح تشغيلها ($\pm$) عن قيمته وقت القياس سوف يقابلها تحركاً مماثلاً ($\pm$) فى قيمة صافى الربح القابل للتوزيع.

أى أن تحرك قيمة صافى ربح التشغيل والتى تبلغ ٤٠ مليون جنيه فى نهاية عام ٢٠٠٤ نحو الزيادة أو النقص بمعدل ١٠% مثلاً فى عام ٢٠٠٥ سوف يترتب عليه تحرك قيمة صافى الربح القابل للتوزيع بمعدل ١٠% أيضاً ($\pm$).

* وبالنسبة للمنشأة ص : والتي ترتبط بدرجة مخاطرة مالية ١,٣ تعنى أن أى تحرك فى قيمة صافى ربح التشغيل والتي تبلغ أيضاً ٤٠ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٤ نحو الزيادة أو النقص بمعدل ١٠% مثلاً فى عام ٢٠٠٥ سوف يترتب عليه تحرك قيمة صافى الربح القابل للتوزيع بمعدل ١٣% (±).

ومن الواضح أيضاً أننا قد تعمدنا تثبيت معدل التغير فى قيمة صافى ربح التشغيل (Δ ص) لكل من المنشأتين س/ص وذلك بهدف التركيز على مدى إختلافهما فى رد الفعل لحدث واحد حيث تغير رد الفعل المذكور فى معدل التغير فى صافى الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (Δ ح) والذي وجدناه أكبر فى المنشأة ص عنه فى المنشأة س وهو الأمر الذي يرجع إلى إستخدام المنشأة ص لرافعة مالية ٥٠% فى الوقت الذى لا تستخدم فيه المنشأة س الرافعة المالية أو المتاجرة على الملكية.

ويمكننا الآن إستخدام النتائج السابقة والتي توصلنا إليها فى عرض ما يلى :

$$1 = \frac{\pm 10\%}{\pm 10\%} \longleftarrow \text{بالنسبة للمنشأة س،}$$

$$1,3 = \frac{\pm 13\%}{\pm 10\%} \longleftarrow \text{بالنسبة للمنشأة ص،}$$

ومن الواضح أننا فى مجال عرض نموذج آخر درجة المخاطرة المالية والذي يمكن عرضه على الوجه التالى :

$\text{د.م.م} = \frac{\Delta \text{ ح}}{\Delta \text{ ص}} = \dots\dots\dots (٥)$
--

أى أن :

معدل التغير فى قيمة صافى الربح (الخسارة) القابل للتوزيع
درجة المخاطرة المالية = $\frac{\text{معدل التغير فى قيمة صافى ربح التشغيل}}{\text{معدل التغير فى قيمة صافى ربح التشغيل}}$

ويستخدم هذا النموذج فى قياس درجة المخاطرة المالية من قائمتى دخل.
ويمكننا الآن إعادة صياغة النموذج رقم (٥) بضرب طرفيه فى وسطيه لنحصل
على النموذج التالى :

$$D \times \Delta X = D \times M \times \Delta X \text{ ص } (٦)$$

حيث أن :

معدل التغير المتوقع فى قيمة صافى الربح (الخسارة) = درجة المخاطرة المالية
 $\times$ معدل التغير المتوقع فى صافى ربح التشغيل.

ومن الواضح أن هذا النموذج يتشابه مع النموذج رقم (٣) من حيث
استخدامه فى مجال التنبؤ المستقبلى وهو الأمر الذى يمكن توضيحه من خلال
توسيع قاعدة المناقشة المرتبطة بالمنشأتين س، ص مع استخدام النتائج التى سبق
أن توصلنا إليها عند عرضنا لمخاطرة الأعمال، وعلى ذلك فلقد رأينا أن نعيد
على الطالب ذات السؤالين السابق طرحهما فى المجال المذكور.

ونعيد تذكير الطالب بالسؤال الأول والمتعلق بتحديد أفضلية المنشأة س عن
المنشأة ص ومدى صحته فيما لو كان هناك توقعا لحالة رواج اقتصادى فى عام
٢٠٠٥ يحدث زيادة متوقعة فى مبيعات كل منهما بمعدل ٤٠%.

والواقع أننا قد رأينا وفى إتجاه محاولة تعظيم درجة استفادة الطالب
واكتسابه لمهارة وحساسية التحليل أن نلجأ إلى استخدام النتائج التى سبق لنا

التوصل إليها من خلال تطبيق النموذج رقم (٣) فى مجال عرضنا لمفهوم ونماذج قياس مخاطرة الأعمال كنقطة بداية لإجابة السؤال المذكور وذلك على الوجه التالى :

* بالنسبة للمنشأة س :

$$\Delta \text{ ص لعام } 2005 = 2005 \times 40\% = 80\%$$

ولقد سبق أن أوضحنا أن المنشأة س وفى ظل ارتباطهما بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢ درجة فإن سيادة حالة الرواج الاقتصادى المتوقعة فى عام ٢٠٠٥ والتى ستزيد من قيمة مبيعاتها بمعدل ٤٠% ستؤدى إلى اتجاه قيمة صافى ربح تشغيلها إلى الزيادة بمعدل ٨٠%، وهنا ستمثل هذه النتيجة وفى مجال المخاطرة المالية تمغيراً مستقبلاً وبالتالى يصبح التساؤل الآن عما يمكن أن يحدث للمنشأة س بالنسبة لصافى ربحها القابل للتوزيع كرد فعل للتغير المذكور وهو $\Delta \text{ ص} = 80\%$.

وهنا سنتجه لاستخدام النموذج رقم (٦) على الوجه التالى :

$$\Delta \text{ ح لعام } 2005 = 2005 \times \Delta \text{ م.م.د}$$

$$\Delta \text{ ح لعام } 2005 = 2005 \times 80\% = 80\%$$

وتعنى هذه النتيجة أن صافى الربح القابل للتوزيع سوف يتجه نحو الزيادة فى عام ٢٠٠٥ بمعدل ٨٠% كنتيجة لاتجاه صافى التشغيل للزيادة المتوقعة بمعدل ٨٠% أى أن تحول قيمة صافى ربح التشغيل من ٤٠ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٤ إلى ٧٢ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٥ ستؤدى إلى تحول قيمة صافى الربح القابل للتوزيع من ٣٢ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٤ إلى ٥٧,٦ مليون جنيه فى عام ٢٠٠٥.

هذا ويمكننا إظهار هذه النتائج من خلال الحاسبات التى يتضمنها الجدول التالى :

جدول رقم (٥)

المنشأة (س)

(القيمة بالآلاف جنيهه)

بيان	الموقف الحالى تهلية ٢٠٠٤	الموقف المتوقع عن عام ٢٠٠٥	معدل التغير
صافي ربح قبل الضرائب	٤٠٠٠٠	٧٢٠٠٠	Δ ص - ٨٠%
- ضرائب ٢٠%	(٨٠٠٠)	(١٤٤٠٠)	
صافي ربح بعد الضرائب	٣٢٠٠٠	٥٧٦٠٠	
- توزيعات أسهم ممتازة	-	-	
ح	٣٢٠٠٠	٥٧٦٠٠	Δ ح - ٨٠%

* بالنسبة للمنشأة ص :

$$\Delta \text{ ص لعام } ٢٠٠٥ = ٢,٤ \times ٤٠\% = ٩٦\%$$

ولقد سبق أن أوضحنا أن المنشأة ص وفى ظل ارتباطهما بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢,٤ درجة، فإن سيادة حالة الرواج الاقتصادى المتوقعة فى عام ٢٠٠٥ والتى ستزيد من قيمة مبيعاتها بمعدل ٤٠% ستؤدى إلى إتجاه قيمة صافى ربح تشغيلها إلى الزيادة بمعدل ٩٦%، حيث ستمثل هذه النتيجة متغيراً مستقلاً فى مجال المخاطرة المالية الأمر الذى يحول التساؤل إلى ما يمكن أن يحدث للمنشأة ص بالنسبة لصافى ربحها القابل للتوزيع كرد فعل للمتغير المذكور وهو

٨ ص = ٩٦% الأمر الذى سيوجهنا أيضاً لاستخدام النموذج رقم (٦) على الوجه التالى :

$$\Delta \text{ ح لعام } ٢٠٠٥ = \text{م.م.د} \Delta \times \text{ص}$$

$$\Delta \text{ ح لعام } ٢٠٠٥ = ١,٣ \times ٩٦\% = ١٢٥\%$$

وتعني هذه النتيجة أنه وفي ظل ارتباط المنشأة ص بدرجة مخاطرة مالية ١,٣ درجة نتيجة لاعتمادها على استخدام الرافعة المالية وبمعدل ٥٠% في تمويل استثماراتها فإن صافي الربح القابل للتوزيع سوف يتجه نحو الزيادة في عام ٢٠٠٥ بمعدل ١٢٥% كنتيجة لاتجاه صافي ربح التشغيل للزيادة المتوقعة بمعدل ٩٦%، أي أن تحول قيمة صافي التشغيل من ٤٠ مليون جنيه في عام ٢٠٠٤ إلى ٧٨ مليون جنيه في عام ٢٠٠٥ ستؤدي إلى تحول قيمة صافي الربح القابل للتوزيع من ٢٤ مليون إلى ٥٤,٤ مليون جنيه في عام ٢٠٠٥.

هذا ويمكننا إظهار هذه النتائج من خلال الحسابات التي يتضمنها الجدول التالي :

جدول رقم (٦)

المنشأة (ص)

(القيمة بالآلاف جنيه)

معدل التغير	الموقف المتوقع عن عام ٢٠٠٥	الموقف الحالي نهية ٢٠٠٤	بيان
$\Delta \text{ ص} = ٩٦\%$	٧٢.٠٠٠	٤٠.٠٠٠	ص
	(١٠.٠٠٠)	(١٠.٠٠٠)	- ف
	٦٨.٠٠٠	٣٠.٠٠٠	صافي ربح قبل الضرائب
	(١٣٦.٠٠)	(٦٠.٠٠)	- ضرائب ٢٠%
	٥٤٤.٠٠	٢٤.٠٠٠	صافي ربح بعد الضرائب
	-	-	- توزيعات أسهم ممتازة
$\Delta \text{ ح} = ١٢٥\%$	٥٤٤.٠٠	٢٤.٠٠٠	ح

وبالمقارنة بين موقف المنشأتين س، ص يتأكد لنا أن المنشأة ص التي تستخدم الديون ذات الالتزامات الثابتة المحددة مسبقاً في تمويل استثماراتها ستكون في موقف نسبي أفضل من المنشأة س التي لا تستخدم الديون في تمويل استثماراتها وذلك فيما يتعلق برد الفعل الإيجابي على صافي الربح القابل للتوزيع والناتج عن اتجاه قيمة صافي ربح التشغيل نحو الزيادة والناتجة من زيادة المبيعات، وهو الأمر الذي يؤكد ما سبق أن أشرنا إليه من حيث جدوى استخدام الرافعة المالية في ظل الحالات الاقتصادية الجيدة والممتازة حيث تؤدي إلى تعظيم قيمة المنشأة من خلال تعظيم القيمة السوقية لأسهمها العادية المتداولة في أسواق رأس المال.

وفيما يتعلق بالسؤال الثاني : والمتعلق بالمقارنة بين موقف المنشأتين س، ص وعن أيهما ستكون أفضل حالاً فيما لو كان هناك توقعاً لحالة كساد اقتصادي في عام ٢٠٠٥ يحدث انخفاضاً متوقعاً في قيمة مبيعات كل منهما بمعدل ١٥%؟.

والواقع أننا في حالة تأكد تام الآن من قدرة الطالب على تحديد الإجابة واتجاهها في ضوء كل ما سبق أن ذكرناه عند تناولنا للموقف المقارن في حالة الزواج الاقتصادي المتوقع، حيث تتمثل الإجابة في أن المنشأة س والتي لا تستخدم الرافعة المالية في تمويل استثماراتها ستكون في موقف نسبي أفضل من المنشأة ص والتي تستخدم رافعة مالية ٥٠% في تمويل استثماراتها وذلك فيما يتعلق برد الفعل السلبي على صافي الربح القابل للتوزيع. والناتج عن اتجاه قيمة صافي ربح التشغيل نحو الانخفاض الناتج عن اتجاه المبيعات نحو الانخفاض والذي يمثل انعكاساً لحالة الكساد الاقتصادي المتوقع وهو الأمر الذي يؤكد ما سبق أن أشرنا إليه من حيث عدم جدوى استخدام الرافعة المالية في ظل الحالات الاقتصادية العادية والسيئة، حيث يؤدي استخدام الرافعة المالية إلى التأثير السلبي على قيمة المنشأة والمتمثل في انخفاض القيمة السوقية لأسهمها العادية المتداولة في أسواق رأس المال وتعرضها لمواقف الحرج المالي وإمكانية وقوعها داخل دائرة الفشل المالي.

ونعتقد أن القارئ سيقوم بإعداد الجدول التالي لتأكيد النتيجة المذكورة.

جدول رقم (۷)

(القيمة بالآلف جنيهه)

[illegible]

وتؤكد محتويات هذا الجدول المقارن أن المنشأة من الغير مقترضة في موقف أفضل من المنشأة ص التي تعتمد على تمويل استثماراتها بمعدل ٥٠% من قيمة مصادر تمويلها المتاحة بالقروض وذلك في ظل الحالة الاقتصادية السيئة، هذا ويمكن للقارئ التوصل إلى نفس النتائج النهائية التي يوضحها هذا الجدول من خلال استخدامه للنموذج رقم (٦) على الوجه التالي :

* بالنسبة للمنشأة س :

Δ ح لعام ٢٠٠٥ = د.م.م Δ X ص
 $\% ٣٠ - = \% ٣٠ \times ١ =$

* بالنسبة للمنشأة ص :

$$\Delta \text{ ح لعام } 2005 = \text{د.م.م} \Delta \times \text{ص}$$

$$= 1,3 \times 36\% = 47\%$$

المخاطرة الكلية والمدخل المقترح لتحليل الهيكل التمويلي :

لقد عرضنا وحتى الآن تفصيل لمخاطرة الأعمال والمرتبطة بدائنية التشغيل وكذلك للمخاطرة المالية المرتبطة بدائنية التمويل وبشكل منفصل، حيث أن هناك مقياساً شاملاً يجمع بينهما، حيث يفيد هذا المقياس الشامل في صناعة القرار التمويلي المتعلق بتكوين المزيج التمويلي Financial Mix للمنشأة بالإضافة إلى تقويمه والحكم على مدى سلامته بعد إقراره وهذا ببساطه يمثل مدخلنا المقترح والذي سنعرض له تفصيلاً بعد حسمنا لقضية المخاطرة الكلية. والنماذج المستخدمة في قياسها والتي رأينا أن نعرض لها من خلال استرجاعنا لأهم البيانات التي سبق أن عرضناها عند مناقشتنا لمخاطرتي الأعمال والمالية والتي تخص المنشأتين س، ص والتي نعيد عرضها علي النحو التالي :

جدول رقم (٨)

(القيمة بالخصه)

بيان	المنشأة س	المنشأة ص
قيمة المبيعات (ع)	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
- ت م ، ت ث	(٦١,٠٠٠)	(٦٠,٠٠٠)
صافي ربح التشغيل (ص)	٤٠٠٠٠	٤٠٠٠٠٠
- ف	(صفر)	(١٠٠٠٠)
صافي الربح القابل للتوزيع (ح)	٣٢٠٠٠	٢٤٠٠٠

وباستعراضنا للبيانات التي يتضمنها الجدول السابق يلاحظ أننا قد أهمنا في عرضنا كل من تكاليف التشغيل الثابتة - قيمة الضرائب وتوزيعات أرباح الأسهم الممتازة في الوقت الذي أبقينا فيه على البيانات التي تلزمنا في هذا المجال فقط والمتمثلة في الجدول المبسط التالي والذي تم تكوينه من البيانات المتاحة في الجدول السابق.

جدول رقم (٩)

القيمة بالآلاف جنيه

بيان	المنشأة من	المنشأة من
درجة مخاطرة الأعمال (د.م. ع) $\frac{ع - ت م}{ص}$	درجة ٢	٢,٤ درجة
درجة المخاطرة المالية $\frac{ص}{ص - ف}$	درجة ١	١,٣٣ درجة
درجة المخاطرة الكلية (د.م. ك) $\frac{ع - ت م}{ص} \times \frac{ص}{ص - ف} = \frac{ع - ت م}{ص - ف}$	$٢ = \text{درجة } ١ \times ٢$ $\frac{٢٠,٠٠٠ - ١٠٠,٠٠٠}{٤٠,٠٠٠ - صقر}$	$٣,٢ = \text{درجة } ١,٣٣ \times ٢,٤$ $\frac{٢٠,٠٠٠ - ١٠٠,٠٠٠}{٤٠,٠٠٠ - ١٠,٠٠٠} =$

ومن الواضح أننا قد توصلنا إلى درجة المخاطرة الكلية عن طريق ضرب درجة مخاطرة الأعمال في درجة المخاطرة الكلية وذلك من خلال النموذج النهائي التالي :

$\text{د.م. ك} = \frac{ع - ت م}{ص - ف} \dots\dots\dots (٧)$

أى أن :-

قيمة المبيعات - تكاليف التشغيل المتغيرة

درجة المخاطرة الكلية = $\frac{\text{صافى ربح التشغيل} - \text{فوائد التمويل}}{\text{قيمة المبيعات - تكاليف التشغيل المتغيرة}}$

وحيث أننا فى حالة تأكد رياضى على الأقل الآن من كون المخاطرة الكلية هى حاصل ضرب درجتى مخاطرة الأعمال والمالية فيمكننا التوصل إلى نموذج آخر لقياس درجة المخاطرة الكلية من خلال حاصل ضرب النموذجين رقم (٢)، (٥) فى بعضهما وذلك على الوجه التالى :

$$\begin{aligned} \text{د . م . ك} &= \text{د . م . ع} \times \text{د . م . م} \\ \text{د . م . ك} &= \frac{\Delta \text{ص}}{\Delta \text{ع}} \times \frac{\Delta \text{ح}}{\Delta \text{ع}} = \text{..... (٨)} \end{aligned}$$

أى أن :

نسبة التغير فى قيمة صافى الربح القابل للتوزيع

درجة المخاطرة الكلية = $\frac{\text{نسبة التغير فى قيمة المبيعات}}{\text{نسبة التغير فى قيمة صافى الربح القابل للتوزيع}}$

ويلاحظ أن درجة المخاطرة الكلية بهذه الصورة الموضحة تجعل من التغير فى المبيعات متغيراً مستقلاً، والتغير فى صافى الأرباح القابلة للتوزيع متغيراً تابعاً.

وعلى ذلك فإن مفهوم درجة المخاطرة الكلية تعني درجة حساسية صافى الأرباح القابلة للتوزيع للتغير تبعاً للتغير فى قيمة المبيعات، ومن المنطقى أن هذه الحساسية تعنى المخاطرة الكلية Total risk حيث تكون دلالة التغير ذات مغزى أكبر بالنسبة لصافى الأرباح القابلة للتوزيع، أو بالنسبة لأرباح السهم العادى، حيث أن الربط بين نوعى المخاطرة، يزيد من التشتت والمخاطرة المحتملة للسهم

العادى. وعلى ذلك فإن المهمة الأساسية للمدير المالى عند تصديده لاتخاذ القرار التمويلى المتعلق بتكوين المزيج التمويلى هى محاولة لتخفيض درجة المخاطرة الكلية بقدر الإمكان لكى تصل إلى المستوى المناسب، والواقع أن المهمة المذكورة تمثل المشكلة الأساسية التى تواجه المدير المالى فى هذا المجال.

هذا ويمكننا تطوير النموذج السابق عرضه رقم (٨) لكى يتلاءم مع استخدامات التنبؤ كما عرضنا للنماذج السابقة لكى يظهر على الوجه التالى :

$$\Delta \text{ ح} = \text{د} . \text{م} . \text{ك} \Delta \times \text{ع} \dots\dots\dots (٩)$$

وباستخدام هذا النموذج من خلال تطبيقه على البيانات المتاحة عن المنشأتين س، ص فى مجال التنبؤ المستقبلى المحصور فى حالتى الرواج والكساد الاقتصادى المتوقع يمكننا توضيح ما يلى :

* حالة الرواج الاقتصادى فى عام ٢٠٠٥ ($\Delta \text{ غ} = + ٤٠\%$).
* بالنسبة للمنشأة س :

$$\Delta \text{ ح (لعام ٢٠٠٥)} = ٢ \times ٤٠\% = ٨٠\%$$

وتعنى هذه النتيجة أنه فى ظل ارتباط المنشأة س بدرجة مخاطرة كلية ٢ درجة فإن الزيادة المتوقعة فى قيمة مبيعاتها بمعدل ٤٠% سوف ينتج عنها زيادة فى قيمة صافى الأرباح القابلة للتوزيع بمعدل ٨٠%.

* بالنسبة للمنشأة ص :

$$\Delta \text{ ح (لعام ٢٠٠٥)} = ٢,٤ \times ٤٠\% = ٩٦\%$$

حيث تعنى هذه النتائج أنه وفي ظل ارتباط هذه المنشأة بدرجة مخاطرة كلية ٢,٤ درجة فإن الزيادة المتوقعة في قيمة مبيعاتها بمعدل ٤٠% سوف ينتج عنها زيادة في قيمة صافي أرباحها القابلة للتوزيع بمعدل ٩٦%.

ونؤكداً لحرصنا الواضح على تدعيم مهارة الطالب في التحليل والاستنتاج وذلك في اتجاه الهدف الأساسي المتمثل في إيجاد المحلل المالي الفعال فسوف نلجأ إلى تفسير هذه النتيجة التي توصلنا إليها أخيراً باستخدام النموذج رقم (٩) وذلك من خلال استرجاع ما سبق تطبيقه باستخدام النموذجين رقمي (٣)، (٦) وذلك على الوجه التالي :

• بالنسبة للمنشأة س :

$$\Delta \text{ ص} = \text{د. م. م. ع} \times \Delta \text{ ع} \dots\dots\dots (\text{نموذج رقم ٣}).$$

$$\Delta \text{ ص لعام} (٢٠٠٥) = ٢ \times ٤٠\% = ٨٠\%$$

$$\Delta \text{ ح} = \text{د. م. م. م. ص} \times \Delta \text{ ص} \dots\dots\dots (\text{نموذج رقم ٦})$$

$$\Delta \text{ ح لعام} (٢٠٠٥) = ١ \times ٨٠\% = ٨٠\%$$

والتفسير المتتابع المعروض يتمثل في أن ارتباط المنشأة س بدرجة مخاطرة أعمال قدرها ٢ درجة يعنى قيمة صافي أرباح تشغيلها إلى الزيادة بمعدل ٨٠% كنتيجة مباشرة لاتجاه قيمة مبيعاتها المتوقع نحو الزيادة بمعدل ٤٠%، وأن عدم ارتباط المنشأة ذاتها بأية درجة من درجات المخاطرة المالية فيعنى اتجاه قيمة صافي أرباحها القابلة للتوزيع إلى الزيادة بمعدل ٨٠% كنتيجة مباشرة لاتجاه قيمة صافي ربح تشغيلها المتوقع نحو الزيادة بمعدل ٨٠% وكنتيجة غير مباشرة لاتجاه قيمة مبيعاتها المتوقع نحو الزيادة بمعدل ٤٠%.

• بالنسبة للمنشأة ص :

$$\Delta \text{ ص} = \text{د. م. م. ع} \times \Delta \text{ ع}$$

$$\therefore \Delta \text{ ص لعام } (2005) = 2,4 \times 40\% = 96\%$$

$$\Delta \text{ ح} = \text{د. م. م. م. ص} \times \Delta \text{ ص}$$

$$\therefore \Delta \text{ ح لعام } 2005 = 1,3 \times 96\% = 125\%$$

والتفسير المتتابع أيضاً لهذا التطبيق يتمثل في أن ارتباط هذه المنشأة بدرجة مخاطرة أعمال قدرها 2,4 درجة يعنى اتجاه قيمة صافى أرباح تشغيلها إلى الزيادة بمعدل 96% كنتيجة مباشرة لاتجاه قيمة مبيعاتها المتوقع نحو الزيادة بمعدل 40% وأن ارتباطها بدرجة مخاطرة مالية قدرها 1,3 درجة فيعنى اتجاه قيمة صافى أرباحها القابلة للتوزيع إلى الزيادة بمعدل 125% كنتيجة مباشرة لاتجاه قيمة صافى ربح تشغيلها المتوقع نحو الزيادة بمعدل 96%، وكنتيجة غير مباشرة لاتجاه قيمة مبيعاتها المتوقعة نحو الزيادة بمعدل 40%.

وتؤكد التفسيرات المذكورة على أن المخاطرة الكلية هي المحصلة النهائية للتفاعل بين نوعى المخاطرة وأن درجة الحساسية التى تقيسها المخاطرة الكلية $\left(\frac{\Delta \text{ ح}}{\Delta \text{ ع}} \right)$ ستكون ذات مغزى أكبر بالنسبة لدلالة التغير فى صافى الأرباح

القابلة للتوزيع أو بالنسبة لأرباح السهم العادى حيث أن الربط بين نوعى المخاطرة $\left(\frac{\Delta \text{ ص}}{\Delta \text{ ع}} \times \frac{\Delta \text{ ح}}{\Delta \text{ ص}} \right)$ سيزيد من التشتت والمخاطرة المحتملة لحملة الأسهم

العادية الأمر الذى يؤكد على أن المهمة الأساسية للمدير المالى وعند تصديده لاتخاذ القرار التمويلي المتعلق بتكوين المزيج التمويلي للمنشأة تتمثل فى محاولة تخفيض درجة المخاطرة الكلية أو زيادتها لى يصل إلى المستوى المناسب. وهو

الأمر الذى يعبر تماماً عن مدخل المخاطرة الكلية المقترح لتحليل الهيكل التمويلي والذي سنعرض لمضمونه وكيفية تطبيقه فى الجزء التالى مباشرة.

مضمون مدخل المخاطرة الكلية فى تحليل الهيكل التمويلي وأسلوب تطبيقه

وبعد انتهاء عرضنا لمفاهيم المخاطر الثلاثة ونماذج قياسها وفى اتجاه حرصنا على اكتساب الطالب لمهارة التطبيق رأينا أن نتعامل مع الحالة التالية :

مشروع استثمارى تحت الدراسة اتاحت لنا عنه البيانات التالية :

- إجمالى الاستثمارات المالية ١٠,٠٠٠ ألف جنيه.
- قيمة المبيعات السنوية المتوقعة ١٢,٠٠٠ ألف جنيه.
- تكاليف التشغيل تمثل ٥٠% من قيمة المبيعات.
- معدل الضريبة ٥٠% للتبسيط.
- تكاليف التشغيل المتغيرة ١٠% من المبيعات.
- الهيكل التمويلي المقترح يتجه لاستخدام رافع مالية بمعدل ٦٠% ومعدل فوائد التمويل ٢٥%.
- هناك إصدارات للأسهم الممتازة بتوزيعات قدرها ٥٠٠ ألف جنيه.
- درجة المخاطرة الكلية المقبولة فى النشاط تبلغ ٢ درجة.

والمطلوب تقييم الهيكل التمويلي المقترح من خلال مدخل المخاطرة الكلية مع توضيح مدى إمكانية تعديله إذا كان غير مناسباً، الأمر الذي يحتم علينا البدء بإعداد قائمتى المركز المالى والدخل للمشروع موضع الدراسة على النحو التالى :

جدول رقم (١٠)
قائمة المركز المالي

(القيمة بالآلاف جنيه)

الخصوم	قيمة	الأصول	قيمة
حقوق ملكية	٤٠٠٠		
ديون (٢٥%)	٦٠٠٠		
إجمالي خصوم	١٠٠٠٠	إجمالي أصول	١٠٠٠٠

جدول رقم (١١)
قائمة الدخل

(القيمة بالآلاف جنيه)

بيان	قيمة
قيمة المبيعات (ع)	١٢٠٠٠
- ت م ١٠%	(١٢٠٠)
- ت ث	(٤٨٠٠)
صافي ربح التشغيل (ص)	٦٠٠٠
- فوائد التمويل	(١٥٠٠)
صافي ربح قبل الضرائب	٤٥٠٠
- ضرائب ٥٠%	(٢٢٥٠)
صافي ربح بعد الضرائب	٢٢٥٠
-- توزيعات لأرباح الأسهم الممتازة	(٥٠٠)
صافي الربح (الخسارة) القابل للتوزيع (ح)	١٧٥٠

ومن الواضح أننا قد قمنا بإعداد قائمتي المركز المالي والدخل موضع الدراسة بالصورة الموضحة لكي نتمكن من قياس درجة المخاطرة الكلية الفعلية في المشروع وذلك علي الوجه التالي :

$$\text{د.م.ك} = \text{د.م.ع} \times \text{د.م.م}$$

$$\frac{6000}{4000} \times \frac{12000 - 12000}{6000} =$$

$$= 1,8 \times 1,3 = 2,34 \text{ درجة}$$

وحيث أن درجة المخاطرة الكلية الفعلية تتجاوز الدرجة المقبولة في النشاط فيمكننا القطع بعدم سلامة الهيكل التمويلي (٤٠% تمويل بالملكية، ٦٠% تمويل بالديون)

ولتنفيذ الإجراءات المرتبطة بتعديل الهيكل التمويلي للمشروع يجب تنفيذ

ما يلي :

$$\text{د.م.ك} = \text{د.م.ع} \times \text{د.م.م}$$

$$2 \text{ درجة} = 1,8 \text{ درجة} \times \text{س}$$

$$\therefore \text{س} = \frac{2}{1,8} = 1,1 \text{ درجة}$$

ومن الواضح أننا قمنا بتثبيت درجة مخاطرة الأعمال والتي تخرج افتراضاً عن نطاق تحكمنا علي الأقل في مجال هذا العرض المبسط، وينحصر جهدنا في ما توصلنا إليه من أهمية تخفيض درجة المخاطرة المالية من ١,٣ درجة إلى ١,١ درجة لكي يدخل المشروع في دائرة المخاطرة الكلية المقبولة. وذلك على الوجه التالي :

$$\frac{\text{ص}}{\text{ص} - \text{ف}} = \text{د.م.م}$$

$$\frac{6000}{6000 - \text{ف}} = 1,1$$

وتعنى هذه المعادلة أهمية التوصل إلى قيمة فوائد التمويل القصوى التى تحصر درجة المخاطرة المالية فى نطاق ١,١ درجة فى ظل ارتباط المشروع بصافى ربح تشغيلى متوقع قدره ٦٠٠٠ ألف جنيه، وبالمعالجة الحسابية المبسطة لهذه المعادلة يمكننا التوصل إلى القيمة القصوى لفوائد التمويل والتى تبلغ ٥٤٥ ألف جنيه.

وفى مجال التوصل إلى الهيكل التمويلى الملائم للمشروع نتجة إلى إعداد ما يلى :

$$\text{معدل الفائدة} = \frac{\text{قيمة الفوائد}}{\text{قيمة القرض}}$$

$$\therefore 0,25 = \frac{545}{\text{س}}$$

$$\therefore \text{س (قيمة القرض)} = \frac{545}{0,25} = 2180 \text{ ألف جنيه}$$

ويمكننا الآن حصر نتائج تحليلنا للهيكل التمويلى للمشروع موضع الدراسة فى ضرورة تخفيض قيمة القرض من ٦٠٠٠ ألف جنيه إلى ٢١٨٠ ألف جنيهه وتحويل القيمة الزائدة وقدرها ٣٨٢٠ ألف جنيه إلى تمويل بالملكية الأمر الذى يعنى وفى التحليل النهائى حتمية تخفيض الرافعة المالية من ٦٠% إلى ٢١,٨%

$$\left(100 \times \frac{2180}{10000} \right)$$

الهيكل التمويلي والاستئجار التمويلي :

تقوم المنشأة بشراء الأصول الثابتة بهدف الاستفادة من خدماتها على امتداد عمرها الإنتاجي داخل إطار كونها طاقة إنتاجية تستخدم في عمليات التحول الإنتاجي للحصول في النهاية على المنتج النهائي وإعادة بيعه لعملائها.

وفي كثير من الحالات تمثل شراء الأصول الثابتة تحديداً لا يمكن تجاهله للإمكانيات المالية المتاحة للمنشأة سواء المملوكة منها أو المقترضة، الأمر الذي قد يؤدي إلى إستبعاد مقترحات توسعات استثمارية مطلوبة.

ويرى الكثير من علماء التمويل أن أهمية الأصول الثابتة من منظور المنشأة لا تنحصر في ملكيتها لهذه الأصول وإنما تنحصر وبالدرجة الأولى في الاستفادة من خدماتها، الأمر الذي يجعل من استئجارها أمراً جديراً بالدراسة والتحليل.

ويعنى الاستئجار في مفهومه العام إمكانية الاستفادة المنشأة بأصول الآخرين خلال فترة زمنية محددة مقابل قيمة إيجارية مقابل هذه الاستفادة يحصل عليها المؤجر (مالك الأصل) الأمر الذي يشير إلى منطقية معاملة استئجار الأصول كمصدر تمويلي للمنشأة يمكن الاعتماد عليه إلى جانب المصادر التمويلية الأخرى. وفي هذا المجال فنحن ننادى بأهمية وضع هذا المصدر التمويلي داخل دائرة الاهتمام الشديد لما لذلك من آثار إيجابية للمنشأة وللاقتصاد القومي المصري ككل أهمها ما يلي :

١- إضافة مصدر تمويلي جديد إلى حلبة المنافسة مع مصادر التمويل التقليدية، الأمر الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة التمويل التي تتحملها الشركات والمشروعات الجديدة.

٢- إمكانية استخدام التكنولوجيا الحديثة فى عمليات التحول الإنتاجى وبالتالى رفع المستوى المهارى للعمالة المصرية.

٣- ضمان استمرارية النشاط الاستثمارى سواء كان جديداً أو توسعياً أو إحلال وتجديد فى جميع الظروف الاقتصادية وخاصة الكسادية منها.

٤- توسيع قاعدة المشروعات الصغيرة والتي لا تمتلك غالباً الإمكانيات المالية المطلوبة لتملك الأصول الثابتة بالإضافة إلى ضعف قدرتها الائتمانية.

وفى هذا المجال يمكننا التفرقة بين الاستئجار التشغيلى Operating Lease وبين الاستئجار التمويلى Lease Financing حيث أن الاستئجار التشغيلى يغطى فترة قصيرة نسبياً بمعنى أن فترة الاستئجار هنا تقل عن الفترة الزمنية المكونة للعمر الإنتاجى للأصل المستأجر الأمر الذى يعنى أن الفترة المذكورة سيقضيها الأصل من منشأة مستأجرة لمنشأة مستأجرة أخرى فى الوقت الذى نجد فيه أن الاستئجار التمويلى يغطى فترة زمنية مساوية وفى أغلب الحالات للعمر الإنتاجى للأصل الأمر الذى يؤكد أنه يمثل مصدراً للتمويل طويل الأجل ومن المنطقى فى هذه الحالة أن تغطى جملة أقساط الاستئجار تكلفة الأصل بالإضافة إلى ربح المؤجر.

وننوه هنا إلى تناولنا التحليلى للاستئجار التمويلى كبديل لتملك الأصول المتأجرة والتي يتم تمويلها بالاقتراض المصرفى أو بالملكية أو بخلط تمويلى يجمع بينهما.

هذا وقبل أن نخوض فى تفاصيل هذا الموضوع رأينا أن نؤكد على القارئ الحقائق التالية :

١- أن ثمن شراء الأصل المقترح استئجاره سيمثل تدفق نقدى داخل وذلك داخل إطار مفهوم الفرصة البديلة حيث أن استئجار الأصل سيمنع هذه القيمة من حتمية كونها تدفقاً نقدياً خارجاً فى حالة شرائه.

٢- أن قسط الاستئجار الأول سيتم دفعه الآن (وقت الاستئجار) فى حين أن الافتراض سيتم دفع أول دفعه من فوائده وأقساطه فى نهاية سنة من الافتراض.

٣- أن قسط الاستئجار السنوى سيحدث للمنشأة وقرأ ضريبياً نظراً لمعاملته كمصروف يسجل فى جانب المصروفات من حساب الأرباح والخسائر وهنا سيكون :

الوفر الضريبى المكتسب لقسط الاستئجار = قسط الاستئجار $\times$ معدل الضريبة
وسيتم معاملة هذه القيمة كتدفق نقدى داخل إطار مفهوم الفرصة البديلة أيضاً.

٤- أن قسط الإهلاك السنوى المرتبط بشراء الأصل سيعنى فى حالة الاستئجار فقدان المنشأة المستأجرة للوفر الضريبى الذى كان سيحدثه فى حالة الشراء، الأمر الذى يعنى أن :

الوفر الضريبى الضائع لقسط الإهلاك = قسط الإهلاك السنوى $\times$ معدل الضريبة

ومن المنطقى أن نتعامل مع القيمة الناتجة هنا كتدفق نقدى خارج وذلك داخل مفهوم الفرص البديلة أيضاً.

٥- أن الوفر الضريبى المرتبط بالافتراض المصرفى لشراء الأصل سيمثل فى حالة الاستئجار تدفقاً نقدياً خارجاً اعتماداً على فقدان المنشأة المستأجرة لهذا الوفر الضريبى فى حالة استئجار الأصل بدلاً من شرائه ويمكننا التوصل إلى هذه القيمة كما يلى :

الوفر الضريبى الضائع نتيجة عدم الافتراض = قيمة فوائد القروض $\times$ معدل الضريبة

٦- أن تقييم اقتراح استئجار الأصل بدلاً من شرائه سيغطى جميع الاحتمالات الممكنة لتمويله فى حالة الشراء والمتمثلة فى :

١/٦ التمويل بالاقتراض المصرفي فقط.

٢/٦ التمويل بالملكية فقط.

٣/٦ التمويل بذات الخليط الحالي للمنشأة المستأجرة على افتراض أنه مناسباً (هيكل تمويل أمثل).

٧- أن المفاضلة بين اقتراحي استئجار الأصل وشرائه (ببدائل التمويل الثلاثة المحتملة) سيتم باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية والذي يحتم استخدامها تحديد معدل الخصم المستخدم في التقييم والذي سيختلف باختلاف طريقة تمويل الشراء المحتملة حيث :

١/٧ سيتم استخدام معدل خصم مساو لسعر الفائدة المصرفي في حالة المفاضلة بين استئجار الأصل وبين شرائه بتمويل مصرفي.

٢/٧ سيتم استخدام معدل خصم مساو لتكلفة التمويل بالملكية والمتمثل في معدل العائد المطلوب من مساهمي المنشأة المستأجرة وذلك في حالة المفاضلة بين استئجار الأصل وبين شرائه بتمويل بالملكية.

٣/٧ سيتم استخدام معدل خصم مساو لتكلفة التمويل المرجحة بالمنشأة المستأجرة وذلك في حالة المفاضلة بين استئجار الأصل وبين شرائه بخليط تمويل إضافي يجمع بين الملكية والاقتراض.

وبعد استعراض الحقائق المذكورة فلنتجه الآن إلى التعامل مع الحالة التالية :

أعلن مدير الإنتاج بإحدى الشركات الصناعية عن حاجته لشراء آلة جديدة قيمتها مليون جنيه - بما فيها مصاريف النقل والتركيب - عمرها الافتراضي ١٠ سنوات. وبعرض الأمر على المدير المالي للشركة أكد على ضرورة دراسة اقتراح استئجار الآلة المطلوبة لمدة ١٠ سنوات بقسط استئجار سنوى قدره

١٢٠,٠٠٠ جنيه وذلك كبديل لشرائها وتمويل هذا الشراء بقرض مصرفى بمعدل فائدة سنوى ١٢% أو بإصدار أسهم عادية جديدة تكلفتها بما فيها مصاريف الإصدار ٢٥% أو بذات الخليط التمويلي الحالى للمنشأة والذي يعتمد على استخدام رافعة مالية ٤٠%، وفى ضوء خضوع أرباح الشركة، لمعدل ضريبة ٢٠% واستخدامها لطريقة القسط المتساوى فى إهلاك أصولها الثابتة فما الذى يمكن أن يفعله المدير المالى فيما يتعلق بتوصيته بالأسلوب الأفضل للحصول على الآلة المطلوبة.

الواقع أن المدير المالى سيقوم بإعداد برنامج تحليلى على النحو التالى :

أولاً : المفاضلة بين بدلى الاستئجار التمويلي وتمويل شراء الأصل بقرض مصرف بمعدل فائدة ١٢%.

من المنطقى أن يبدأ المدير المالى هذا الجزء من برنامج التحليلى بتحديد قيمة فوائد القرض السنوية (فى حالة الشراء) على اعتبار أن سداده سيتم على أقساط سنوية متساوية وذلك بهدف تحديد قيم الوفر الضريبي الضائع لهذه الفوائد السنوية والذي سيمثل هنا تدفقاً نقدياً خارجاً كما سبق بيانه التأكيد عليه.

وفيما يلى طريقة تحديد فوائد القروض السنوية وميزتها الضريبية الضائعة.

جدول رقم (١٢)

(القيمة بالجنيه)

بيان سنوات	رصيد القرض في بداية السنة	قيمة الفوائد السوية (١٢%)	قيمة الوفر الضريبي الضائع = قيمة الفوائد × معدل الضريبة
١	١,٠٠٠,٠٠٠	١٢٠,٠٠٠	(٢٤٠٠٠)
٢	٩٠٠,٠٠٠	١٠٨,٠٠٠	(٢١٦٠٠)
٣	٨٠٠,٠٠٠	٩٦,٠٠٠	(١٩٢٠٠)
٤	٧٠٠,٠٠٠	٨٤,٠٠٠	(١٦٨٠٠)
٥	٦٠٠,٠٠٠	٧٢,٠٠٠	(١٤٤٠٠)
٦	٥٠٠,٠٠٠	٦٠,٠٠٠	(١٢٠٠٠)
٧	٤٠٠,٠٠٠	٤٨,٠٠٠	(٩٦٠٠)
٨	٣٠٠,٠٠٠	٣٦,٠٠٠	(٧٢٠٠)
٩	٢٠٠,٠٠٠	٢٤,٠٠٠	(٤٨٠٠)
١٠	١٠٠,٠٠٠	١٢,٠٠٠	(٢٤٠٠)

وتأكيداً على الحقائق السابق توضيحها والمرتبطة بأسس المفاضلة بين بديلي
الاستئجار التمويلي والتملك سيقوم المدير المالي بتحديد صافي التدفق النقدي
المتوقع من خلال إعداد الجدول التالي :

جاء

(1947)

[illegible]

ومن الواضح أن صافى التدفق النقدى المتوقع قد ظهر بقيمة موجبة فى السنة صفر (الآن) نظراً لأن ثمن شراء الآلة التى سيؤدى استئجارها إلى تجنب اتفاق أكبر من قسط الاستئجار السنوى الذى سيبدأ مع بداية إقرار بديل الاستئجار، فى حين ظهر صافى التدفق النقدى المتوقع بقيمة سالبة على امتداد السنوات التسع نظراً لزيادة قيمة الاستئجار السنوى والوفر الضريبيى الضائع على كل من قسط الإهلاك وفوائد القروض عن قيم الوفر الضريبيى المكتسب من قسط الاستئجار فى الوقت الذى ظهر فيه بقيمة موجبة فى نهاية السنة العاشرة. وفى اتجاه المقارنة بين كل من القيم الموجبة والسالبة فسوف يتجنب المدير المالى المقارنة المطلقة بينهما نظراً لحتمية استخدامه واهتمامه بمفهوم القيمة الحالية.

وكما سبق أن ذكرنا منطقياً استخدامنا لمعدل خصم مساو لسعر فائدة القروض وهو ١٢% عند إجراء المفاضلة بين بدلى الاستئجار والاقتراض المصرفى لتمويل الشراء باستخدام طريقة صافى القيمة الحالية وذلك، على النحو التالى :

صافى القيمة الحالية = (ق. ح للتدفقات النقدية الموجبة بمعدل خصم ١٢%) - (ق. ح للتدفقات النقدية السالبة بمعدل خصم ١٢%).

$$= (٨٨٠,٠٠٠ \times \text{واحد صحيح} + ١٦٠٠ \times ٠,٣٢٢) - (١٤٠,٠٠٠ \times ٠,٨٩٣ + ١٣٧٦٠٠ \times ٠,٧٩٧ + ١٣٥٢٠٠ \times ٠,٧٢١ + ١٣٢٨٠٠ \times ٠,٦٣٦ + ١٢٥٦٠٠ \times ٠,٤٥٢ + ١٢٨٠٠٠ \times ٠,٥٠٧ + ١٣٠,٤٠٠ \times ٠,٥٦٧ + ١٢٣٢٠٠ \times ٠,٤٠٤ + ١٢٠,٨٠٠ \times ٠,٣٦٠)$$

$$= ٧٠٥٤٩٢ - ١٧٥٠٢٣ =$$

ويلاحظ أن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الموجبة قد انحصرت في القيمة الحالية لمبلغ ٨٨٠.٠٠٠ جنيه والتي تساوت مع القيمة المطلقة لذات المبلغ لأنه سيحدث الآن وليس مستقبلاً بالإضافة إلى القيمة الحالية لمبلغ ١٦٠٠ جنيه والتي ستحدث في نهاية السنة العاشرة من الآن الأمر الذي حتم علينا إيجاد قيمتها الحالية بمعدل خصم ١٢% لتصل إلى ٥١٥ جنيه فقط.

ونؤكد هنا على أن صافي القيمة الحالية الموجبة هذه تشير إلى تفوق بديل استئجار الأصل على بديل شرائه بتمويل مصرفي بمعدل فائدة ١٢% حيث أن بديل الاستئجار سيعني تحقيق معدل عائد سنوي مركب على الاستثمار قدره ١٢% سنوياً بالإضافة إلى تعظيم ثروة مساهمي المنشأة بمقدار ١٧٥.٢٣ جنيه الأمر الذي يؤكد على أن بديل الاستئجار سيرتبط بتحقيق معدل عائد داخلي على الاستثمار أعلى من ١٢%.

ثانياً : المفاضلة بين بدلي الاستئجار التمويلي وتمويل شراء الأصل بالملكية :

حيث أن البديل المطروح هنا هو تمويل شراء الأصل بالملكية فسيعني الأمر عدم التفكير في الاقتراض المصرفي الأمر الذي يعنى وفي التحليل النهائى عدم استخدام المدير المالى أو عدم حاجته لإعداد الجدول رقم (١) فى الوقت الذى يحتم عليه إعادة النظر فى الجدول رقم (٢) السابق إعداده من خلال استبعاده لقيمة الوفر الضريبيى الضائع لفوائد القروض حيث ستخفص القيم السالبة لـصافى التدفقات النقدية بمقدار القيم السالبة المعبرة عن هذا الوفر الضريبيى الضائع.

وسوف يتوصل المدير المالى إلى صافى تدفقات نقدية سالبة متساوية القيمة قدرها ١١٦,٠٠٠ جنيه سنوياً، ولمدة ٩ سنوات من نهاية السنة الأولى إلى نهاية السنة التاسعة فى الوقت الذى سيتوصل فيه إلى قيمة موجبة قدرها ٤٠٠٠ جنيه فى نهاية السنة العاشرة.

وباستخدامه لمعدل خصم ٢٥% كحد أدنى من معدل العائد المطلوب على الاستثمار لقبول بديل استئجار الأصل فيمكنه التوصل إلى صافى القيمة الحالية من خلال مراحل توضيحية يبينها كالأتي :

* القيمة الحالية للتدفقات النقدية الموجبة بمعدل خصم ١٢% :

$$= ٨٨٠,٠٠٠ \times \text{واحد صحيح} + ٤٠٠٠ \times ٠,١٠٧ = ٨٨٠.٤٢٨ \text{ جنيه}$$

أما بالنسبة للقيمة الحالية للتدفقات النقدية السالبة وبمعدل خصم ٢٥% فسيتم التوصل إليها على مرحلتين هما :

الأولى : القيمة الحالية لصافى تدفق نقدي قدره ١١٦٠٠٠ جنيه لمدة ٩ سنوات بمعدل خصم ٢٥% وباستخدام الجدول الثاني من جداول القيمة الحالية =
 $١١٦,٠٠٠ \text{ جنيه} \times ٣,٤٦٣ = ٤٠١٧٠٨ \text{ جنيه}$

الثانية : حيث أن القيمة الحالية التي توصلنا إليها في المرحلة الأولى ستمثل مبلغاً سيتم انفاقه بعد سنة من الآن فيحتم الأمر إيجاد قيمته الحالية بمعدل خصم ٢٥% باستخدام الجدول الأول كما يلي :

$$\text{القيمة الحالية لمبلغ } ٤٠١٧٠٨ \text{ جنيه بعد سنة من الآن بمعدل خصم } ٢٥\% = \\ = ٤٠١٧٠٨ \times ٠,٨٠٠ = ٣٢١٣٦٦ \text{ جنيه}$$

وعلى ذلك ستكون القيمة الحالية للتدفقات النقدية السالبة بمعدل خصم ٢٥% = ٣٢١٣٦٦ جنيه.

وأخيراً سيتمكن المدير المالي من تحديد صافى القيمة الحالية كما يلي :

$$\text{صافى القيمة الحالية} = (\text{ق. ح للتدفقات النقدية الموجبة بمعدل خصم } ٢٥\%) - (\text{ق. ح للتدفقات النقدية السالبة بمعدل خصم } ٢٥\%)$$

$$= ٨٨٠.٤٢٨ \text{ جنيه} - ٣٢١٣٦٦ \text{ جنيه} = ٥٥٩.٠٦٢ \text{ جنيه}$$

ويتأكد أيضاً أن صافي القيمة الحالية الموجبة هذه تشير إلى تفوق بديل استئجار الأصل على بديل شرائه وتمويل بالملكية حيث أن بديل الاستئجار سيعنى تحقيق معدل عائد سنوى مركب على الاستثمار قدره ٢٥% سنوياً بالإضافة إلى تعظيم ثروة المساهمين بمقدار ٥٥٩.٠٦٢ جنيه الأمر الذى يؤكد على أن بديل الاستئجار س يرتبط بتحقيق معدل عائد داخلى على الاستثمار أكبر من ٢٥%.

ثالثاً : المفاضلة بين بدلى الاستئجار التمويلى وتمويل شراء الأصل بخليط إضافى من الملكية والاقتراض.

فى هذه الجزئية من التحليل سيجد المدير المالى نفسه مضطراً لإعادة حساباته السابقة وبشكل مختلف، حيث يمكننا تحديد هذه الإضافى من خلال إدراكه لأن بديل الاستئجار التمويلى هنا ينحصر فى تدبير ثمن الآلة بخليط من الملكية والمديونية بمعدلي ٦٠%، ٤٠% على التوالى الأمر الذى يستلزم ما يلى :

١- تحديد الفوائد السنوية للقرض الإضافى والذى تبلغ قيمته هنا ٤٠٠,٠٠٠ جنيه فقط وذلك لإمكانية تحديد قيمة الوفر الضريبيى الضائع نتيجة عدم الاقتراض وذلك من خلال إعداد الجدول التالى :

جدول رقم (١٤)

(القيمة بالجنيه)

بيان سنوات	رصيد القرض في بداية السنة	قيمة الفوائد السوية (١٢%)	قيمة السوفر الضريبي الضلع = قيمة الفوائد × معدل الضريبة
١	٤٠٠,٠٠٠	٤٨٠٠٠	(٩٦٠٠)
٢	٣٦٠,٠٠٠	٤٣٢٠٠	(٨٦٤٠)
٣	٣٢٠,٠٠٠	٣٨٤٠٠	(٧٦٨٠)
٤	٢٨٠,٠٠٠	٣٣٦٠٠	(٦٧٢٠)
٥	٢٤٠,٠٠٠	٢٨٨٠٠	(٥٧٦٠)
٦	٢٠٠,٠٠٠	٢٤٠٠٠	(٤٨٠٠)
٧	١٦٠,٠٠٠	١٩٢٠٠	(٣٨٤٠)
٨	١٢٠,٠٠٠	١٤٤٠٠	(٢٨٨٠)
٩	٨٠,٠٠٠	٩٦٠٠	(١٩٢٠)
١٠	٤٠,٠٠٠	٤٨٠٠	(٩٦٠)

٢- تحديد صافي التدفقات النقدية المتوقعة وتحديد اتجاهاتها وذلك من خلال إعداد الجدول التالي :

(附註)

جسٹریل رقص (۱۵)

[illegible]

٣- تحديد معدل الخصم المستخدم :

وكما سبق أن أوضحنا أن معدل الخصم المستخدم هنا سيعكس التكلفة المرجحة للخليط التمويلي الذي يجمع بين الملكية والاقتراض وذلك على النحو التالي :

التكلفة المرجحة للخليط التمويلي الإضافي = تكلفة التمويل بالملكية $\times$ وزنها النسبي في التمويل الإضافي + سعر فائدة لقروض $\times$ وزنها النسبي في التمويل الإضافي = $25\% \times 60\% + 12\% \times 40\% = 15\% + 4,8\% = 19,8\%$ تقريباً.

وفي هذا المجال نؤكد أننا لم نلجأ إلي تخفيض معدل فائدة القروض بمقدار أثرها الضريبي نظراً لأننا قد قمنا بإدخال الوفر الضريبي الضائع لفوائد القروض نتيجة عدم الاقتراض عند حسابنا لصافي التدفقات النقدية المتوقعة والمدرجة في الجدول رقم (٤).

وهنا وبعد إعداد المدير المالي للحسابات الثلاث السابقة يمكنه وباستخدام الجدول الأول من جداول القيمة الحالية أن يحدد صافي القيمة الحالية على النحو التالي :

صافي القيمة الحالية = (ق. ح للتدفقات النقدية الموجبة بمعدل خصم ٢٠%) - (ق. ح للتدفقات النقدية السالبة بمعدل خصم ٢٠%).

$$\begin{aligned} &= 880,000 \times \text{واحد صحيح} + (1,62 \times 30,40) - (0,833 \times 1256,00) \\ &+ 0,482 \times 122720 + 0,579 \times 123680 + 0,694 \times 124640 + \\ &+ 0,779 \times 119840 + 0,335 \times 120800 + 0,402 \times 121760 \\ &+ (0,194 \times 117920 + 0,233 \times 118880) \\ &= 495313 - 385179 = \text{جنيه} \end{aligned}$$

ومن المؤكد الآن أن بديل استئجار الأصل المطلوب يتفوق على بديل شرائه وتملكه بمختلف طرق التمويل البديلة وأن تفوقه ظهر بقوة عند مقارنته بتمويل الشراء بالملكية في الوقت الذي ظهر تفوقه بقوة أقل نسبياً عند مقارنته بتمويل الشراء بالاقتراض في الوقت الذي ظهر تفوقه بقوة أقل نسبياً عند مقارنته بتمويل الشراء بخليط من الملكية والاقتراض الأمر الذي يتوافق مع الأصول العلمية للتمويل والتي تؤكد في أحد جوانبها على أن تكلفة التمويل بالملكية أعلى وبالضرورة من تكلفة التمويل بالاقتراض.

تدريبات الوحدة الثالثة

التدريب الأول

منشأة س، ص المبيعات السنوية لكل منهما ٢٠ مليون جنيه، صافى ربح التشغيل لكل منهما ٨ مليون جنيه، نسبة تكاليف التشغيل المتغيرة من المبيعات ٥٠%، ٢٠% لكل منهما على التوالى.

فهل ستكون المنشأة س أكثر حظاً من المنشأة ص فى حالة توقع رواج اقتصادى يزيد مبيعات كل منهما بمعدل ٥٠%؟

التدريب الثانى

قمت بشراء عدد من الأسهم العادية التى أصدرتها إحدى الشركات المساهمة بسعر ١٠٠٠ جنيه للسهم الواحد وكانت البيانات المتاحة لديك فى نهاية عام ٢٠٠٢ عن الشركة المصدرة كما يلى :

- ١- قيمة المبيعات السنوية ٢٠٠,٠٠٠ (ألف جنيه)
- ٢- تكاليف التشغيل الإجمالية ١٠٠,٠٠٠ (ألف جنيه)
- ٣- فوائد تمويل ٣٠,٠٠٠ (ألف جنيه)
- ٤- رأس مال الشركة ٢٠٠,٠٠٠ (ألف جنيه)
- ٥- تكاليف التشغيل المتغيرة ١٠% من المبيعات
- ٦- الشركة معفاة من الضرائب.

والمطلوب :

(أ) تحديد موقفك الاستثمارى فى نهاية عام ٢٠٠٢ .

(ب) تحديد موقفك الاستثمارى المتوقع فى نهاية عام ٢٠٠٣، إذا كان هناك توقعاً لحالة رواج اقتصادى يزيد مبيعات الشركة بمعدل ٥٠%.

(ج) تحديد موقفك الاستثمارى المتوقع فى نهاية عام ٢٠٠٣ إذا كان هناك توقعاً لحالة كساد اقتصادى يخفض مبيعات الشركة بمعدل ٣٠%.

التدريب الثالث

استخدم البيانات الآتية والمتعلقة بإحدى الشركات فى قياس درجة المخاطرة الكلية من خلال قياس درجتى مخاطرة الأعمال والمخاطرة المالية عن عام ٢٠٠٢ مفسراً معنى كل نوع من المخاطر الثلاث.

قيمة المبيعات السنوية ١٠ مليون جنيه، إجمالى تكاليف التشغيل السنوية ٧ مليون جنيه، قيمة فوائد التمويل مليون جنيه، تكاليف التشغيل الثابتة ٥ مليون جنيه، معدل الضريبة ٥٠% (التبسيط).

وفى ضوء حساباتك السابقة ماذا يمكن أن يحدث فى عام ٢٠٠٣ فيما لو أصبحت قيمة المبيعات ١٢ مليون جنيه.

وإذا علمت أن إجمالى الأصول الدفترية لشركة فى عام ٢٠٠٢ تبلغ مليون جنيه وأن معدل العائد المطلوب على رأس المال ٣٠% وأن معدل الفائدة المصرفى ٢٠%.

فهل يمكنك قياس الحالة المالية للشركة؟ كيف؟

التدريب الرابع

استخدم البيانات التالية عن الشركة (س) فى تقييم مدى سلامة هيكلها التمويلى مع إبداء الرأي عن إمكانية تعديله وذلك فى ضوء درجة مخاطرة كلية مقبولة فى النشاط الذى تمارسه قدرها ٢ درجة.

- قيمة المبيعات السنوية ٦ مليون جنيه.

- إجمالى الأصول ١٦ مليون جنيه.
- الرافعة المالية ٧٠%.
- معدل الفائدة على القروض ١٦%.
- إجمالى تكاليف التشغيل السنوية ٢,٨ مليون جنيه.
- تكاليف التشغيل المتغيرة ٢٠% من المبيعات.
- الشركة معفاة من الضرائب.

التدريب الخامس

يفكر مدير الإنتاج بإحدى الشركات الصناعية فى شراء آلة حديثة قيمتها ٧٠٠ ألف جنيه، ولكن المدير يرى أنه من الممكن استئجار نفس الآلة لمدة سبع سنوات مقابل قسط سنوى قدره ١٠٥ ألف جنيه، وحجة المدير المالى فى ذلك هى أنه إذا تم شراء هذه الآلة فلا بد من اقتراض قيمتها من البنك بسعر فائدة ١٨%، ما هو تقييمك لهذا الموقف إذا علمت أن الشركة تخضع لشريحة ضريبية بمعدل ٣٥% وأنها تتبع طريقة القسم المتساوى فى الإهلاك.

التدريب السادس

استخدم البيانات والمعلومات التالية فى مساعدة إحدى الشركات الصناعية فى المفاضلة بين استئجار أصل رأسمالى وبين تملكه بكافة الأساليب البديل للتمويل :

ثمن شراء الأصل الرأسمالى ٦٠٠ ألف جنيه معدل الضريبة ٣٢% - سعر الفائدة المصرفى ١٢% عقد الاستئجار ١٠ سنوات بقسط استئجار ٨٠ ألف جنيه سنوياً - تستخدم الشركة نظام القسم المتساوى فى إهلاك الأصول - هيكل تمويل الشركة الأمثل يستخدم رافعة مالية ٥٠% - تكلفة التمويل بالملكية ٢٠%.

الوحدة الرابعة

أساسيات وأدوات التخطيط المالى والرقابة المالية

الجزء الأول

أساسيات التخطيط المالى والرقابة المالية

أولاً : مفهوم التخطيط المالى والرقابة المالية والعلاقة بينهما.

ثانياً : أنواع التخطيط وفوائده.

ثالثاً : مبادئ ومتطلبات التخطيط الجيد.

الجزء الثانى

أدوات وأساليب التخطيط المالى والرقابة المالية

أولاً : تخطيط المركز المالى : الميزانية العمومية التقديرية

ثانياً : تخطيط الربحية

١- قائمة الأرباح والخسائر (الدخل) التقديرية

٢- تحليل التعادل

ثالثاً : تخطيط السيولة : الميزانية النقدية التقديرية

(بيان التدفق النقدى)

- تدريبات

الجزء الثالث

دراسات جدوى تقييم المشروعات المقترحة

أولاً : مفهوم وخصائص ومراحل دراسات الجدوى

ثانياً : طرق تقييم المشروعات الاستثمارية

- تدريبات

ثالثاً : كيفية إعداد تقرير عن الاستثمار المقترح المقدم للحصول على تمويل "قرض" من أحد البنوك

الوحدة الرابعة

أساسيات وأدوات التخطيط المالى والرقابة المالية

أولاً : مفهوم التخطيط المالى والرقابة المالية والعلاقة بينهما
لقد سبق القول فى مستهل هذا الكتاب بأن الإدارة تتكون من خمس عناصر (وظائف) هامة هى التخطيط، التنظيم، التوجيه، التنسيق، الرقابة ولا توجد وظيفة من وظائف الإدارة مستقلة بذاتها ومنعزلة عن غيرها وإنما تعمل جميعها بتنسيق تام وتكمل كل منها الأخرى من أجل تحديد وتحقيق أهداف المشروع بأكبر كفاية ممكنة وفيما يلي نبذة عن مفهوم كل وظيفة من هذه الوظائف :

فالتخطيط المالى كوظيفة من وظائف الإدارة المالية يعنى :

- ت - التنبؤ بالأهداف المالية التى يسعى إليها المشروع مستقبلاً.
- خ - حصر الموارد المادية والبشرية اللازمة لبلوغ تلك الأهداف.
- ط - رسم السياسات المالية أى القواعد التى يتم الاسترشاد بها لتحقيق الأهداف.
- ى - وضع الإجراءات المالية أى الخطوات اللازمة تفصيلاً لبلوغ الأهداف.
- ط - وضع البرامج الزمنية والميزانيات التقديرية أى ترجمة الخطة لأرقام وكميات وأزمنة.

والتنظيم يعنى :

- ت - تحديد الأعمال (الأنشطة أو الوظائف) اللازمة لتحقيق الأهداف (التي تم تحديدها فى التخطيط).

- ن - اختيار وتعيين العاملين أو الأفراد اللازمين للقيام بهذه الأعمال.
- ظ - منح السلطات اللازمة للأفراد لتمكينهم من إنجاز الأعمال الموكلة إليهم.

- ى - تحديد مسئولية كل فرد فى التنظيم فى حدود السلطة الممنوحة له.
- م - تحديد وسائل الاتصال والعلاقات بين القائمين بأداء الأعمال فى المستويات المختلفة.

التوجيه والإشراف والقيادة :

- ت - نصح وإرشاد العاملين والإشراف عليهم عند قيامهم بالأعمال المحددة لهم.
- و- تدريب العاملين من أجل رفع كفاءة أدائهم للأعمال.
- ج- حفز الأفراد (جوافز إيجابية وسلبية ومادية ومعنوية) لزيادة ورفع كفاءتهم.
- ى- تحديد نقاط القوة والضعف عند تنفيذ الأعمال
- هـ- اتخاذ الإجراءات الكفيلة بتصحيح وعلاج نواحى القصور.

والرقابة تعنى :

- و- متابعة (التحقق من أو رؤية أو معاينة) أداء الأعمال التى يقوم بها أعضاء التنظيم وقياسها وتسجيلها.
- ق- مقارنة الأداء الفعلى (الذى تم التحقق منه) بالأداء المقدر (فى الخطة)
- أ- الكشف عن (وليس تصيد) الانحرافات (الموجبة أو السالبة) بين الأداء الفعلى والأداء المقدر.
- ب- تحديد ودراسة أسباب (رئيسية وتفصيلية) الانحرافات
- هـ- العمل على تصحيح الانحرافات أن أمكن أو تلافى الوقوع فيها مستقبلاً

والتنسيق يعنى :

- ت- تحقيق الترابط والانسجام بين الأهداف الفرعية والأهداف الرئيسية والهدف الاستراتيجى
- ن- تحقيق الترابط والانسجام بين المجهودات الفردية وبين الأقسام وبين الإدارات.

س- تحقيق الترابط والانسجام بين الوسائل المستخدمة فى التوجيه والإشراف

ى- تحقيق الترابط والانسجام بين الوسائل الرقابية المختلفة

ق- إزالة ما قد يوجد من تضارب أو قد يوجد من ازدواج

العلاقة بين التخطيط المالى والرقابة المالية :

من التعريف السابق لكل من التخطيط والرقابة يتضح أن هناك علاقة وثيقة

وارتباط عضوى بينهما :

أ- فكل منهما يمثل مرحلة من مراحل العملية الإدارية أو وظيفة من وظائف الإدارة، بل من أهم مراحل (وظائف) الإدارة فهما بمثابة مفتاحى نجاح المدير

المالى. 'They represent the keys to the financial managers success'

ب- كما أن التخطيط يؤثر على باقى عناصر العملية الإدارية ويتأثر بها، فإن الرقابة أيضاً تؤثر على باقى عناصر العملية الإدارية وتتأثر بها.

ج- لا أهمية للتخطيط بدون رقابة ولا يمكن القيام بالرقابة بدون تخطيط :
فالتخطيط يرتبط بتحديد الأهداف المطلوب تحقيقها مستقبلاً والكيفية التى سيتم بها تحقيق تلك الأهداف وهذا يتطلب وضع السياسات والإجراءات والبرامج الزمنية والميزانيات التقديرية التى تؤدى إلى تحقيق هذه الأهداف بأحسن كفاءة ممكنة والرقابة ترتبط بالتحقق (عن طريق التسجيل والقياس) من الأداء الفعلى ومقارنته بالأداء المخطط وتقييم النتائج وتحديد الانحرافات ودراسة أسبابها من أجل العلاج. فالرقابة تعنى متابعة التنفيذ للخطة أى للأهداف والسياسات والاجراءات والبرامج.

¹ Weston J. F. and Brigham E.F., Managerial Finance, Dryden Press, London, 1994, P.19.

وبالتالى يتضح أن عناصر التخطيط (أهداف، سياسات، إجراءات، برامج) تمثل معايير رقابية فى نفس الوقت. وأن هذه العلاقة الوثيقة تعنى وجود تلازم بينوظيفتين حيث يجب متابعة تنفيذ الخطة (بأهدافها وسياساتها وإجراءاتها ومراجعتها) وذلك لإجراء التعديلات الواجب إدخالها على أى عنصر من عناصر التخطيط فى ضوء الخبرات الفعلية للتنفيذ وبالتالى فإن أدوات وأساليب التخطيط المالى والرقابة المالية واحدة وتتمثل فى الميزانية العمومية التقديرية، الميزانية النقدية التقديرية وقائمة الدخل (الأرباح والخسائر) التقديرية والتي سيرد شرحها فى الفصل التالى :

ثانياً : أنواع التخطيط وفوائده :

يمكن تقسيم التخطيط إلى أنواع متعددة حسب الزاوية التى ينظر من خلالها اليه من حيث :

١- المدى الزمنى الذى يغطيه التخطيط يمكن تقسيمه إلى خطط طويلة الأجل تغطى أكثر من خمس سنوات، خطط متوسطة الأجل تغطى أكثر من سنة، خطط قصيرة الأجل تغطى سنة فأقل.

٢- طبيعة الخطط وأهميتها يمكن تقسيمه إلى :
خطط استراتيجية (شاملة، طويلة الأجل، تحدد اتجاه المنشأة)، وخطط روتينية أو تكتيكية تحدد أساليب وبرامج التنفيذ.

٣- المرونة يمكن تقسيم الخطط إلى :

خطط مرنة وخطط جامدة غير مرنة.

٤- التكرار يمكن تقسيم الخطط إلى خطط متكررة أو مستمرة (Repeat) وخطط محدودة (Single use).

٥- النطاق أو الشمول تنقسم الخطط إلى :
خطط شاملة على مستوى المنشأة أو الدولة، خطط جزئية على مستوى الإدارات أو الأقاليم.

٦- الارتباط بوظائف المنشأة تنقسم الخطط إلى :

خطط إنتاج، خطط تسويق، خطط تمويل، خطط استثمار وهكذا.

٧- درجة الإلزام تنقسم الخطط إلى خطط ملزمة (فى الانظمة الاقتصادية الاشتراكية) وخطط اختيارية (فى الانظمة الاقتصادية الرأسمالية)

وفيما يتعلق بالتخطيط المالى فإن مجالاته متعددة تشمل تخطيط الاحتياجات المالية فى الأجل الطويل والقصير، تخطيط التدفقات النقدية الداخلة إلى والخارجة من المنشأة (تخطيط السيولة)، تخطيط مصادر واستخدامات الأموال، وتخطيط الربحية، تخطيط التوسع المالى وغيرها.

فوائد (أهمية) التخطيط :

١- يعتبر التخطيط أهم وظيفة من الوظائف الإدارية الخمسة بل أنه الأساس الذى تقوم عليه الوظائف أو المراحل الأخرى، وهناك اتفاق بين مفكرى الإدارة على أن التخطيط هو الوظيفة الإدارية الأولى التى تسبق جميع الوظائف الأخرى وتحدد نطاقها :

أ- ففى التخطيط يتم تحديد الأهداف التى على ضوءها يتحدد حجم وطبيعة الأفراد اللازمين لانجازها وبالتالي يتم تشكيل التنظيم الإدارى.

ب- كما أن وسائل التوجيه والإشراف المتبعة لابد وأن تتفق مع الأهداف التى تحددت فى التخطيط.

ج- كما تؤخذ الأهداف المالية والسياسات والبرامج الزمنية والميزانيات التقديرية باعتبارها عناصر التخطيط تؤخذ نفسها كمعايير للرقابة المالية فبدون التخطيط لا تتم الرقابة.

د - كذلك فإن للتخطيط دور فعال في تحقيق التنسيق، فالتنسيق لا يمكن أن يتحقق بدون تخطيط مسبق يراعى فيه تحقيق نوع من التوازن والتكامل والتوقيت بين أهداف الإدارات المختلفة وبين السيولة والربحية وبين مصادر الأموال والمخاطرة والعائد وغيرها.

٢- بدون التخطيط تصبح عملية اتخاذ القرارات عملية أرتجالية غير هادفة وبالتالي يصعب استثمار الموارد بكفاءة وفعالية ويصعب تحقيق أى هدف أساسى لأى منشأة.

٣- يعتبر التخطيط عامل هام فى تجنب الأعمال وخفض التكاليف غير الضرورية، حيث أنه يساعد أفراد الإدارة فى جميع المستويات التنظيمية على تركيز الانتباه على الأهداف الإجمالية للمشروع، وبالتالي فإن ذلك يساعد على التفكير والبحث عن أفضل الوسائل اللازمة لتحقيق تلك الأهداف، ووجود الخطط يساعد على إظهار مقدار مساهمة كل مدير تجاه الهدف الإجمالى كما يحدد المطلوب من الموارد والوقت اللازم للتنفيذ فالتخطيط يعتبر أداة هامة فى تحقيق الأهداف بأقل قدر من التضحيات فى (الوقت - الجهد - المال). نظراً لتركيز التخطيط على اختيار الطرق الأكثر ملاءمة فى الأداء والتي تحقق خفض تكلفة الأداء إلى أقصى حد ممكن.

٤- يفيد التخطيط المالى فى مواجهة المشكلات المالية المستقبلية والاحتياط لها باختيار البدائل الأكثر ملاءمة فى فسحة من الوقت وعدم المفاجأة بها، وبالتالي فإن التخطيط يقلل من مخاطر عدم التأكد الذى يكتنف الأحداث

المستقبل، ويُقلل كذلك من التأثيرات السلبية التي يمكن أن تحدث في غياب التخطيط، وترك الإدارة تتصرف في مواجهة المواقف عند حدوثها دون أن يكون هناك استعداد مسبق لمواجهة تلك المواقف ومعالجتها - فمثلاً لا يمكن أن تتم مواجهة فائض الأموال والعجز المالي إلا بإعداد ميزانية عمومية تقديرية مسبقة للمنشأة ولمواجهة مشكلة العجز أو الفائض النقدي والتي تتطلب إعداد ميزانية نقدية تقديرية والتصرف في الأرباح يتطلب إعداد قائمة الأرباح والخسائر التقديرية وهكذا.

ثالثاً : مبادئ ومتطلبات التخطيط الجيد :

يجب أن يقوم التخطيط الفعال على مجموعة من المبادئ منها ما يلي :

١- أهتمام التخطيط برعاية مصالح (وتحقيق أهداف) جميع العاملين بالمنشأة والمتعاملين معها من مساهمين وعاملين وإدارة وموردين وعملاء وجمهور. لا أن يركز على مصالح فئة دون الأخرى.

٢- أشتراك جميع الأفراد القائمين بالتنفيذ في عملية التخطيط - وذلك عن طريق مبدأ التغذية المرتجعة للبيانات Feed back information system.

٣- قيام التخطيط على أساس التنبؤ Prediction وليس على أساس من التخمين Guessing ويعنى التنبؤ وضع تقديرات موضوعية ودقيقة لما ستكون عليه الأحداث والظروف مستقبلاً.

٤- يجب أن يعتمد التنبؤ على أسس علمية سليمة مستخدماً الأساليب الإحصائية والرياضية لقياس الأحداث والظروف المستقبلية والتعبير عنها في شكل رقمي ويتطلب التنبؤ السليم الذي هو أساس التخطيط الجيد والواقعي ما يلي :

أ - كفاية ودقة البيانات وسلامة الإحصاءات التى يتم جمعها وتشمل تلك البيانات بيانات داخلية (كمية ومالية وعمليات) عن المنشأة موضع التخطيط، بيانات خارجية عن البيئة المحيطة بالمنشأة (الأسعار)، وسائل النقل، الخامات، السوق، السكان، مستوى الدخل، التشريعات الضريبية والعمالية والسعرية والمتعلقة بالاستيراد والتصدير وغيرها).

بيانات مقارنة عن الأداء الماضى والحاضر والمستقبل للمنشأة والمنشآت المماثلة.

ب- مدى دقة الأساليب الإحصائية والرياضية المستخدمة فى تحليل وتفسير تلك البيانات.

ج- مهارة القائمين بالتنبؤ فى استخدام ومعالجة البيانات بالأساليب الرياضية والإحصائية حتى يتم وضع تقديرات سليمة عن المستقبل.

٥- يجب أن يسبق التخطيط كافة الوظائف الإدارية الأخرى وذلك لان التخطيط يبدأ بتحديد الأهداف وطرق تحقيقها فهو يسهل القيام بالوظائف الإدارية الأخرى من تنظيم وتوجيه ورقابة.

٦- نظراً لتعدد مستويات التخطيط وتعدد الخطط فى المنشأة لذا يجب مراعاة التنسيق بينها بحيث تسهم جميع أنواع الخطط فى بلوغ الأهداف بأقل قدر من الإنحرافات.

٧- عند تحديد الأهداف فى التخطيط يجب مراعاة الوضوح والواقعية والتوقيت الزمنى المناسب لتلك الأهداف.

٨- عند رسم السياسات فى التخطيط يجب مراعاة الوضوح والاستقرار فى تلك القواعد.

٩- يجب أن يتوفر في التخطيط درجة مناسبة من المرونة تسمح بإجراء تعديلات في الخطة الموضوعة بما يتفق مع الظروف المستقبلية على أن تتم تلك التعديلات بأقل تكلفة ممكنة حتى يكون التخطيط اقتصادياً.

١٠- يجب أن تتم مراجعة دورية ومتابعة لتنفيذ الخطط لضمان سير التنفيذ في اتجاه تحقيق الأهداف، فإذا اختلف التنفيذ عن التخطيط يجب تعديل المسار وذلك لضمان فاعلية التخطيط في تحقيق الأهداف الموضوعة.

وسوف نتعرض في الجزء التالي لمناقشة أدوات وأساليب التخطيط المالي والرقابة المالية

الجزء الثانى

أدوات وأساليب التخطيط المالى والرقابة المالية

أولاً : تخطيط المركز المالى : الميزانية العمومية التقديرية

ثانياً : تخطيط الربحية :

١- قائمة الأرباح والخسائر (الدخل) التقديرية.

٢- تحليل التعادل.

ثالثاً : تخطيط السيولة : الميزانية النقدية التقديرية (بيان التدفق النقدى)

وذلك ضمن إدارة رأس المال العامل الوارد ذكره فيما بعد.

أولاً : تخطيط المركز المالى : الميزانية العمومية التقديرية

١ - مفهومها (تعريفها) :

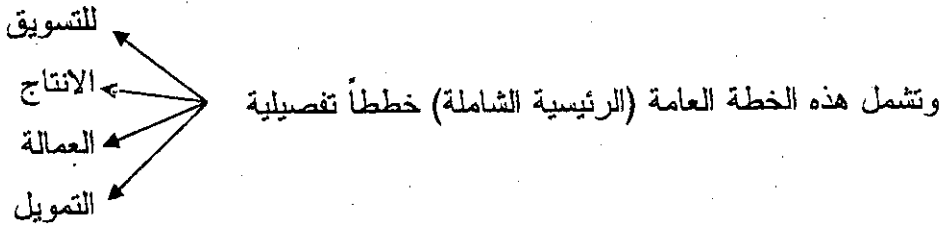
- هى أداة رئيسية من أدوات التخطيط والرقابة فى منشآت الأعمال وفى ذلك يقول ويستون وبرجهام^١.

Budgeting is a most important financial and management tool used for both planning and control.

- وهى بمثابة المرآة التى تعكس صورة المركز المالى للمنشأة فى فترة قادمة فهى عبارة عن كشف (قائمة / بيان) يحتوى على الموارد التقديرية المطلوب تدبيرها لتحقيق أهداف المنشأة، والاستخدامات المتوقعة لتلك الموارد وذلك خلال فترة زمنية محددة قادمة.

It is a plan detailing (Itimizing) the firm's sources of funds (i. e. how and where from the funds will be obtained) and also describes how this fund will be spent.^٢

- هى ترجمة كتابية فى صورة رقمية (كمية أو نقدية أو الأثنين معا) للخطة العامة (الشاملة) التى تتوقع المنشأة تنفيذها خلال مدة زمنية محددة قادمة.



وغيرها من الخطط الوظيفية للأنشطة المختلفة بالمنشأة، وتتسق هذه الخطط التفصيلية مع بعضها لى تعطى خطة واحدة هى الخطة العامة (الرئيسية) أو الميزانية العمومية التقديرية للمنشأة.

^١ - Weston and Brigham, Op. Cit., P. 96.

^٢ - I bid P. 95.

٢- أغراض (أهمية / فوائد) الميزانية التقديرية :

١- تساهم الميزانية التقديرية فى تقدير الموارد والاستخدامات وكذا التدفقات النقدية للمنشأة فى فترة مستقبلية ومقدار الفائض أو العجز المتوقع فى الأموال فى نفس الفترة، وبالتالي تمكن الإدارة من الاستعداد للتصرف فى مواجهة هذا الفائض أو ذلك العجز قبل حدوثه حيث أن التخطيط يعنى دراسة المشكلات والتفكير فى الحلول المناسبة لمواجهتها قبل حدوثها فعلاً. وهذا يؤدى إلى ترشيد الأداء وتعظيم العائد للمنشأة وتجنب الإدارة من الوقوع فى مخاطر العسر المالى أو زيادة النقدية عن الحاجة، وفى نفس الوقت تساعد على ترشيد القرارات التى تحقق التوازن المطلوب بين السيولة والربحية.

ففى حالة توقع حدوث فائض فى الأموال عن حاجة المنشأة يجب على الإدارة أن تبحث عن بدائل استثمارية وأن تختار أفضلها حتى تحقق للمنشأة أكبر ربح ممكن وفى حالة توقع حدوث عجز فى الأموال وعدم كفايتها لتغطية حاجات المنشأة فيجب أن تسعى الإدارة لتغطية ذلك العجز المتوقع والبحث عن بدائل تمويلية وأختيار أفضل المصادر التمويلية المتاحة لتغطية ذلك العجز.

مثال (١) :

المطلوب :

١- إعداد الميزانية العمومية التقديرية للشركة المصرية الهندسية عن الستة أشهر الأولى من عام ٢٠١٣ وذلك فى ضوء البيانات الموضحة أدناه علماً بأن جميع القيم الواردة بالآلف جنيه.

٢- بيان مقدار الفائض أو العجز المتوقع فى الأموال.

٣- موضحاً رأيك فى كيفية التصرف فى هذا الفائض أو فى تغطية ذلك العجز.

الاستخدامات (الأصول) المتوقعة	الموارد (الخصوم ورأس المال) المتوقعة
مخزون ٤٠٠ ٣	رأس المال ٧٥٠ ٤
أوراق مالية ٤٠٠ ٥	أوراق دفع ٤٠٠ ١
نقدية بالبنك ٤٥٠ ٢	أرباح محتجزة ٥٥٠ ٥
أصول ثابتة ١٠٠٠ ٦	قرض من البنك ٥٠٠ ٣
نقدية بالصندوق ٢٥٠ ١	دائنون ٣٠٠ ٢
مدينون ٥٠٠ ٤	
إجمالي الاستخدامات (الأصول) ٣٠٠٠	إجمالي الموارد (الخصوم ورأس المال) ٢٥٠٠

الميزانية العمومية التقديرية

نقدية بالصندوق ١	أوراق دفع ١
نقدية بالبنك ٢	دائنون ٢
أوراق مالية ٣	قرض من البنك ٣
مدينون ٤	رأس المال ٤
مخزون ٥	أرباح محتجزة ٥
أصول ثابتة ٦	

٢- سيبلغ العجز المالي في الميزانية العمومية التقديرية للشركة ٥٠٠ (٣٠٠٠ - ٢٥٠٠).

٣- ويمكن لإدارة الشركة أن تغطي العجز بأحد طريقتين هما :

أ- عن طريق زيادة الموارد المتوقعة بمقدار هذا العجز، وذلك بزيادة القرض المطلوب من البنك إلى ١٠٠٠ بدلاً من ٥٠٠، وبذلك تصبح الميزانية العمومية التقديرية كالآتي :

١	١
٢	٢
٣ ١٠٠٠	٣
٤	٤
٥	٥
	٦
٣٠٠٠	٣٠٠٠

ب- عن طريق تخفيض الاستثمار فى الأصول المتوقعة بمقدار هذا العجز وذلك باتباع سياسة البيع النقدى وعدم منح ائتمان - إلا إذا كان المنافسون يبيعون بالأجل وعدم الاستثمار فى الأوراق المالية وبذلك تصبح الميزانية العمومية التقديرية كالآتى :

١	١
٢	٢
٣	٣
٤	٤ مدينون صفر أو
٥	٥ أو أ. مالية صفر ومدينون ٤
	٦
٢٥٠٠	٢٥٠٠

وعلى ذلك فالبديلين المقترحين للشركة لتغطية العجز المتوقع هما :

البديل الأول : عن طريق الاقتراض من البنك.

البديل الثانى : عن طريق تخفيض الاستثمار فى الأوراق المالية

٢- تدعيم فاعلية الاتصالات Communication

تساهم الميزانية التقديرية فى تدعيم فاعلية الاتصالات، فهي تعتبر وسيلة اتصال مكتوبة تتيح للمديرين التعرف على الأهداف المطالبون بإنجازها بوضوح دون لبس أو غموض، كما أن هذه الأهداف تظل واضحة بصفة مستمرة أمام عيونهم، وكذلك على ضوءها يتم تقييم نتائج أعمالهم. فمثلاً عن طريق الميزانية التقديرية يمكن لرئيس قسم الإنتاج معرفة كمية الإنتاج السنوية والشهرية المطلوب تحقيقها، وعدد ونوعية العمالة المقررة له.

٣- تحسين ودعم التنسيق

The Budgeting Process Enhances Internal Coordination

تساهم الميزانية التقديرية بدور فعال في تحقيق التنسيق فى أداء الأنشطة المختلفة بالمنشأة، وفى تحقيق التنسيق داخل النشاط الواحد. بما يقلل التضارب والاحتكاك فى أداء تلك الأنشطة. وفى ذلك يقول ويستون وبرجهام^١

Planning and control is the essence of profit planning and the budget system provides an integrated picture of the firm's operations as a whole. Therefore, the budget system enables the manager of each division to see the relation of his part of the firm to the totality of the firm

فيتطلب وضع نظام شامل للميزانيات التقديرية تعاون وفهم متبادل من مديري الأنشطة المختلفة بالمنشأة (تمويل، إنتاج، تسويق، أفراد... إلخ) بما يحقق التناسق الذي يمكن من تحقيق الهدف الرئيسى نتيجة تحليله إلى أهداف فرعية وتحقيق التوازن بينها بحيث يودى إنجاز كل هدف فرعى منها إلى تحقيق الهدف الرئيسى.

^١ - Weston and Birgham, Op. Cit., P. 96.

٤- تعاون فى إثارة الدوافع (Motivation Incentives) نحو الأهتمام بالتخطيط :

تعتبر الميزانيات التقديرية من الأساليب التى تعاون فى إثارة الدوافع نحو الأهتمام بالتخطيط خاصة عندما يرتبط بها نظام للحوافز للعاملين بالمنشأة، مما يجعل المديرين يهتمون بضرورة إنجاز الأهداف المحددة فى الميزانية خاصة وأن الحوافز تتحدد بناء على درجة الإنجاز لتلك الأهداف.

أى أن وجود نظام للميزانيات التقديرية يساعد على تنمية مهارات المديرين وزيادة أهتمامهم بالتخطيط لتحقيقهم من فوائد من واقع ممارستهم الفعلية (بالاشتراك فى التخطيط) كما يجعلهم يلتزمون بالأهداف المحددة فى الميزانيات لاشتراكهم فى تحديدها وعلى ضوءها يتم تقييم أدائهم وتقرير الحوافز المناسبة بناء على درجة الإنجاز المحققة.

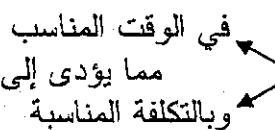
٥- تفيد فى تقديم معايير رقابية دقيقة تستخدم فى تقييم الأداء الفعلى :

يتطلب تقييم الاداء وجود معيار واضح ومحدد يمكن استخدامه للمقارنة والحكم على كفاءة الأداء الفعلى نظراً لان الميزانية التقديرية تحدد ما يجب أن يكون عليه الأداء لذا فإن المعايير الرقابية المبنية عليها تكون أكثر دقة وفاعلية فى التقييم والحكم على كفاءة الأداء الفعلى - خاصة إذا ما تم إعدادها بناء على أسس موضوعية وأعتمدت على بيانات دقيقة ودراسات علمية متطورة.

٦- توضح الميزانية التقديرية استراتيجيات الأداء المختلفة فى شكل كمى أو نقدى (أو الأثنين معاً) والتى تحدد أعمال المنشأة ككل. ولذلك فهى تساهم فى تحديد الأهداف بوضوح وتساعد فى تحقيق الفاعلية للأداء.

٧- تبين بوضوح مراكز المسؤولية عن النتائج مما يسهل عملية المحاسبة وتسهل

عملية المقارنة بين النتائج الفعلية والمخططة، واكتشاف الانحرافات وتحديد

أسبابها وإمكانية تصحيحها 
في الوقت المناسب
مما يؤدي إلى تحقيق التوازن المطلوب
وبالتكلفة المناسبة
الذي يمثل غاية وجوهر عملية الرقابة.

٨- تساعد على رفع كفاءة الإدارة عن طريق تخطيط الربح على أسس علمية

دقيقة وتحدد كافة المتغيرات المؤثرة عليه. كما أنها تحقق سهولة تنفيذ

الخطط لترجمتها في قوائم رقمية حسب أقسام ووظائف المنشأة المختلفة

ومراكز المسؤولية في التنظيم الإداري.

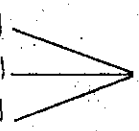
٩- تزيد من فهم المديرين لانشطة وأهداف المنشأة، حيث أنها تعطى الفرصة

للمدير لدراسة النشاط الذي يشرف عليه بدقة وموضوعية، ودرجة مساهمته

في الأهداف العامة بما يحقق التناسق في الخطط والأداء في نفس الوقت.

١٠- تساعد على تكييف الخطط مع الظروف التي تستجد دون الحاجة إلى

تعديلها وذلك عن طريق استخدام الميزانيات المرنة (التي تعد تقديراتها طبقاً

لحالات 
الاستقرار
الكساد الاقتصادي
الرواج

٣- من الذي يقوم بأعداد الميزانية التقديرية ؟

عادة يقوم بوضع الميزانية التقديرية بالمنشأة :

١- لجنة : برئاسة المدير العام للمنشأة وعضوية مديري الأنشطة الرئيسية

(مديري الإنتاج والتسويق والتمويل والأفراد .. إلخ)

٢- إدارة الميزانية :

٣- الأثنين معاً : لجنة وإدارة الميزانية.

وسواء كانت الجهة التى تضع الميزانية التقديرية لجنة أو إدارة الميزانية أو الأثنين معاً يجب أن يشارك المدير المالى فى وضعها نظراً لما يتوفر لديه من خبرة ودراية فى هذا المجال كما يمكن أن يعاون فى تقييم النتائج الفعلية فى ضوء النتائج المقررة فى الميزانية وعادة تقوم لجنة أو إدارة الميزانية بوضع مشروعات الميزانية فى ضوء :

- الأسس والمبادئ العامة التى تحددها الإدارة العليا.
- المقترحات التى تقدمها الجهات المختلفة فى المنشأة لما سيكون عليه الوضع فى الفترة المقبلة.

هذا وإن كانت مهمة إعداد الميزانية التقديرية تقوم بها لجنة أو إدارة الميزانية أو الأثنين معاً إلا أن وضع تقديرات الميزانية.

- قد تكون
- 1- مفروضة من أعلى إلى أسفل دون مشاركة المنفذين ويتم تحديد التقديرات دون أخذ وجهة نظرهم
 - 2- من أسفل إلى أعلى (حيث يتم البدء فى إعداد التقديرات بواسطة المستويات الإدارية الدنيا ثم ترفع إلى المستويات الأعلى للمراجعة والتنسيق والتجميع حتى يتم الوصول إلى أعلى مستوى فى التنظيم وهو عكس الأسلوب السابق ويتفادى عيوبه.
 - 3- التفاوض : أى الجمع بين الأسلوبين السابقين - يجمع أسلوب التفاوض بين الأسلوبين السابقين بحيث تقوم المستويات العليا فى التنظيم بوضع تقديرات فى الميزانية - ثم تقدم للمستويات الدنيا للتعرف على رأيهم فيها ومقترحاتهم بما يحقق التناسق عند وضع التقديرات للأنشطة المختلفة مع مراعاة الهدف الرئيسى للمنشأة وكذلك مع مراعاة رأى المنفذين حتى تكون التقديرات واقعية مما يجعلهم يلتزمون بتنفيذها.

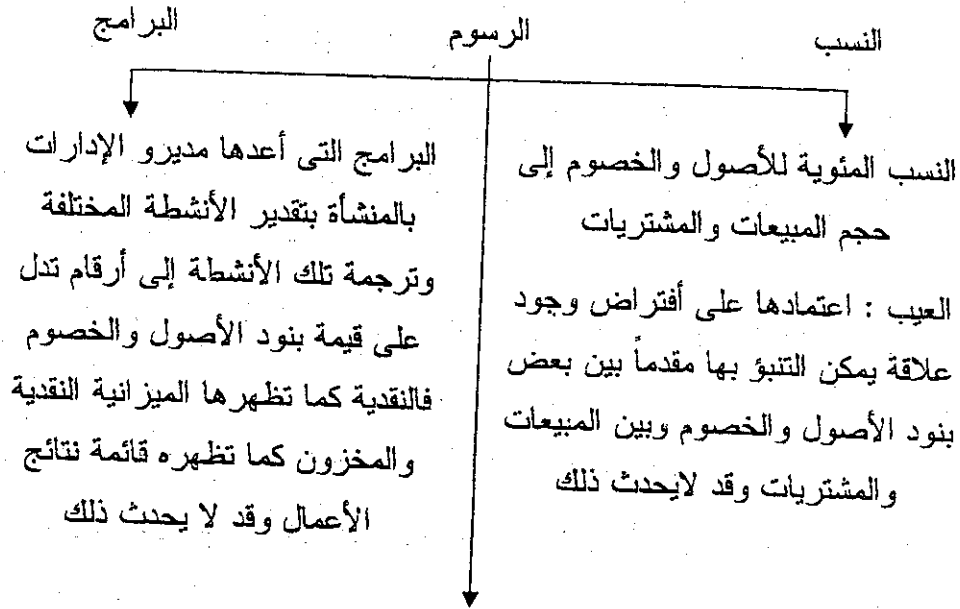
٣- أنواع الميزانيات التقديرية من حيث

المدى الزمني	طبيعة الميزانية وأهميتها	المرونة	تكرارها	نطاقها (شمولها)	ارتباطها بوظائف المنشأة	درجة الالتزام
ميزانيات طويلة الأجل تغطي أكثر من ٥ سنوات	ميزانيات استراتيجية شاملة طويلة الأجل تحدد اتجاه المنشأة	مرنة	متكررة Repeat (مستمرة) Continuous	شاملة على مستوى المنشأة	إنتاج	ميزانيات ملزمة في الدول الاشتراكية
ميزانيات متوسطة الأجل تغطي من ١ - ٥ سنوات					تمويل	
ميزانيات قصيرة الأجل تغطي أقل من سنة	ميزانيات تكتيكية روتينية تحدد أساليب وبرامج التنفيذ	غير مرنة	محدودة Single Use	جزئية على مستوى الإدارات أو الأقسام	أفراد حسابات	اختيارية في الدول الرأسمالية

٤ - طرق إعداد الميزانيات العمومية التقديرية للمنشأة

يمكن التنبؤ بقيم الأصول (الاستخدامات) والخصوم (الموارد)

باستخدام



الأدوات والبيانات الإحصائية والرسوم
البيانية للعلاقة بين قيمة المبيعات وقيمة
كل بند من بنود الميزانية، واستخدام
اتجاهات هذه الرسوم في التنبؤ بقيمة كل
بند من بنود الميزانية

العيب : اعتمادها على افتراض أن المستقبل
هو امتداد للماضي وأن التاريخ يعيد نفسه
وقد لا يحدث ذلك

مثال (٢) :

المطلوب :

- ١- إعداد الميزانية العمومية التقديرية لعام ٢٠١٣ لشركة بـلـقـيـس التجارية.
 - ٢- بيان المركز المالى المتوقع للشركة وتحديد قيمة ونوعية الموارد المطلوب تدبيرها وقيمة ونوعية الاستخدامات المتوقعة لتلك الموارد.
 - ٣- تحديد قيمة الفائض أو العجز المتوقع فى الأموال وكيفية التصرف فى مواجهة هذا الفائض أو ذلك العجز.
- وذلك فى ضوء البيانات التالية - علماً بأن جميع القيم الواردة بالألف جنيه مصرى :

أولاً: نسب بعض الأصول والخصوم إلى المبيعات والمشتريات

- ١- سيتوفر لدى الشركة فائضاً نقدياً ٢٠٠ فى الشهر الأخير ... وذلك من واقع الميزانية النقدية.
- ٢- المدينون ١٠% من المبيعات، أ. ق ٤٠%، البضاعة ٢٠% من المبيعات.
- ٣- الدائنين ٥٠% من المشتريات، أ. د. ٥٠%، المدفوعات المقدمة للموردين ١٠% من المشتريات.
- ٤- ستشتري الشركة الآت بـ ١٠٠، ومخصص استهلاكها ٦٠ لعام الجديد، يضاف ٥٠ جنيه لاستهلاك السيارات عن العام الجديد.
- ٥- سيتم سداد مبلغ ٥٠ من كل من القروض قصيرة وطويلة الأجل.
- ٦- ستشتري الشركة أوراق مالية تقدر قيمتها بـ ١٥٠.
- ٧- تقدر قيمة الأراضي ورأس المال بنفس قيمتها فى نهاية العام الحالى.

ثانياً : الميزانية العمومية للشركة في ٣١ / ١٢ / ٢٠١٢

١٥٠	نقدية
٢٠٠	مدينون
٣٩٠	أ. ق
١٠٠٠	بضاعة
٤٠٠	دائنون
٢٥٠	أ. د
١٥٠	قرض من البنك الأهلي المصري
٨٤٠	أصول متداولة
٨٠٠	خصوم متداولة
٥٠٠	آلات
٢٤٠	مخصص إهلاك آلات
٢٦٠	صافي الآلات
٢٠٠	سيارات
٥٠	مخصص إهلاك سيارات
١٥٠	صافي السيارات
٢٠٠	أراضي
٦١٠	أصول ثابتة
٥٠	أصول أخرى (مدفوعات مقدّمة للموردين)
١٥٠٠	إجمالي الأصول
١٥٠٠	إجمالي الخصوم ورأس المال
٤٠٠	خصوم طويلة الأجل
٢٠٠	قرض من بنك الاستثمار
٤٠٠	رأس المال المدفوع
١٠٠	أرباح محتجزة
٥٠٠	حق الملكية

ثالثاً : قائمة نتائج الأعمال التقديرية

لشركة بلقيس في ٣١ / ١٢ / ٢٠١٢

١٠٠٠				صافي المبيعات (-) تكلفة المبيعات بضاعة أول المدة بضاعة مشتراة
		٦٠٠	١٠٠	
		٢٠٠	٥٠٠	
٤٠٠				بضاعة آخر المدة
٦٠٠				مجمّل الربح (-) إجمالي المصروفات مصروفات إدارية مصروفات تسويقية مصروفات متنوعة واستهلاكات
٣٥٠			٢٥٠	
٢٥٠				صافي الربح قبل الضرائب
٥٠				الضرائب ٢٠ %
٢٠٠				صافي الربح بعد الضرائب
٥٠				توزيعات أرباح
١٥٠				أرباح محتجزة (غير موزعة)

الحل

١ - الميزانية العمومية التقديرية لشركة بلميس التجارية لعام ٢٠١٣

الاستخدامات الأصول المتوقعة الموارد (الخصوم ورأس المال)

٢٥٠	دائنون (٥٠% من المشتريات)	٢٠٠	نقدية (من الميزانية النقدية)
٢٥٠	أ. دفع (٥٠% من المشتريات)	١٠٠	مدينون (١٠% من المبيعات المتوقعة)
	قرض من البنك للتجارى الأهلى	٤٠٠	أ. قبض (٤٠% من المبيعات المتوقعة)
١٠٠	(بعد السداد)	١٥٠	أ. مالية (نتوى الشركة شرائها)
		٢٠٠	بضاعة (٢٠% من المبيعات المتوقعة)
٦٠٠	إجمالى الخصوم المتداولة	١٠٥٠	إجمالى الأصول المتداولة
	قرض من بنك الاستثمار		آلات $٦٠٠ = ١٠٠ + ٥٠٠$
١٥٠	(بعد السداد)		قيمة العام الحالى + مشتريات آلات جديدة
١٥٠	إجمالى الخصوم طويلة الأجل		إهلاك آلات $٣٠٠ = ٦٠ + ٢٤٠$
٤٠٠	رأس المال (نفس العام الحالى)	٣٠٠	صافى آلات
٢٥٠	أرباح محتجزة :		سيارات $٢٠٠ = ٢٠٠$
١٠٠	أرباح محتجزة من العام الحالى		إهلاك سيارات $١٠٠ = ٥٠ + ٥٠$
١٥٠	أرباح محتجزة من العام القادم	١٠٠	صافى السيارات
	(من قائمة أ / خ للتقديرية)	٢٠٠	أراضى (نفس قيمة العام الحالى)
		٦٠٠	إجمالى الأصول الثابتة
			أصول أخرى متنوعة
٢٥٠	إجمالى حق الملكية	٥٠	مدفوعات مقدمة للموردين ١٠%
١٤٠٠	إجمالى الخصوم ورأس المال	١٧٠٠	أجمالى الأصول

٢- يتضح من الميزانية العمومية التقديرية أن إجمالي الموارد المتوقع أن تحصل عليها شركة بلقيس العام القادم تقدر بـ ١٤٠٠ جنيهاً علي حين يقدر إجمالي قيمة الاستخدامات في نفس الفترة بـ ١٧٠٠ جنيهاً.

مما يعنى عدم كفاية الموارد وعجزها عن تمويل الاستخدامات المتوقعة.

٣- يقدر العجز المالى الذى ستواجهه شركة بلقيس بـ ٣٠٠ جنيهاً (١٧٠٠ - ١٤٠٠) ويمكن للشركة أن تتصرف من الآن فى مواجهة هذه المشكلة بأحدى الطرق الآتية :

١- تخفيض قيمة الاستثمارات المتوقعة بقيمة مساوية لمقدار العجز المالى المتوقع أى - ٣٠٠ .

ويمكن أن يتم ذلك بواسطة :

أ- عدم التوسع فى سياسة البيع الأجل مما يؤدى إلى تخفيض قيمة أوراق القبض فتصبح ١٠٠ بدلاً من ٤٠٠ .

وننصح باتباع هذا البديل إذا توفر شرطين هما :

- إذا لم يكن هناك منافسون للشركة.

- إذا كان للشركة منافسون يتبعون سياسة البيع النقدى.

ب- عدم شراء الأوراق المالية.

ج- عدم دفع المدفوعات المقدمة للموردين.

٢- زيادة قيمة الموارد المتوقعة بقيمة تساوى مقدار العجز المنتظر أى بـ ٣٠٠ .

يمكن أن يتم ذلك بواسطة

أ- التفاهم مع كل من البنك التجارى وبنك الاستثمار ليس فقط من أجل عدم سداد مبلغ الـ ١٠٠ التى تتوى الشركة دفعها لهما وإنما أيضاً من أجل

منحها قرضاً إضافياً قيمته ٢٠٠ وبصفة خاصة من بنك الاستثمار لتمويل الآلات الجديدة. وإلا فيجب على الشركة

ب- محاولة التفاهم مع الموردين من أجل منحها تسهيلات أكثر في سداد المشتريات بما يضمن عدم ظهور العجز المتوقع.

ج- زيادة رأس المال المدفوع بما يضمن تمويل التوسعات المتوقعة في الأصول الثابتة.

ثانياً : تخطيط الربحية :

١- قائمة الأرباح والخسائر التقديرية :

(قائمة نتائج الأعمال التقديرية (Income Statement)

- هي أداة من أدوات التخطيط المالي (كالميزانية النقدية والميزانية العمومية التقديرية)

- وهي كالمرآة التي تصور صافي نتائج أعمال المنشأة في فترة قادمة.^١

- فهي تهدف إلى التعرف على مقدار الأرباح الصافية المتوقع تحقيقها للمنشأة إيرادات المنشأة خلال فترة زمنية قادمة وذلك عن طريق مقارنة مصروفات المنشأة خلال نفس الفترة الزمنية القادمة

وبالتالي فهي تحدد قيمة الأموال المتوقع الحصول عليها (صافي الربح) ومن ثم التي يمكن الاعتماد عليها في تمويل عمليات المنشأة في التمويل الذاتي.

^١ كما أن الميزانية العمومية بمثابة المرآة التي تعكس المركز المالي للمنشأة في الماضي كما أن الميزانية النقدية بمثابة المرآة التي تعكس المركز النقدي للمنشأة في المستقبل وأنها تقتصر على العناصر النقدية ومن ثم فهي لا تهتم بإجمالي المبيعات والإيرادات أو بإجمالي المشتريات والمصروفات إنما بالعناصر النقدية فقط.

كما أنها تعتبر وسيلة لزيادة الأرباح المتوقعة أو لتفادي الخسائر -
وذلك عن طريق التعرف على الإيرادات والمصروفات المتوقعة ومحاولة
تحديد الجهود التي ستبذل لزيادة الإيرادات أو لخفض المصروفات.
فإذا كانت الميزانية النقدية كأداة من أدوات التخطيط والرقابة تقتصر فقط
على الإيرادات والمصروفات النقدية.
فإن نتائج الأعمال التقديرية كأداة من أدوات التخطيط والرقابة تشتمل على
كافة الإيرادات والمصروفات.
وإذا كان هدف الميزانية النقدية تقدير الفائض أو العجز النقدي المستقبل
والاستعداد لمواجهة قبل حدوثه.
فإن هدف نتائج الأعمال التقديرية تقدير الربح أو الخسارة في المستقبل
والاستعداد لمواجهة قبل حدوثه.
المطلوب : إعداد قائمة نتائج الأعمال التقديرية لأحدى المنشآت وبيان صافي
الأرباح أو الخسائر المتوقعة وسبل تحسينها وذلك في ضوء البيانات
التالية المنتظرة.

علماً بأن جميع القيم الواردة بالألف جنيه.

- ١- قيمة المبيعات المتوقعة (التقديرية) ٢٠٠٠، المردودات ١٠٠ والخصم (الذي
تسمح به المنشأة) المسموح به ٥% من قيمة إجمالي المبيعات.
- ٢- قيمة المشتريات المتوقعة من الخامات ٦٠٠، تكلفة نقلها ١٠، تكاليف تأمين
وصولها ٣٠، المردودات ٢٠ والخصم المكتسب (خصم تعجيل الدفع) ٢٠.

^١ كما تم اعتبار الميزانية النقدية وسيلة للرقابة على السيولة المستقبلية للمنشأة وذلك عن طريق التعرف على
والاستعداد لمواجهة الفائض أو العجز النقدي.

٣- تقدر البضاعة "خامات" أول المدة بـ ٤٠٠ وآخر المدة "خامات" بـ ٦٠،
البضاعة تحت التشغيل أول المدة بـ ١٢٠ وبضاعة تحت التشغيل آخر
المدة بـ ١٤٠، البضاعة تامة الصنع أول المدة بـ ٢٤٠.

٤- تقدر المصروفات كالاتى :

٤٠ مصروفات تشغيل (تشمل ٢٠ أجور، ١٠ مهمات، ١٠ مصروفات
تشغيل أخرى)

١٦٠ مصروفات إدارية.

١٠٠ مصروفات بيعية

٥- ستدفع المنشأة ١٠% ضرائب أرباح تجارية وصناعية، ٤٠ فوائد قروض.

أهم البيانات الواردة فى قائمة نتائج الأعمال التقديرية

١٨٠٠	١- صافى المبيعات (١٠٠%)	
٩٤٠	أ تكلفة البضاعة خامات المستخدمة	
	% ٥٢,١	
٢٠	ب تكلفة البضاعة تحت التشغيل المستخدمة	
	% ١,١	
١٣٠٠	ج- تكلفة البضاعة تامة الصنع المستخدمة	
	% ١٨,٩	
٥٠٠	- مجمل الربح ٢٧,٨%	
	مصرفات بيعية (٥,٦%)	
٢٦٠	مصرفات إدارية (٨,٩%)	
٢٤٠	صافى الربح قبل الفوائد والضرائب ١٣,٣%	
١٨٠	صافى الربح بعد الضرائب	
	% ١٠	

قائمة نتائج الأعمال التقديرية

		٢٠٠٠	١٠٠	اجمالي المبيعات بره رات المبيعات (-) الخصم السع ٢٥ % من اجمالي المبيعات
		٢٠٠	١٠٠	صافي المبيعات القدرة (صافي المبيعات)
١٨٠٠				
			٤٠٠	اجمالي الخامات الجاهزة للتشغيل
			١٠٠	خامات اول الدقة
			١٠٠	خامات مسترداه
			١٠	تكاليف نقل خامات
			٣٠	تكاليف تأمين خامات
		١٠٤٠		
			٢٠	خصم كسب
			٢٠	(-) بره رات
			٢٠	خامات آخر الدقة
		١٠٠		
		١٤٠		اجمالي مصاريف التشغيل
			١٢٠	تحت التشغيل اول الدقة
			٢٠	أجور
			١٠	مهمات تشغيل
			١٠	مصرفات تشغيل أخرى
		١٢٠		
		١٤٠		(-) تحت التشغيل آخر الدقة
		٢٠		اجمالي مصاريف التشغيل
				اجمالي مصاريف التشغيل وانخفاضات
		١٦٠		(تكلفة البضاعة المنتجة)
		٣٢٠		(+) البضاعة ثامة المنتج اول الدقة
				اجمالي تكلفة البضاعة البياضة (تكلفة المبيعات)
١٢٠٠				
		٥٠٠		مجموع المبيعات
		١٠٠		مصرفات بيعية
		١٦٠		مصرفات ادارية
		٢٦٠		
		٢٢٠		صافي الربح قبل الفوائد والضرائب
		٤٠		فوائد القروض
٢٠٠				صافي الربح قبل الضرائب
٢٠				(-) الضرائب ١٠ %
١٨٠				صافي الربح بعد الضرائب

ثالثاً : تخطيط السيولة : الميزانية النقدية التقديرية (بيان التدفق النقدى)

سيرد شرحة تفصيلاً "الوحدة الخامسة"

الجزء الثالث

(دراسات جدوى وتقييم المشروعات المقترحة)

أولاً : مفهوم دراسات الجدوى

خصائص دراسات الجدوى

مراحل دراسات الجدوى :

١- دراسات الجدوى المبدئية

٢- دراسات الجدوى التفصيلية

ثانياً : طرق تقييم المشروعات الاستثمارية

١- طريقة فترة الاسترداد

٢- طريقة العائد النقدي للجنية مصروفات رأسمالية.

٣- طريقة صافي القيمة الحالية.

٤- طريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار.

٥- طريقة نسبة المنافع إلى التكلفة أو معامل الربحية.

ثالثاً : كيفية إعداد تقرير عن الاستثمار المقترح المقدم للحصول على

تمويل "قرض" من أحد البنوك.

أولاً : مفهوم دراسات جدوى وتقييم المشروعات

Project Appraisal and Feasibility Studies

قبل اتخاذ قرار Decision Making بالبدء فى إنشاء أى مشروع سواء كان مشروعاً خاصاً أو مشروعاً عاماً يجب دراسة جدوى هذا المشروع وذلك لأن تنفيذ أى مشروع يستلزم تخصيص جزء من الموارد المتاحة فى الدولة لهذا المشروع ونظراً لأن موارد أى دولة محدودة لذلك يجب استخدامها الاستخدام الأمثل.

فدراسة الجدوى هى مجموعة من الدراسات المتعلقة بتقييم الفرص المالية والتسويقية والانتاجية والاقتصادية والاجتماعية لمشروع ما.

ودراسة الجدوى تتضمن مجموعة البحوث والبيانات والمعايير والمؤشرات التى توضح مدى جدوى المشروع من حيث التكلفة والعائد سواء بالنسبة للفرد أو بالنسبة للمجتمع وذلك على مدار حياة المشروع، فتهدف دراسة الجدوى إلى تحليل وتقييم المشروع الاستثمارى المطلوب انشاؤه وذلك لتحديد ما إذا كان المشروع سوف يحقق الأهداف الاقتصادية (لتحقيق عائد استثمارى) والاجتماعية (زيادة فرص العمل) المطلوبة منه.

خصائص دراسات الجدوى :

لدراسة الجدوى مجموعة من الخصائص منها :

- ١- أن دراسة الجدوى تسبق إنشاء أى مشروع، ومع ذلك فهى لا تقتصر على الدراسات التى تلزم لقيام المشروع ولكن يلزم أيضاً القيام بدراسات الجدوى الاقتصادية عند توسع المنشآت القائمة أو عند تقديم منتج جديد أو عند استبدال الأصول الثابتة أو زيادة الطاقة.

٢- أن عنصر الوقت مهم جداً لدراسة الجدوى وذلك لتغير العوامل البيئية والفرص التسويقية المتاحة أمام المشروع وعدم ثباتها لفترات طويلة مما يتطلب تحديث وتجديد دراسات الجدوى فى حالة مرور وقت طويل بين الانتهاء من دراسات الجدوى والبدء فى إنشاء المشروع الجديد.

٣- أن دراسة الجدوى يجب أن تشمل وتغطى عدة جوانب أو مجالات مترابطة تسويقية، فنية، مالية، اقتصادية، اجتماعية، وأن نتائج دراسة كل جانب عبارة عن مدخلات للجوانب الأخرى، وبالتالي فإن أى خطأ فى دراسة أى جانب يؤدي إلى أخطاء فى دراسة الجوانب الأخرى.

فمثلاً لا يمكن القيام بالدراسة الفنية إلا إذا كانت هناك نتائج إيجابية لجانب الدراسة التسويقية كذلك لا يمكن القيام بالدراسة المالية إلا إذا كانت هناك نتائج إيجابية لجانب الدراسة الفنية.

٤- إن دراسة الجدوى ضرورية لكل المشروعات مهما اختلفت أحجامها وأنواعها.

ففى المشروعات صغيرة الحجم يكون حجم دراسة الجدوى صغيراً وغالباً ما يقوم بها صاحب المشروع وتكون هذه الدراسات غير مكلفة.

أما فى المشروعات كبيرة الحجم تكون دراسات الجدوى كثيرة لنواحى متعددة وعميقة ومتخصصة، وغالباً ما يقوم بها مكاتب إستشارية متخصصة وتكون هذه الدراسات مكلفة.

¹ فإذا تمت دراسة الجدوى لأحد المشروعات سنة ٢٠٠٦ وظهر منها أن هناك طلباً على منتجاته، ولكن لم يبدأ التفكير الجاد فى إنشاء هذا المشروع إلا فى ٢٠١٢. فإن الأمر هنا يتطلب إعادة النظر فى دراسة الجدوى التى تمت فى الماضى (٢٠٠٦) وذلك للتأكد من أن الفرص السوقية ما زالت قائمة وموجودة بنفس الدرجة، وأن هناك احتمال تحقق النتائج الاقتصادية والاجتماعية التى يسعى إليها المشروع.

٥- أن عنصر التكلفة يعتبر من أهم عناصر دراسات الجدوى، وأن تكاليف دراسة الجدوى مرتفعة خاصة بالنسبة للمشروعات الكبيرة، وبالتالي فإنه غالباً ما يكون هناك دراسات جدوى مبدئية (تمهيدية أو استكشافية) بهدف الحكم المبدئي على مدى إمكانية تحقيق المشروع ومن ثم يتوقف على هذه الدراسة قبول أو رفض المشروع محل الدراسة.

ومن أجل ذلك فهناك مرحلتين رئيسيتين لدراسات الجدوى هي مرحلة الدراسات المبدئية (الأولية / التمهيدية / الاستكشافية) للجدوى ومرحلة الدراسات التفصيلية (الشاملة / الكاملة) للجدوى.

مراحل دراسات الجدوى

تتم دراسات الجدوى في مرحلتين رئيسيتين :

١- مرحلة دراسات الجدوى المبدئية (الأولية / التمهيدية / الاستكشافية) - Pre-feasibility studies

٢- مرحلة دراسات الجدوى التفصيلية (الشاملة / الكاملة)

Detailed (Comprehensive) Feasibility studies

١- دراسات الجدوى المبدئية

إن السبب الرئيسي في ضرورة القيام بهذه الدراسات المبدئية هو أن الدراسات التفصيلية تحتاج إلى جهود كبيرة ووقت طويل نسبياً وبالتالي تكلف مبالغ مرتفعة ولذلك فإن من الأفضل عدم القيام بالدراسات المفصلة إلا بعد التأكد مبدئياً بمؤشرات أولية تطمئن القائمين على المشروع على مدى إمكانية نجاحه.

وعليه تهدف دراسات الجدوى المبدئية إلى الحكم المبدئي على مدى إمكانية تحقيق المشروع المقترح للأهداف المطلوبة منه وتحديد ما إذا كان هناك مبرر

لأجراء دراسات الجدوى التفصيلية، فإذا كانت نتائج الدراسات المبدئية مشجعة وأوضحت توافر احتمالات نجاح هذا المشروع فإنه يجب أن يتم اتخاذ قرار بأجراء دراسات الجدوى التفصيلية بأبعادها وجوانبها المختلفة المالية والسوقية والفنية والاقتصادية والاجتماعية. أما إذا كانت نتائج الدراسات المبدئية غير مشجعة وأوضحت عدم توافر احتمالات نجاح المشروع فإنه يجب أن يكون القرار المتخذ هو بوقف الدراسات عند هذا الحد وعدم القيام بدراسات الجدوى التفصيلية والتي تتكلف آلاف أو ملايين الجنيهات، حيث لا يكون هناك أى مبرر لأجراء هذه الدراسات علي مشروع لا يتوافر له عوامل النجاح.

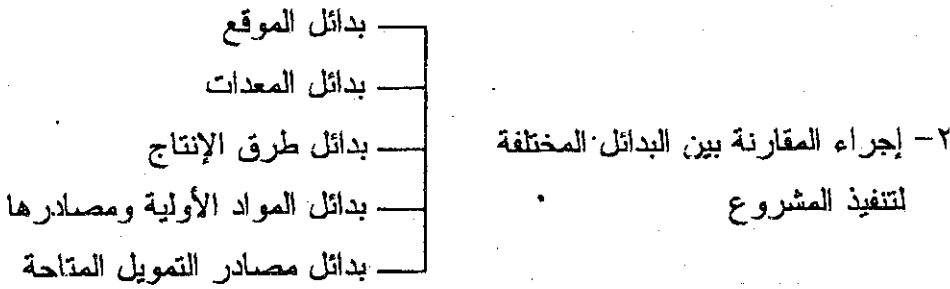
ونظراً لأنه يتوقف على نتائج دراسات الجدوى المبدئية قبول أو رفض المشروع المقترح بصفة مبدئية لذلك يجب أن تكون هذه الدراسات دقيقة، كما يجب أن يكون متخذ القرار Decision Maker على قدرة علمية وعملية للحكم على صلاحية المشروع حيث أن كثيراً من المشروعات. تم رفضها نتيجة لدراسات جدوى مبدئية غير دقيقة رغم أنها مشروعات ناجحة، كما أن هناك مشروعات فاشلة تم قبولها بناء على دراسات مبدئية غير دقيقة.

وتشمل دراسات الجدوى المبدئية دراسة العوامل العامة أى البيئة الخارجية للمشروع General Environment (مثل البيانات والمعلومات عن الحالة الاقتصادية والاجتماعية والسياسية والفنية) لما لها من تأثير عام على المشروع المقترح، ودراسة العوامل الخاصة للمشروع (مثل البيانات والمعلومات عن مدى توافر عوامل ومستلزمات الانتاج وعن سوق السلع والخدمات المزمع انتاجها أو مدى الحاجة إلى منتجات المشروع) وبالتالي تتضمن هذه الدراسة المبدئية صورة سريعة ومبسطة لعناصر الدراسة التفصيلية.

٢- دراسات الجدوى التفصيلية

هى عبارة عن تقرير تفصيلي شامل لكافة جوانب وانشطة المشروع المختلفة بحيث يمكن الاستناد إليه فى الحكم على صلاحية أو أفضلية المشروع بالنسبة للمشروعات البديلة الأخرى. وبالتالي تهدف دراسات الجدوى التفصيلية إلى :

١- إجراء المقارنة بين البدائل المختلفة من المشروعات.



٣- تحديد دقيق ومفصل لجدوى المشروع من مختلف النواحي التسويقية والفنية والمالية والاقتصادية والاجتماعية ويشمل إطار دراسات الجدوى الجوانب المختلفة الآتية :

١- الدراسة التسويقية :

الهدف منها هو التعرف على مدى إمكانية تسويق السلع والخدمات المزمع انتاجها بواسطة المشروع تحت الدراسة.

وتشمل الدراسة التسويقية ما يلى :

أ- تحديد خصائص ومواصفات السوق.

ب- تقدير العرض للسلع المماثلة محلية أو مستوردة.

ج- تقدير الطلب المحلى والخارجى على السلع المزمع انتاجها.

والفرق بين ب ، ج يمثل الفجوة التسويقية

د - تقدير سوق المستلزمات.

هـ - تحديد وتحليل عناصر المزيج التسويقي Marketing Mix والتي يطلق عليها بالإنجليزية 4P's وهي المنتج Product والمكان Place (النقل والتوزيع) والسعر Price والترويج Promotion (إعلان وبيع شخصي)

٢- الدراسة الفنية :

الهدف منها هو التعرف على الإمكانية الفنية لقيام المشروع وكذلك الحصول على معلومات عن الإنفاق الرأسمالي والإنفاق الجاري.

وتشمل الدراسة الفنية :

أ- تحديد مواصفات منتجات المشروع

ب- تحديد موقع المشروع

ج- تحديد الطاقة الإنتاجية وأساليب الإنتاج.

د- تحديد التكاليف الاستثمارية وتكاليف الإنتاج.

هـ- تحديد حجم ونوع العمالة المطلوبة ومصادر الحصول عليها.

ز - تحديد كميات وأنواع مستلزمات الانتاج الأخرى ومصادر الحصول عليها.

٣- الدراسة المالية :

هي الترجمة المالية لكل من الدراسات الفنية والتسويقية، وهي عبارة عن التقديرات المالية لتكلفة إقامة مشروع ما في وقت معين (الزمن المقدر لانتهاء من إقامته) وفي مكان محدد (الموقع الجغرافي للمشروع)، والهدف منها إعداد القوائم المالية بالإيرادات والمصروفات المتوقعة. وتحديد مصادر التمويل المختلفة التي سيعتمد عليها المشروع.

وتشمل الدراسات المالية :

- أ- تحديد التكلفة الاستثمارية لإقامة المشروع وتكلفة تشغيله وإنتاجه.
- ب- تحديد الإيرادات المتوقعة من المشروع.
- ج- تقدير التدفقات النقدية الداخلة إلى والخارجة من المشروع.
- د- تحديد حجم الاستثمارات.
- هـ- تحديد مصادر الأموال قصيرة وطويلة الأجل، مملوكة ومقترضة.
- و - تحليل السيولة والربحية والأمان.

٤- الدراسة الاقتصادية والاجتماعية :

الهدف منها تقدير الربحية التجارية للمشروع المزمع إنشاؤه وكذا المزايا الاجتماعية المتوقعة منه وذلك فى ضوء ظروف التأكد وعدم التأكد والمخاطرة حتى يتسنى فى النهاية إتخاذ قرار بقبول أو رفض المشروع المزمع إنشاؤه.

وتشمل الدراسة الاقتصادية والاجتماعية :

- أ- تحديد الربحية التجارية للمشروع من وجهة نظر المستثمر.
 - ب- تحديد الربحية القومية للمشروع من وجهة نظر المجتمع.
- وتتضمن الربحية التجارية للمشروع من وجهة نظر المستثمر :
- تحديد صافي الربح Net profit
 - تحديد فترة الاسترداد Pay-Back Period
 - تحديد عائد الاستثمار Return on Investment
 - تحديد صافي القيمة الحالية Net Present Value
- وتتضمن الربحية القومية للمشروع من وجهة نظر المجتمع :
- تحديد القيمة المضافة.
 - تحديد الأثر على ميزان المدفوعات
 - تحديد العمالة والتوظيف

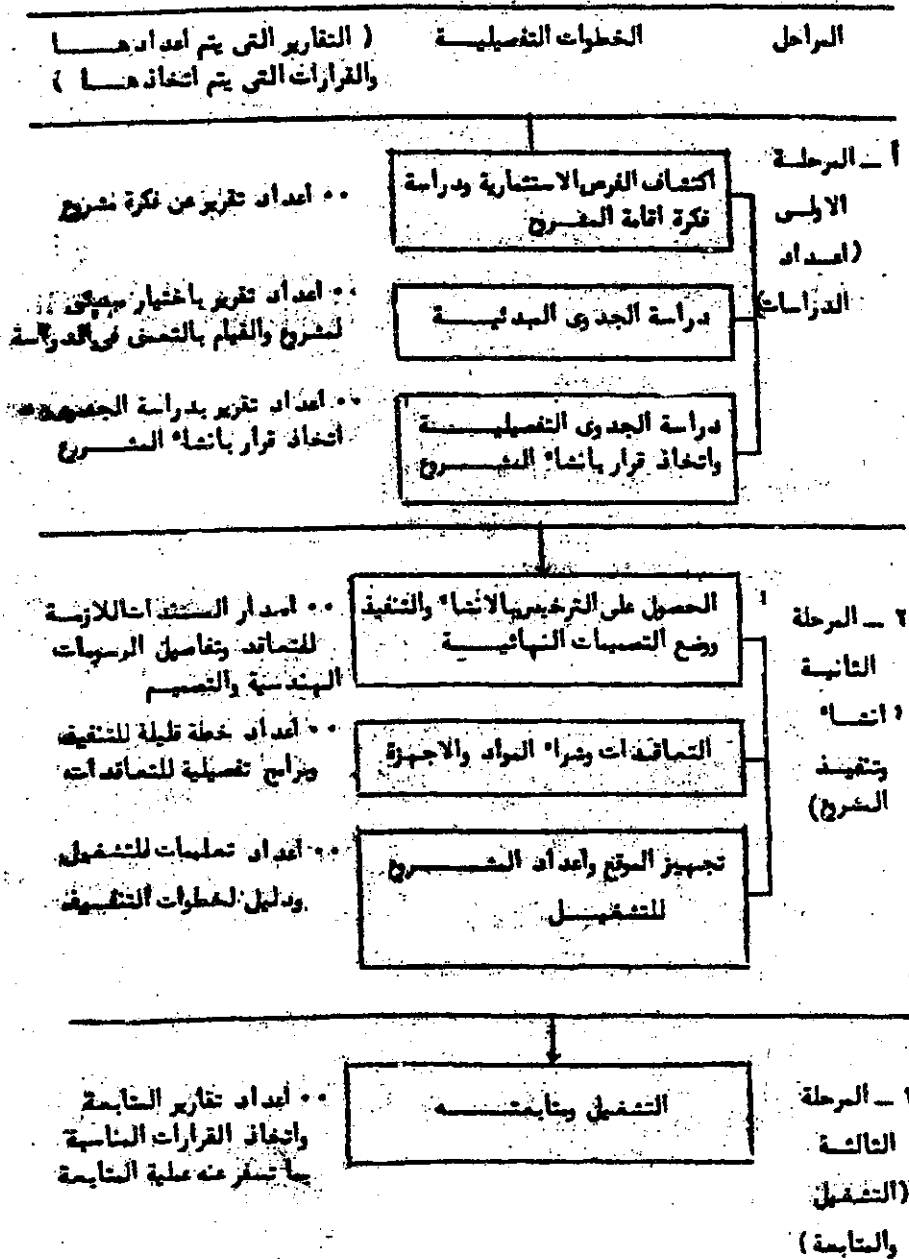
على ضوء الدراسات السابقة يتم تقييم المشروع المزمع إنشاؤه، فإذا كانت نتائج التحليل في الجوانب المختلفة من دراسات الجدوى التفصيلية إيجابية فإنه يتم اتخاذ قرار بإنشاء المشروع الاستثماري والعكس إذا كانت النتائج سلبية فإنه يتم اتخاذ قرار بعدم إنشاء المشروع المقترح.

وفي حالة إيجابية نتائج دراسات الجدوى التفصيلية فإن الجهاز الحكومي المسئول عن التخطيط الاستثماري في الدولة (الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة في ج. م. ع) يقوم بتقييم الربحية الاجتماعية والقومية للمشروع ودراسة مدى توافقه مع الأولويات المحددة في خطة التنمية الاقتصادية للدولة. فإذا كانت نتائج هذه الدراسات (على مستوى الدولة) إيجابية فإن هذا المشروع يحصل على الترخيص بإنشائه، كما يمكن لمثل هذا المشروع أن يحصل على التسهيلات الائتمانية اللازمة له من المنشآت المالية وذلك بموجب تقديم هذه النتائج الإيجابية للمشروع الاستثماري لتلك المنشآت.

بعد أن يحصل المشروع على الترخيص بإنشائه تبدأ مرحلة تنفيذ المشروع وذلك بحصوله على الترخيص للتنفيذ من الأجهزة المعنية ثم إجراء التعاقدات والمفاوضات العديدة مع الأطراف المتعددة.

مثل المنشآت المالية، الحكومية، ومكاتب الاستشارات الهندسية والموردين والعاملين وتتضمن مرحلة تنفيذ المشروع أيضاً تقييم المناقصات وتوقيع العقود كما تتضمن هذه المرحلة البناء وتركيب الآلات حسب المواصفات والتواريخ المحددة. يلي ذلك بداية تشغيل المشروع ومتابعة تنفيذه.

مراحل دراسات جدوى المشروع وإنشائه وتشغيله



ثانياً : طرق تقييم المشروعات الاستثمارية

هناك عدد من الطرق التي تستخدم في تقييم المشروعات الاستثمارية Investment Projects Appraisal وذلك لكي يتسنى اختيار الأفضل من بين هذه المشروعات منها :

- ١- طريقة فترة الاسترداد Pay-Pack period Method
- ٢- طريقة العائد النقدي للجنيه مصروفات رأسمالية أو نصيب الجنيه اتفاق استثماري من إجمالي الإيرادات النقدية للمشروع.
- ٣- طريقة صافي القيمة الحالية Net present value method
- ٤- طريقة معدل العائد الداخلي على الاستثمار Internal rate of Return on Investment Metod
- ٥- طريقة نسبة المنافع إلى التكلفة أو معامل الربحية Profitability Index Method

وفيما يلي شرح مختصر لكل طريقة من هذه الطرق :

١- طريقة فترة الاسترداد :

يمكن تعريف فترة الاسترداد بأنها الفترة (عدد السنوات) اللازمة لاسترداد الأموال المستثمرة في المشروع (إجمالي التدفق النقدي الخارجى).

$$\text{فترة الاسترداد} = \frac{\text{قيمة الأموال المستثمرة في المشروع}}{\text{قيمة العائد (التدفق) النقدي السنوي}}$$

وبصفة عامة كلما كانت فترة الاسترداد قصيرة كلما كان ذلك أفضل وبالتالي فإن المشروعات التي تتميز بقصر فترة الاسترداد تعتبر هي الأفضل وذلك للأسباب الآتية :

أ- قصر فترة الاسترداد يعنى قلة المخاطر التى يتعرض لها المشروع وذلك لسرعة استرداد الأموال المستثمرة.

ب- قصر فترة الاسترداد يعنى أن التدفقات النقدية الناتجة من المشروع المقترح ستقلل من الإعسار المالى، فكلما استرد المشروع الأموال التى انفقها بسرعة كلما ساعده ذلك على رد المبالغ المقترضة لأصحابها بسرعة مما يقلل من تكلفة الاقتراض وبالتالي تركز هذه الطريقة على عامل الزمن أكثر من الربحية.

ج- كلما قصرت فترة الاسترداد كلما ساعد ذلك على إعادة استثمار هذه الأموال مرة أخرى وتحقيق أرباح. هذا بالإضافة إلى المميزات التالية التى تتميز بها فترة الاسترداد.

د- تعتبر من أكثر طرق تقييم المشروعات الاستثمارية انتشاراً، حيث يتم اختيار المشروع الذي فيه يتم استرداد تكلفة الاستثمار في أقل فترة زمنية.

هـ- تعتبر من أكثر الطرق بساطة وسهولة وسرعة فى الحساب والفهم خاصة بالنسبة للمستثمر الراغب فى الحصول على إجابة سريعة عن الاستثمار الذى يسترد (يغطى) تكلفته فى أقل فترة زمنية.

و- أنها توفر قدر من الأمان للمشروعات الاستثمارية التى تتأثر أعمالها بسرعة التقلبات الاقتصادية والفنية. مما يساعد على تقدير التدفقات النقدية الداخلة فى الأجل الطويل بدقة.

ز- أنها تناسب المشروعات التى تتحمل تكلفة عالية عند الحصول على الأموال اللازمة للاستثمار. ولكن وعلى الرغم من هذه المزايا لطريقة فترة

الاسترداد وانتشار استخدامها لبساطتها إلا أنها طريقة تقريبية غير علمية ولها عدة عيوب منها :

أ- تتجاهل الإيرادات التي يمكن أن يحققها المشروع بعد فترة الاسترداد حيث أنها تركز فقط على فترة الاسترداد وليس على إجمالي التدفقات النقدية. تكون هذه الإيرادات كبيرة خاصة في المشروعات الاستثمارية التي يكتمل نموها في سنوات متأخرة (في الأجل الطويل).

ب- تتجاهل القيمة المالية الزمنية للنقد أي أنها تهمل عنصر توقيت (زمن) الحصول على الإيرادات الصافية، فهذه الطريقة تفشل في حساب الاختلافات في توقيت التدفقات النقدية الداخلة في فترة الاسترداد ذاتها.

كحالة تساوى إجمالي التدفقات النقدية لمشروعين استثماريين وحصول أحد المشروعين على تدفقات نقدية أكبر في السنوات الأولى مثلاً. فرغم أن هذه الطريقة تعتبر المشروعين على نفس درجة التفضيل إلا أن المشروع الذي يحقق تدفقات نقدية أكبر في السنوات الأولى يكون أفضل حيث أنه يوفر للمشروع أكبر قدر من الأموال في السنوات الأولى من فترة الاسترداد ومعروف أن جنيه اليوم أفضل من جنيه الغد.

ج- تتجاهل عند حسابها العمر الانتاجي المقدر للاستثمار وعاء الاستهلاك السنوى.

د- تقل أهميتها إذا كان المشروع الاستثمارى طويل العمر نسبياً، وتكلفته صغيرة الحجم، ولا يتعرض للتقادم الفنى السريع.

هـ- تؤدي إلى الموافقة على مشروعات استثمارية غير مقبولة اقتصادياً لمجرد أنها تتمتع بعمر إنتاجى قصير (فترة استرداده قصيرة)

و- تتجاهل اختلاف درجات المخاطر وتفترض تشابه المخاطر التي تتعرض لها المشروعات الاستثمارية وهذا غير واقعي وبالتالي فهي لا تظهر الأرباح الحقيقية للاستثمار.

مثال

الجدول الآتي يلخص بيانات ستة مشروعات استثمارية أ، ب، ج، د، هـ، و، والبيانات عن كل مشروع تشمل القيمة الأصلية للاستثمار، الإيراد النقدي السنوي الصافي (بعد خصم الضرائب) المتوقع، ويفترض أن هذه المشروعات متساوية المخاطر.

جدول (١)

المشروع الاستثماري	القيمة الأصلية للاستثمار (قيمة المصروفات الرأسمالية أو قيمة الاتفاق الاستثماري)	الإيراد النقدي السنوي (التدفق النقدي السنوي الصافي المتوقع)			إجمالي الإيرادات النقدية للمشروع (إجمالي التدفق النقدي)
		السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة	
أ	١٠٠٠	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

جدول (٢)

حساب فترة الاسترداد

المشروع الاستثماري المقترح	فترة الاسترداد لكل مشروع (بالسنة)	ترتيب المشروعات حسب فترة الاسترداد (الأقصر والأطول)
أ	١	١
ب	٢	٤
ج	٢,٥	٦
د	١	١
هـ	٢	٤
و	١,٢٥	٣

من الجدول (٢) يتضح :

- أن طريقة فترة الاسترداد تتجاهل الإيرادات النقدية بعد فترة الإسترداد، فهي تجعل درجة التفضيل واحدة لكل من المشروعين أ، د مع أن "د" يعتبر أفضل من "أ" على أساس أنه يحقق إيراد بعد فترة الاسترداد على حين لا يحقق المشروع "أ" أى إيراد بعد هذه الفترة.
- أيضاً تتجاهل هذه الطريقة توقيت الإيرادات النقدية المتوقعة خلال الفترة السابقة على فترة الاسترداد، فهي تجعل درجة التفضيل واحدة لكل من المشروعين "ب"، "هـ" من ناحية فترة الاسترداد مع أن المشروع "هـ" يعتبر أفضل من "ب" على أساس أنه يحقق إيراداً نقدياً أكبر في السنوات الأولى من فترة الاسترداد.

٢- طريقة العائد النقدي للجنيه مصروفات رأسمالية (وطريقة نصيب الجنيه

اتفاق استثماري من إجمالي الإيرادات النقدية للمشروع)

إجمالي العائد النقدي للمشروع

العائد النقدي لجنيه الاستثمار = $\frac{\text{قيمة الأموال المستثمرة في المشروع}}{\text{إجمالي العائد النقدي للمشروع}}$

وتهتم هذه الطريقة بحساب مقدار ما يحققه كل جنيه واحد مصروفات رأسمالية من إجمالي الإيرادات النقدية للمشروع وبالتالي تهتم هذه الطريقة بإجمالي الإيرادات النقدية التي تنتج من المشروع الاستثماري وهو الأمر الذي تتجاهله طريقة فترة الاسترداد.

من بيانات المثال السابق يمكن تحديد نصيب الجنيه اتفاق استثماري من الإيرادات وكذلك ترتيب المشروعات تنازلياً وفقاً لنصيب الجنيه كالتالي :

الشرح الاستثماري	قيمة الاتفاق الاستثماري (١)	إجمالي الإيرادات (٢)	نصيب الجنيه اتفاق من الإيرادات (٢ - ١)	ترتيب المشروعات
أ	١٠٠٠	١٠٠٠	٢	١
ب	١٠٠٠	١٥٠٠	١,٥	٢
ج	١٠٠٠	١٨٠٠	١,٨	٣
د	١٠٠٠	١٦٠٠	١,٦	٤
هـ	١٠٠٠	١٥٠٠	١,٥	٥
و	١٠٠٠	١٨٠٠	١,٨	٦

ويعاب على هذه الطريقة (كالطريقة السابقة) أنها تتجاهل التوقيت الزمني للإيرادات النقدية عند ترتيب المشروعات حيث أنها تسوى مثلاً بين المشروعين "ج"، "و" مع أن المشروع "و" يحقق إيرادات نقدية أكبر من المشروع "ج" في السنتين الأولى والثانية.

٣ - طريقة صافى القيمة الحالية :

تتميز طريقة صافى القيمة الحالية بأنها تتلافى أهم عيوب الطريقتين السابقتين (طريقة فترة الاسترداد وطريقة العائد النقدي للجنيه أنفاق استثماري) والذي يتمثل في تجاهلهما القيمة الزمنية للنقود. وتعنى القيمة الزمنية للنقود أن قيمة الجنية الذى يتحقق اليوم أكبر من قيمته فى السنة القادمة، لأن الجنيه اليوم يمكن استثماره خلال العام القادم بمعدل الفائدة السائد وتحصيل عائد عليه. فمن الأفضل للفرد دائماً أن يحصل على جنيه اليوم عن أن يحصل عليه مستقبلاً.

وفى هذه الطريقة يتم حساب القيمة الحالية للجنيه الواحد من الإيراد النقدي السنوي المتوقع لكل مشروع عند سعر فائدة معين^١.

ثم يتم حساب القيمة الحالية لإجمالى الإيراد النقدي السنوى ثم يتم جمع القيم الحالية لإيراد كل سنة من السنوات وذلك للحصول على القيمة الحالية لإجمالى الإيراد النقدي الذي يحققه المشروع.

ثم يتم مقارنة القيمة الحالية لإجمالى الإيراد النقدي لكل مشروع من المشروعات وترتيب هذه المشروعات تنازلياً وفقاً لحجم القيمة الحالية لإجمالى الإيراد النقدي "أو وفقاً لحجم صافى القيمة الحالية لإجمالى الإيراد النقدي والذي يتم الحصول عليه بطرح تكلفة الاستثمار لكل مشروع".

فافتراض أن سعر الفائدة ٣% وبالتطبيق على المثال السابق يمكن تقييم المشروعات الاستثمارية الخمسة باستخدام طريقة القيمة الحالية وكذلك ترتيب هذه المشروعات حسب أفضليتها كالتالى :

^١ ويتم استخراج القيمة الحالية للجنيه الواحد عند أسعار الفائدة المختلفة بالنسبة لكل سنة سواء كانت السنة الأولى أو الثانية أو الثالثة (وهكذا حتى العاشرة) من جداول القيمة الحالية حيث تقسم جداول القيمة الحالية أفقياً حسب سعر الفائدة ورأسياً حسب السنة من الأولى حتى العاشرة.

الشرح	المت	الايراد التقدي السوي	القينة الحالية للجنة الواحد من الايراد التقدي	القينة الحالية للايراد التقدي السوي	الاجالي القينة الحالية للايراد التقدي للمشرح	ترتيب الاهمية النسبة للمشروعات (الافضلية)
ا	١	١٠٠٠	١٧٠	١٧٠	١٧٠	x
ب	١	٥٠٠	١٧٠	٤٨٥	١٤١٤	٥
	٢	٥٠٠	١٤٣	٢٧١,٥		
	٣	٥٠٠	١١٥	٤٥٧,٥		
ج	١	٢٠٠	١٧٠	١١٤	١٦٦٩,٢	٢
	٢	٤٠٠	١٤٣	٢٧٧,٥		
	٣	١٢٠٠	١١٥	١٠١٨		
د	١	١٠٠٠	١٧٠	١٧٠	١٤٣٧,٤	٣
	٢	٣٠٠	١٤٣	١١٢,١		
	٣	٣٠٠	١١٥	٢٧٤,٥		
هـ	١	٦٠٠	١٧٠	٥٨١	١٤١٦,٧	٤
	٢	٤٠٠	١٤٣	٢٧٧,٢		
	٣	٥٠٠	١١٥	٤٥٧,٥		
و	١	٨٠٠	١٧٠	٧٧٦	١٧١٣,٤	١
	٢	٨٠٠	١٤٣	٧٥٤,٤		
	٣	٢٠٠	١١٥	١٨٣		

ويتم ترتيب هذه المشروعات حسب صافي قيمتها الحالية كالآتي :

$$ا \quad ٩٧٠ - ١٠٠٠ = -٣٠ \quad \text{مرفوض}$$

$$ب \quad ١٤١٤ - ١٠٠٠ = ٤١٤ \quad ٥$$

$$ج \quad ١٦٦٩,٢ - ١٠٠٠ = ٦٦٩,٢ \quad ٢$$

$$د \quad ١٤٣٧,٤ - ١٠٠٠ = ٤٣٧,٤ \quad ٣$$

$$هـ \quad ١٤١٦,٧ - ١٠٠٠ = ٤١٦,٧ \quad ٤$$

$$و \quad ١٧١٣,٤ - ١٠٠٠ = ٧١٣,٤ \quad ١$$

من مزايا طريقة (صافى) القيمة الحالية :

١- تراعى التغير فى القيمة الزمنية للنقود، ولذلك فهى توضح مدى فاعلية الاستثمار على تغطية تكلفته وتحقيق عائد.

٢- تتجنب عيوب طريقتى فترة الاسترداد ومعدل العائد النقدى.

٣- تعتبر أكثر طرق التقييم حساسية للوقت المتوقع للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة والعمر الانتاجى للمشروع.

ومن عيوب هذه الطريقة :

١- يترتب على اختلاف معدل الخصم من مشروع استثمارى لآخر اختلاف صافى القيمة الحالية وصعوبة ترتيبها طبقاً لهذه الطريقة.

٢- نفترض أن الإيرادات النقدية الداخلة يعاد استثمارها بنفس معدل الخصم وهذا قد لا يكون صحيحاً.

٣- تركز على العائد الاقتصادى (كرقم مطلق) عند اتخاذ قرار الاستثمار وتتجاهل الاعتبارات غير المادية (مثل استقرار العاملين، الخدمات الاجتماعية، الأمن الصناعى) التى يجب أن تؤخذ فى الحسبان.

ولذلك يصعب استخدام هذه الطريقة فى تقييم المشروعات التى يكون عائدها الاجتماعى المتوقع أكثر أهمية من عائدها الاقتصادى.

٤- طريقة معدل العائد الداخلى على الاستثمار (معدل الفائدة) :

وتهتم هذه الطريقة بتحديد معدل العائد الداخلى أو معدل الفائدة (وذلك عن طريق استخدام جداول القيمة الحالية) الذى يجعل القيمة الحالية للإيرادات النقدية المتوقعة من مشروع استثمارى معين مساوية للقيمة الحالية للاستثمار المبدئى اللازم لهذا المشروع. وبمعنى آخر فإن هذه الطريقة تهدف للوصول إلى أفضل سعر فائدة يمكن للمشروع الاستثمارى دفعه على الأموال المستثمرة مع استرداد الاستثمار بالكامل فى نهاية الحياة الانتاجية للمشروع.

ويجب التفرقة بين حالتين :

١- حالة انتظام الإيرادات النقدية السنوية : وفيها تقسم تكلفة الاستثمار على متوسط الإيراد النقدي السنوي، ثم نبحث في جداول القيمة الحالية (جدول التدفق النقدي السنوي) عن سعر الفائدة لدفعه سنوية قدرها جنيهاً واحداً لمدة معينة (عدد سنوات فترة الاسترداد) والذي يعطى لنا أقرب قيمة لنتيجة قسمة تكلفة الاستثمار على متوسط الإيراد النقدي السنوي.

فمثلاً بالنسبة للمشروع (ب) الذي يحقق إيراداً نقدياً يبلغ ٥٠٠ ج سنوياً لمدة ٣ سنوات فإن

$$٢ = \frac{١٠٠٠}{٥٠٠} = \frac{\text{تكلفة الاستثمار}}{\text{متوسط الإيرادات النقدية السنوية}}$$

وبالبحث في جداول القيمة الحالية (جداول التدفق النقدي السنوي لدفعة سنوية قدرها جنيهاً واحداً لمدة ٣ سنوات نجد أن الرقم ٢ يقع عند ٢٠%.

٢- حالة عدم انتظام الإيرادات النقدية السنوية : وفيها يتم تحديد معدل العائد من جداول القيمة الحالية للتدفق النقدي الذي بمقتضاه يمكن الحصول على قيمة حالية لأيرادات نقدية غير منتظمة تعادل تكلفة الاستثمار.

ويستخدم الجدول الآتي للوصول إلى معدل العائد لكل مشروع على حدة :

السنة	صافي الإيراد النقدي السنوي	القيمة الحالية الجنية الواحد	القيمة الحالية لـصافي الإيراد النقدي كله	القيمة الحالية بمعدل % وهكذا
١				
٢				
٣				
الجملة				

وبالرجوع إلى جداول القيمة الحالية للتدفق النقدي يمكن التوصل إلى النتائج الآتية بالنسبة للمشروعات الاستثمارية الستة التي سبق الإشارة إليها

المشروع الاستثماري	ترتيب أفضليته
أ	٦
ب	٥
جـ	٣
د	٢
هـ	٤
و	١

الجدول الآتي يلخص نتائج تطبيق الطرق الأربعة في تقييم المشروعات

الطريقة المستخدمة في التقييم	ترتيب المشروعات وفقاً للطريقة المتبعة					
	أ	ب	جـ	د	هـ	و
١- فترة الاسترداد	١	٤	٦	١	٤	٣
٢- العائد النقدي للجنيه مصروفات	٦	٤	١	٣	٤	١
٣- القيمة المطلوبة	٦	٥	٢	٢	٤	١
٤- معدلات القائمة	٦	٥	٣	٢	٤	١

يتضح من الجدول السابق مدى اختلاف نتائج كل طريقة من طرق تقييم المشروعات.

- طريقة نسبة المنافع إلى التكلفة أو معامل الربحية Profitability Index
تشبه هذه الطريقة طريقة صافي القيمة الحالية ونظراً لاختلاف المشروعات الاستثمارية حيث قيمة الاستثمار المبدئي أو الأصلي ومن حيث حصيلة

الإيرادات النقدية التي نتوقع تحقيقها لذلك فإن تقييم هذه المشروعات وترتيبها باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية قد يكون أمراً صعباً ويفضل في هذه الحالة استخدام طريقة معامل الربحية لكل مشروع استثماري مما يسهل عملية التقييم والمفاضلة بين المشروعات المختلفة..

ويقصد بمعامل الربحية نسبة القيمة الحالية للإيرادات النقدية الداخلة إلى القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجية من المشروعات الاستثمارية (تكلفة الانفاق الاستثماري) وبصفة عامة فإنه كلما ارتفع معامل الربحية كلما زاد العائد على الاستثمار، والمفروض أن يتم قبول المشروع الاستثماري المقترح الذي يحقق ربحية أكبر من واحد صحيح لأن هذا يعني أن التدفقات النقدية الداخلة منه أكبر من التدفقات النقدية الخارجة منه (الاستثمار) والعكس صحيح.

أما المشروع الاستثماري الذي يحقق معامل ربحية واحد صحيح فإنه يعني أن العائد على الاستثمار فيه مساوٍ لتكلفة رأس المال.

مثال :

البيانات التالية عن أحد المشروعات الذي تقدر قيمة استثماراته بـ ١٨,٠٠٠ جنيه والمطلوب حساب معامل ربحيته

السنة	التدفق النقدي
صفر (٠٠)	١٨,٠٠٠ (قيمة الاستثمار)
١	٦,٠٠٠
٢	٦,٠٠٠
٣	٦,٠٠٠
٤	١٠,٠٠٠

يتم حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية عند معدل خصم ١٢% (تكلفة رأس المال) فتكون المعادلة كالآتي =

$$٢٠,٧٧٢ = ١٨,٠٠٠ + ٦,٠٠٠ \times ٠,٦٣٦ + ٦,٠٠٠ \times ٠,٥٦٧ + ٦,٠٠٠ \times ٠,٥٠٧ + ١٠,٠٠٠ \times ٠,٤٠٦$$

جنيهاً وبالمقارنة يتضح أن التدفقات النقدية الداخلة وهي ٢٠,٧٧٢ جنيه أكبر من حجم التدفقات النقدية الخارجة وهي ١٨,٠٠٠ جنيه فيكون هذا المشروع مقبولاً.

ويتم حساب معامل الربحية لهذا المشروع كالآتي :

$$\text{معامل الربحية} = \frac{20772}{18000} = 1,154$$

وفي حالة تعدد المشروعات الاستثمارية البديلة يمكن استخدام معامل الربحية لتقييم هذه المشروعات كالآتي :

الجدول أدناه يعطى بيانات عن ثلاثة مشروعات أ، ب، ج ولكل منها تدفقات خارجة وداخلة وأن هذه التدفقات كلها مخصومة عند معدل ١٠% (تكلفة رأس المال)

المشروع	السنة	التدفقات النقدية	معامل القيمة الحالية	القيمة الحالية	معامل الربحية
أ	صفر	(-) ١٥,٠٠٠			$0,88 = \frac{13,186}{15,000}$
	١	٥,٠٠٠		٨,٦٨٠	
	٢	٥,٠٠٠	١,٧٣٦	٤,٥٠٦	
	٣	٦,٠٠٠	٠,٧٥١	١٣,١٨٦	
ب	صفر	(-) ١٦,٠٠٠			$1,12 = \frac{17,926}{16,000}$
	١	٦,٠٠٠		١٠,٤١٦	
	٢	٦,٠٠٠	١,٧٣٦	٧,٥١٠	
	٣	١٠,٠٠٠	٠,٧٥١	١٧,٩٢٦	
ج	صفر	(-) ١٦,٠٠٠			$1,10 = \frac{17,409}{16,000}$
	١	٦,٠٠٠		١٢,١٥٢	
	٢	٧,٠٠٠	١,٧٣	٥,٢٥٧	
	٣	٧,٠٠٠	٠,٧٥	١٧,٤٠٩	

- يلاحظ من الجدول السابق أن المشروع (أ) مرفوض وذلك لأن العائد على الاستثمار أقل من تكلفة الاستثمار (١٣,١٨٦ > ١٥,٠٠٠)

كما أن معامل الربحية لهذا المشروع أقل من الواحد الصحيح (٠,٨٨)

- كما يلاحظ أن كلاً من المشروعين ب، ج مقبول، هذا وأن كان المشروع (ب) أفضل من المشروع (ج).

لأن معامل ربحية المشروع (ب) أعلى من معامل ربحية المشروع (ج) وذلك في حالة المقارنة علي أساس ربحية كل منهما.

ثالثاً : كيفية إعداد تقرير عن الاستثمار المقترح المقدم للحصول على تمويل "قرض" من أحد البنوك

مثال :

طلبت إحدى الشركات الاستثمارية الصناعية من البنك الذي تعمل به الحصول على قرض قيمته نصف مليون جنيهاً لتمويل إنشاء مشروع مقترح لإنتاج الأسمنت وقدمت الشركة للبنك دراسات جدوى هذا المشروع فأحالت إليك إدارة البنك هذا الموضوع لإعداد تقرير عن الاستثمار المقترح على أن يتضمن التقرير موافقتك أو رفضك لطلب القرض موضحاً الأسباب؟ وفيما يلي البيانات التي قدمتها الشركة للبنك :

١- يستغرق إنشاء المشروع عامي ٢٠١١، ٢٠١٢ ثم يبدأ التشغيل والإنتاج في عام ٢٠١٣ بكامل طاقته الإنتاجية التي تبلغ خمسة آلاف طن سنوياً وسعر بيع الطن ٢٥٠ جنيهاً، ويستمر المشروع في الإنتاج لمدة عشرة أعوام، وتقدر قيمة بيعه كخردة في نهاية حياته بمبلغ ٣٠٠ ألف جنيهاً.

٢- يقدر رأس مال المشروع بمليونى جنيه وسيتم الحصول عليه من مصدرين :

أ- مصدر مملوك ويساهم بـ ١,٥ مليون جنيهاً (أسهم تطرح للاكتتاب قيمة السهم جنيهاً واحداً ويتم الاكتتاب على دفعتين : الأولى نسبتها ٨٠% في عام ٢٠١١، والثانية ٢٠% في عام ٢٠١٢).

ب- مصدر مقترض ويساهم بنصف مليون جنية، وسيتم الحصول على هذا القرض في عام ٢٠١٢ على أن يسدد على خمس سنوات بأقساط متساوية مع الفوائد التي تقدر بمئة ألف جنيهاً بواقع ٢٠ ألف جنيهاً سنوياً.

٣- تقدر التكاليف الاستثمارية للمشروع بمليونى جنيهاً، ويتم توزيعها خلال فترة إنشاء المشروع (٢٠١١، ٢٠١٢) كالآتى (القيمة بالآلف جنية) :

إجمالي	٢٠١٢	٢٠١١	
٧٠	-	٧٠	أراضى
٩٠٠	٤٠٠	٥٠٠	مبانى
١٠١٠	٥٠٨	٥٠٢	آلات ووسائل نقل
١٠	٩	١	أثاث
٥	٣	٢	مصرفات تأسيس
٥	٥	-	حد أدنى للمخزون
٢٠٠٠	٩٢٥	١٠٧٥	إجمالي

٤- سيعفي المشروع من دفع ضرائب الأرباح التجارية والصناعية خلال السنوات الخمس الأولى من قيامه ثم يدفعها بعد ذلك بواقع ٢٠% من صافى الربح.

٥- تقدر تكاليف التشغيل السنوية كالآتى (بالآلف جنيهاً) :

٨٠٠	مواد تعبئة وصيانة	٦٢
١١٠	فوائد	٢٠
٦	إهلاك	١٤٧
	مياه وكهرباء ووقود	

الحل

لإعداد تقرير عن الاستثمار المقترح المقدم للحصول على التمويل المطلوب من البنك لاتخاذ قرار بالموافقة على أو رفض طلب القرض يجب القيام بالدراسات المالية اللازمة التي تهدف إلى الوقوف على تقدير التكلفة والعائد وذلك لتحديد الربح المالي المتوقع للمشروع.

الأمر الذي يتطلب التعرف على المشروع المقترح والمخاطر التي يتعرض لها. السلعة المزمع إنتاجها وخصائصها وعمّا إذا كانت تكلفتها في مستوى تكلفة المنافسين الأفراد العاملين بالمشروع ومؤهلاتهم وخبراتهم.

وتشمل الدراسات المالية خمس عناصر رئيسية هي :

١- تقدير التكاليف الاستثمارية للمشروع :

أ- أصول ثابتة.

ب- مصروفات تأسيس

ج- حد أدنى من المخزون

وتتكون التكاليف الاستثمارية للمشروع من كافة أنواع الأموال التي يتم أنفاقها للحصول على :

أ- الأصول الثابتة اللازمة لقيام المشروع مثل الأراضي والمباني والأثاث ووسائل النقل.

ب- التأسيس.

ج- الحد الأدنى من المخزون (اللازم لتشغيل دورة إنتاجية واحدة).

ونظراً لأن هذه التكاليف لا يتم دفعها مرة واحدة ولكن تدفع حسب مراحل الإنشاء لذلك فإنه ينبغي أن توضع في جدول يوضح قيمتها وتوزيعها على السنوات التي أنفقت فيها وذلك كالآتي :

التكاليف الاستثمارية للمشروع وتوزيعها سنوياً خلال فترة الإنشاء

بيان فترة الإنشاء	٢٠١١	٢٠١٢	مجموع
أ - أصول ثابتة			
أراضي			
مباني			
آلات ومعدات			
وسائل نقل			
أثاث			
ب- مصروفات تأسيس			
ج- الحد الأدنى من المخزون			

٢- تقدير قيمة مصادر واستخدامات الأموال :

يلى تحديد التكاليف الاستثمارية للمشروع وتوزيعها سنوياً تحديد طرق ومصادر تمويل تلك التكاليف وتتكون مصادر التمويل من :

أ- مصادر ذاتية مملوكة وهي عبارة عن رأس المال المكتتب فيه.

ب- مصادر مقترضة.

بشرط أن يكون الاستخدام للأموال المتاحة في حدود ما هو مطلوب للانفاق حتى لا يكون هناك أموال عاطلة مطلوب دفعها في فترات قادمة. والجدول الآتى يبين مصادر واستخدامات الأموال :

استخدامات ومصادر الأموال خلال فترة الإنشاء

مجموع	٢٠١٢	٢٠١١	فترة الإنشاء
			الاستخدامات والمصادر
			١- التكاليف الاستثمارية أصول ثابتة مصرفات تأسيس الحد الأدنى من المخزون
			مجموع الاستخدامات
			٢- مصادر التمويل تمويل أول بالاسهم (أكتتاب أول) تمويل ثانى بالاسهم (أكتتاب ثانى) قروض
			مجموع المصادر

٣- تقدير تكاليف التشغيل السنوية للمشروع :

فى ضوء الدراسة الفنية للمشروع يتم تقدير التكاليف السنوية اللازمة للتشغيل. وتتكون تكاليف التشغيل من :

أ- تكاليف تشغيل ثابتة.

ب- تكاليف تشغيل متغيرة.

٤- تقدير إيرادات المشروع :

فى ضوء كمية الإنتاج وسعر بيع الوحدة من هذا الإنتاج يتم تقدير الإيرادات

٥- إعداد جدول التدفقات النقدية الداخلة إلى والخارجة من المشروع :

يشمل جدول التدفقات النقدية جميع تدفقات الأموال :

أ- الداخلة للمشروع :

تتمثل فى إيرادات المشروع وقيمتة التقديرية البيعية فى نهاية حياته كخردة.

ب- الخارجة من المشروع :

تتمثل فى القيم التى دفعها لشراء كافة أنواع الأصول وتكاليف التشغيل التى تدفع سنوياً خلال حياة المشروع، وفوائد أقساط القروض والضرائب التى يسددها المشروع.

ويتم إعداد جدول التدفقات النقدية بحيث يبين الموقف النقدى السنوى للمشروع كالاتى :

جدول التدفقات النقدية السنوية للمشروع

٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	
	xx	xx	xx			أ - التدفقات الداخلة
						إيرادات البيعات
						قيمة بيع المشروع
	xxx	xxx	xx			كسوة
						التدفقات الداخلة
				x	x	ب - التدفقات الخارجة :
						التكاليف الرأسمالية
xx	xx	xx	xx			تكاليف التشغيل
x	x	x	x			إجمالي الربح
						(التدفقات الداخلة -
						تكاليف التشغيل)
						(-)
						الضرائب
						صافي الربح
						صافي تدفقات المشروع

(القيمة بالاصحبة)

(اعدادات العمل والتحليل)

سنة	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	٢٠١٩	٢٠٢٠	٢٠٢١	٢٠٢٢
ايرادات التيمات	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	٢٠٢٢
ايرادات اخرى (من بيع المشروخ كعمولة في نهاية فترة الانتاج)	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	٢٠٢٢
١ - جميع الايرادات	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	١٢٥٠	٢٠٢٢
تكاليف تشغيل	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٢٠٢٢
عاشات	١١٠	١١٠	١١٠	١١٠	١١٠	١١٠	١١٠	١١٠	١١٠	٢٠٢٢
اجور ورتبات	١	١	١	١	١	١	١	١	١	٢٠٢٢
مياه وكهرباء ودفن	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	١٢	٢٠٢٢
مواد تهيئة ومعالجة	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠٢٢
لوازم	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠	٢٠٢٢
املاك	١٤٢	١٤٢	١٤٢	١٤٢	١٤٢	١٤٢	١٤٢	١٤٢	١٤٢	٢٠٢٢
٢ - جميع التكاليف	١١٤٥	١١٤٥	١١٤٥	١١٤٥	١١٤٥	١١٤٥	١١٤٥	١١٤٥	١١٤٥	٢٠٢٢
٣ - الربح قبل الضريبة	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	٢٠٢٢
٤ - الضريبة (٢٠ %)	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	٢٠٢٢
صافي الربح بعد الضريبة	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	١٠٥	٢٠٢٢

١- تقدير التكاليف الاستثمارية للمشروع (خلال فترة الإنشاء) (القيمة بالآلف جنيهه)

البيان	فترة الإنشاء	٢٠١١	٢٠١٢	جـ
أ - الأصل الثابتة				
أرانب		٢٠	—	٢٠
مبانى		٥٠٠	٤٠٠	٩٠٠
الات ومائل نقل		٥٠٢	٥٠٨	١٠١٠
أشك		١	١	١٠
ب - مصروفات تأسيس		٢	٢	٥
ج - الحد الأدنى من المخزون		—	٥	٥
الإجمالي		١٠٢٥	٩٢٥	٢٠٠٠

٢- تقدير قيمة مصادر واستخدامات الأموال للمشروع (خلال فترة الإنشاء) (القيمة بالآلف جنيهه)

البيان	السنة	٢٠١٠	٢٠١١	إجمالي
١ - التكاليف الاستثمارية				
بجمع الاستخدامات		١٠٢٥	٩٢٥	٢٠٠٠
٢ - مصدر التمويل				
تمويل أولي بالاسهم (اكتساب أولي)		١٢٠٠		
رصيد أموال فائض مرحل للمام القادم		١٢٥	١٢٥	
تمويل ثانى بالاسهم (اكتساب ثانى)			٢٠٠	
قروض			٥٠٠	
بجمع المصادر			٩٢٥	٢٠٠٠

إعداد جدول التوقعات الداخلة إلى والخارجة من المشروع

سنة	٢٠٢٢	٢٠٢١	٢٠٢٠	٢٠١٩	٢٠١٨	٢٠١٧	٢٠١٦	٢٠١٥	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	١٩٩٠	١٩٨٩	١٩٨٨	١٩٨٧	١٩٨٦	١٩٨٥	١٩٨٤	١٩٨٣	١٩٨٢	١٩٨١	١٩٨٠	١٩٧٩	١٩٧٨	١٩٧٧	١٩٧٦	١٩٧٥	١٩٧٤	١٩٧٣	١٩٧٢	١٩٧١	١٩٧٠	١٩٦٩	١٩٦٨	١٩٦٧	١٩٦٦	١٩٦٥	١٩٦٤	١٩٦٣	١٩٦٢	١٩٦١	١٩٦٠	١٩٥٩	١٩٥٨	١٩٥٧	١٩٥٦	١٩٥٥	١٩٥٤	١٩٥٣	١٩٥٢	١٩٥١	١٩٥٠	١٩٤٩	١٩٤٨	١٩٤٧	١٩٤٦	١٩٤٥	١٩٤٤	١٩٤٣	١٩٤٢	١٩٤١	١٩٤٠	١٩٣٩	١٩٣٨	١٩٣٧	١٩٣٦	١٩٣٥	١٩٣٤	١٩٣٣	١٩٣٢	١٩٣١	١٩٣٠	١٩٢٩	١٩٢٨	١٩٢٧	١٩٢٦	١٩٢٥	١٩٢٤	١٩٢٣	١٩٢٢	١٩٢١	١٩٢٠	١٩١٩	١٩١٨	١٩١٧	١٩١٦	١٩١٥	١٩١٤	١٩١٣	١٩١٢	١٩١١	١٩١٠	١٩٠٩	١٩٠٨	١٩٠٧	١٩٠٦	١٩٠٥	١٩٠٤	١٩٠٣	١٩٠٢	١٩٠١	١٩٠٠	١٨٩٩	١٨٩٨	١٨٩٧	١٨٩٦	١٨٩٥	١٨٩٤	١٨٩٣	١٨٩٢	١٨٩١	١٨٩٠	١٨٨٩	١٨٨٨	١٨٨٧	١٨٨٦	١٨٨٥	١٨٨٤	١٨٨٣	١٨٨٢	١٨٨١	١٨٨٠	١٨٧٩	١٨٧٨	١٨٧٧	١٨٧٦	١٨٧٥	١٨٧٤	١٨٧٣	١٨٧٢	١٨٧١	١٨٧٠	١٨٦٩	١٨٦٨	١٨٦٧	١٨٦٦	١٨٦٥	١٨٦٤	١٨٦٣	١٨٦٢	١٨٦١	١٨٦٠	١٨٥٩	١٨٥٨	١٨٥٧	١٨٥٦	١٨٥٥	١٨٥٤	١٨٥٣	١٨٥٢	١٨٥١	١٨٥٠	١٨٤٩	١٨٤٨	١٨٤٧	١٨٤٦	١٨٤٥	١٨٤٤	١٨٤٣	١٨٤٢	١٨٤١	١٨٤٠	١٨٣٩	١٨٣٨	١٨٣٧	١٨٣٦	١٨٣٥	١٨٣٤	١٨٣٣	١٨٣٢	١٨٣١	١٨٣٠	١٨٢٩	١٨٢٨	١٨٢٧	١٨٢٦	١٨٢٥	١٨٢٤	١٨٢٣	١٨٢٢	١٨٢١	١٨٢٠	١٨١٩	١٨١٨	١٨١٧	١٨١٦	١٨١٥	١٨١٤	١٨١٣	١٨١٢	١٨١١	١٨١٠	١٨٠٩	١٨٠٨	١٨٠٧	١٨٠٦	١٨٠٥	١٨٠٤	١٨٠٣	١٨٠٢	١٨٠١	١٨٠٠	١٧٩٩	١٧٩٨	١٧٩٧	١٧٩٦	١٧٩٥	١٧٩٤	١٧٩٣	١٧٩٢	١٧٩١	١٧٩٠	١٧٨٩	١٧٨٨	١٧٨٧	١٧٨٦	١٧٨٥	١٧٨٤	١٧٨٣	١٧٨٢	١٧٨١	١٧٨٠	١٧٧٩	١٧٧٨	١٧٧٧	١٧٧٦	١٧٧٥	١٧٧٤	١٧٧٣	١٧٧٢	١٧٧١	١٧٧٠	١٧٦٩	١٧٦٨	١٧٦٧	١٧٦٦	١٧٦٥	١٧٦٤	١٧٦٣	١٧٦٢	١٧٦١	١٧٦٠	١٧٥٩	١٧٥٨	١٧٥٧	١٧٥٦	١٧٥٥	١٧٥٤	١٧٥٣	١٧٥٢	١٧٥١	١٧٥٠	١٧٤٩	١٧٤٨	١٧٤٧	١٧٤٦	١٧٤٥	١٧٤٤	١٧٤٣	١٧٤٢	١٧٤١	١٧٤٠	١٧٣٩	١٧٣٨	١٧٣٧	١٧٣٦	١٧٣٥	١٧٣٤	١٧٣٣	١٧٣٢	
-----	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	--

∴ المركز النهائي لتدفقات المشروع = $(-2000) + 22350 + 235$ ألف جنيه

∴ التكاليف الاستثمارية للمشروع = $1075 + 925 = 2000$ ألف جنيه
وهي تمثل الأموال المطلوبة (العجز)

∴ صافي التدفقات يمثل فائضاً خلال السنوات العشر قيمته

$$152 + 152 + 152 + 152 + 152 + 247 + 247 + 247 + 247 + 247$$
$$487 = 2235 \text{ ألف جنيه}$$

وهي تمثل الأموال الفائضة

∴ صافي التدفق النقدي للمشروع في نهاية عمره وبعد الأخذ في الاعتبار
القرض وأقساطه وفوائده = $(-2000) + 2235 = 235$ ألف جنيهاً وهي
تمثل فائضاً لذلك ينبغي على مدير الائتمان أن يوافق على منح القرض
المطلوب للمستثمر.

الوحدة الخامسة

إدارة الاستثمار والتمويل قصير الأجل (إدارة رأس المال العامل)

- أولاً : مفهوم رأس المال العامل وأنواعه.
 - ثانياً : مؤشرات (نسب) قياس رأس المال العامل.
 - ثالثاً : إدارة وسياسة رأس المال العامل.
 - رابعاً : أهمية رأس المال العامل.
 - خامساً : العوامل المؤثرة على رأس المال العامل.
 - سادساً : الاعتبارات الواجب مراعاتها في إدارة رأس المال العامل.
 - سابعاً : مكونات (عناصر) رأس المال العامل :
- ١- إدارة النقدية
 - ٢- إدارة الحسابات المدنية
 - ٣- إدارة المخزون
- * تدريبات عملية

الوحدة الخامسة

إدارة الاستثمارات المتداولة (إدارة رأس المال العامل)

Current Investments Management

(Working Capital Management)

تمهيد :

حيث أن المهمة الرئيسية للمدير المالى فى أى منشأة هى اتخاذ القرارات المتعلقة بـ :

- الاستثمار والتمويل طويل الأجل (أى الاستثمارات الثابتة - طويلة الأجل - وطرق تمويلها من مصادر طويلة الأجل).

- الاستثمار والتمويل قصير الأجل (أى الاستثمارات المتداولة - قصيرة الأجل - وطرق تمويلها من مصادر قصيرة الأجل).

حيث أن الاستثمار والتمويل طويل الأجل تم دراسته فى الجزء الأول من المنهج فإنه يتبقى لنا دراسة وتحليل الاستثمار والتمويل قصير الأجل وهو موضوع هذه الوحدة. أهتمت الوحدة السابقة بتحليل عمليات المنشأة بطريقة إجمالية كلية. The firm's operations in an overall aggregate manner.

تهتم هذه الوحدة بفحص نواحى مختلفة للحالة المالية للمنشأة بطريقة أكثر تفصيلاً : The various aspects of the firm's financial picture in more detail.

وذلك بالتركيز على النصف الأعلى من الميزانية العمومية ودراسة الأصول المتداولة والخصوم المتداولة والعلاقات بينهما، ويطلق على هذا النوع من التحليل عادة إدارة الاستثمارات المتداولة أو إدارة رأس المال العامل.

ويتطلب فحص إدارة رأس المال العامل توضيح مفهوم وأهمية رأس المال العامل وتحليل مكوناته أو عناصره ثم بيان المصادر الرئيسية لتمويله وهذه هي النقاط الثلاث الرئيسية المكونة لهذه الوحدة.

أولاً : مفهوم رأس المال العامل وأنواعه :

بادئ ذي بدء يمكن تقسيم رأس المال العامل من ناحيتين إلى إجمالي رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل أو إلى رأس المال العامل الدائم ورأس المال العامل المؤقت.

(أ) إجمالي رأس المال العامل : (Gross Working Capital)

ويطلق عليه رأس المال العامل وهو يشير إلى استثمار المنشأة في أصول قصيرة الأجل (أو المتداولة) - النقدية والأوراق المالية القابلة للتسويق وحسابات القبض والمخزون. وفي هذا يقول ويستون وبرجهام :

"Working Capital refers to a firm's investment in short - term (current) assets - cash, marketable securities, accounts receivable and inventory"¹

هذا وتعتبر مهمة توفير القدر الصحيح من رأس المال العامل في الوقت المناسب - لكي تحقق المنشأة أكبر عائد على الاستثمار - من المهام الرئيسية لمدير المنشأة.

(ب) صافي رأس المال العامل : (Net working capital)

وهو يشير إلى الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة للمنشأة (أي الأصول المتداولة ناقصاً الخصوم المتداولة وهي الأصول والخصوم التي لها تواريخ استحقاق سنة أو أقل).

¹ - Weston J.F. and Brigham E.F. Essentials of Managerial Finance, op. Cit. P. 343.

Net Working capital is defined as "The difference between a firms's current assets and its current liabilities" ¹.

Current assets minus current liabilities and liabilities are defined as having lives or maturities of one year or less.

أن استدعاء وظهور تلك الخصوم المتداولة القابلة للدفع تظهر تلقائياً في أى منشأة كنتيجة لشراء المخزون، علاوة على ذلك فإن وجود الأصول المتداولة يمكن من الحصول على تمويل قصير الأجل من البنك، ولذلك فإن هناك ارتباط قوى بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.

وتفيد معرفة صافى رأس المال العامل في تحديد مقدار وطبيعة الأصول التى قد تستخدم فى سداد الخصوم المتداولة.

(ج) رأس المال العامل الدائم : (Permanent Working Capital)

وهو يشر إلى ذلك القدر من الأموال اللازم لإنتاج السلع والخدمات الضرورية لإشباع الطلب فى أدنى نقطة له. وعلى خلاف الأصول الثابتة التى لا تتغير وتحفظ بشكلها لمدة طويلة فإن رأس المال العامل الدائم يتغير باستمرار من أصل إلى آخر من نقدية إلى بضاعة إلى حسابات قبض ثم ثانية إلى نقدية كما أن حجم رأس المال العامل الدائم يزداد بزيادة نمو المنشأة.

(د) رأس المال العامل المؤقت : (Temporary Working Capital)

هو مثل رأس المال العامل الدائم يتغير شكله (من نقدية إلى بضاعة إلى حسابات قبض ثم ثانية إلى نقدية) ولكنه يختلف عن رأس المال العامل الدائم فى أنه لا يستخدم دائماً بربح، وتتطلب المنشآت الموسمية بطبيعتها رأس مال عامل مؤقت أكثر من المنشآت التى لا تتأثر بالموسمية فى الطلب على منتجاتها، ولذلك

¹. Gitman L., J. Joehnk, M. D., and Pinches G. F., op. Cit., p. 321.

ينبغي على الإدارة أن تحصل على رأس المال الذي يستثمر بصفة مؤقتة فى الأصول المتداولة من المصادر التى تسمح بعودته عند عدم الحاجة إليه. فمما لا شك فيه أن إتباع هذه السياسة يجعل معدل دوران الأصول أفضل وبالتالى يسمح باستخدام رأس المال بكفاءة أكبر.

ثانياً : نسب (مؤشرات أو أدوات) قياس رأس المال العامل :

توجد عدة طرق لقياس رأس المال العامل لعل من أهمها النسب المالية وبصفة خاصة نسبتي التداول Current Ratio والسيولة السريعة Quick (or acid test) Ratio. هذا وقد سبق مناقشة هاتين النسبتين.

ثالثاً : سياسة وإدارة رأس المال العامل :

سياسة رأس المال العامل : (Working Capital Policy)

تشير إلى القواعد أو المبادئ الأساسية المتعلقة بمستويات أهداف كل صنف (فئة) من الأصول المتداولة، وكيفية تمويل تلك الأصول كما تعكسها النسب المستهدفة للتداول والسيولة، وفى ذلك يقول ويستون وبرجهام :

"Working capital policy refers to the firm's basic policies regarding (1) target levels for each category of current assets and (2) how current assets will be financed as reflected in the firm's target current and Quick ratios"¹

أما إدارة رأس المال العامل : (Working Capital Management)

فإنها تشير إلى إدارة الأصول المتداولة والخصوم المتداولة فى ظل (فى نطاق) إرشادات وتعليمات السياسة.

¹ - Weston J. F. and Brigham F. F., op, cit., p. 344.

"Working capital management involves the administration withing policy guidelines, of current assts and current liabilities"¹

وهذه الأصول والخصوم لها تواريخ استحقاق سنة فأقل، وبينما تشمل الأصول المتداولة الرئيسية النقدية والأوراق القابلة للتسويق (القابلة للتداول فى البورصة) وحسابات القبض والمخزون، فإن الخصوم المتداولة الرئيسية تشمل القروض قصيرة الأجل وحسابات وأوراق الدفع والمستحقات مثل الأجور والضرائب. وعلى ذلك تشمل إدارة رأس المال العامل عناصر هامة مثل إدارة النقدية وإدارة الائتمان والتحصيل وإدارة المخزون والاقتراض قصير الأجل.

وكقاعدة عامة فإن الأصول المتداولة تمثل حوالى نصف إجمالى الأصول للمنشأة الصناعية وبالمثل فإن الخصوم المتداولة تمثل أكثر من ٢٥% من إجمالى الخصوم فى المتوسط. ويتضح من الجدول المبين أدناه أن الأصول المتداولة احتلت ٤١,٤% من إجمالى الأصول وأن الخصوم المتداولة شكلت ٢٥,٥% من إجمالى التمويل لمعظم المنشآت الصناعية الأمريكية.

مكونات رأس المال العامل فى المنشآت الصناعية الأمريكية

كنسبة من إجمالى الأصول أو إجمالى التمويل^٢

٣,٤	أوراق دفع ومستحقات متداولة	٢,٧	نقدية
٨,٥	حسابات دفع	٣,٠	أوراق مالية قابلة للتداول
١,٦	ضرائب مستحقة	١٥,٥	حسابات قبض
١٢,٠	مصرفات مستحقة وأخرى	١٧,١	مخزون
		٣,١	مدفوعات مقدمة
٢٥,٥%	إجمالى الخصوم المتداولة	٤١,٤%	إجمالى الأصول المتداولة

¹ - Ibid, P. 344.

² - Gitman, L., J. Joehnk M.D. and Pinches G.E., Op. Cit, P. 322.

فبينما يهتم التحليل المالى طويل الأجل في المقام الأول بالتخطيط الإستراتيجى فإن إدارة رأس المال العامل يهتم فى المقام الأول بعمليات التشغيل اليومية :

"Whereas long - term financial analysis is primarily Concerned With strategic planning, working capital management is primarily concerned with day - to - day operations."

وذلك للتأكد من :

- (أ) أن خطوط الإنتاج لا تتوقف بسبب نفاذ المواد الخام بالمنشأة.
 - (ب) أن المخزون لا يتراكم بسبب عدم بطء الإنتاج عندما تنخفض المبيعات.
 - (ج) أن العملاء (المدينون) يدفعون للمنشأة فى المواعيد المحددة.
 - (د) أن النقدية المتوافرة كافية لسداد الديون عند الاستحقاق.
- وتحتل إدارة رأس المال العامل جزءاً كبيراً من وقت المدير المالى للمنشأة. ومن الواضح أنه بدون إدارة جيدة لرأس المال العامل لا يمكن لمنشأة أن تكون فعالة ومربحة وفى ذلك يقول ويستون وبرجهام :

"Obviously, Without good Working Capital management no firm can be efficient and profitable"¹

فكفاءة وربحية أى منشأة (صغيرة أو كبيرة الحجم) ترتبط أساساً بمدى جودة إدارة رأس المال العامل بتلك المنشأة. ففي المنشآت الصغيرة تعتبر إدارة رأس المال العامل هى العامل (العنصر) الذى يقرر ويحدد نجاحها أو فشلها، وكذلك فى المنشآت الكبيرة فان كفاءة إدارة رأس المال العامل تؤثر بشكل ملحوظ على مخاطر تلك المنشآت وعائداتها وأسعار أسهمها

"In small firms, working capital management may be the factor that decides success or failure : in larger firms, efficient working capital

¹ - Ibid. P. 344.

management can significantly affect the firm's risk, return and shareprices" ¹

أن ربحية أي منشأة تتأثر بالعلاقة بين الاستثمار فى الأصول المتداولة (رأس المال العامل) والاستثمار فى الأصول الثابتة (رأس المال الثابت)، فتزيد ربحية المنشأة بزيادة رأس المال العامل إلى رأس المال الثابت بشرط ألا تتعدى المنشأة طاقتها القصوى (١٠٠%).

فبافتراض أن المنشأة تصل إلى نقطة التعادل عند إنتاج وبيع مليون وحدة وأن طاقتها الإنتاجية القصوى تتحقق عند إنتاج وبيع ٢ مليون وحدة فإنه يجب عليها إنتاج وبيع مليون وحدة على الأقل وألا تحملت خسارة، وأن زيادة الإنتاج عن نقطة التعادل تتطلب زيادة الصرف على الخامات والعمل وغيرها. فإذا أنتجت المنشأة أكثر من مليون وحدة فأنها تحقق ربحاً ويزيد هذا الربح مع زيادة الإنتاج حتى يصل أقصاه عند ٢ مليون وحدة، وإذا زاد الإنتاج عن ذلك فإن هذه الزيادة تتطلب توسعاً فى الأصول الثابتة وتنقل نقطة التعادل إلى اليسار.

وعلى ذلك فإذا كانت المنشأة تهدف إلى تعظيم الربح Profit Maximization فإنه يجب عليها الاحتفاظ برأس مال عامل كاف Adequate working capital لإنتاج ٢ مليون وحدة، وإذا زاد رأس المال العامل عن القدر اللازم لإنتاج ٢ مليون وحدة فإن هذه الزيادة فى رأس المال العامل تكون عاطلة (غير منتجة) وبالتالي تتخفض أرباح المنشأة.

وبناء على ما تقدم وطالما إن إدارة رأس المال العامل تستغرق جزءاً كبيراً من وقت المدير المالى للمنشأة، وطالما أن الطريقة التى يتم بها إدارة رأس المال

¹ - Gitman, I. J, Johnk M. D., and pinches G. E., op. Cit., p. 300.

العامل تؤثر علي ربحية المنشأة وكفاءتها^١، لذلك فإنه يجب على إدارة أى منشأة أن تعطى إهتماماً خاصاً لتخطيط ورقابة رأس المال العامل.

رابعاً : أهمية رأس المال العامل :

تتضمن إدارة رأس المال العامل عدداً من النواحي التي تجعلها فى غاية الأهمية لدعم الموقف المالى للمنشأة :

(أ) فمن ناحية الوقت الذى تستغرقه :

تشير الإحصاءات إلي أن الجزء الأكبر من وقت المدير المالى لأى منشأة يخصص لإدارة رأس المال العامل (إدارة العمليات الداخلية اليومية للمنشأة).

(ب) ومن ناحية أهميتها النسبية لأصول المنشأة :

تمثل الأصول المتداولة نسبة كبيرة من إجمالى الأصول (٤٠% بصفة عامة) بالإضافة إلى أن الأصول المتداولة تتغير مع تغير المبيعات. وتتغير المبيعات خلال الوقت ولذا فإن إدارة الأصول المتداولة تعتبر عملية ديناميكية (متحركة) وتتطلب من المدير المالى ضرورة مراقبة المبيعات لتوقع التغير فى مستوياتها وللتأكد من أن الأصول المتداولة المتوافرة بالمنشأة عند مستوياتها الصحيح والمناسب لمستوى الإنتاج والمبيعات الفعلية.

(ج) ومن ناحية أهميتها الخاصة للمنشآت الصغيرة :

فإن إدارة رأس المال العامل هامة بصفة خاصة للمنشآت الصغيرة، فبينما تستطيع تلك المنشآت تخفيض استثماراتها فى الأصول الثابتة بواسطة تأجير أو استئجار المصنع (آلات أو معامل) والمعدات (renting or leasing plant and

^١ بمعنى أن كلما تغيرت الاستثمارات المتداولة (رأس المال العامل، إلى الاستثمارات الثابتة (رأس المال الثابت) بدون تغير فى الإنتاج تؤثر ربحية المنشأة كذلك فإنه كلما تعرض تدفق الأموال الناتج من حركة الاستثمارات المتداولة بالمنشأة للتعطل أو التوقف (وذلك خلال العمليات المختلفة للمنشأة) كلما انخفض معدل دوران الاستثمارات المتداولة وانخفض العائد على الاستثمار.

(equipment) فإنها لا تستطيع تجنب الاستثمار في النقدية والمدينين والمخزون. علاوة على ذلك فإن المنشآت الصغيرة لديها قدرة محدودة على دخول الأسواق المالية طويلة الأجل ولذا يجب أن تعتمد على الائتمان التجارى Trade Credit والقروض المصرفية قصيرة الأجل (Short - term bank loans) وكلا منهما يؤثر على رأس المال العامل (عن طريق زيادة الخصوم المتداولة).

(د) ومن ناحية ارتباطها بنمو المبيعات :

فإن العلاقة بين نمو المبيعات والحاجة للاستثمار فى أصول متداولة علاقة قوية ومباشرة، فمع نمو المبيعات فإن المنشأة يجب أن تزيد من استثماراتاتها فى المدينين والمخزون وربما فى النقدية أيضاً، وكل هذه الاحتياجات يجب تمويلها - فأى زيادة فى حساب على الجانب الأيسر من الميزانية العمومية يجب أن تقابله زيادة على الجانب الأيمن.

any Increase in an account on the left side of the balance sheet must be matched by an increase on the right side.

لذلك فإنه من الضروري أن يكون المدير المالى مدركاً لاتجاهات المبيعات وتأثيرها على احتياجات رأس المال العامل للمنشأة، وفى ذلك يقول ويستون وبرجهام :

"it is imperative that the financial manager be aware of sales trends and their effects on the firm's working capital needs"¹

(هـ) ومن ناحية ارتباطها بنجاح أو فشل المنشأة تشير الإحصاءات إلى أن أكثر من نصف عدد حالات الفشل المالى يرجع إلى عدم كفاية رأس المال العامل وسوء إدارته.²

¹ - Weston and Brigham, Essentials of Managerial Finance, op. Cit., p. 346.

² أحمد حسن الزهرى، تقويم التوسع المالى لصناعة الإطارات المطاط والأنابيب الداخلية فى ج. م. ع ص ٢٢٢.

خامساً : العوامل المؤثرة على رأس المال العامل :

يمكن تلخيص أهم العوامل التي تؤثر على حجم رأس المال العامل بصفة عامة فيما يلي :

(أ) نوع (أو طبيعة) نشاط المنشأة : فالمنشآت التجارية تحتاج إلى قدر كبير نسبياً من رأس المال العامل، بينما تحتاج المنشآت الخدمية (مثل المرافق العامة) إلى قدر أقل نسبياً من رأس المال العامل، أما المنشآت الصناعية فأنها تحتاج إلى قدر متوسط من رأس المال العامل.

(ب) دورة رأس المال بالمنشأة : فكلما طالت دورة رأس المال كلما زاد حجم رأس المال العامل والعكس صحيح. ويقصد بدورة رأس المال الفترة التي يستغرقها تحول النقدية إلى مواد خام ثم إلى مخزون ثم إلى مبيعات ثم إلى نقدية مرة أخرى.

(ج) حجم المبيعات المتوقعة : فتحتاج زيادة المبيعات إلى تمويل إضافي لرأس المال العامل (في صورة زيادة الاستثمار في المخزون وفي النقدية وفي المدينين - في حالة المبيعات الآجلة).

(د) علاقة فترة التحصيل بفترة الدفع : (العلاقة بين شروط البيع وشروط الشراء) : فإذا كانت فترة التحصيل التي تمنحها المنشأة لعملائها لسداد أوراق القبض تتقارب وتتناسب مع فترة الدفع التي تحصل عليها المنشأة من الموردين لسداد أوراق الدفع فإن ذلك يعني أن أوراق القبض تمول أوراق الدفع (أي أن أوراق القبض تكفي لسداد أوراق الدفع) ومن ثم تقل حاجة المنشأة إلى فائض كبير في صافي أصولها المتداولة.

(هـ) المركز المالي للمنشأة وسمعتها في السوق : فإذا كان المركز المالي للمنشأة قوياً وسمعتها في السوق حسنة فإنها تستطيع الحصول على

احتياجاتها العاجلة بسرعة وبالتالي يقل حجم الأصول المتداولة (النقدية) اللازم الاحتفاظ به. والعكس صحيح في حالة ضعف المركز المالي للمنشأة وعدم معرفتها في الأسواق المالية حيث يتطلب الأمر زيادة حجم الأصول المتداولة الواجب الاحتفاظ به.

سادساً : الاعتبارات أو المعايير الواجب مراعاتها في إدارة رأس المال العامل :
هناك عدة اعتبارات أو معايير أو ضوابط علمية ينبغي على إدارة المنشأة الالتزام بها منها ما يلي - إضافة إلى المعايير المتعلقة بكل عنصر من عناصر رأس المال العامل :

١- التمشي مع المعايير والمبادئ العلمية العامة المستقرة في الإدارة المالية كالمحافظة على ألا تقل نسبة التداول عن ٢ : ١ ونسبة السيولة ١ : ١ حتى تكون سيولة المنشأة مقبولة، وكذلك التمشي مع المعايير السائدة في النشاط الذي تنتمي إليه المنشأة بصفة خاصة في هذا الشأن - مع مراعاة أن الاختلاف عما هو عادي في النشاط قد يدل على أن المنشأة تعمل بطريقة مختلفة ولكنه قد لايعنى أنها تعمل بكفاءة أقل.

٢- مراعاة التوازن والمواءمة والتجانس بين آجال الاستخدامات (الاستثمارات) وآجال المصادر matching of maturities والذي يعنى ضرورة تمويل الاستثمارات (الأصول) المتداولة (قصيرة الأجل) من مصادر متداولة (قصيرة الأجل) أيضاً وعدم تمويلها بمصادر طويلة الأجل.

٣- مراعاة تقليل تكلفة التمويل قدر الإمكان، وذلك عن طريق زيادة الأصول المتداولة إلى الحد الذي يتساوى عنده العائد الحدي من أي زيادة في المبيعات مع التكلفة الحدية للأموال التي تستخدم في تمويلها. وكذلك مراعاة تقليل تكلفة

رأس المال قدر الإمكان، وذلك عن طريق زيادة الاعتماد على مصادر التمويل قصيرة الأجل قد الإمكان، نظراً لإنخفاض تكلفتها عن المصادر طويلة الأجل - ولكن مع أخذ اعتبارات المخاطرة والسيولة في الحسبان.

سابعاً : مكونات (عناصر) رأس المال العامل :

يتكون رأس المال العامل من عناصر ثلاث هي النقدية والحسابات المدينة والمخزون السلعي (البضاعة) وتتطلب دراسة إدارة رأس المال العامل ضرورة التعرض لتحليل ودراسة كل عنصر من هذه العناصر الثلاث :

١- إدارة النقدية.

٢- إدارة الحسابات المدينة (حسابات القبض).

٣- إدارة البضاعة.

ونتناول فيما يلي إدارة العناصر الثلاث لرأس المال العامل بشيء من التفصيل :

العنصر الأول - إدارة النقدية : Cash Management

تتضمن دراسة إدارة النقدية مناقشة العناصر الآتية :

(أ) المقصود بالنقدية أو السيولة النقدية وأنواعها .

(ب) دوافع أو أسباب الاحتفاظ بالنقدية.

(ج) العوامل التي تؤثر في التدفقات النقدية.

(د) علاقة التدفقات النقدية بالاستهلاك.

(هـ) بيان التدفقات النقدية (الخطة النقدية أى الميزانية النقدية التقديرية) فوائده وطريقة إعداده.

(أ) المقصود بالنقدية وأنواعها :

تعتبر النقدية عنصراً هاماً من عناصر الأصول المتداولة (رأس المال العامل) حيث أن العناصر الأخرى مثل المدينين والبضاعة ليست بنفس درجة السيولة النقدية وليست متاحة في الحال لسداد الالتزامات المتداولة^١.

هذا وبينما يعتقد غالبية الكتاب أن وفرة النقدية السائلة بالمنشأة يعتبر مؤشراً لكفاءة عمليات تصريف المخزون وتحصيل الحسابات المدينة مما يساعد على تحقيق الأرباح وأن قوة المركز النقدي تعتبر أحد الضمانات الرئيسية المالية للمنشأة، فإن هناك من يعتقد أيضاً بأن النقدية الزائدة عن الحد الأدنى المطلوب وغير المستغلة تعتبر بمثابة عبء على المنشأة.

فالاحتفاظ بالنقدية له عائد وعليه تكلفة فكلما زادت سرعة تدفق النقدية بالمنشأة كلما نقص مقدار النقدية المطلوبة وبالتالي كلما قلت التكلفة الكلية. وكذلك وكما أن الاحتفاظ بجزء من الأموال في شكل نقدي يحمل المنشأة بتكلفة فإن هناك فائدة تحصل عليها في شكل توفير القدر الملائم من السيولة بدرجة لا تعرضها للاعسار الفني.

وبناء على ذلك يعتبر الاحتفاظ بالنقدية استثمار لجزء من أموال المنشأة يحقق عائداً ويتحمل تكلفة، ومن ثم فإن مقدار الاستثمار في النقدية يعتمد على مدى العائد المحقق مقارناً بالتكلفة التي تتحملها المنشأة.

هذا وتشتمل النقدية على بندين هما العملات النقدية المختلفة (القضية أو المعدنية والبنكنوت) التي تحتفظ بها المنشأة والإيداعات في حساباتها لدى البنوك وفي ذلك ويستون وبرجهام :

^١ لقد سبق القول أنه بينما نجد أن النقدية يمكن استخدامها في الحال لسداد الالتزامات العاجلة، فإن المدينين لا يمكن استخدامها إلا بعد فترة تحصيلها، كما أن البضاعة لا يمكن استخدامها لسداد الالتزامات العاجلة إلا بعد فترات إتمام صنعها وبيعها وتحصيل قيمتها.

"Cash consists of the firm's holding of currency and demand deposits" ¹

وتستخدم هذه الاستثمارات السائلة (النقدية بالصندوق والبنك) بشكل مباشر في سداد الالتزامات العاجلة المستحقة على المنشأة.

كما تشمل النقدية أيضاً على الاستثمارات شبه السائلة وهي الأوراق المالية والتي تأخذ شكل أسهم غالباً وتتصف بأنها استثمارات قصيرة الأجل سريعة التحول إلى نقدية سائلة عند الحاجة، قليلة المخاطر، تدر عائداً قليل نسبياً.

وبناء على ذلك فإن قياس درجة السيولة بالمنشأة يكون بمقارنة الالتزامات العاملة (قصيرة الأجل) بالاستثمارات السائلة وشبه السائلة وذلك لتحديد مدى كفاية هذه الاستثمارات لتغطية تلك الالتزامات في المواعيد المحددة لها (بدون تأجيل) وبدون خسارة (بدون الالتجاء لتصفية أى أصل ثابت). فالسيولة النقدية تعنى قدرة المنشأة على مواجهة وسداد التزاماتها المتداولة حينما يحل مواعيد سدادها. وسيولة الأصل تعنى إمكانية تحويله بسرعة إلى نقدية وبدون خسارة على المنشأة.

وهناك نوعين من السيولة (Liquidity) أو اليسر (Sholvency) المالي هما السيولة (أو اليسر المالي) الحقيقية، والسيولة (أو اليسر المالي) الفنية ويقصد بالسيولة الحقيقية مقدرة المنشأة على سداد جميع التزاماتها (طويلة وقصيرة الأجل) في حالة التصفية. أما السيولة الفنية فهي تعبر عن مقدرة المنشأة على توفير النقدية اللازمة لسداد التزاماتها قصيرة الأجل حينما يحين موعد استحقاقها. فقد تكون المنشأة في حالة سيولة حقيقية مع أنها معسرة فنياً (نتيجة تعرضها لموقف مالي صعب) والعكس صحيح فقد تكون المنشأة في حالة عسر مالي

¹ - Weston and Brigham, Managerial Finance, op. Cit p. 149.

حقيقى (إذا ما تم تصفيتهما فإن أصولها لا تكفى لسداد كافة ديونها) مع أنها (بسبب قدرتها على سداد إلتزاماتها العاجلة) لا تتعرض لأى عسر مالى فنى.

(ب) دوافع أو أسباب الاحتفاظ بالنقدية :

هناك أربعة أسباب أو دوافع عامة لاحتفاظ المنشآت أو الأفراد بالنقدية كما أن هناك أربعة أسباب خاصة لذلك أيضاً. وتتمثل الدوافع العاملة فى :

١- دافع المعاملات Transactions Motive

٢- دافع الاحتياط Precautionary Motive

٣- دافع المضاربة Speculative Motive

وفى ذلك يقول ويستون وبرجهام :

Businesses or individuals have three primary motives for holding cash :
The Transactions motive, the precautionary motive and the speculative motive¹

٤- كما يضيف هؤلاء الكتاب أيضاً سبباً رابعاً للاحتفاظ بالنقدية هو دافع التعويض Compensation Motive.

هذا وتجدر الإشارة منذ البداية إلى أنه من الناحية العملية لا يمكن تقسيم الرصيد النقدى حسب الدوافع المذكورة - وجعل جزء من هذا الرصيد يمثل دافع المعاملات وجزء يمثل دافع الاحتياط وجزء يمثل دافع المضاربة وجزء يمثل دافع التعويض - وذلك لأن الرصيد النقدى الذى تحتفظ به المنشأة فى وقت معين قد يمثل هذه الدوافع الأربعة مجتمعة.

١- دافع المعاملات :

يعنى دافع المعاملات احتفاظ المنشأة بنقدية للحاجة إليها فى مزاولة وإنجاز أعمالها (ومعاملاتها) العادية - للقيام بالشراء والبيع

¹ - Weston and Brigham, Managerial F. Finance, op. Cit., p. 149.

"The transactions motive for holding cash is to enable the firm to conduct its ordinary (routine) business - making purchase and sales"

ونظراً لأن عملية موازنة التدفقات النقدية (الخارجية والداخلية) الناتجة عن الأعمال العادية للمنشأة نادراً تحقيقها عملياً، لذلك يجب على المنشأة الاحتفاظ برصيد نقدي لمواجهة العجز الذي قد ينشأ في أي لحظة. ويتوقف مقدار هذا الرصيد النقدي على حجم الأعمال وطول دورة الأعمال بالمنشأة، فيزداد هذا الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به كلما زاد حجم الأعمال وكلما طالت دورة الأعمال في المنشأة^٢. وكذلك يزداد الرصيد النقدي (اللازم لشراء الخامات) كلما كانت أعمال المنشأة موسمية^٣ أو كانت مبيعاتها موسمية.

٢- دافع الاحتياط :

يعنى دافع الاحتياط احتفاظ المنشأة بنقدية لمواجهة مخاطر عدم التأكد أو عدم القابلية للتنبؤ الدقيق بالنسبة للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة

The Precautionary motive relates to the predictability of cash inflows and outflows.

وتعتبر النقدية في هذه الحالة وسيلة للحماية من الاحتياجات النقدية غير المتوقعة - مثل انتهاء فرصة تجارية أو مواجهة مصروف إضافي.

هذا ويتوقف مقدار الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به بدافع الاحتياط على عوامل ثلاث هي إمكانية الحصول على الائتمان، ومدى تفضيل الحصول على الائتمان وقابلية التدفقات النقدية للتنبؤ الدقيق.

^١ - Ibid., p. 149.

^٢ فعادة تكون دورة الأعمال في المنشأة الصناعية أطول منها في المنشآت التجارية وبالتالي فإن حاجة المنشأة الصناعية إلى النقدية تكون أكبر، كما أن المنشآت الصناعية تختلف فيما بينها بالنسبة لحاجتها للاحتفاظ بنقدية حسب طول فترة الإنتاج لكل منها.

^٣ كما هو الحال عندما تكون الخدمات متاحة فقط خلال موسم الحصاد مثل أعمال تعليب الأطعمة (حفظ الأغذية في علب food canning business)

فمن ناحية إمكانية الحصول علي الائتمان (أى المقدرة على إقتراض نقدية إضافية عند الطلب وفى وقت قصير حينما تستوجب الظروف ذلك
The ability to borrow additional cash on short notice when circumstances necessitate).

فكلما كانت المنشأة تستطيع الحصول على الائتمان بسرعة وسهولة كلما قل حجم الرصيد النقدي الواجب عليها الاحتفاظ به بقصد الاحتياط، وبالعكس كلما كانت المنشأة لا تستطيع الحصول على الأموال من الغير بسرعة وسهولة كلما تطلب ذلك زيادة الرصيد النقدي.

أيضاً يتوقف مقدار الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به على مدى ترحيب المنشأة بالائتمان، فعندما لا ترحب المنشأة بالاقتراض فإن ذلك يعنى تفضيل الاحتفاظ برصيد نقدي كبير بدافع الاحتياط وذلك لتفادي المشاكل التي قد تواجهها فى حالة عدم توافر النقدية اللازمة.

كذلك يتوقف مقدار الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به علي قابلية التدفقات النقدية للتنبؤ الدقيق، فكلما كانت القابلية للتنبؤ الدقيق عالية كلما قل الرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به لمواجهة الطوارئ

"If the predictability (of cash inflows and outflows) is high, less cash must be held against an emergency or any other contingency" ¹

٣- دافع المضاربة :

يعنى دافع المضاربة احتفاظ المنشأة بنقدية وذلك لاستغلال أو للاستفادة من بعض الظروف المناسبة أو الأحداث المستقبلية لتحقيق بعض الأرباح

"The speculative motive for holding cash is to be ready for profit making opportunities that may arise" ²

¹ - Ibid., P. 150.

² - Ibid., P. 150.

ومثال على ذلك إذا رغب أحد الموردين فى التخلص من بعض المخزون لديه بمنح معدلات خصم كبيرة على الشراء النقدى فىمكن للمنشأة التى تحتفظ بأرصدة نقدية بغرض المضاربة الاستفادة من هذه الظروف.

٤- دافع التعويض :

يعنى دافع التعويض احتفاظ المنشأة بحد أدنى معين من الأرصدة النقدية فى حسابها الجارى لدى البنك لتعويضه فى حالة تعثر المنشأة فى رد القرض الممنوح لها^١ وفى هذا المعنى يقول ويستون وبرجهام :

"If a bank is providing loans and / or services to a customer it generally requires the customer to leave a minimum balance on deposit to help offset the costs of doing so. This type of balance, defined as compensating balance"²

٥- بالإضافة إلى هذه الدوافع أو الأسباب العامة الأربعة المشار إليها للاحتفاظ بالنقدية فإن الإدارة السليمة لرأس المال العامل تتطلب الاحتفاظ بمقدار وفير من النقدية وذلك للأسباب الخاصة الآتية :

أ- لكى تستطيع المنشأة الحصول على خصم تجارى فإنه من الضرورى أن يكون لديها الأرصدة النقدية الكافية.

ب- زيادة النقدية تدعم الموقف الائتمانى للمنشأة، والموقف الائتمان القوى يمكن المنشأة من شراء البضاعة من الموردين بشروط أفضل، كما يمكنها من المحافظة على مقادير أو حدود الاعتمادات من البنك ومن مصادر الائتمان الأخرى.

ج- زيادة النقدية تمكن المنشأة من الاستفادة من فرص الأعمال المباشرة بالنجاح التى قد تتاح من وقت لآخر مستقبلاً.

^١ حيث يستطيع البنك أن يجتهد هذه الأرصدة نهائياً كجزء من القرض.

² - Weston and Brigham, Essentials of Managerial Finance, op. Cit., p. 366.

د- زيادة النقدية تمكن المنشأة من مواجهة الطوارئ مثل الإضرابات والحريق أو الحملات التسويقية للمنافسين.

وقد لخص ويستون وبرجهام هذه الأسباب الأربعة الخاصة كالاتي :

"Sound Working capital management requires maintenance of an ample amount of cash for several specific reasons. First, it is essential that the firm have sufficient cash to take trade discounts... Second, to maintain its credit standing. A strong credit standing enables the firm to purchase goods from trade suppliers on favorable terms and to maintain its line of credit with banks and other sources of credit, Third, ample cash is useful for taking advantage of favorable business opportunities that may come along from time to time finally, the firm should have sufficient liquidity to meet emergencies, such as strikes, fires or marketing campaigns of competitors"

جميع الأسباب المشار إليها (العامة منها والخاصة) تحبذ ضرورة احتفاظ المنشأة بأرصدة نقدية كبيرة كافية (Adequate, or sufficient or ample cash) لمواجهة التزاماتها. النقدية العاجلة في مواعيد استحقاقها وبدون خسارة، وذلك حتى لا تتعرض للإعسار المالي. ولكن في نفس الوقت يجب عدم المبالغة في تحديد حجم هذه الأرصدة النقدية وذلك حتى لا تتأثر ربحية المنشأة وحتى تتجنب الخسائر الناتجة عن تحملها تكلفة أموال مرتفعة هي في حقيقتها أموال معطلة (مجمدة) دون استثمار. فأى مبالغة في زيادة الأرصدة النقدية التي تحتفظ بها المنشأة وأن كانت تؤدي إلى دعم وتقوية السيولة إلا أنها تكون دائماً على حساب نقص الربحية^٢.

^٢ Weston and Brigham, Managerial Finance, op. Cit., pp. 150-151.

^٣ فعلى حين تتطلب السيولة ضرورة الاحتفاظ بأكبر قدر من الأموال في صورة سائلة حتى يمكن استخدامها في مباداة الالتزامات العاجلة في مواعيدها، تتطلب الربحية ضرورة التشغيل الكامل للأموال وعدم تركها عاطلة حتى تدر عائداً يدعم الربحية.

ومن هنا تظهر الأهمية البالغة لقيام المدير المالى بالموازنة بين الالتزامات المالية العاجلة المطلوبة وبين وسائل مواجهتها بدون خسارة للمنشأة. وبضرورة مراعاة الدقة فى تحديد حجم الرصيد النقدى أى تحديد مستوى حد الأمان من السيولة النقدية.

ويختلف حد الأمان للنقدية باختلاف مستوى النشاط وحالة العمل بالمنشأة أى ما إذا كان النشاط عادياً أو غير عادى (أى فى ذروته). ولحساب الحد الأمان للنقدية خلال هاتين الفترتين قدم هامبتون المعادلتين الآتيتين¹:

(أ) المستوى (الحد) الأمان من النقدية المطلوبة

= عدد الأيام المرغوب توافر النقدية خلالها $\times$ المتوسط اليومى للتدفقات النقدية الخارجة

وتستخدم هذه الطريقة خلال الفترات العادية للنشاط، وفيها يتم مقارنة كمية النقود المحتفظ بها بالتدفقات النقدية اليومية الخارجة. وفى هذه الحالة يجب تحديد عدد الأيام المرغوب توافر النقدية خلالها حتى يمكن استخدام هذه المعادلة.

(ب) المستوى (الحد) الأمان من النقدية المطلوبة

= عدد أيام الذروة المرغوب توافر النقدية خلالها $\times$ المتوسط اليومى لأعلى التدفقات النقدية الخارجة

وتستخدم هذه الطريقة خلال فترات ذروة العمل والنشاط، وفيها يتم مقارنة كمية النقود المحتفظ بها بأعلى تدفقات نقدية يومية خارجة. وفى هذه الحالة أيضاً يجب تحديد عدد أيام ذروة العمل المرغوب توافر النقدية خلالها حتى يمكن استخدام المعادلة المشار إليها.

¹ - Hampton J., Financial Decision Making, Prentice-Hall of India, New York, 1977, p. 139.

وعلى ذلك فإنه لكي يتسنى استخدام المعادلتين السابقتين لتحديد الحد الآمن من النقدية المطلوبة فإنه يلزم للمدير المالي (فى كلا المعادلتين) :

- تحديد عدد الأيام المرغوب توافر النقدية خلالها فى كل من الفترتين (فترة النشاط العادى وفترة نشاط الذروة) وذلك من خلال خبراته.

- تحديد المتوسط اليومى للتدفقات النقدية الخارجة المترتبة على الاحتياجات المالية العاجلة.

وفيما يلى مثالاً يوضح كيفية تحديد مستوى حد الأمان من السيولة النقدية باستخدام هاتين المعادلتين :

المستوى الآمن من النفقة المطلوبة

الفترة	حساب المستوى الآمن من النفقة	حساب الألم التي تتطرق لها النفقة	عدد الألم المرغوب الاحتفاظ لها بالنفقة	النفق لـ حيز النفقة
(أ) وقت النفقة العالي	عدد الألم المرغوب الاحتفاظ بالنفقة خلالها $\times$ للمتوسط لورس للنفقات النفقة الخارجة $8 \times 40,000 = 320,000$	للمتوسط لورس للنفقات النفقة الخارجة $+ \text{متوسط ميزانية نفقة}$ $120,000 + 40,000 = 160,000$	•	حيز
(ب) وقت النفقة غير أعلى (الفترة)	عدد أيام الفترة المرغوب الاحتفاظ بالنفقة خلالها $\times$ للمتوسط لورس لأعلى نفقات نفقة الخارجة $2 \times 70,000 = 140,000$	أعلى ميزانية نفقة $+ \text{للمتوسط لورس لأعلى نفقات نفقة الخارجة}$ $70,000 + 70,000 = 140,000$	٢	حيز

هذا وتساعد المعادلتين المذكورتين المنشأة في تحديد المستوى (أو الحد) الآمن من النفقة - والذي يوجهه لا تتعرض المنشأة للأزمات المالية المفاجئة أو لخطر العسر المالي - كما تساعد كذلك في متابعة مستوى النفقة الواجب الاحتفاظ به بالمنشأة.

(ج) العوامل (المؤثرات) التي تؤثر على التدفقات النقدية :

لقد سبق القول أنه في الحياة العملية نادراً ما تتعادل التدفقات النقدية الخارجة من المنشأة مع التدفقات الداخلة إليها خلال الفترة المالية، وأن حدوث هذا التعادل في نهاية الفترة المالية لا يعنى كثيراً بالنسبة للمدير المالي بالمنشأة. وذلك لأن التدفق النقدي عملية مستمرة خلال السنة وبالتالي تؤثر على مقدرة المنشأة على سداد التزاماتها خلال السنة. فعند حدوث انخفاض كبير في النقدية خلال السنة فربما يدفع ذلك المدير المالي إلى : معارضة الاقتراحات التي يتقدم بها المديرون الآخرون بالمنشأة (بسبب ظروف المركز النقدي للمنشأة) أو إلى تخفيض المدينين أو المخزون بالمنشأة أو إلى الحصول على نقدية إضافية من خارج المنشأة.

هذا ويؤثر على التدفقات النقدية بالمنشأة عدد من العوامل والمؤثرات بعضها داخلي وبعضها خارجي، وينعكس هذا التأثير أما على معدل خروج ودخول النقدية أو على توقيت هذه التدفقات.

فالعوامل (المؤثرات) الداخلية التي تؤثر (بطريقة مباشرة أو غير مباشرة) على التدفق النقدي للمنشأة وعلى مركز النقدية بها هي تلك العوامل التي تتعلق بالسياسات المختلفة للمنشأة مثل سياسات الإنتاج والبيع والتحصيل والتخزين وغيرها. ومن المهم هنا أن يحدد المدير المالي أثار التغير في هذه السياسات على رصيد النقدية والمركز النقدي للمنشأة فقد يرى مدير المشتريات مثلاً أن في إمكانه الحصول على خصم كمية إذا قام بشراء احتياجات إدارة الإنتاج لمدة ستة شهور مرة واحدة، ولكن هذا يتوقف بطبيعة الحال على وجود نقدية كافية بالمنشأة ومن ثم فإنه في هذه الحالة يجب أخذ رأي المدير المالي والتأكد من سلامة مركز السيولة بالمنشأة. كذلك فإن إتباع سياسة البيع الآجل أو بالتقسيط لها

تأثيرها على حركة ومركز النقدية بالمنشأة، وبالتالي يجب أن يتفهم المدير المالى أثر التغيرات التى تحدث فى هذه السياسات على المركز النقدى للمنشأة، ونفس الشيء يحدث عندما تفكر المنشأة فى تغيير سياسة الأجور من الدفع مرة شهرياً إلى الدفع كل أسبوعين فإن هذا يعنى من حيث التوقيت خروج النقدية من المنشأة بطريقة أسرع مما يؤثر على رصيد النقدية الواجب الاحتفاظ به بالمنشأة.

أما العوامل (المؤثرات) الخارجية التى تؤثر على التدفق النقدى للمنشأة وعلى مركز النقدية بها فهى تلك العوامل التى لا يكون للمدير المالى سيطرة عليها. مثل الأحوال الاقتصادية العامة والتغير فى مستوى الأسعار وأرتفاع معدلات الضريبة، والتقلبات غير العادية فى الأحوال الجوية، وإضرابات العمل فإن جميع هذه العوامل تؤثر على مستوى نشاط المنشأة ومبيعاتها مما يؤثر بدوره على التدفق النقدى بها. فانهخفاض مستوى المبيعات مثلاً ينعكس أثره على مستوى الإنتاج وبالتالي على المشتريات من الخامات كما يؤثر ذلك على مستوى العمالة وبالتالي على الأجور وغيرها من المدفوعات التى تتحملها المنشأة.

وبناء على ما تقدم يمكن القول بأن هناك عوامل داخلية وخارجية تؤثر على الرصيد النقدى الواجب الاحتفاظ به فى المنشأة. وينعكس تأثير تلك العوامل على معدل خروج النقدية وكذلك على توقيت هذه التدفقات.

هذا ورغم أختلاف طبيعة التدفقات النقدية الداخلة¹ عن طبيعة التدفقات النقدية الخارجة²، ورغم أن التدفقات النقدية الخارجة تسبق التدفقات النقدية الداخلة من الأعمال، إلا أنه مع ذلك فإن هناك ارتباط بين التدفقات النقدية الداخلة

¹ وهى تعتمد على المبيعات ونوع حسابات القبض والتى يمكن وضع تقدير قريب من الصحة وموثوق فيه لكل منهما - وذلك فى الأجل القصير على الأقل.

² وهى تنقسم إلى تدفقات نقدية إلزامية يجب أن تتحملها المنشأة لاستمرار الإنتاج ولا حيلة للإدارة عليها لأنها تترتب على نتائج أعمال المنشأة، وتدفقات نقدية اختيارية والتى تتوقف على قرارات الإدارة المتعلقة بسياسة المنشأة ويكون أمام الإدارة مجل أكبر للتصرف فيها.

والخارجة حيث توجد تدفقات نقدية خارجة تعتمد على التدفقات النقدية الداخلة مثل توزيعات الأرباح والضرائب. ومن المهم تحديد العلاقة بين هذين النوعين من التدفقات في وقت معين، ويتوقف هذا الوقت المعين على فورية التدفقات النقدية الخارجة. ومن المهم أيضاً وضع تقدير موثوق به للتدفقات النقدية الداخلة حتى يمكن تحديد العلاقة بينها وبين التدفقات الخارجة في وقت معين بدرجة من الثقة.

ويجب العمل على تحقيق التوازن بين التدفقات النقدية الداخلة والخارجة وذلك لتفادي أية زيادة أو عجز نقدي دون توقع لها. وفي العادة قلما تتوازن تلك التدفقات النقدية سواء من حيث المقدار أو التوقيت، والعامل الذي يحقق التوازن بينهما عادة هو الرصيد النقدي. ومن ذلك يتضح ترابط التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والرصيد النقدي ترابطاً تاماً.

وعلى الرغم من الأهمية الكبرى لبنود أو مفردات التدفقات النقدية الداخلة والخارجة إلا أن الأمر يستلزم تجميعها في هيكل واحد يسمى بيان التدفق النقدي (الميزانية النقدية) فما هو بيان التدفق النقدي؟ وما هي فوائده وأغراضه وكيف يمكن إعداده؟

ثالثاً : تخطيط السيولة : الميزانية النقدية التقديرية

بيان التدفق النقدي (الميزانية النقدية)

هو كشف أو قائمة تبين تقديرات النقدية الداخلة (المقبوضات من النقدية) والتدفقات النقدية الخارجة (المدفوعات من النقدية) وصافي المركز النقدي عن فترة زمنية معينة قادمة. وعلى ذلك فإن بيان التدفق النقدي هو المرآة التي تعكس صافي المركز النقدي للمنشأة في المستقبل فهو أذن يقتصر على معالجة العناصر النقدية للإيرادات والمدفوعات وبالتالي لا يهتم إجمالي المبيعات إنما المهم هو

المتحصلات النقدية منها وذلك عن طريق تطبيق شروط التحصيل من العملاء، وكذلك لا يهم إجمالي المشتريات إنما المهم هو المدفوعات النقدية عنها وذلك عن طريق تطبيق شروط الدفع للموردين.

وبناء على ذلك فإن بيان التدفق النقدي يستبعد الاستهلاك وحق الاختراع والمرتبات المستحقة لأنها تمثل مصروفات غير نقدية فالاستهلاك لا يترتب عليه أى تدفق نقدي داخل المنشأة أو خارج منها إنما هو مجرد قيد محاسبي ليس له تأثير على حركة النقدية.

وعن طريق إعداد هذا البيان يقوم المدير المالي بالتخطيط للاحتياجات النقدية كما يساعد بيان التدفق النقدي في فهم حركة النقدية داخل المنشأة، كذلك فإنه يفيد في عدة أغراض أخرى من بينها :

- ١- أنه يوضح الفترة التي يكون فيها لدى المنشأة فائض نقدي ومقدار هذا الفائض، وبالتالي يستطيع المدير المالي اختيار أفضل الاستثمارات لهذه الأموال الفائضة العاطلة. وعلى ذلك يمكن القول بأن بيان التدفق النقدي يستخدم كوسيلة للاستخدام الفعال للنقدية.
- ٢- أنه يوضح الفترة التي ستعاني فيها المنشأة من عجز نقدي ومقدار هذا العجز، وبالتالي يستطيع المدير المالي البحث المسبق عن مصادر تمويل هذه الاحتياجات النقدية بأحسن الشروط الممكنة. ويكون عمل المدير المالي مبني على الاستعداد المسبق والوضع المدروس دون وجود مفاجآت معينة.
- ٣- يبين لأصحاب المنشأة الأوقات المناسبة التي يمكن لهم خلالها الحصول على أرباح كبيرة وسحبها (حيث يكون فيها المركز النقدي للمنشأة ملائماً) والأوقات غير المناسبة لذلك (حيث يؤدي سحب الأرباح خلالها إلى مشاكل نقدية للمنشأة).

٤- يساعد على إقناع المقرضين بالموافقة علي تقديم القروض المطلوبة للمنشأة وذلك لعدة أسباب منها :

(أ) أن البيان يقدم الدليل على مدى إمكانية سداد القرض في مواعيد معينة.
(ب) أن البيان يعتبر أداة من أدوات تحليل السيولة في المستقبل والتي تهم المقرض.

(ج) أن البيان يدل على أن أساليب العمل وسياسته في المنشأة المقترضة تسر وفقاً لأسس علمية مدروسة ومخططة.

خطوات إعداد بيان التدفق النقدي :

لأعداد بيان التدفق النقدي يجب القيام بالخطوات الأربع الرئيسية التالية :

١- أعداد بيان بالتدفقات النقدية الداخلة (المقبوضات النقدية) والتي تتضمن :

(أ) المتحصلات من المبيعات النقدية.

(ب) المتحصلات من المبيعات الآجلة (وفقاً لشروط تخصيل المبيعات).

(ج) أية تدفقات نقدية داخلة مثل المقبوضات من مبيعات أصول ثابتة والمقبوضات من عائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

٣- أعداد بيان بالتدفقات النقدية الخارجة (المدفوعات النقدية) والتي تتضمن :

(أ) المدفوعات عن المشتريات النقدية.

(ب) المدفوعات عن المشتريات الآجلة من خامات ومواد أولية (وفقاً لشروط الدفع)

(ج) أية تدفقات نقدية خارجة أخرى مثل المدفوعات عن مصروفات كالأجور والمصاريف الإدارية والبيعية والمصاريف الرأسمالية.

٣- إعداد بيان بالفائض أو العجز النقدي. وذلك عن طريق مقارنة التدفقات النقدية الداخلة (١) بالتدفقات النقدية الخارجة (٢) ويمثل الفرق بينهما الفائض أو العجز النقدي في كل شهر من الفترة الزمنية التي يعد عنها بيان التدفق النقدي. ثم يتم مقارنة الفائض أو العجز برصيد النقدية أو المدة فينتج من المقارنة رصيد النقدية آخر الشهر. ثم يتم مقارنة رصيد النقدية آخر الشهر بالحد الأدنى للنقدية الواجب الاحتفاظ به بصفة مستمرة فينتج من المقارنة تحديد صافي المركز النقدي الشهري للمنشأة، والذي يجب دراسته والتعليق عليه.

٤- التعليق على صافي المركز النقدي : يضمن صافي المركز النقدي وجود فائض أو عجز نقدي في شهور معينة من الفترة المعد عنها بيان التدفق النقدي، وبالتالي يمكن القول بأنه :

أولاً : في حالة وجود فائض نقدي :

١- سيتوفر لدى المنشأة فائضاً نقدياً في شهور _____

وسوف يصل هذا الفائض أقصى حد له في شهر _____

٢- تستطيع المنشأة علاج مشكلة الفائض النقدي (أو أن تتصرف في هذا الفائض) بإحدى الطرق الآتية :

(أ) استخدامه في تغطية العجز الذي تواجهه.

(ب) توظيفه في بعض الاستثمارات الجيدة وقصيرة الأجل.

(ج) محاولة تعديل السياسات المالية التي تؤثر في التدفقات النقدية

الداخلة إلى أو الخارجة من المنشأة بالطريقة التي تضمن علاج

مشكلة الفائض النقدي كمحاولة تأجيل تحصيل المبيعات الآجلة^١

أو تعجيل سداد المدفوعات.

^١ وذلك بالتساهل مع العملاء من أجل زيادة التوزيع ومن ثم زيادة الإنتاج وزيادة الأرباح.

ثانياً : فى حالة وجود عجز نقدى :

- ١- ستواجه المنشأة عجزاً نقدياً فى شهور _____
وسوف يصل هذا العجز أقصى حد له فى شهر _____
- ٢- تستطيع المنشأة علاج مشكلة العجز النقدى (أن تتصرف فى تغطية هذا العجز) بإحدى الطرق الآتية :

- (أ) استخدام الفائض النقدى لديها فى تغطية ذلك العجز.
- (ب) إذا لم يكن هناك فائض أو كان الفائض غير كافياً لتغطية العجز
فيمكن للمنشأة أن تحاول تعديل السياسات المالية التى تؤثر فى
التدفقات النقدية الداخلة إلى والخارجة من المنشأة بالطريقة التى
تضمن علاج مشكلة العجز النقدى كمحاولة تعجيل تحصيل المبيعات
الآجلة أو تأجيل سداد المدفوعات.
- (ج) الاقتراض أى اللجوء للغير لتغطية العجز، وفى هذه الحالة يجب
تحديد الاحتياجات المالية (العجز النقدى) والشهور المطلوبة فيها هذه
الاحتياجات، قيمة القروض المطلوبة.

وهناك تدريبات محلولة وحالات على بيان التدفق النقدى فى نهاية هذه
الوحدة.

تقييم إدارة النقدية :

تتطلب إدارة النقدية بطريقة سليمة ورشيدة ضرورة الاحتفاظ برصيد نقدى
مناسب وليس أقل أو أكثر من اللازم لحاجة المنشأة. ولكن يتضح لنا الآن بعد
دراسة موضوع إدارة النقدية أن الإدارة المالية للمنشأة قد تقع فى أحد خطأين :

الأول : هو الاحتفاظ برصيد نقدي غير كاف (سيولة أقل من اللازم) الأمر الذي يؤثر على هدف السيولة، والتي تؤثر بدورها على الخصومات النقدية مثل خصم تعجيل الدفع عن المشتريات والتي يعرضها الموردون على المنشأة، وعدم استطاعة المنشأة الحصول عليها.

الثاني : الاحتفاظ برصيد نقدي أكثر من اللازم (سيولة زائدة عن اللازم)، الأمر الذي يؤثر على هدف الربحية، والتي تؤثر بدورها تأثيراً سلبياً على المساهمين والعاملين بالمنشأة وعلى فرص التوسع المالي بها.

لذلك ولكي تصل المنشأة إلى الرصيد النقدي المناسب، ينبغي عليها أن تقارن بين أرصدها النقدية مضافاً إليها الاستثمارات المؤقتة - معبراً عنها بنسبة النقدية إلى المبيعات، نسبة النقدية إلى الأصول المتداولة، نسبة النقدية إلى الخصوم المتداولة - مع معاييرها التاريخية وكذلك مع معايير النشاط الذي تنتمي إليه، فإذا أسفرت المقارنة عن ارتفاع النسب المئوية للمنشأة بمقارنتها بالنسب التاريخية أو بنسب النشاط فإن ذلك سيدفع المنشأة إلى القيام بالمزيد من البحث والتحليل لأن إداراتها للنقدية قد تكون في حاجة إلى إدخال بعض التعديلات والتحسينات.

سننتقل الآن إلى الكلام عن بقية الأصول المتداولة وهي الحسابات المدينة والبضاعة على أن نبدأ بأصل لا يفصله عن النقدية إلا خطوة واحدة وهو الحسابات المدينة.

إدارة الحسابات المدينة والبضاعة :

بعد هذا العرض السريع لإدارة النقدية كأحد عناصر رأس المال العامل (الاستثمارات المتداولة) يناقش الجزء المتبقى من هذه الوحدة العنصرين الهامين الآخرين وهما الحسابات المدينة والمخزون.

تمثل الحسابات المدينة (حسابات أو أوراق القبض) والبضاعة (المخزون) اثنين من أهم الأصول المتداولة لعدد من المنشآت الصناعية حيث تصل نسبة

هذين العنصرين إلى ٣٢,٦% من إجمالي الأصول و ٨٠% من الأصول المتداولة لتلك الشركات^١. وترجع أهمية هذين الاستثمارين إلى أنهما يعملان كمنظم (مخفف للاضطرابات) يسمح لعملية الإنتاج والمبيعات بأن تتم بأدنى إزعاج They act as a buffer that allows the Production and sale Process to operate with a minimum disturbance.^٢

الأمر الذى يتطلب وضع سياسة سليمة لهذين النوعين الهامين من الاستثمارات. فمن ناحية نجد أن الحسابات المدينة تنتج من قرارات المنشأة بالبيع الآجل (منح الائتمان) للعملاء وبالتالي تظهر وتستمر هذه الحسابات لحين وفاء العميل لها وتحصيل المنشأة لمبيعاتها الآجلة، ومن ثم يجب النظر إلى استثمارات المنشأة فى الحسابات المدينة كمحفظة حسابات لكل مخاطرة وعائده الذى يؤثر على المخاطر الكلية والعائد الكلى للمنشأة.

ومن ناحية أخرى نجد أن المخزون يقوم بتسهيل عملية الإنتاج وضمان عدم توقف خطوط الإنتاج بسبب نفاذ المواد وتقليل فرص ضياع المبيعات نتيجة نفاذ المخزون، وكذلك فإن المقدرة على مراقبة المخزون هامة بالنسبة للمخاطر والعائد الكلى للمنشأة.

العنصر الثانى : إدارة الاستثمار فى الحسابات المدينة : Management of Investment in Accounts receivable

سيتم التركيز فى هذا الموضوع على مناقشة سريعة لعناصر ثلاث هى : شروط الحسابات المدينة وسياسات تحصيلها والمؤشرات المستخدمة فى تقييمها. تنتج الحسابات المدينة (حسابات أوراق القبض) عندما تقوم المنشأة بالبيع الآجل للعملاء، ومن ثم لا ينتج عن هذه المبيعات أى متحصلات نقدية داخلية

^١ - Lawrence and others, op. Cit., p. 403.

^٢ - Ibid. P. 402.

للمنشأة، وتستمر هذه الحسابات المدينة لحين قيام العميل بسدادها. (بعد فترة التحصيل المحددة) وتحصيل المنشأة لها. وعلى ذلك تتمثل الحسابات المدينة فى التسهيلات التى تمنحها المنشأة لبعض عملائها من الأفراد (ائتمان استهلاكى) أو من الشركات التجارية والصناعية (ائتمان تجارى).

هذا وتختلف أهمية الحسابات المدينة كأحد الأصول المتداولة من منشأة لأخرى حسب نوع النشاط الذى تزاوله المنشأة (تجارى أو صناعى أو زراعى أو خدمى) وحسب الاتجاه السائد بالمنشآت الأخرى المماثلة وكذلك حسب سياسة الائتمان التى تتبعها المنشأة. ففي معظم المنشآت التجارية تزيد أهمية الحسابات المدينة عن النقدية (والاستثمارات المؤقتة) والأمر يختلف فى حالة المنشآت التى تتشدد فى منح الائتمان أو التى لا تمنح ائتمان بالمرة. فهناك بعض المنشآت تتوسع فى سياسة البيع بالأجل بينما يقتصر البعض الآخر على سياسة البيع بالنقد بل وهناك بعض المنشآت تقوم بتحصيل قيمة مبيعاتها أو خدماتها مقدماً قبل أن تقدمها لعملائها. ومع ذلك فإن المنشأة قد لا تتاح لها فرصة الاختيار من بين هذه السياسات كما هو الحال فى أوجه النشاط التى أصبح شائعاً وراسخاً فيها سياسة البيع بالأجل، وإلا فإن المنشأة قد تضع نفسها فى مركز تنافسى سيئ إذا اتبعت سياسة البيع بالنقد على خلاف ما هو سائد بالمنشآت الأخرى فى نوع النشاط الذى تعمل فيه. وفي هذه الحالة تجد المنشأة نفسها مضطرة لاتباع سياسة البيع بالأجل، وهنا يتعين عليها أن تجنب جزءاً من النقدية فى الحسابات المدينة، ويتوقف حجم هذا الجزء من النقدية المستثمر فى حسابات مدينة على حجم المبيعات وشروط الائتمان - خاصة فترة التحصيل The collection period، وفى ذلك يقول ويستون وبرجهام

"The level of accounts receivable is determined by (1) the Volume of credit sales and (2) the average period between sales and Collections"¹

¹ Weston J. F. and Brigham E. F., op. Cit., p. 159.

هذا ويزداد حجم هذا الجزء من النقدية إذا أرادت المنشأة أن تتوسع في حجم مبيعاتها، وذلك ليس فقط لتمويل الزيادة اللازمة في المخزون السلعي وإنما أيضاً لتمويل الزيادة في الحسابات المدينة، وإلا فإن عدم كفاية الحسابات المدينة قد يعوق تحقيق التوسع المنشود في مبيعات المنشأة وأرباحها.

وعلى ذلك تمثل الحسابات المدينة استثماراً هاماً لكثير من المنشآت التي تتبع سياسة البيع الآجل - أي كانت الأسباب التي دفعت تلك المنشآت لاتباعها. الأمر الذي يستوجب وضع سياسات سليمة لهذا النوع من الاستثمار، سياسات تضمن ترشيد قرارات الائتمان، وذلك عن طريق مقارنة العائد المتوقع من زيادة البيع بالائتمان بالتكلفة المتوقعة لإدارة هذا الائتمان^١ وتفيد هذه المقارنة في تحديد حجم المخاطر التي يمكن للمنشأة أن تقبلها عند اتباع سياسة البيع بالآجل، وهذا يؤثر بدوره في سرعة وانتظام التحصيل وحجم خسائر الديون المعدومة وحجم الاستثمار في الحسابات المدينة، وبالتالي فإن دراسة وتحليل الحسابات المدينة تساعد المنشأة في اتخاذ القرار المناسب - سواء يمنح الائتمان أو عدم منحه.

فإذا كان قرار المنشأة هو منح الائتمان لعملائها والتعامل بالآجل في مبيعاتها، فإن ذلك يتطلب تحديد : شروط الائتمان التي يجب أن يلتزم بها العملاء، وسياسة تحصيله، والمؤشرات المستخدمة في تقييم إدارته.

أولاً : شروط الائتمان : Terms of Credit

تحدد شروط الائتمان الفترة التي يغطيها الائتمان (والتي تعرف بفترة الائتمان) والخصم الذي يمنح للمدفوعات العاجلة (والذي يعرف بخصم تعجيل الدفع) وفي ذلك يقول ويستون وبرجهام.

^١ وتشمل تكلفة الائتمان الأعباء الثلاث التالية :
أ - العبء المباشر نتيجة اتباع سياسة الآجل والمتمثل في الحاجة إلى نقدية إضافية لاستثمارها في الحسابات المدينة.
ب - عبء تكلفة إدارة الائتمان بما تشمله من تكلفة الاستعلام عن العملاء والاحتفاظ بسجلاتهم ومعالجة مشاكل تأخيرهم في المداد.

ج - عبء خسائر الديون المعدومة المستحقة على بعض العملاء.
يراجع في ذلك الدكتور شوقي حسين عبد الله، مرجع سبق ذكره، ص ٢٧٦.

"The terms of credit specify the period for which credit is extended and the discount given for early payment"

ووضع شروط الائتمان وتعديلها يدخل ضمن إطار السياسات المالية والتسويقية للمنشأة، وفيما يلي موجز لأهم شروط الائتمان :

أ- فترة الائتمان Credit Period

وهي تعبر عن طول الوقت الذي فيه يمنح الائتمان العميل The Length of time for which credit is granted to the customer. فهي الفترة التي يحق للعميل (المشتري) الاستفادة بعدم السداد خلالها بشرط أن يقوم بالسداد في نهايتها كحد أقصى، فبافتراض أن فترة الائتمان لإحدى المنشآت هي "صافي ٣٠ يوم" فإن ذلك يعني أنه يحق للعميل عدم السداد نقداً وفوراً وتأجيل ذلك لفترة حدها الأقصى ٣٠ يوماً من تاريخ الشراء وبالتالي فإن السداد يستحق في اليوم الثلاثين على الأكثر من تاريخ الشراء.

هذا ويتم تحديد واختيار فترة الائتمان المناسبة على ضوء مقارنة الربح المتوقع من التغير في سياسة وشروط الائتمان بالعائد الذي ترغب المنشأة في تحقيقها على الاستثمار الإضافي في الائتمان. وتكون فترة الائتمان مناسبة للمنشأة إذا كانت ربحية الاستثمار الإضافي في الحسابات المدينة تغطي أو تزيد عن العائد المطلوب والذي ترغب المنشأة في تحقيقه على الاستثمار الإضافي في الائتمان.

وبصفة عامة فإن المنشأة التي تتعامل بالائتمان تفترض عادة عدم قيام العميل (المشتري) بسداد قيمة البضاعة لها من أموال وقت إتمام البيع له، ولكنه يسدد للمنشأة من مدفوعات عملائه له بعد أن يقوم بإعادة بيع البضاعة لهم وبعد أن يقوم بتحصيل قيمتها منهم. وعلى ذلك يمكن القول بأن فترة الائتمان عادة تكون أقصر في الحالات الثلاث الآتية :

¹ - Weston and Brigham, op. Cit., P. 162.

(أ) في حالة السلع التي يشتريها العميل لاستخدامه الخاص (حيث يتم السداد للمنشأة من أموال العميل) مقارنة بالسلع التي يتم شراؤها بقصد إعادة بيعها (حيث يتم السداد للمنشأة ليس من أموال العميل ولكن من أموال عملائه بعد أن يقوم بإعادة بيع البضاعة لهم وبعد أن يقوم بتحصيل قيمتها منهم).

(ب) في حالة السلعة سريعة الدوران مقارنة بالسلع بطيئة الدوران.

(ج) في حالة العملاء الذين يبيعون بالنقد مقارنة بفترة الائتمان الأطول نسبياً اللازمة للعملاء الذين يبيعون بالأجل.

ورغم أن تغيير أمد (تطويل) فترة الائتمان يشجع المبيعات ألا إنه كما سبق القول أعلاه فإن هناك تكاليف وأعباء لتحنيب أموال المنشأة في الحسابات المدينة^١. فعلى سبيل المثال لو أن منشأة غيرت شروطها من "صافي ٣٠ يوم" إلى "صافي ٦٠ يوم"، فإن متوسط الحسابات المدينة للعام قد يرتفع من ١٠٠ ألف جنيه إلى ٣٠٠ ألف جنيه، مع الزيادة التي حدثت جزئياً بسبب مد (تطويل) فترة الائتمان وجزئياً بسبب زيادة حجم المبيعات. فإذا كانت تكلفة رأس المال اللازم لتمويل الاستثمار في الحسابات المدينة هي ٨٪، فإن التكلفة الحدية لمد فترة الائتمان $\text{Marginal cost of lengthening the credit period}$ تكون ١٦ ألف جنيه $(200 \times (100 - 300) \times 8\%)$. فإذا تجاوز (تخطى) الربح المضاف $\text{The incremental profit}$ (سعر البيع - كل التكاليف المباشرة للإنتاج والبيع والائتمان المرتبطة بالمبيعات الإضافية) أو زاد عن ١٦ ألف جنيه، فحينئذ يكون هذا التغيير في سياسة الائتمان - بتطويل فترة الائتمان - مربحاً وإلا فلا.

^١ - Lengthening the credit period stimulates sales but there is a costs to tying up funds in receivables.

See : Weston and Brigham op. Cit., p. 163.

ولتحديد فترة الائتمان المثلي فإن الأمر يتطلب تعيين الفترة التي عندها تكون الأرباح الحدية على المبيعات الزائدة متوازنة أو متعادلة تماماً مع تكاليف الاحتفاظ بالمبالغ الأعلى من الحسابات المدينة، وفي ذلك يقول ويستون وبرجهام "Determining the optimal credit period involves locating that period where marginal profits on increased sales are exactly offset by the costs of carrying the higher amount of accounts receivable."

ب- الخصم النقدي (خصم تعجيل الدفع) :

Caush discounts (Early Payments Discounts)

ويعتبر الخصم النقدي شرطاً هاماً من شروط الائتمان، وتمنحه المنشأة البائعة للعميل (المشتري) وذلك لتشجيعه على التبكير أو التعجيل بالدفع قبل انتهاء فترة الائتمان، ولذا يطلق على هذا الخصم خصم تعجيل الدفع. وتحدد المنشأة عادة الفترة التي يتمتع العميل بالخصم إذا دفع خلالها، وإذا انتهت فترة الخصم Discounts period سقط حق العميل في الاستفادة بالخصم ويبقى أمامه فترة الائتمان ليقوم بالسداد خلالها أو في نهايتها. مثال ذلك أن ينص شرط البيع الآجل على (١٠/٢ صافي ٣٠ يوم) وللعميل حق الاستفادة بخصم نقدي (تعجيل دفع) ٢% إذا قام بالدفع خلال فترة الخصم وهي ١٠ أيام من تاريخ الشراء.

هذا ويمكن تحليل آثار قيام المنشأة بمنح خصم نقدي لعملائها بنفس الأسلوب الذي أتبع في تحليل فترة الائتمان عاليه. وعلى سبيل المثال إذا غيرت إحدى المنشآت شروطها الائتمانية من "صافي ٣٠ يوم" إلى "١٠ / ٢ صافي ٣٠ يوم" فإن هذا قد يجذب كثير من العملاء الجدد الذين يرغبون في الاستفادة بالخصم وبالتالي تزيد المبيعات، كما أن متوسط فترة التحصيل قد تقصر نتيجة لقيام بعض العملاء الحاليين بالسداد في المواعيد المحددة للاستفادة بالخصم، مع ذلك فإن هذه المزايا التي تعود على المنشأة والناتجة من تعجيل التحصيل قد تتعادل

¹ - I bid., p. 163.

أو تتوازن مع تكلفة الخصومات الممنوحة للعملاء، يتحدد الخصم النقدي الأمثل عند هذه النقطة (أى عندما تتعادل مزايا الخصم النقدي تماماً مع تكاليفه) وفى ذلك يقول ويستون وبرجهام :

"Cash discounts may well attract customers who want to take discounts, there by increasing gross sales. Also, the average collection period will be shortened, as some old customers will pay more promptly to take advantage of the discount. Offsetting these benefits is the cost of the discounts taken. The optimal discount is established at the point where costs and benefits are exactly offsetting."

ولذلك فإنه ينبغي على المنشأة البائعة بصفة عامة عدم منح خصم لعملائها إلا إذا كانت المنشآت التى تزاوّل نفس النشاط تقوم بمنح الخصم.

وذلك لأن منح خصم نقدي كالمشار إليه فى المثال أعلاه (٢ / ١٠) يعني أمرين : أولهما عدم توفر النقدية الكافية بالمنشأة وعدم مقدرتها على الاقتراض - مع أن المنشأة التى تحتاج إلى نقدية خلال عشر أيام من تاريخ البيع ينبغي أن تبحث عن منشآت مالية تقترض منها بفائدة تقل عن ذلك الخصم الممنوح للعملاء اللهم إلا إذا كان هناك نقص عام فى التمويل ولم تجد المنشأة من يقرضها.

وثانيهما أن العميل يحصل على فائدة سنوية من المنشأة البائعة تصل إلى حوالى ٣٦% سنوياً، وكلا الأمرين يدل على ضعف الإدارة المالية بالمنشأة وإلا لما منحت العملاء ميزة الحصول على نسبة الخصم النقدي العالية.

وفى الواقع فإنه نادراً ما يوجد مبرر حقيقى يدفع المنشأة لمنح خصم نقدي لعملائها، وذلك لأن للخصم أثر محدود للغاية فى تقليل خسائر الديون المعدومة طرف هؤلاء العملاء. فالعملاء المتوقع عدم قيامهم بالدفع خلال فترة الائتمان لن يختلف الأمر بالنسبة لهم سواء قامت المنشأة بمنح أو عدم منح خصم لتعجيل

¹ - Ibid., p. 163.

الدفع، والعملاء المتوقع قيامهم بالدفع خلال فترة الخصم للاستفادة به سيدفعون بالتأكيد خلال فترة الائتمان أن لم يحصلوا على الخصم.

وعلى ذلك يمكن القول بأنه رغم مزايا اتباع سياسة الائتمان للمنشأة البائعة فإن لهذه السياسة مخاطرها، وبالتالي يجب على المنشأة عدم منح الائتمان إلا إذا :
(أ) تعادلت مخاطر أو تكاليف الائتمان مع مزاياه في زيادة المبيعات المتوقعة.

(ب) قامت المنشآت المماثلة أو المنافسة بمنح الائتمان.

(ج) كان الائتمان في حدود قدرتها الائتمانية، ومن بين العوامل التي تحدد المقدرة الائتمانية للمنشأة :

- الحالة المالية والمركز المالي والتسويق للمنشأة البائعة ومدى قدرتها على تحمل التكاليف الائتمانية.

- السلعة التي تتعامل فيها المنشأة من حيث نوعها، سعرها، جودتها ...

- المخزون السلعي الموجود بالمنشأة ومدى ملاءمته للطلب عليه.

- الظروف البيئية المحيطة بالمنشأة سواء كانت ظروف اقتصادية أو قانونية أو إجتماعية أو منافسة ... إلخ.

- العملاء الذين يتعاملون مع المنشأة ومخاطر التعامل معهم، الأمر الذي يتطلب من المنشأة دراسة وتحليل العملاء من حيث : الشخصية Character والطاقة الإنتاجية Capacity ورأس المال Capital والضمان Collateral والظروف المحيطة Conditions ويطلق على هذه العوامل الخمسة للائتمان : The Five C's of credit وهي تمثل العوامل التي تتم بواسطتها تقييم قدرة العملاء ومخاطر الائتمان.¹

¹ لتفاصيل هذه العوامل راجع :

Weston and Brigham, op. Cit., pp. 160-161.

The five Cash of credit represent the factors by which the credit risk is judged

ثانياً : سياسة التحصيل : Credit Policy

تشير سياسات التحصيل إلى الإجراءات التي تتخذها المنشأة لتحصيل حساباتها المدينة المستحقة لها على عملائها.

Credit policy refers to the procedures the firm follows to obtain payment of past - due accounts.

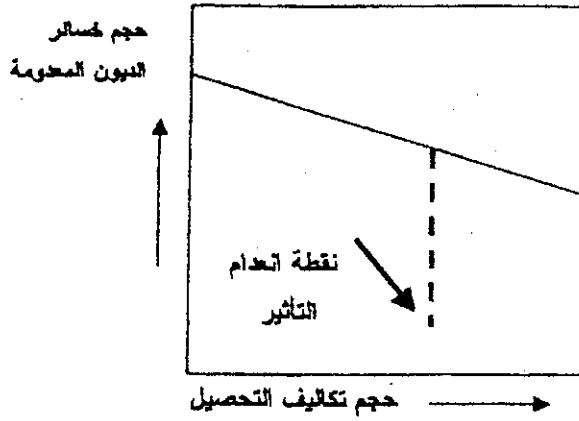
وللقيام بهذه الإجراءات فإن المنشأة تتحمل تكاليف معينة - قد تكون عالية، ومع ذلك فإن بعض الإجراءات المتشددة والمكلفة للمنشأة قد تكون مطلوبة وذلك لمنع تطويل فترة التحصيل ولتقليل خسائر الديون المعدومة لأدنى حد ممكن.

The collection process can be expensive, but at least some firmness is needed to prevent an undue lengthening the collection period and to minimize outright losses.

حيث أنه كلما ازدادت التكاليف التي تنفقها المنشأة على إجراءات التحصيل كلما انخفضت فترة التحصيل وانخفضت خسائر الديون المعدومة. ومع ذلك فإن هذه العلاقة نسبية وليست خطية بأى حال من الأحوال. وذلك لأن تكاليف التحصيل الأساسية (المبدئية) قد تكون لها تأثير محدود فى تخفيض خسائر الديون المعدومة، وأن زيادة هذه التكاليف حتى حد معين غالباً يكون لها تأثير كبير فى تخفيض الديون المعدومة، ولكن أى زيادة إضافية فى تكاليف التحصيل بعد هذا الحد يكون لها تأثير ضعيف فى تخفيض تلك الديون، ونفس الشيء يمكن أن يقال عن العلاقة بين حجم تكاليف التحصيل وطول فترة التحصيل. وقد رسم فان هورن الشكل التالى لبيان العلاقة بين حجم تكاليف التحصيل وحجم خسائر الديون المعدومة والحد الذي عنده ينعدم تأثير أى زيادة فى التكاليف على حجم الديون.^٢

¹ - I bid., p. 163.

² - Van Horne, J. C., Financial Management and policy, prentice - Hall, London, 1979, p. 450.



ثالثاً : تقييم إدارة الحسابات المدينة :

لتقييم مدى كفاءة الاستثمار في الحسابات المدينة فإن الأمر يتطلب تحليل ومقارنة تكلفة الحسابات المدينة والعائد منها وهو ما تم مناقشته أعلاه بقى أن نسرّد هنا أهم المؤشرات التي تستخدم في هذا التقييم وفي الحكم على مدى كفاءة إدارة الحسابات المدينة، ومن بينهما

أ- معدل دوران المدينين :

ويتم حساب هذا المعدل بقسمة المبيعات الآجلة السنوية على رصيد الحسابات المدينة في نفس السنة معبراً عن النتائج بـ "عدد مرات" فمعدل دوران

$$\text{المدينين} = \frac{\text{المبيعات الآجلة السنوية}}{\text{رصيد الحسابات المدينة}} = \text{كذا مرة}$$

وهو يعني عدد مرات استعادة الأموال التي استثمرتها المنشأة في الحسابات المدينة. أى عدد مرات البيع بالآجل ثم التحصيل ثم البيع بالآجل ثم التحصيل مرة أخرى وهكذا، وبصفة عامة فإنه كلما زاد معدل دوران المدينين كلما ازدادت السيولة والربحية وكفاءة استخدام الأموال بالمنشأة وذلك لأن : زيادة معدل دوران المدينين تعنى قصر فترة التحصيل وسرعة تدفق النقدية داخل المنشأة وبالتالي تحسن موقف السيولة بها.

كما أن زيادة معدل الدوران تعنى أيضاً زيادة عدد دورات البيع والتحصيل وفى كل دورة (مرة) بيع وتحصيل تحقق المنشأة عنها عائد، وبالتالي فمهما كان عائد المرة أو الدورة الواحدة ضئيلاً إلا أنه سيؤدى إلى زيادة الأرباح نظراً لزيادة عدد الدورات. وأخيراً فإن زيادة معدل الدوران تؤدى إلى سرعة تشغيل أموال المنشأة وعدم تركها عاطلة لفترات طويلة فى صورة حسابات مدينة ومن ثم رفع كفاءة استخدام أموال المنشأة.

ب- فترة تحصيل الديون :

ويتم حساب هذا المؤشر بطريقتين :

$$\begin{aligned} \text{الأولى : فترة تحصيل} &= \frac{\text{عدد أيام السنة (٣٦٠ يوم)}}{\text{معدل دوران المدينين}} \\ \text{الثانية : فترة تحصيل} &= \frac{\text{الحسابات المدينة}}{\text{متوسط المبيعات اليومية}^1} \end{aligned}$$

وتعنى فترة تحصيل الديون المدة التى تنقضى بين منح الائتمان للعملاء وتحصيل تلك الأموال منهم بواسطة المنشأة، ويجب ألا تكون هذه الفترة بين منح الائتمان والتحصيل مرتفعة بدرجة كبيرة أن ذلك يعنى وجود أموال معطلة لدى عملاء المنشأة. وبصفة عامة يجب ألا تزيد فترة التحصيل عن ١,٣ مرة من فترة الائتمان الممنوحة للعملاء.^٢

هذا وتفيد فترة التحصيل فى أنها تشير إلى عدة أمور منها : نوعية عملاء المنشأة ومدى نجاح سياسة الائتمان، ومدى نجاح الإدارة فى متابعة الحسابات المدينة وتحصيل الديون.

^١ متوسط المبيعات = صافى المبيعات خلال السنة : ٣٦٠ يوم.
^٢ نكتور محمد محمد إبراهيم، دراسات فى الإدارة المالية، دار النهضة العربية، ١٩٩٣، ص ١٥٨.

ج- نسبة الديون المعدومة :

الديون المعدومة هي المبالغ المستحقة للمنشأة على عملائها وتفشل المنشأة في تحصيلها منهم. ويتم حساب هذه النسبة بقسمة الديون المعدومة في فترة زمنية على إجمالي الحسابات المدينة في نفس الفترة. وإرتفاع هذه النسبة يدل على الخطأ في سياسة منح الائتمان للعملاء وعدم الاختيار الصحيح للعملاء الذي يستحقون الائتمان كما يدل أيضاً على ضعف نشاط التحصيل بالمنشأة.

هذا وتجدر ملاحظة ما سبق التنبيه إليه في الوحدة الأولى من أن هذه المؤشرات في حد ذاتها عديمة الجدوى، وأن فائدتها ترتبط بضرورة مقارنتها على مدار عدة فترات زمنية متتالية من حياة المنشأة، ومقارنتها أيضاً بنظائرها في المنشآت المماثلة وكذا مقارنتها بالأنماط العامة لها.

نخلص مما تقدم بأن الاستثمار في الحسابات المدينة بأى منشأة يعتمد على المبيعات وعلى سياسة الائتمان. وأن سياسة الائتمان بدورها تتضمن عوامل أربعة يمكن التحكم فيها والسيطرة عليها وهي حدود (مستويات) الائتمان، طول فترة الائتمان، خصم تعجيل الدفع، وسياسة التحصيل. وأن أهم مظهر لسياسة الائتمان هو تأثيرها على المبيعات : فسياسة الائتمان الميسرة (المتساهلة) Easy credit policy تشجع البيع، ولكنها تتضمن تكاليف تتجنب (تعطيل) رأس المال في الحسابات المدينة، ديون معدومة، خصومات لتعجيل الدفع، تكاليف تحصيل عالية. وأن سياسة الائتمان المثلى The optimal credit policy هي السياسة التي فيها تتكافأ هذه التكاليف تماماً مع أرباح المبيعات الناتجة من تغيير سياسة الائتمان.

العنصر الثالث : إدارة الاستثمار في البضاعة :

Management of Investment in Inventory

سوف نركز هنا علي نواحي ثلاث هي العوامل المحددة لحجم الاستثمار في البضاعة، وسياسة التخزين وأهم المؤشرات المستخدمة في تقييم كفاءة الاستثمار في البضاعة.

تعتبر البضاعة المخزونة - بأنواعها أو أشكالها الثلاث من خامات Raw materials وتحت التصنيع Work in process وتامة الصنع Finished goods - من أهم عناصر الاستثمار قصير الأجل (رأس المال العامل) في معظم المنشآت. وترجع أهمية الاستثمار في البضاعة لما لها من تأثير كبير على استمرار جميع مراحل النشاط الإنتاجي بل وعلى الموقف المالي للمنشأة من مختلف جوانبه سواء من حيث السيولة أو الربحية أو كفاءة استخدام الأموال أو على الاحتياجات المالية للمنشأة.

لذلك لا يمكن لأي منشأة أن تزاوّل أعمالها دون الاحتفاظ بقدر مناسب من المخزون يتلاءم مع حجم أعمالها وذلك دون مبالغة أو نقص في حجم هذا المخزون. فكما أن المبالغة في حجم المخزون وتضخمه واحتفاظ المنشأة بمخزون أكثر من اللازم يعنى نقصاً للسيولة¹ وتعطيلاً وتجميداً للأموال كان يمكن استثمارها وتحقيق عائد منها فضلاً عن تحمل المنشأة بتكلفة خدمة هذا المخزون الزائد وتحمل تكاليف تمويل هي في غنى عنها بالإضافة إلى ما قد يتعرض له هذا المخزون من تلف أو تقادم أو حريق أو سرقة، فإن نقص المخزون والاحتفاظ بمخزون أقل من اللازم يعنى تعريض المنشأة لكثير من

¹ فكما سبق القول عند مناقشة نسبة السيولة بالوحدة الأولى يعتبر الاستثمار في المخزون :
أ- أقل عناصر الأصول المتداولة سيولة من حيث سرعة تحويله إلى نقدية (مقارنة بالنقدية والحسابات المدينة حيث أنه لكي يتحول إلى نقدية يجب أن يمر بمرحلتين على الأقل هما مرحلة البيع بالأجل ثم مرحلة تحصيل الديون . يضاف إليها مرحلة الإنتاج في حالة الخامات أو السلع تحت التصنيع.
ب- أكثر عناصر الأصول المتداولة تعرضاً للخسائر - في شكل تلوث وبيوار وتقادم وانخفاض السعر، وخسائر فوائد فرص الاستثمار البديلة للمخزون.

المخاطر سواء ما يتعلق منها بتعطيل وتوقف الإنتاج والنشاط أو وضع المنشأة في موقف حرج تجاه بعض عملائها وقد البعض الآخر الأمر الذى يؤدي إلى نقص المبيعات والأرباح.

من هذا يتضح ضرورة الاهتمام بسياسة التخزين بالمنشأة ومراعاة الدقة الكافية عند وضعها، حيث أن أى خطأ فى تقدير حجم المخزون سواء بالزيادة أو النقص يعرض المنشأة لتلك الخسائر الجسيمة.

أولاً : العوامل التى تؤثر على حجم البضاعة :

هناك عدة عوامل مؤثرة فى أو محددة لحجم الاستثمار فى البضاعة على اختلاف أشكالها^١ - خامات أو تحت التصنيع أو تامة الصنع.

أ- فمن بين العوامل المحددة لحجم الاستثمار فى الخامات ما يلى :

- حجم الإنتاج المتوقع.
- عرض المواد الخام ومدى سهولة الحصول عليها عند الحاجة.
- شروط الشراء التى يقدمها مورد الخامات للمنشأة.

فبصفة عامة يزيد حجم الاستثمار فى مخزون الخامات مع زيادة حجم الإنتاج المتوقع، ومع توقع انخفاض العرض من الخامات وصعوبة الحصول عليها عند الحاجة، ومع تقديم شروط شراء ميسرة - بما تحويه من خصم نقدي كبير أو فترة دفع طويلة.

ب- ومن بين العوامل المؤثرة على حجم الاستثمار فى البضاعة تحت التصنيع طول فترة دورة الإنتاج :

^١ لقد أجمل ويستون وبرجهام هذه المحددات فى مستوى المبيعات، طوأل مراحل الإنتاج وطبيعتها الفنية، وقابلية البضاعة التامة (المنتجات النهائية) للتغير أو التلف.

The major determinants of investment in inventory are the following : (1) Level of sales, (2) Length and technical nature of the production processes, and (3) Durability versus perishability in the end product Weston and Brigham, op. Cit., p. 167.

فبصفة عامة يزيد حجم الاستثمار في مخزون البضاعة تحت التصنيع كلما طالت دورة الإنتاج.

- ج- ومن بين العوامل المحددة لحجم الاستثمار في البضاعة تامة الصنع ما يلي :
- الفترة اللازمة لبيع البضاعة.
 - المنافسة السائدة في سوق البضاعة.
 - خضوع البضاعة للتقلبات الموسمية.

فبصفة عامة يزيد حجم الاستثمار في مخزون البضاعة تامة الصنع كلما طالت الفترة اللازمة لبيع البضاعة، وكلما اشتدت المنافسة في سوق البضاعة وكذلك كلما زادت درجة تقلب المبيعات.

ثانياً : سياسات الاستثمار في البضاعة :

تتضمن سياسات الاستثمار في البضاعة تحديد عناصر ثلاث رئيسية هي الكمية الاقتصادية للشراء، نقطة إعادة الشراء، حجم المخزون المناسب. ونظراً لأن هذه العناصر تتم دراستها تفصيلاً في مادة إدارة المشتريات والمخازن لذا سوف يقتصر الأمر هنا على مجرد تعريف بكل منها.

فيقصد بالكمية الاقتصادية للشراء تلك الكمية التي عندها تتحمل المنشأة بأقل تكلفة كلية للشراء والتخزين. مما ينعكس أثره في تخفيض تكاليف الشراء وتحقيق وفورات اقتصادية للمنشأة.

ويقصد بنقطة إعادة الشراء تلك النقطة التي عندها يجب على المنشأة أن تقوم بإصدار أمر شراء جديد للمورد، وذلك لضمان استمرار الإنتاج والبيع بدون تعطيل. وفيما يتعلق بحجم المخزون فإنه يجب على المنشأة مراعاة عدم زيادة أو نقص حجم المخزون الفعلي عن حجم الاحتياجات الضرورية المخططة اقتصادياً

^١ للمزيد من الإيضاح انظر :
- دكتور جميل أحمد توفيق، مذكرات في الإدارة المالية، دار الجامعات المصرية، ١٩٧٢، ص ٤٥٣ : ص ٤٦٩.
- دكتور محمد محمد إبراهيم، مرجع سبق ذكره، ص ١٦٦ : ص ١٧٤.
- Weston and Brigham, op. Cit., pp. 168 - 172.

وذلك لأن الزيادة تعتبر تعطيلاً وتجميعاً لجزء من أموال المنشأة مما يضعف سيولتها وربحيته. كما أن النقص يعنى تضخم لسيولة المنشأة بشكل عام ولكن على حساب نقص ربحيتها - لعدم كفاية المخزون وبالتالي انخفاض الإنتاج ومن ثم نقص المبيعات والأرباح.

ثالثاً : المؤشرات المستخدمة فى تقييم الاستثمار فى البضاعة :

أ - معدل دوران البضاعة : ويستخرج بقسمة المبيعات على متوسط المخزون معبراً عن الناتج بعدد المرات، وذلك كالآتى :

$$\text{معدل دوران البضاعة} = \frac{\text{المبيعات}}{\text{متوسط المخزون}} = 2 \text{ مرة (1)}$$

ويعنى معدل دوران البضاعة عدد مرات استعادة الأموال التى استثمرتها المنشأة فى البضاعة أى عدد مرات تحول البضاعة إلى مبيعات وما ينتج عنها من سيولة وأرباح لتلك المنشأة.

ويعتبر هذا المعدل أحد المؤشرات الهامة التى تستخدم فى دراسة وتحليل حركة المخزون، وفى قياس كفاءة الاستثمار فى المخزون حيث أنه يشير إلى مقدرة الجنيه المستثمر فى بضاعة على تحقيق مبيعات للمنشأة، وبالتالي فهو يبين ما إذا كانت البضاعة رخيصة أم غالية الثمن / سريعة أم بطيئة الحركة / ميسرة أم معمرة. وبصفة عامة كلما زاد المعدل كلما دل ذلك على أن السلعة رخيصة الثمن سريعة الحركة وميسرة، وبالتالي فإن المنشأة البائعة تحصل على أرباح كبيرة لكثرة عدد مرات بيعها بالرغم من ضالة هامش الربح فى الوحدة الواحدة - اللهم إلا إذا عكس هذا المعدل نقص المخزون.

ب - فترة التخزين :

وتستخرج بقسمة عدد أيام السنة على معدل دوران البضاعة معبراً عن الناتج بعدد الأيام، وذلك كالآتى :

$$\text{فترة التخزين} = \frac{360 \text{ يوم}}{\text{معدل دوران البضاعة}} = ? \text{ يوم}$$

وتعنى فترة التخزين عدد الأيام التى تقضيها البضاعة فى المخزان حتى تتحول إلى مبيعات. وبصفة عامة كلما قصرت فترة التخزين كلما دل ذلك على سرعة حركة المخزون وارتفاع كفاءة الاستثمار فيه.

ج- نسبة البضاعة إلى الأصول المتداولة :
وتستخرج بقسمة البضاعة على إجمالى الأصول المتداولة معبراً عن الناتج بنسبة مئوية، وذلك كالاتى :

$$\text{نسبة البضاعة إلى الأصول المتداولة} = \frac{\text{البضاعة}}{\text{الأصول المتداولة}} \times 100 = ?$$

ويبين هذا المؤشر الأهمية النسبية للبضاعة بالنسبة لأجمالى الأصول المتداولة، ومدى تناسب توزيع بنود الاستثمارات المتداولة وعما إذا كان هناك تركيز على البضاعة على حساب نقص بقية عناصر الأصول المتداولة. وبصفة عامة فإن ارتفاع هذه النسبة لا يخدم أهداف السيولة والربحية بالمنشأة.

هذا وتجدر الإشارة هنا إلى أنه لا توجد معايير مثلى للمؤشرات الثلاث المذكورة ينبغى على المنشأة تحقيقها، حيث أن ذلك يختلف من منشأة لأخرى باختلاف نوع النشاط وحجم المبيعات وطرق تقويم المخزون. الأمر الذى يستوجب مقارنة هذه المؤشرات خلال فترات زمنية متعاقبة بالمنشأة وكذلك مقارنتها بالمنشآت المماثلة. وأيضاً بالأنماط العامة لها.

تدريبات الوحدة الخامسة

تدريب رقم (١)

فائض التدفقات النقدية

فيما يلي بعض البيانات لشركة العاشر من رمضان للمنتجات الصناعية عن الربع الأول من عام ٢٠١٣ :

١- يقدر إجمالي المبيعات والمشتريات كالآتي :

	يناير	فبراير	مارس
المبيعات	٩٠٠	٧٠٠	٨٠٠
المشتريات	٦٠٠	٥٠٠	٧٠٠

وشرط تحصيل المبيعات من العملاء يشابه شرط دفع المشتريات للموردين
٥٠% نقداً في الشهر التالي (لكل من المبيعات الاجلة والمشتريات الاجلة).

٢- ستتخلص الشركة من آلات قديمة كخردة في شهر مارس قيمتها ٢٠٠ نقداً.

٣- يقدر عائد استثمار الأوراق المالية التي ستحصل عليها الشركة في شهر
يناير مبلغ ١٠٠ .

٤- ستدفع الشركة إيجارات وأجور شهرية تبلغ ١٥٠، كما ستدفع ضرائب قبل
نهاية الشهر الأول من عام ٢٠١٣ قيمتها ١٠٠ .

٥- يستحق على الشركة للبنك الأهلي أقساط وفوائد قروض شهرية قيمتها ١٠٠
ستلتزم بسدادها في الأسبوع الأول من كل شهر.

٦- يقدر الاستهلاك الشهري للمباني والآلات بـ ٧٠، ١٠٠ على التوالي.

٧- تحتفظ الشركة باستمرار بحد أدنى للنقدية قيمته ٢٠٠ .

٨- أظهرت ميزانية الشركة في نهاية العام السابق للخطوة أرصدة النقدية
والمدينين والدائنين كما يلي على التوالي ٢٠٠، ٨٠٠، ٦٠٠ .

المطلوب :

- ١- إعداد بيان التدفقات النقدية للشركة عن الربع الأول من عام ٢٠١٣؟
 - ٢- شرح كيف يستخدم هذا البيان كأداة تخطيطية وكوسيلة رقابية؟
 - ٣- ناقش أسباب دوافع الاحتفاظ بحد أدنى من المخزون ومن النقدية بصفة مستمرة؟
- (١) بيان بالتدفق النقدى لشركة العاشر من رمضان للمنتجات الصناعية عن

الربع الأول من عام ٢٠١٣

مارس	فبراير	يناير	
٤٠٠	٣٥٠	٤٥٠	أولاً : التدفقات النقدية الشهرية الداخلة للشركة : المقبوضات من المبيعات النقدية (٥٠% من المبيعات نقداً) المقبوضات من المبيعات الآجلة (٥٠% من المبيعات وتحصل فى الشهر التالى) المقبوضات الأخرى : متحصلات من بيع آلات قديمة متحصلات من عائدات استثمار أوراق مالية
٣٥٠	٤٥٠	٨٠٠	
٢٠٠		١٠٠	
٩٥٠	٨٠٠	١٢٥٠	إجمالي التدفقات النقدية الشهرية الداخلة
٣٥٠	٢٥٠	٣٠٠	ثانياً : التدفقات النقدية الشهرية الخارجة من الشركة : المدفوعات عن المشتريات النقدية (٥٠% من المشتريات نقداً) المدفوعات عن المشتريات الآجلة (٥٠% من المشتريات وتدفع فى الشهر التالى) المدفوعات الأخرى : إيجارات وأجور ضرائب أقساط وفوائد قروض
٢٥٠	٣٠٠	٦٠٠	
١٥٠	١٥٠	١٥٠	
١٠٠	١٠٠	١٠٠	
٨٥٠	٨٠٠	١٢٥٠	إجمالي التدفقات النقدية الشهرية الخارجة
١٠٠	صفر	١٠٠	ثالثاً : الفائض أو العجز النقدى : الفائض أو العجز النقدى الشهرى رصيد النقدية أول الشهر
٣٠٠	٣٠٠	٢٠٠	
٤٠٠	٣٠٠	٣٠٠	رصيد النقدية آخر الشهر
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	الحد الأدنى للنقدية الواجب الاحتفاظ به بصفة مستمرة
٢٠٠	١٠٠	١٠٠	صافى المركز النقدى الشهرى

(٢) كيفية استخدام البيان كأداة لتخطيط سيولة الشركة والرقابة عليها :

١- سيتوفر لدى الشركة فائضاً نقدياً في جميع شهور الخطة وسيبلغ الفائض أقصاه في شهر مارس. مما يعنى تضخم سيولة الشركة مستقبلاً مما يؤدي إلى ترك هذه الأموال عاطلة في صورة نقدية دون استثمار مما يقلل من الربحية.

٢- لذلك يجب على الشركة أن تعمل من الآن على التصرف في هذا الفائض النقدي وذلك بإحدى الطرق الآتية :

أ - محاولة تعديل السياسات المالية المؤثرة على التدفقات النقدية الداخلة للشركة والخارجة منها بطريقة تمنع ظهور هذا الفائض مثل :

تأجيل تحصيل المبيعات الأمر الذي يحقق للشركة علاجاً للمشكلة تضخم السيولة وزيادة المبيعات مما يزيد الربحية.

تعجيل دفع المشتريات الأمر الذي يحقق للشركة علاجاً لمشكلة تضخم السيولة وحصول الشركة على خصم من مورديها مما يزيد الربحية.

ب- محاولة توظيف الأموال الفائضة في استثمارات جيدة وقصيرة الأجل.

٣- دوافع وأسباب الاحتفاظ بحد أدنى من المخزون بصفة مستمرة :

أ- حتى لا يؤدي تعطل الإنتاج بسبب نقص المخزون من الخامات أو من السلع تحت التصنيع.

ب- حتى لا يفقد المشروع عملائه بسبب نقص المخزون من السلع تامة الصنع.

ج- حتى لا تنقص ربحية المشروع بسبب تعطل أو توقف الإنتاج أو بسبب فقد العملاء بصفة دائمة أو مؤقتة.

تدريب رقم (٢) عجز وفائض التدفقات النقدية

فيما يلي بعض البيانات التي قدمتها لكل شركة النصر للمنتجات الزراعية :

١- المبيعات التقديرية

يناير	فبراير	مارس	إبريل
٧٠	٨٠	١٠٠	١٠٠

علماً بأن مبيعات الشهرين السابقين للخطئة بلغت ٦٠ ، ٦٠ على التوالي، وأن نظام التحصيل للمبيعات يتم على أساس ٥٠% من المبيعات نقداً ويحصل الباقي على جزئين متساويين خلال الشهرين التاليين.

٢- تكلفة البضاعة المباعة ٦٠% من قيمة المبيعات ويتم دفع ٨٠% من هذه التكاليف في الشهر التالي لتاريخ استحقاقها ويتم دفع الباقي خلال الشهر التالي لذلك.

٣- بلغ رصيد النقدية في نهاية الشهر السابق للخطئة ٢٠٠، وتحفظ الشركة بمبلغ ٥ كحد أدنى للنقدية بصفة مستمرة.

٤- ستدفع الشركة مصروفات عمومية وإدارية قدرها ١٠ شهرياً بالإضافة إلى جزء آخر متغير يمثل مصروفات تسويقية يبلغ ١٠% من قيمة المبيعات ويتم دفعها في نفس الشهر أيضاً.

٥- تدفع الشركة فوائد نصف سنوية على قروض قيمتها ٥٠٠ بمعدل ١٠% وذلك خلال شهر مارس، كما ستدفع الشركة أقساط قروض شهرية لبنك الاعتماد والتجارة قيمتها ٥.

٦- سيتم شراء آلات جديدة قيمتها ٤٠ خلال شهر فبراير نقداً، كما سيتم التخلص من آلات قديمة في نفس الشهر قيمتها ١٠٠ وستحصل نقداً.

المطلوب : استخراج الخطئة النقدية للشركة عن الشهور يناير حتى مارس مع بيان مدى الاستفادة منها في إدارة سيولة الشركة؟

الميزانية التقديرية (للخطة) النقدية

لشركة النصر عن الربع الأول من العام القادم

يناير	فبراير	مارس	
٣٥	٤٠	٥٠	أولاً : التدفقات النقدية الشهرية الداخلة للشركة : ١- المقبوضات من المبيعات النقدية (٥٠% من المبيعات) ٢- المقبوضات من المبيعات الآجلة (وفقاً لشرط التحصيل من العملاء) الجزء الأول من المبيعات الآجلة (٥٠%) في الشهر التالي للبيع الجزء الثاني من المبيعات الآجلة (٥٠%) في اشهر الذي يليه ٣- المقبوضات الأخرى : آلات قديمة
١٥	١٧,٥	٢٠	
١٥	١٥	١٧,٥	
١٠			
٨٧,٥	٨٢,٥		إجمالي التدفقات النقدية الشهرية الداخلة
٤٢	٤٨	٦٠	ثانياً : التدفقات النقدية الشهرية الخارجة من الشركة : ١- المدفوعات عن المشتريات النقدية ٢- المدفوعات عن المشتريات الآجلة (وفقاً لشرط السداد للموردين) دفع ٨٠% من المشتريات في الشهر التالي للشراء دفع ٢٠% من المشتريات في الشهر الذي يليه ٣- المدفوعات الأخرى : مصروفات عمومية وإدارية مصروفات تسويقية ١٠% من المبيعات فوائد قروض (٠,٥ × ٠,١ × ٠,٥٠٠) أقساط قروض شراء آلات جديدة ضرائب
٢٨,٨	٣٣,٦	٣٨,٤	
٧,٢	٧,٢	٨,٤	
١٠	١٠	١٠	
٧	٨	١٠	
٥	٥	٢٥	
٣	٤٠	٥	
٦١	١٠٣,٨	٩٦,٨	إجمالي التدفقات النقدية الشهرية الخارجة
٤	(٢١,٣)	(٩,٣)	ثالثاً : ١- الفائض (أو العجز) النقدي الشهري رصيد التغذية أول الشهر رصيد النقدية آخر الشهر الحد الأدنى للنقدية الواجب الاحتفاظ به بصفة مستمرة ٣- صافي المركز النقدي الشهري
٢٠	٢٤	٢,٧	
٢٤	٢,٧	(٦,٦)	
٥	٥	٥	
١٩	(٢,٣)	(١١,٦)	

تدريب رقم (٣)
التي بعض البيانات عن الماضي والمستقبل لشركة الأمانة التجارية
(جميع القيم بالمائة ألف جنيه)

البيان										
٢٠١٢	٢٠١١	الخصم ورأس المال	٢٠١٢	٢٠١١	الأصول	المبيعات				
						المشتريات		المبيعات		
						الأجل	التقنية	الأجل	التقنية	
٧٥	٧٥	أسهم عادية	٧٠	٤٠	أراضي ومباني	١١	١٢	٦٥	١٥	٢٠١٢
٦٠	٦٠	فائض واحتياطي	٧٧	٥٩	آلات ومعدات	٣٠	١٦,٥	٨٠	١٤	أكتوبر
١٢٤	٩١	أرباح محتجزة								نوفمبر
		قروض طويلة								
١٤	١٦	الاجل	١٢	٧	شهرة	٢٥	١٤	٧٢	١٢	٢٠١٢
١٢	٧	خطابات ضمان	١١	١٤	تقنية	٣٠	١٨	٦٠	١٦	يناير
٩٨	٣٩	حسابات دائمة	١٣٠	١٠٠	مدينون	٢٤	٢٥	٧٥	١٤,٥	٢٠١٣
		قروض قصيرة	٣٠٠	١٨٠	بصاعة	٣٠	١٢,٥	١٨	١٨	فبراير
١٨٥	٩٠	الاجل								مارس
٣٢	٢٢	أوراق دفع								
٦٠٠	٤٠٠	إجمالي الخصوم ورأس المال	٦٠٠	٤٠٠	إجمالي الأصول					

يتم تحصيل المبيعات الآجلة على أساس ٥٠% في نفس شهر البيع، ٤٥% في الشهر التالي للبيع، ٥% في الشهر الذي يليه. ويتم سداد المشتريات وأوراق الدفع في نفس الشهر.

رصيد النقدية أول يناير عام ٢٠١٣ يبلغ ٥ والحد الأدنى للنقدية الواجب الاحتفاظ به بصفة مستمرة هو ٢٠ وستدفع الشركة ضرائب في شهر مارس ١٦ وستدفع فوائد في شهر مارس.

وستدفع أجور ومرتببات ٤٠ شهرياً - الاستهلاك الشهري ٣ والمرتببات المستحقة ٥.

ستحصل الشركة على ١٥ قيمة مبيعات آلات قديمة خردة في شهر مارس وعلى عائد استثمار أوراق مالية ٥ في شهر يناير.

والمطلوب :

١- إعداد بيان التدفق النقدي عن الثلاثة أشهر من يناير حتى مارس ٢٠١٣ . مع شرح كيف يستخدم هذا البيان كأداة لتقييم سيولة الشركة؟

٢- استخراج بيان تدفق الأموال موضحاً كيف يتم بواسطة تقييم سياسات التمويل والاستثمار بالشركة عن ٢٠١١ / ٢٠١٢ - مع إيجاز أهم الفروق بين البيانيين (بيان التدفق النقدي وبيان تدفق الأموال)؟

٣- ما هي الأدوات والأساليب الأخرى المكملة لكل أداة من الأداتين السابقتين في الماضي والحاضر والمستقبل.

٤- أن المدير المالي الناجح هو ذلك الشخص الذي تتوافر فيه مجموعة من المهارات ويقوم بأداء مجموعة من الوظائف ويتخذ مجموعة من القرارات الرشيدة. ناقش.

أوجه الاختلاف بين بيان التدفق النقدي وبيان تدفق الأموال :

١- بيان التدفق النقدي :

عبارة عن قائمة (كشف) توضح صافى المركز النقدي للمنشأة خلال فترة قادمة مستقبلاً فهي أداة لتخطيط سيولة الشركة والرقابة الوقائية عليها.

- يتطلب إعدادها وجود شرطى التحصيل للمبيعات والدفع للمشتريات.

- ويعتمد هذا الكشف على بيانات ممثلة فى التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة. ومقارنة هذه التدفقات الداخلة مع التدفقات النقدية الخارجة لمعرفة صافى المركز النقدي.

- لا تأخذ بعين الاعتبار أى أموال غير نقدية بمعنى تعتمد على كل التدفقات النقدية فقط. لذا فإن الاستهلاك لا يعتبر من التدفقات النقدية (إنما هو مجرد قيد محاسبى الهدف منه تجنب جزء من إيرادات المنشأة لكى لا يخضع للضرائب فهو وعاء ضريبي).

٢- بيان تدفق الأموال :

- عبارة عن بيان (كشف) يوضح صافى المركز المالى للمنشأة خلال فترة ماضية. فهو أداة لتحليل وتقييم كفاءة سياسات التمويل والاستثمار بالشركة.

- يتطلب إعدادها وجود ميزانيتين عموميتين متتاليتين للمنشأة.

- ويعتمد هذا الكشف على مصادر الأموال وكيفية استخدامها من واقع ميزانيات المنشأة.

- تأخذ بعين الاعتبار كل مصادر واستخدامات الأموال للمنشأة نقدية وغير نقدية لذا فإن الاستهلاك يعتبر من مصادر الأموال.

التدريب رقم (٤)

أولاً : بين ما إذا كانت العبارات الآتية "صواب" أم "خطأ" مع التعليق :

١- تعتبر النقدية عنصراً هاماً من عناصر رأس المال العامل شأنه شأن بقية العناصر الأخرى.

٢- تحتفظ المنشأة بنقدية لدافعي الاحتياط والمضاربة.

٣- تمثل السياسة الائتمانية الركيزة الوحيدة التي يعتمد عليها المدير المالي في إدارة المدينين بكفاءة.

٤- تؤثر نتيجة مقارنة المدينين وفترة التحصيل بقيمة الدائنين وفترة الدفع على حجم رأس المال العامل الواجب الاحتفاظ به بالمنشأة.

٥- يعنى شرط التحصيل ٣ / ١٠ / صافى ٣٠ يوم حصول المنشأة على خصم مكتسب من الموردين نسبته ١٠% إذا قامت بالسداد لهم فى خلال ٣٠ يوم من الشراء.

٦- تختلف الأهمية النسبة لرأس المال العامل باختلاف نشاط المنشأة.

٧- أن رأس المال العامل مرادف لصافى رأس المال العامل.

٨- كما أن احتفاظ المنشأة بمخزون أكبر من اللازم يضر بسيولتها فإن احتفاظها بمخزون أقل من اللازم يضر بربحيته.

٩- ليس هناك أى اختلاف بين شرطى التحصيل ١٠/٥ / صافى ٦٠ يوم، ١٠/٥ / صافى ٦٠ يوم.

١٠- أن العامل الوحيد الذى يؤثر على حجم رأس المال العامل الواجب الاحتفاظ به بالمنشأة هو حجم مبيعاتها المتوقعة.

١١- لا يختلف بيان التدفق النقدى عن بيان تدفق الأموال فكلاهما أداه لتحليل وتقييم المركز المالى للمنشأة.

- ١٢- تشبه دوافع الاحتفاظ بحد أدنى للنقدية بالمنشأة الصناعية دوافع الاحتفاظ بحد أدنى من المخزون بصفة مستمرة.
- ١٣- رغم أن الائتمان الجارى والائتمان المصرفى والمستحقات تعتبر جميعها مصادر لتمويل رأس المال العامل إلا أن هناك اختلافات جذرية بينها.
- ١٤- يجب عدم التوسع فى الاعتماد على الائتمان المصرفى قصير الأجل نظراً لأن تكلفته تكون دائماً أكبر من تكلفة الائتمان التجارى.
- ١٥- المستوى أو الحد الأمن من النقدية المطلوبة للمنشأة لا يختلف باختلاف ظروف نشاط المنشأة سواء كان عادياً أو غير عادياً (فى ذروته).
- ١٦- تختلف التكلفة الإسمية عن التكلفة الفعلية للائتمان المصرفى كمصدر لتمويل رأس المال العامل.
- ١٧- يجب أن تتبنى جميع المنشآت سياسة "الشكك ممنوع والزعل مرفوع والرزق على الله مضمون".
- ١٨- إن شرط الدفع (Cash Before Delivery (CBD) مرادف لشرط الدفع Cash on Delivery (COD).
- ١٩- يختلف شرط الدفع خلال فترة إئتمانية معينة بدون خصم نقدى عن شرط الدفع خلال فترة إئتمان معينة بدون خصم نقدى عن شرط الدفع خلال فترة إئتمان معينة مع خصم نقدى.
- ٢٠- يعتبر الخصم النقدى Cash Discount خصماً تجارياً Trade Discount يسمح به (خصم مسموح به) المورد للمنشأة ليحفزها على تعجيل الدفع (خصم تعجيل دفع)، عندما تقوم بشراء كمية كبيرة Quantity Discount.
- ٢١- يكون من مصلحة المدينين (العلاء) استخدام الائتمان المصرفى كلما أمكنهم ذلك حتى يتسنى لهم الاستفادة بالخصم النقدى.

٢٢- تفضل غالبية المنشآت تمويل مشترياتها من البضاعة عن طريق الائتمان التجاري.

٢٣ - أن الميزة أو الأهمية الوحيدة للائتمان التجاري تتمثل في سهولة وبساطة الحصول عليه حيث أنه لا يتطلب من العميل تعهدات متعددة أو إجراءات معقدة كالتى يتطلبها الحصول على الائتمان المصرفى.

٢٤ - إذا قررت إحدى المنشآت شراء بضاعة بمبلغ مليون جنيه وكان شرط الائتمان ٢ / ١٠ / صافى ٣٠ يوم فإن عدم قيام المنشأة بالسداد خلال العشرة أيام الأولى للشراء يعنى تحملها تكلفة تمويل (تكلفة إئتمان تجارى) يبلغ معدلها ٣٦,٧% على أساس سنوى (٣٦٠ يوم).

الوحدة السادسة

التوسع المالي

(أنواعه ودوافعه)

- أولاً : مفهوم التوسع المالي.
 - ثانياً : أنواع التوسع المالي وأشكاله.
 - ثالثاً : تحليل دوافع التوسع المالي وأهدافه.
 - رابعاً : طرق تمويل التوسع المالي.
- * تدريبات عملية

الوحدة السادسة

التوسع المالى وأنواعه ودوافعه

أولاً : مفهوم التوسع المالى :

إن رغبة البشرية عامة التوسع حيث أنه بطريقة ما ضرورى للوجود، وقد تباينت وجهات نظر الكتاب بشأن تعريف التوسع المالى فيرى البعض أنه "الزيادة فى قيمة الأصول الملموسة من فترة زمنية لأخرى" ويرى البعض الآخر أنه "نمو المشروع التجارى بزيادة طاقته الإنتاجية وزيادة إنتاجه وعدد العاملين به وعدد الأفراد الذين يوزعون إنتاجه والذين يستهلكونه فتزداد أرباحه" : بيد أن التوسع يختلف عن النمو الطبيعى للمشروع بأنه مفاجئ وغير عادى ووضع تتطلبه الظروف الطارئة التى تتطلب التوسع وإعادة تنظيم المشروع وتطويره وضرورة إضافة أصول جديدة وتدبير رؤوس أموال جديدة، كما أن البعض لا يعتبر الزيادة فى قيمة المبيعات أو الأرباح أو عدد العاملين (أو عدد الآلات والمعدات الرأسمالية) من فترة زمنية لأخرى من قبيل التوسع المالى وإن كانت بطبيعة الحال تتأثر به إلى حد كبير. ويرى فريق ثالث أن التوسع المالى هو "النوع الغالب والمألوف من النمو والذي يتمثل فى زيادة رقم الإنتاج عن طريق اقتناء أصول جديدة أخرى". (وليس عن طريق رفع كفاءة إمكانيات المشروع واستغلالها استغلالاً اقتصادياً كاملاً دون زيادة أصوله وخصومه) وما يترتب على هذا بالضرورة من زيادة فى مصادر الأموال الحالية اللازمة لاقتناء هذه الأصول وصلة ذلك بالمشكلة المالية.

نخلص من ذلك بأن المقصود بالتوسع المالى هو "الزيادة فى قيمة رأس المال من وجهة نظر إدارة الأعمال أى فى قيمة الأصول الملموسة وذلك من فترة.

والتوسع أما أن يكون داخلياً أو خارجياً كما أنه يتخذ عدة اتجاهات منها الأفقي والرأسي والدائري، ويتم تمويل التوسع عن طريق مصادر متنوعة : داخلية وخارجية، ممتلكة ومقترضة، دائمة وقصيرة الأجل.

كما أن الأسباب التى تدفع المشروعات للتوسع عديدة ومتنوعة : قد تكون اقتصادية تتمثل فى تخفيض التكاليف وزيادة الأرباح أو غير اقتصادية (شخصية) تتمثل فى طموح رجال الإدارة وتفاخرهم بالتوسع والرغبة فى الابتكار، وأن يقتزن التوسع فى المشروع بعهد واسم مسؤول معين.

ثانياً : أنواع التوسع المالى وأشكاله

١- التوسع الداخلى (الذاتى) :

هو الذى يحدث نتيجة لزيادة أعمال الشركة داخلياً (لمواجهة الزيادة فى الطلب أو المنافسة أو خفض التكلفة وغيرها) أى عن طريق النمو الداخلى للشركة.

٢- التوسع الخارجى :

وهو الذى يتم نتيجة حدوث اندماج أو إنضمام أى عن طريق النمو الخارجى وذلك بتجميع الشركات بعضها مع البعض الآخر.

٣- الاندماج :

نوع من التجميع يؤدى إلى فقد كل الشركات المندمجة لشخصيتها القانونية وظهور شركة جديدة تؤول إليها كل أصول وممتلكات الشركات الفانية كان ينضم مشروعين فرديين فى شركة تضامن أو شركة تضامن فى شركة تضامن جديدة أو عدة شركات مساهمة فى شركة مساهمة جديدة.

٤- الانضمام :

نوع من التجمع يتم بشراء مشروع أو أكثر وبهذا يؤدى الانضمام إلى فناء شركة فى شركة أخرى فتفقد الأولى شخصيتها ووجودها وتنضم أصولها إلى الشركة الثانية وتصبح جزءاً من الشركة التى انضمت إليها.

هذا وأن كان البعض يعتبر الاندماج مرادفاً للانضمام ويقصد بهما ما تقدم في تعريف الاندماج ويفرق بينه وبين ما يسمى بالضم أو الإدماج ويقصد بهما ما تقدم في تعريف الانضمام، وينظر بعد الكتاب للتجميع أو الاتحاد في أوسع معانيه على أن يشمل (كل الأعمال التي بمقتضاها تصبح المؤسسات المنضمة كوحدة إدارية وتوسعاً ورقابة) وأن هذا التجمع يحدث :

(أ) أما بأساليب غير رسمية (وذلك إذا كان الهدف الوحيد والأساسي للتجمع التحكم في الأسواق والمنافسة أو إذا كان المطلوب الوصول إلى عنصر تعاون بدون إجراءات رسمية لتجنب مشكلة التمويل والمشكلات الأخرى التي تتسبب عن الإجراءات الرسمية).

(ب) أو بأساليب رسمية (وذلك إذا ما كان الهدف الأساسي للتجمع الحصول على اقتصاد على نطاق واسع) مع استقلال كل مؤسسة بشخصية منفصلة (كالشركة القابضة) أو مع فناء شخصية واحدة أو أكثر من شخصية الشركات المتجمعة (كالانضمام والاندماج).

ويود الكاتب أن يشير في هذا الصدد إلى أنه ما لم تعترض المشروع عقبات في التمويل (تجعل التوسع بطيئاً ومحدوداً بقيمة الأرباح المحتجزة وكذلك وقت تحقيقها وذلك في حالة احتياج التوسع لأموال تتعدى الأرباح المحتجزة مما يجبر المشروع أما لتأجيل التوسع رغم أهمية توقيت التوسع وانتهاز الفرص وأما الحصول على الأموال من مصادر أخرى كالاقتراض رغم مخاطره) أو عقبات في التسويق ينبغي عليه أن يتوسع داخلياً نظراً لأن هذا التوسع يحقق للمشروع عديداً من المزايا لايحققها التوسع الخارجى منها :

(أ) إشباع الدوافع النفسية التي قد تجعل المسؤولين في المشروع يفضلون الاعتماد على أنفسهم في تخطيط وتنظيم وتمويل التوسع.

(ب) الإبقاء على رقابة المشروع لأصحابه الأصليين أى الاحتفاظ بالسيطرة على المشروع حيث لا تتضمن هذه الطريقة مشاركة من الغير في الرقابة والتحكم فى المنشأة.

(ج) توازن هيكل رأس المال أو الاحتفاظ بتكوين رأس مال متوازن. فهذه الطريقة لتمويل التوسع خير الطرق جميعاً حيث أنها مأمونة العواقب وحررة يبني فيها التوسع على متحصلات معلومة كما أن هذه المصادر المتمثلة فى إعادة استثمار أرباح المشروع تضع حدوداً لتوسع المشروع (تحدد حجم التوسع تماماً) فلا يتعرض لمخاطر التوسع غير السليم أو التوسع الزائد عن الأحد والذي قد يؤدي إلى الفشل المالى فإن لم يتحقق التوازن فى هيكل رأس المال فقد يصرف المشروع النظر عن التوسع.

٥- التوسع الأفقى :

يعنى زيادة قيمة الأصول للشركة نتيجة لزيادة الطاقة الإنتاجية أو التسويقية فى إنتاج وتسويق نفس المنتجات أو الخدمات الحالية لها. ويحدث عندما تحصل الشركة على أصول مماثلة لما لديها لتنتج عدداً أكبر من وحدات السلع التى تتعامل فيها. وكذلك عندما يندمج أكثر من شركة لتكوين شركة جديدة بخصيصة إعتبارية جديدة ورأسمالها هو مجموع رؤوس أموال الشركات المندمجة. ويشترط أن تكون هذه الشركات لها نفس النمط الإنتاجى أو التوزيعى أى التى تحت نشاط واحد. ويكون ذلك غالباً فى حالة الشركات الصناعية التحويلية لغرض الاستفادة من مزايا الإنتاج الكبير وخاصة ميزة انخفاض التكاليف.

٦- التوسع الرأسى :

يعنى زيادة قيمة أصول الشركة نتيجة إضافة مراحل إنتاجية أو تسويقية جديدة لاتوجد حالياً فى الشركات التى حدث فيها التوسع المالى كإنتاج المواد الخام اللازمة أو افتتاح فروع توزيع المنتجات كاملة الصنع حيث تصبح بعد

التوسع سلسلة متصلة الحلقات من إنتاج المواد الخام إلى المنتجات الوسيطة إلى المنتجات النهائية، وقد تمتد لتشمل التوزيع. فينشأ التوسع الرأسى عندما تقوم الشركة بإنتاج سلع أو خدمات جديدة لازمة لنشاطها الإنتاجى والبيعى كانت تنتجها لها شركات أخرى، وكذلك عندما تتضمن شركتان كل منهما تقوم بإنتاج سلعة تلزم لإنتاج السلعة الأخرى. حيث أن مضمون التوسع الرأسى تكامل المراحل المتعاقبة للعمليات من إنتاج الخامات حتى توزيع المنتجات بقصد اختصار وتوفير الجهود وذلك بربط الجهود فى خطوات متتابعة نحو الوصول إلى المستهلك، فإذا أدى التوسع إلى إنتاج مرحلة سابقة لما تخصصت فيه الشركة يعتبر ذلك توسعاً رأسياً للخلف حيث أن نشاطها يمتد إلى الخلف نحو مصادر المواد الخام. وإذا أدى التوسع إلى إنتاج أو تسويق مرحلة لاحقة لما تخصصت فيه الشركة يعتبر توسعاً رأسياً للأمام حيث أن نشاطها يمتد إلى الأمام نحو المستهلك.

٧- التوسع الدائرى :

يعنى زيادة قيمة أصول الشركة نتيجة إضافة طاقة إنتاجية جديدة لإنتاج منتجات جديدة تختلف عن المنتجات التي تقوم حالياً بإنتاجها. ويرى البعض أن التوسع الدائرى يكون بإنضمام منشآت تكمل منتجات المشروع (أى تنتج منتجات تعتبر من مستلزمات منتجات الشركة) ليسهل تسويقها جميعاً. وعلى ذلك ينشأ التوسع الدائرى عندما تضيف الشركة إلى قائمة إنتاجها سلعاً مكملية لسلعها أو تنشئ مراكز لتوزيع سلع مكملية لمنتجاتها تنتجها شركات أخرى وبذلك يسهل تسويق المنتجات المتكاملة عما إذا أنتجت أو سوقت الشركة منتجاً منفرداً.

وعلى سبيل المثال يقال أن منشأة ما حدث فيها توسعاً مالياً بدرجة كبيرة منذ نشأتها حتى الآن حيث زادت قيمة أصولها الكلية الملموسة من ٣,٤٦١,٤١٨ جنيهاً فى سنة ٢٠٠١ إلى ١٦,٧٥٣,٢٧٥ جم فى سنة ٢٠١١ أى بزيادة قيمتها

١٣,٢٩١,٨٥٧ جنيهاً ونسبتها ٣٨٤% وذلك باعتبار أن سنة ٢٠٠١ هي سنة الأساس.

ثالثاً : تحليل دوافع التوسع المالى وأهدافه :

لماذا ترغب المنشأة فى التوسع؟ ولماذا لا تكفى بقوتها الحالية فى عالم العمل وتقنع بمكاسبها المعتدلة؟ الأسباب عميقة ومتعددة وتنعكس من طبيعة التقدم الحضارى وكما قدمنا فأنها رغبة البشرية عموماً التوسع حيث أنه بطريقة ما ضرورى للوجود.

ونظراً لتباين ظروف المشروعات وتباين وجهات نظر كل من له صلة بها - سواء كان مساهماً أو مورداً أو إدارياً أو عاملاً أو مستهلكاً أو كانت الدولة - أزاء الدوافع الرئيسية للتوسع فإنه يصعب وضع دوافع محددة له تتفق عليها المشروعات هذا ويرى غالبية الكتاب تقسيمها إلى مجموعتين من الدوافع هما :
الدوافع الاقتصادية (كالربحية وزيادة الإنتاجية والتوصل إلى الحجم الاقتصادى الأمثل للمشروع) والدوافع غير الاقتصادية أو البشرية أو الشخصية (كطموح أو تفاخر رجال الإدارة بالتوسع وكالرغبة فى الابتكار والرغبة فى أن يقترن التوسع بعهد مسئول معين).

وبصفة عامة تتوسع الشركات لعدة أسباب يمكن تلخيصها فيما يلى :

١- الرغبة فى الحصول على مزايا العمل على نطاق كبير وتسهم هذه المزايا جميعاً فى كفاءة الشركة وزيادة ربحيتها أو على الأقل تؤدي إلى تثبيت واستقرار الأرباح، وتتلخص أهم هذه المزايا فى :

١-١- الشراء وتمثل فى :

(أ) الوفورات الناتجة عن شراء كميات كبيرة من حيث استفادتها بخصم الكمية.

(ب) الشراء المباشر من المصادر الأصلية أو محاولة امتلاك هذه المصادر والسيطرة عليها، وهذا يمكنها من التحكم والسيطرة في عرض المواد التي تلزمها.

١-٢- الإنتاج وتشمل :

- (أ) إنتاج كبير واستعمال أكبر للأصول الرأسمالية.
- (ب) استخدام الخبراء الفنيين والقيام بالأبحاث.
- (ج) تشجيع التخصص والتكامل في العمليات الإنتاجية.
- (د) استخدام أفضل المنتجات الفرعية وذلك بإنتاج مشتقاته.
- (هـ) تثبيت الإنتاج وتخفيض الخسائر الناتجة عن المصاريف الثابتة أثناء فترة التوقف عن الإنتاجية.

١-٣- التسويق وهي :

- (أ) حجم عمليات أكبر مما يؤدي إلى تخفيض في الأسعار وسهولة في البيع.
- (ب) تحقق الاستخدام الكفاء لكل من رجال البيع ووسائل نشر الإعلانات ووسائل النقل.. الخ، وذلك نظراً لتصريف رجال البيع لمنتجات أكثر تنوعاً، ولاستعمال وسائل ورسائل إعلانية غير ممكنة للشركات الصغيرة، والحصول على وفورات النقل (جـ) تشجيع التخصص والتكامل في العمليات التسويقية.

١-٤- التمويل وتتمثل في :

- (أ) استعمال أكفأ للأموال عن طريق التجانس بين مراحل الإنتاج المختلفة.
- (ب) انخفاض تكلفة الأموال نتيجة لائتمان أفضل والمقدرة على الوصول إلى سوق رأس المال.

(ج) رشراف مركزي على النقدية والائتمان والتحصيل والتخزين.

(د) تثبيت الإيرادات عن طريق توازن الإنتاج.

١-٥ - مزايا إدارية وتشمل :

(أ) استخدام واسع النطاق للمعلومات الإحصائية والحسابية.

(ب) إمكان استخدام الخبراء المتخصصين ذوي الأتاعب الباهظة.

(ج) استخدام أبحاث وطرق اختبار على نطاق واسع.

(د) تخفيض معدل تقلب العمال نظراً لوجود عدد أكبر من الوظائف

ولتحسين ظروف العمل.

٢- المحافظة على الأرباح الحالية أو زيادتها :

وتتحقق الأرباح بسبب وفورات الإنتاج الكبير هذا ويرى بعض الكتاب أنه لا يمكن أن يفوق دافع الربح أى دافع آخر لأغراء المستثمرين على الاستثمار فى المشروع، ولذا يعتبر هذا الدافع أقوى الدوافع الاقتصادية.

وسواء تم تمويل التوسع من أموال المشروع الداخلية أو من الاقتراض الخارجى فإن حساب ربحية التوسع فى صورة معدل صافى العائد على رأس المال المستثمر هو أفضل تعبير عن دوافع الربحية كأساس لترجيح التوسع وذلك لأن معدل صافى الربح (المتوقع) وحده قد يعتبر مضللاً عند حسابه بالنسبة لتقويم التوسع لأن رقم الربح يجب أن يتناسب طردياً مع حجم النشاط الإضافى ومع الاستثمارات التى سيتم بها التوسع ومع الزيادة المتوقعة فى إيرادات المبيعات فقد يتحصل من التوسع زيادة فى الربحية ولكنها زيادة لا ترجحه.

ويمكن حساب هذا المعدل عند تحديد هدف الربحية للتوسع كما يلى :

معدل صافى العائد المتوقع على رأس المال المستثمر فى التوسع

$$= \frac{\text{الزيادة المتوقعة فى إيرادات المبيعات}}{\text{صافى الربح المتوقع من التوسع}} \times \frac{\text{الأصول الرأسمالية المضافة ومستلزماتها}}{\text{الزيادة المتوقعة فى إيرادات المبيعات}}$$

هذا ويكون التوسع مرغوباً فيه إذا حقق للمشروع معدلاً صافياً يساوى أو يزيد على ذلك المعدل الأصلي قبل إجراء التوسع أو حقق معدلاً أقل "من المعدل الأصلي" ولكنه أكبر من المعدل المتوقع من أى استخدام بديل لرأس المال المضاف.

٣- مواجهة المنافسة أو الرغبة فى الاحتكار :

فالمنافسة تشجع التوسع حيث أن المشروع ما لم يتوسع فسوف تفوقه المشروعات الأخرى المتنافسة وبالتالي يفقد مركزه التنافسى، وقد أكد بعض الكتاب ذلك بقوله "أن المشروعات الكبيرة الحجم تستطيع بالمنافسة المنظمة على أساس الكفاية وعلى أساس الفرص المتكافئة للمتنافسين أن تحقق أهدافها وهذا يتطلب ألا تنفرد وحدة إنتاجية بإنتاج سلعة واحدة كلما أمكن ذلك".

وهو نفس الاتجاه الذى رسمته الدولة (أهمية الإبقاء على المنافسة المنظمة بين وحدات الإنتاج بهدف تحسين الإنتاج وتنويعه ليكون ملائماً للأسواق الخارجية).

هذا ويرى الكاتب أن ذلك لا يكون معمولاً به فى مجال الصناعة التى ينفرد بالإنتاج فيها شركة واحدة.

كذلك يدفع المشروع للتوسع الرغبة فى الاحتكار وأماله بالتحكم فى ميدان العمل كله الذى يعمل فيه ذلك المشروع. وذلك بالتجمع رغبة فى خفض أو استبعاد المنافسة وتكوين رقابة احتكارية وذلك أملاً فى ضمان الحصول على الربح.

٤- التوصل إلى الحجم الاقتصادى الأمثل للمشروع :

قد يهدف المشروع من التوسع إلى أن يصل إلى حجمه الأمثل والذى يتحقق عندما يعمل المشروع بطاقته القصوى أى بمستوى من الطاقة المستغلة عنده ينتج المشروع بأقل نفقه إجمالية متوسطة وعنده يكون خارج قسمة إجمالى النفقات

على عدد الوحدات المنتجة عند حده الأدنى بشرط أن تكون النفقات الثابتة هي العنصر الغالب في النفقات، وعند الحجم الأمثل يحقق المشروع أكبر عائد من الاستثمارات، وإذا كان حجم المشروع أصغر من ذلك الحجم الاقتصادي فإنه يحقق عائداً أصغر نسبياً وإن كان أكبر من ذلك الحجم فإن الهدف لا يتحقق أيضاً. وبعد الوصول إلى الحجم الأمثل فإن أى توسع آخر سيؤدى إلى مستوى أعلى للتكاليف، وأن إدارة المشروع التى تسعى للربح يمكن أن تقدر متى تحدد أيهما أفضل البقاء عند حجمة الحالى أو التوسع وأن تقوم العوامل التى ترشد فى التقدير السابق أنما يحدد ذلك العامل منها الذى يمكن تسميته بالمشكلة الاقتصادية للتوسع وأن النسبة بين قيم عنصرى العمل ورأس المال الثابت فى أى مشروع صناعى تحدد نقطة الربحية القصوى والتى بعدها لا تزيد الربحية مهما زاد رأس المال أو العمل أى تحدد بالنسبة التى عندها تصبح الزيادة فى حجم الإنتاج الكلى غير اقتصادية أو بمعنى آخر تبين توازن الربحية.

٥- مواجهة الطلب المحلى والخارجى المتزايد سنوياً : أى الحاجة المتزايدة للسلعة والتى سيتم إشباعها عن طريق زيادة مقدار ما تنتجه وتوزعه الشركة من السلع الحالية أو الجديدة فى الأسواق الحالية أو الجديدة.

٦- دوافع يحددها بعض الكتاب للتوسع الخارجى منها :

١- حصول المستثمرين فى الوحدة الإنتاجية المندمجة على أرباح مباشرة كتعويض عن الاندماج أو غير مباشرة من بيع الأسهم التى قد يرغب الشركاء فى بيعها بعد الإنتاج.

٢- توفير الوقت الذى يستغرقه توسع الوحدة الإنتاجية الصغيرة عن طريق التوسع الداخلى أو تمرين مديريين مسئولين عن إدارة هذه الوحدات.

٣- القضاء على التضارب والازدواج القائم فى أعمال بعض الوحدات الإنتاجية التى تقوم بإنتاج منتجات مماثلة ومساعدة المسئولين بالمؤسسات

على الإشراف على عدد محدود من الوحدات التي في نطاق إشرافها وعلى ذلك يتضح أن الاتجاه نحو تجمع الوحدات الصغيرة ليس غاية في حد ذاته (لتحقيق السيطرة على قطاع معين من الإنتاج أو لزيادة حجم الوحدات المنتجة تحت إشراف مدير معين أو لإخفاء عيوب وحدة معينة بإدماجها وزوال شخصيتها) بل هو وسيلة لرفع الكفاية الإنتاجية للمشروعات الصغيرة بأقل تكلفة ممكنة مع تسهيل الإشراف والرقابة ومع الإبقاء على عامل المنافسة في السلعة الواحدة بحيث تنتجها أكثر من شركة.

٧- دوافع غير اقتصادية (شخصية أو نفسية أو إنسانية) :

وهذا النوع من الدوافع مكمل للدوافع الاقتصادية "السابق الإشارة إليها من ١ حتى ٦". وتتمثل هذه الدوافع في طموح رجال الإدارة وتأخرهم بالتوسع وبأن شركتهم من أوائل الشركات التي قدمت سلعة أو خدمة جديدة والرغبة في الابتكار بحيث تسبق شركتهم الشركات الأخرى في هذا المجال، والرغبة في أن يقترن التوسع في الشركة بعهد مسئول معين.

إن أغلب أنواع التوسع مجالها الدوافع الشخصية وأساسها واحد هو أن التوسع يعني القوة الأكبر ودائماً يقاس بنجاح المنشأة بالزيادة في حجمها أولاً وبالزيادة في ربحيتها ثانياً.

وتعتبر الدوافع الشخصية هي الدافع الحقيقي للتوسع وهي تساوي أو تفوق على الدوافع الاقتصادية وأن كان البعض لا يؤمن كثيراً بها.

رابعاً : طرق تمويل التوسع المالي :

تهدف دراسة طرق تمويل التوسع المالي لأي مشروع إلى التعرف الكامل والحكم الموضوعي على حقيقة هيكل التمويل بالمشروع وعلى مدى سلامة

السياسات التمويلية المتبعة به وذلك باستخدام قوائم المصادر والاستخدامات المالية، وكذلك باستخدام قوائم التوزيع النسبي لمصادر التمويل، ومؤشرات هيكل التمويل.

وتقتضي السياسة التمويلية السليمة (الهيكل المالي الأمثل) ما يلي :

١- ضرورة الاحتفاظ بنوع من التوازن بين مصادر التمويل المملوكة والمقترضة وكذلك الدقة في زيادة الاعتماد على التمويل الخارجى قصير الأجل. ويرتبط هذا التوازن بعدد من العناصر التى تضع حداً لزيادة التمويل الخارجى من بينها :

(أ) مقارنة العائد بالفوائد :

حيث لا يجب الاعتماد على القروض إلا إذا كان العائد الذى تحققه الشركة باستخدام الأموال المقترضة يغطى على الأقل الفوائد المدفوعة على القروض أن لم يزيد عنها إلا فى الحالات الاستثنائية.

(ب) المقدرة على السداد :

حيث لا يجب زيادة الاعتماد على القروض إذا ظهر أن الشركة لن تكون قادرة على سداد هذه الديون، فمن الممكن أن تكون هناك مصادر تمويل متاحة فى السوق المالية وقد تكون هناك فرص كثيرة ومريحة جداً فى استخدام الأموال المقترضة إلا أنه قد لا تكون هناك سيولة كافية بالشركة لسداد الالتزامات التى تستحق عليها فى الأجل القصير ويعتبر العسر المالى فى هذه الحالة مؤشراً ينبذ الشركة بضرورة عدم زيادة الاقتراض.

٢- ضرورة التوازن بين الأنواع المختلفة من الأموال المملوكة (الأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة والاحتياطيات).

٣- ضرورة التوازن بين الأنواع المختلفة من الأموال المقترضة (قروض طويلة الأجل وقروض متوسطة الأجل وقروض قصيرة الأجل، قروض مضمونة وقروض غير مضمونة).

ويتحقق الهيكل المالي الأمثل إذا توفر ما يلي :

١- إذا كانت أرباح الشركة بالاقتراض أكثر من عدم الاقتراض وذلك بالنسبة للملاك أما إذا كان الاقتراض يقلل من ربح الملاك فإنه يكون فى غير مصلحتهم (أى أنه طالما أن تكلفة الفائدة بعد الضريبة تقل عن معدل العائد على الاستثمار يمكن زيادة معدل العائد على استثمار الملاك عن طريق زيادة نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة).

٢- إذا كان هناك توازن بين الأموال المملوكة والأموال المقترضة بحيث لا تزيد الديون التى على الشركة خاصة قصيرة الأجل عن أمالها المملوكة على أساس أنه لايجب أن يتحمل الدائنون فى الشركة مخاطر (كخطر العسر المالي الفنى والحقيقى) أكبر من تلك التى يتحملها أصحابها (باعتبار أن الأموال المملوكة تمثل الضمان بالنسبة للدائنين لاستيفاء ديونهم) ويجب أن تتساوى درجة المخاطر على الأقل بين الطرفين لذا يتوقع أن تكون النسبة بينهما ١ : ١ هذا وإن كان من المربح للشركة الاستمرار فى التمويل عن طريق القروض طالما تحقق الأصول إيراداً يزيد عن تكلفة القروض.

٣- إذا كانت الفوائد وطريقة سدادها ملائمة مع مقدرة الشركة على الفعل.

٤- إذا لم تضع له القروض أو الأسهم الممتازة قيوداً على حرية إدارة الشركة فى التصرف - كالاشرط على الإدارة بعدم دفع أرباح للأسهم العادية إذا كان مستوى الربح منخفضاً أو ضرورة موافقة أصحاب الأسهم الممتازة على بيع الأصول أو تأجيرها أو منع إصدار أسهم ممتازة أو سندات أخرى جديدة.

٥- إذا لم يكن من الممكن الحصول على قروض أخرى جديدة بتقديم ضمانات أقل.

٦- إذا كان عدد الأسهم العادية بالشركة يمثل الحجم الأمثل.

٧- إذا كان هناك توازن بين نوعية المصادر ونوعية الاستخدامات، ويجب دراسة الاعتبارات الآتية عند اتخاذ قرار التمويل بأى مصدر :

(١) تكاليف الأموال الجديدة.

(٢) قيمة التضحية بالرقابة الحالية على المشروع ودرجة تقييد حرية الإدارة فى التصرف.

(٣) طول فترة الاحتياج للأموال.

(٤) مدى الضمان المطلوب مقابل الأموال.

(٥) مدى الإلتزام بدفع نقود دورية مقابل استخدام الأموال.

٨- إذا تناسب آجال التمويل وآجال الاستثمار مع طبيعة ونوع نشاط المنشأة تجارياً كان أو صناعياً.

٩- إذا أدى هذا الهيكل إلى تعظيم قيمة أصول المنشأة الأم الذى ينعكس على زيادة قيمة أسهمها.

١٠- إذا أدى هذا الهيكل إلى تخفيض كل من تكاليف ومخاطر التمويل إلى أدنى حد ممكن.

مصادر (هيكل التمويل) :

هو عبارة عن مكونات الأموال التى تمول أصول المشروع والتي تظهر فى الجانب الأيسر من الميزانية العمومية للمنشأة وهى تشمل :

أولاً : مصادر تمويل مقترضة Borrowed Sources

١- خصوم قصيرة الأجل : (فترة الائتمان تمتد حتى سنة واحدة)

- أ- إئتمان تجاري (كمبيالات، سندات، إذنية/ أوراق دفع)
- ب- إئتمان مصرفي (قروض قصيرة الأجل، اعتمادات، خطابات ضمان)
- ج- مستحقات (إيرادات مقدمة، مصروفات مستحقة)
- ٢- خصوم طويلة الأجل : (فترة الائتمان تمتد أكثر من سنة)
- أ- قروض

ب- سندات

ج- مساهمات حكومية

ثانياً : مصادر تمويل مملوكة Owned (Equity) Soures

- ١- رأس المال المدفوع (أسهم عادية وأسهم ممتازة)
- ٢- احتياطيائ (فائض).
- ٣- أرباح محتجزة (غير موزعة)

ثالثاً : مصادر تمويل تأجيري Lease Sources

- ١- تأجير تشغيلي (قصير الأجل).
- ٢- تأجير تمويلي (طويل الأجل).

رابعاً : مصادر تمويل إسلامية Islamic Sources

- ١- استثمارات مباشرة (تأسيس وإنشاء مشروعات في مختلف الأنشطة)
- ٢- استثمارات غير مباشرة (مشاركات)
- ٣- مضاربات
- ٤- مرابحات

٥- قروض حسنة (قروض بدون فوائد) Interest-Free-Loans

مثال رقم (٢)

احسب متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال WACC من واقع البيانات الآتية :

السنوات	قيمة مصدر التمويل		معدل الفائدة (التكلفة)		معدل ضريبة الأرباح التجارية
	القروض	الأسهم	القروض	الأسهم	
٢٠١٠	٢٥	٧٥	%٨	%١٢	%٣٠
٢٠١١	١٢٠	٨٠	%١٠	%٢٠	%٤٠

مثال رقم (٣)

احسب متوسط التكلفة المرجحة لرأس مال احدى المنشآت الموضح بياناتها أدناه، فرق بين مصادر التمويل الأربعة مبيناً متى تصل المنشأة إلى هيكل التمويل الأمثل :

هيكل التمويل	قيمة مصدر التمويل		معدل الفائدة (التكلفة)	
	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠١١
قروض	٢٠٠	٤٠٠	١٠	١٢
سندات	١٥٠	٣٠٠	١٤	١٥
أسهم عادية	٣٠٠	٦٠٠	١٧	٢٠
أسهم ممتازة	٣٥٠	٧٠٠	١٦	١٨
معدل الضريبة	%٢٠	%٢٥		

تدريبات الوحدة السادسة

التدريب رقم (١)

أولاً : أذكر عما إذا كانت العبارات التالية "صواب" أم "خطأ" مع شرح الأسباب :

١- يعرف التوسع المالي بأنه الزيادة في قيمة أصول المنشأة من فترة زمنية لأخرى.

٢- تعبر زيادة إنتاج المنشأة أو زيادة مبيعاتها أو أرباحها أو عدد العاملين فيها عن التوسع المالي بتلك المنشأة.

٣- عند حساب التوسع المالي للمنشأة لا يجب استبعاد أى أصل من أصولها.

٤- يحدث التوسع المالي في جميع المنشآت لأسباب ودوافع غير اقتصادية.

٥- يكون التوسع المالي مجدياً للمنشأة إذا أدى إلى زيادة أرباحها.

٦- كما قد تكون المنافسة سبباً ودافعاً لتوسع المنشأة، فإن الإحتكار قد يكون دافعاً لذلك أيضاً.

٧- للتوسع المالي نوعين هما توسع دائرى للأهم وتوسع دائرى للخلف.

٨- يعتبر الاقتراض أفضل مصدر يجب الاعتماد عليه لتمويل التوسع المالي.

٩- إذا بلغ إجمالى أصول المنشأة فى نهاية عام ٢٠٠٤ فقط ١١ مليون جنيه وصل

إلى ١٤ مليون فى نهاية عام ٢٠٠٥ وتضمنت تلك الأصول مليون جنيه شهرة

وحقوق اختراع فى العام الأموال، ١,٥ مليون جنيه فى العام الثانى فتكون قيمة

التوسع المالي بهذه المنشأة ٣ مليون جنيه ونسبته ٢٧,٣ %.

١٠- مالم يعترض المنشأة عقبات تمويلية أو عقبات تسويقية ينبغى عليها أن تتوسع

داخلياً نظراً لأن هذا التوسع يحقق لها مزايا متعددة لا يحققها التوسع

الخارجى.

١١- يحدث التوسع الخارجى للمنشأة نتيجة نمو وزيادة أعمال المنشأة داخلياً.

١٢- يعتبر كلاً من الإدماج والانضمام نوع من التجمع يؤدي إلى توسع المنشأة لذا لا يوجد أى اختلاف بينهما.

١٣- تقتضى السياسة التمويلية السليمة للتوسع المالي ضرورة الاحتفاظ بنوع من التوازن بين مصادر التمويل المملوكة والمقترضة، ويرتبط هذا التوازن بعدد من العناصر التي تضع حداً لزيادة التمويل الخارجى.

١٤- ويعنى التوسع الرأسى زيادة قيمة أصول المنشأة نتيجة لزيادة الطاقة الإنتاجية أو التسويقية فى إنتاج وتسويق نفس المنتجات أو الخدمات الحالية لها.

١٥- يتحقق الهيكل المالى الأمثل للتوسع المالى إذا توافر شرط واحد وهو أن تكون الفوائد وطريقة سدادها ملائمة مع مقدرة المنشأة على الدفع.

١٦- تمثل الرغبة فى الحصول على مزايا العمل على نطاق كبير أحد الدوافع الاقتصادية الرئيسية للتوسع المالى.

١٧- لا تختلف طريقة حساب معدل صافى العائد المتوقع على رأس المال المستثمر عامة عن طريقة حساب صافى العائد المتوقع على رأس المال المستثمر فى التوسع خاصة.

تدريب رقم (٢)

الآتى أدناه بعض البيانات المتعلقة بشركة النصر لصناعة السيارات خلال

العامين ٢٠١٠ / ٢٠١١

السنة	الإنتاج بالوحدة	عدد العاملين	المبيعات بالمليون جنيه	الأرباح بالمليون جنيه
٢٠١٠	٧٠٠	٣٥٠	٢٠٠	٢٥
٢٠١١	١٢٠٠	٤٥٠	٣٠٠	٣٠

المطلوب : حساب قيمة ونسبة التوسع المالي الذي حدث بالعناصر الأربعة المشار إليها.

الحل : من الواضح أن كافة الزيادات التي طرأت على الانتاج، العاملين، والمبيعات والأرباح لا تعبر عن قيمة توسع مالي بالشركة، حيث أن التوسع المالي هو الزيادة في قيمة الأصول الملموسة بالشركة من فترة زمنية لأخرى.

تدريب رقم (٣)

- ١- أحسب قيمة ونسبة التوسع المالي الذي حدث بالشركات الآتية :
 - أ - شركة الإلكترونيات العربية المذكورة بالتدريب رقم (١)
 - ب- شركة الأزياء الحديثة المذكورة بالتدريب رقم (٢)
 - ج- شركة الأمانة التجارية المذكورة بالتدريب رقم (٣) بالتدفقات النقدية
- ٢- أشرح دوافع وأنواع التوسع المالي بصفة عامة؟
- ٣- بين متى يكون التوسع المالي بالمشروع مجدياً (مربحاً)؟
- ٤- احسب الأنواع المختلفة لرأس مال الشركات الثلاثة المذكورة.

التكريب رقم (١)

أعد تصنيف وتوزيع بنود المركز المالي لشركة الإلكترونيات العربية وفقاً لأغراض التحليل المالي وأحسب الأنواع المختلفة لرأس المال المركز المالي لشركة الإلكترونيات العربية في ٣١ / ١٢

الأنصوف	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	للتصور ورأس المال	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢
المعززون	٥٢,٠٠٠	٧٨,٠٠٠	١٢٧,٧٠٠	١٨٩,٠٠٠	لأرض لتحويل معززون	-	-	-	-
ويضم معززون ملك	-٨,٠٠٠	-١,٠٠٠	-٣,٠٠٠	-٤,٠٠٠	أسهم عليبة	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠
أوت	٣٢,٩٠٠	٤٧,٥٠٠	٤٤,٠٠٠	٤٤,٠٠٠	لأرض برهن	٨,٠٠٠	٨,٠٠٠	٨,٠٠٠	٨,٠٠٠
لأرض حلقية	-	-	-	-	لأرباح محفورة	١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠	١٠٠,٠٠٠
بالقربة (يشتمل تقريبة	١٤,٢٠٠	١٨,٩٠٠	١٠,٤٠٠	١٠,٤٠٠	مشحولات	١٠,٤٠٠	١٠,٤٠٠	١٠,٤٠٠	١٠,٤٠٠
عديت مرصودة للتمويل)	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	أسهم معززة	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠
إهلاك مبقي	٥,٠٠٠	٩,٥٠٠	١٠,٩٠٠	١١,٩٠٠	ممتلكات	-٥,٠٠٠	-٥,٠٠٠	-٥,٠٠٠	-٥,٠٠٠
حقوق المزايا/ شهوره	٧,٠٠٠	٣,٠٠٠	٣,٠٠٠	٣,٠٠٠	حقوق ممتلكات	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠
مخصص استهلاك أوت	١٣,٥٠٠	١١,٠٠٠	١٤,٧٠٠	١٨,٩٠٠	مستفيدة	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠	٢٠,٠٠٠
مبقي وأرض	١٨,٢٠٠	١٩,٧٠٠	٤٢,٧٠٠	٤٢,٧٠٠	لأرضي بلع	٧٢,٧٠٠	٧٢,٧٠٠	٧٢,٧٠٠	٧٢,٧٠٠
لأرضي (مستوحدة)	-١,٠٠٠	٤,٥٠٠	-١,٠٠٠	-٣,٠٠٠	احتياطيات	٢٦,٥٠٠	٢٦,٥٠٠	٢٦,٥٠٠	٢٦,٥٠٠
لأرضي قبض مدينين	١٦,٠٠٠	١٢,٥٠٠	٧,٩٠٠	١٠,٥٠٠					
(تشتمل أرصدة مدينة	-١,٠٠٠	-١,٠٠٠	-١,٠٠٠	-١,٠٠٠					
على قدامين بالشركة)	-١,٠٠٠	-١,٠٠٠	-١,٠٠٠	-١,٠٠٠					

أولاً إعادة تدوير بنود المركز المالي وفقاً لأغراض التحليل المالي والتوسع المالي
المركز المالي لشركة الالكترونيات العربية في ٣١ / ١٢

٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٧	المصدر ورأس المال	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٧	الأصول
٧٤,٥٠٠	٣٧,٠٠٠	٢٢,١٠٠	٢٢,٢٠٠	لرأى طبع	٥,٤٠٠	٩,٤٠٠	١٧,٩٠٠	١٣,١٠٠	نقدية
١٥,٨٠٠	١٤,٢٠٠	١١,٥٠٠	١٠,٤٠٠	مستحقات	١٠٤,٥٠٠	٧٠,٢٠٠	٦١,١٠٠	١٥,٤٠٠	لرأى بنى
٦,٠٠٠	٣٥,٠٠٠	-	-	لرأى	١٨٨,٦٠٠	١٣٧,٤٠٠	٧٧,٤٠٠	٥١,٢٠٠	ملايين
١٨,٢٠٠	٢٢,٢٠٠	٣٥,٦٠٠	٣٢,٦٠٠	مصدر متداولة	٢٧٨,٨٠٠	٢٠٧,٠٠٠	١٥٦,٧٠٠	١٠٩,٨٠٠	الأصول المتداولة
٦,٥٠٠	٧,٥٠٠	٨,٥٠٠	١٢,٥٠٠	لرأى بنى	١٤,٠٠٠	٤٤,٩٠٠	٤٧,٥٠٠	٣٢,٩٠٠	الأت
١٥٦,٨٠٠	٨٢,٧٠٠	٤٤,١٠٠	٤٥,١٠٠	أصول للمستثمر	١٨,٩٠٠	١٤,٧٠٠	١١,٠٠٠	١٢,٥٠٠	(-) مخصص استهلاك
٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	سهم	٢٥,١٠٠	٢٩,٣٠٠	٣١,٥٠٠	١٩,١٠٠	مطلبي الآت
١٥٦,٦٠٠	١٤٩,٥٠٠	١٢٩,٠٠٠	٥٩,٨٠٠	لرأى مستحقة	٤٢,٧٠٠	٤٢,٣٠٠	١٨,٧٤٠	١٨,٧٠٠	لرأى ومطلبي
١٨٤,١٠٠	١٨٦,٥٠٠	١٧٦,٠٠٠	٩٩,٨٠٠	مطلبي قائمة	١٢,٦٠٠	١٠,٩٠٠	٩,٥٠٠	٥,٠٠٠	(-) مخصص استهلاك
					٢٠,١٠٠	٢١,٨٠٠	١٠,٢٠٠	١٢,٢٠٠	مطلبي الأراضى والمباني
					٥٥,٢٠٠	٦١,١٠٠	٤٦,٧٠٠	٣٢,٦٠٠	لرأى لبنية
٣٥٥,٩٠٠	٢٧٠,٢٠٠	٢١٤,٩٠٠		للمصدر ورأس المال	١,٩٠٠	٦,١٠٠	٩,٧٠٠	٢,٥٠٠	لرأى لرأى
٢٥,٠٠٠	٢٥,٠٠٠			مطلبي للمستثمر	٣٥٥,٩٠٠	٢٧٠,٢٠٠	٢١٤,٩٠٠	١٤٤,٩٠٠	للمطلبي الأصول المتداولة
٣٩٠,٩٠٠	٢٩٠,٢٠٠	٢١٤,٩٠٠		للمطلبي للمستثمر ورأس المال	٣٩٠,٩٠٠	٢٩٠,٢٠٠	٢١٤,٩٠٠		للمطلبي للأصول

ثانياً : الأرباح المختلفة لرأس مال شركة الإلكترونيات العربية

نوع رأس المال	استخراج قيمته (كيفية حسابه)	٢٠٠٧	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢
١- لافضل	الأصول المتداولة	١٠٩,٨٠٠	١٥٩,٧٠٠	٢٠٧,٠٠٠	٢٩٨,٨٠٠
٢- مقابل رأس المال لفضل	الأصول المتداولة (-) لخصوم المتداولة	٣٢,٩٠٠	٣٥,٦٠٠	٧٩,٢٠٠	٢٩٨,٨٠٠
٣- لافضل	الأصول ثابتة	٧٧,٢٠٠	١٢٦,٦٠٠	١٣٠,٨٠٠	١٤٨,٥٠٠
٤- لافضل	الأصول (عقارية + مستغلة)	٣٢,٦٠٠	٤٩,٧٠٠	٦١,٦٠٠	٥٥,٢٠٠
٥- لافضل	الأصول (+) الاحتياطيات (+) الأرباح للمختصة (غير لمرعة)	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠	٤٠,٠٠٠
٦- لافضل	١- حقوق الملكية	٥٩,٨٠٠	١٢٦,٠٠٠	١٤٦,٥٠٠	١٥٩,٦٠٠
	٢- حقوق الملكية	٩٩,٨٠٠	١٦٦,٠٠٠	١٨٦,٥٠٠	١٩٩,٦٠٠
	٣- حقوق الملكية (+) ب- لافضل	٩٩,٨٠٠	١٦٦,٠٠٠	١٨٦,٥٠٠	١٩٩,٦٠٠
	٤- حقوق الملكية	١٢,٥٠٠	٨,٥٠٠	٧,٥٠٠	٦,٥٠٠
	٥- حقوق الملكية	١١٢,٣٠٠	١٧٤,٥٠٠	١٩٤,٥٠٠	٢٠٥,٦٠٠
	٦- حقوق الملكية	١٤٤,٦٠٠	٢١٠,١٠٠	٢٧٠,٢٠٠	٢٥٥,٩٠٠
٧- لافضل	إجمالي الديون وإجمالي الخصوم	٥٥,٦٠٠	٤٤,٦٠٠	٨٢,٧٠٠	١٥٦,٨٠٠

三、

فيما يلي القوائم المالية الختامية لشركة الأزياء الحديثة عن الأعوام الثلاثة الأخيرة علماً بأن جميع القيم بالمليون جنيه.

والمطلوب تحليل وتقييم الحالة المالية للشركة من مختلف جوانبها وذلك باستخدام جميع أساليب وأدوات التحليل المالي :

الميزانيات العمومية لشركة الأزياء الحديثة في نهاية إيرفيه

٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	المستخدم ورأس المال	الأصول	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢
٩٨	٣٩	-	أوراق دفع	نقدية	٢٢	١٤	١٢
١٨٥	٩٠	٦٠	قروض قصيرة الأجل	أوراق قبض	٩٠	١٠٠	١٣٠
٣١,٦	٢٢,٣	١٨	مستحقات	مخزون	١٠٥	١٨٠	٣٠٠
٣١٤,٦	١٥١,٣	٧٨	مستخدم متداولة	أصول متداولة	٢١٧	٢٩٤	٤٤٢
١٥	١٦	١٧	قروض طويلة لأجل	أراض ومباني	٢٤	٤٠	٧٠
٧٥	٧٥	٧٥	سهم عليه	آلات ومعدات	٥٤	٥٩	٧٧
٦٠	٦٠	٦٠	كافض	أصول أخرى	١,٥	٠,٨	٠,١
١٢٤,٥	٩١,٥	٦٦,٥	أرباح متبقية				
٥٨٩,١	٣٩٣,٨	٢٩٦,٥	إجمالي المستخدم ورأس المال	إجمالي الأصول	٢٩٦,٥	٣٩٣,٨	٥٨٩,١

حسابات الأرباح والخسائر لشركة الأرياء الحديثة في نهاية يونيه

٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	
١٠٢٠	١٠١٣	٩٧٥	المبيعات
٨٢٤	٨١٥	٧٩٤	تكلفة المبيعات
١٩٧	١٩٨	١٨١	مجموع الربح
٨٣	٨٠	٧٥	مصروفات بيع ومصروفات عملة
١٣	٩	٨	استهلاك
٩	٨	٨	فوائد
٢٤	٢٠	١٥	مصروفات أخرى
٦٧	٨١	٧٥	الأرباح قبل الضرائب
٣٤	٤١	٣٨	للضرائب (٥٠ %)
٢٣	٤٠	٣٧	صافي الربح

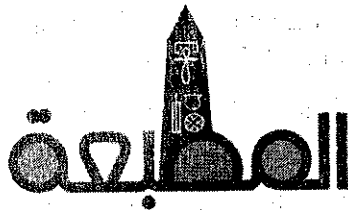
علما بأن متوسطات نسب (أنماط) الصناعة (الشركات المماثلة) كالاتي :

١,٨	نسبة التداول
١,٥	نسبة السيولة
٢,٦ مرة	معدل دوران الأصول
١٣,٨ مرة	معدل دوران الأصول الثابتة
٩ مرة	معدل دوران المخزون
٢٩ يوما	متوسط فترة التحصيل
١٢٠ %	نسبة الديون إلى الملكية
٦٠ %	نسبة الديون إلى الأصول
٣,٢ %	ربحية أو عقد المبيعات
٨,٢ %	ربحية أو عقد الاستثمار
٢٠ %	ربحية أو عقد الأموال المملوكة

(أهم المراجع)

مراجع أجنبية :

- 1- Freear John, The Management of Business Finance, The Pitman Press, Bath, Great Britain, 1980.
- 2- Gitman I., Joehnk M. and Pinches G. Managerial Finance, Harper and Row Publishers, New York, 1985.
- 3- Jerome B. Cohen and Sidney M. Robbins, Financial Manager, Basic Aspects of Financial Administration, Harper and Row, New York, 1986.
- 4- Parker R. H., Understanding Company Financial Statements, Richard clay (The Chaucer Press) Ltd., Great Britain, 1980.
- 5- Sinkey, Jr. Joseph F., Commercial Bank Financial Management, Macmillan Publishing Co., Inc., New York, 1983.
- 6- Weston J. F. and Brigham E.F., Essentials of Managerial Finance, Dryden Press, London, 1987.
- 7- Weston J.F. and Brigham E.F., Managerial Finance, Dryden Press, London, 1974.
- 8- Brigham E.F. and Houston J.F., Fundamentals of Financial Management, Dryden Press, London, 1998.
- 9- Kolb R.W. and Rodriguez P.J., Financial Management, Blackwell Publishers, U.K., 1996.



مطبعة جامعة عين شمس

Ain Shams University Press

Tel.: 24850162