

تقديم

يسعى هذا الكتاب إلى اكساب القارئ العزيز مزيج من المفاهيم والنظريات والمهارات في مجال الإدارة المالية وفي سبيل ذلك تعرض الفصل الأول من هذا الكتاب للعديد من المفاهيم كمفهوم الإدارة المالية والنظام المالي، كما ناقش مكونات النظام المالي ووظائف الإدارة المالية من المنظور الإداري والمنظور التنفيذي، وتعرضنا كذلك للأهداف البديلة للإدارة المالية ولاتجاهات المدير المالي نحو المخاطرة وكيفية تأثيرها على قرارات التمويل والاستثمار وتوزيع العائدات، وأنواع المنظمات الاقتصادية وملامح المنشآت الفردية والشركات وذلك بهدف تحديد مجال تطبيق الإدارة المالية. وتعرض الفصل كذلك لنظرية الوكالة ودورها في ظهور حوكمة الشركات وأنماط هياكل ملكية الشركات المساهمة ومعرفة مستويات الحماية القانونية التي يتمتع بها المستثمرون وأشهر نماذج حوكمة الشركات وأختتم الفصل بالتعرف على أهم آليات حوكمة الشركات.

كما عرض المؤلف في الفصل الثاني للقوائم المالية، فتم وصف قائمة الدخل وتأثير تصنيف تكاليف الشركة على شكل القائمة، وكذلك عرض المفاهيم المختلفة للربح والتمييز بينها، كما تم عرض قائمة المركز المالي والمفاهيم المختلفة الواردة بها من أصول متداولة وأصول طويلة الأجل والتزامات متداولة والتزامات طويلة الأجل وحقوق ملكية، وذلك بغرض تهيئة القارئ لمهارات التحليل المعروضة في الفصول اللاحقة وإدراك علاقة النظام المالي بالنظام المحاسبي وكذلك إدراك مدى أهمية تلك القوائم بالنسبة للمدير أو المحلل المالي.

وفي الفصل الثالث تعرض الكاتب للمؤشرات المالية من حيث مفهومها وآلية تصميمها ومنهجية تقييم أداء الشركات باستخدام تلك المؤشرات، ومهارة حساب المؤشرات المالية بغرض تقييم أبعاد أداء الشركة والمتمثلة في نشاط وربحية وسيولة ومديونية الشركة وكذلك تحليل أداء سهم الشركة في السوق المالية، وتعرض هذا الفصل أيضًا لمهارة تفسير المؤشرات المالية وتقديم توصيات لإدارة الشركة بغرض تحسين مؤشراتها المالية في المستقبل.

وخصص الكاتب الفصل الرابع لموضوع التنبؤ المالي. وفي هذا الصدد تم عرض الفلسفة التي تقوم عليها آليات التنبؤ المالي، وتلى ذلك شرح منهجيتين من أشهر المناهج في ذلك المجال وهما التنبؤ باستخدام أسلوب النسبة المئوية من المبيعات والتنبؤ باستخدام أسلوب النسبة الثابتة،

حيث تم استخدام الأسلوبين في التنبؤ بقائمة الدخل وقائمة المركز المالي وكذلك التنبؤ بالاحتياجات المالية وتحليلها إلى داخلية وخارجية.

وتناول الفصل الخامس إدارة مخاطر الشركة بأسلوب الروافع، وفي سبيل ذلك تم التعرض لمفاهيم المخاطرة التشغيلية ومصادرها والمخاطرة المالية ومصادرها المختلفة، وبغرض تنمية مهارات التحليل المالي للقارئ العزيز تم استخدام قائمة الدخل وكذلك أسلوب المعادلات في قياس وتقدير مخاطر الشركات بشقيها التشغيلي والمالي واستيعاب المعنى الذي تشير إليه درجة الرفع وانتهى الفصل بتقديم توصيات لإدارة الشركة يُمكن استخدامها في تخفيض درجة مخاطرة الشركة وكذلك تقديم توصيات للمستثمرين بغرض دعم قراراتهم الاستثمارية.

ودرسنا في الفصل السادس إدارة رأس المال العامل من حيث مفهوم رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل، والتعرف على العوامل المؤثرة على فعالية مؤشر صافي رأس المال العامل، وسرد أسباب الاهتمام بإدارة رأس المال العامل، وشرح السياسات البديلة للاستثمار في رأس المال العامل ونتائج كل سياسة منها والتعرف على العوامل المؤثرة على حجم الاستثمار في رأس المال العامل، كذلك تم شرح أنماط تمويل رأس المال العامل وتقييم فعالية إدارة رأس المال العامل بأسلوب دورة التشغيل.

وكان موضوع إدارة النقدية محور اهتمام الفصل السابع، والذي تعرضنا فيه لدوافع احتفاظ الشركات بالنقدية ومفهوم الاستثمارات المؤقتة وأهم أشكالها، وكذلك تعرضنا لفلسفة نموذج Baumol في إدارة النقدية، ومهارة احتساب الحجم الأمثل من النقدية باستخدام ذلك النموذج، ومعرفة فلسفة نموذج Miller & Orr في إدارة النقدية، ومهارة إدارة النقدية باستخدام ذلك النموذج، ومهارة تقدير الحد الأدنى من النقدية، وفلسفة ومهارة إعداد الموازنة النقدية.

وفي الفصل الثامن تعرضنا لإدارة حسابات القبض وذلك من خلال فلسفة ومهارة تحديد الحجم الأمثل من الاستثمار في حسابات القبض، ومعرفة العوامل المؤثرة في تحديد ذلك الحجم ومفهوم السياسة الائتمانية ومعرفة معايير منح الائتمان ومهارة تقييم العملاء من أجل منح الائتمان ومعرفة السياسات الائتمانية البديلة ونتائج كل منها وآليات المفاضلة فيما بينها. وكان محور اهتمام الفصل التاسع إدارة المخزون وعرض ذلك الفصل مفهوم المخزون ودوافع الاحتفاظ به وسرد الآثار الإيجابية والسلبية للاحتفاظ بالمخزون وتحليل المخزون باستخدام المؤشرات المالية وآلية تحديد

الحجم الأمثل من الاستثمار في المخزون واستخدام نموذج **Baumol** في تقدير الكمية الاقتصادية من المخزون وأثر خصم الكمية على تلك الكمية واختتم الفصل بتقدير الحد الأدنى من المخزون.

وفي الفصل العاشر تعرض المؤلف لهيكل التمويل من حيث المفهوم ومعايير تصنيف مصادر التمويل والتميز فيما بينها وإدراك خصائص كل منها فتم التعرض للتمويل الداخلي والخارجي والتمويل التفاوضي والتلقائي والتمويل الدائم والمؤقت والتمويل قصير وطويل الأجل والتمويل بالملكية والتمويل بالمدىونية. وجاء الفصل الحادي عشر مكملاً للفصل العاشر حيث تعرضنا فيه إلى تحليل ظاهرة الوفر الضريبي ومهارة احتساب تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي والائتمان التجاري وكذلك تكلفة التمويل بالسندات والتمويل بالأسهم الممتازة والأسهم العادية وأختتم الفصل بآلية احتساب المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل.

وغطى الفصل الثاني عشر قضية تقييم المقترحات الاستثمارية وفيه تعرضنا لمفاهيم أساليب تقييم المقترحات الاستثمارية وفلسفة ومهارة استخدام طريقة فترة الاسترداد وطريقة فترة الاسترداد المخصومة وطريقة صافي القيمة الحالية وطريقة معدل العائد الداخلي وطريقة مؤشر الربحية في تقييم المقترحات الاستثمارية، كما حاول المؤلف في ذلك الفصل أكساب القاري مهارة انتقاد أساليب تقييم المقترحات الاستثمارية.

وجاء الفصل الثالث عشر ليُفصل موضوع الاستثمار الرأسمالي وفيه تعرضنا لأهمية قرارات الاستثمار الرأسمالي وأغراض ذلك الاستثمار ومعرفة التدفقات النقدية وتأثير المصروفات غير النقدية على تلك التدفقات وشرحنا آلية قياس أثر المقترح الاستثماري على التدفقات النقدية وتأثير المخاطرة على قرار الاستثمار الرأسمالي وكيفية معالجتها. وكان موضوع الرابع عشر الاستئجار المالي وهو موضوع حاز على اهتمام الباحثين والممارسين وفيه عرفنا الاستئجار ورصدنا أنواع سواء الاستئجار التمويلي أو الاستئجار التشغيلي، وتعرضنا لآلية حساب قسط الاستئجار المالي وكذلك لعملية المفاضلة بين بدليي استئجار أو شراء الأصول وفي نهاية الفصل تعرضنا لأثر الخردة على عملية المفاضلة بين الاستئجار أو الشراء.

وكان موضوع الفصل الخامس عشر توزيع العائد وفي سبيل ذلك تم التعرض لمفهوم سياسة توزيع العائد وطبيعة العلاقة بين دورة حياة الشركة وتلك السياسة وتأثير قرارات مثل قرار توزيع أسهم مجانية وقرار تجزئة الأسهم وقرار إعادة شراء الأسهم على سياسة توزيع العائد، وكذلك تأثير سياسة

توزيع العائد على سعر السهم، كما تم عرض أشهر نظريات توزيع العائد والافتراضات التي تقوم عليها مثل نظرية **Walter** ونظرية **Gordon** ونظرية عصفور في اليد ونظرية **Modigliani & Miller** ونظرية التفضيل الضريبي ونظرية قوة حقوق المساهمين وتم اختتام الفصل بأشهر الممارسات في مجال توزيع العائد.

وكان محور اهتمام الفصل السادس عشر الفشل المالي وفي سبيل ذلك تم التعرض لمفهوم ودورة حياة فشل الشركات وملامح كل مرحلة من تلك المراحل، كما تعرضنا لاستراتيجيات وتقنيات علاج الفشل مثل تقنية التعويم وإعادة الجدولة وتسييل الأصول والاستئجار والاندماج. كما تم شرح نموذج **Altman** باعتباره نموذج من أشهر النماذج الكمية في مجال التنبؤ بموقف الشركات من الإفلاس.

وكان موضوع الفصل السابع عشر الاندماج والاستحواذ وفيه تعرضنا لمفهوم الاندماج وصيغته المختلفة، وكذلك طرحنا مفهوم الاستحواذ وأشكاله المختلفة. ثم عرضنا لنظريات تفسير ظاهرة الاندماج ومنها نظرية تعظيم القيمة ونظرية العولمة ونظرية الاستجابة للتحليل البيئي ونظرية الهروب من الإفلاس. وطرحنا بعد ذلك آلية تقييم صفقات الاندماج والاستحواذ، وأختتم الفصل بمحاولة لتفسير ظاهرة فشل العديد من عمليات الاندماج والاستحواذ.

ولقد راعى الكاتب توصيل المفاهيم والنظريات العلمية وكذلك المهارات للقارئ من خلال استخدام لغة تتسم بالبساطة والوضوح ومراعاة أن تضيف كل جملة أو مثال وحتى كل كلمة قيمة للقارئ العزيز وذلك للحد قدر الامكان من جفاف اللغة العلمية، كما تم مراعاة أن يشمل الكتاب مجموعة من الأسئلة الموضوعية والتطبيقات العملية على بيئة الأعمال السعودية والتي تهدف إلي تمكين القارئ من تقييم مكتساباته العلمية علي المستوي المفاهيمي العلمي والمهاري التطبيقي. ويتمني الكاتب أن يُحدث ذلك المؤلف الفائدة المرجوة منه من خلال استيعاب المفاهيم الأساسية والتطبيقات والتمارين العملية التي روعي فيها خدمة المهارات المراد اكسابها للقارئ الكريم.

المؤلف

د / أمير شوشة

2015

قائمة موضوعات الكتاب

الصفحة	الموضوع
1	تقديم
5	قائمة موضوعات الكتاب
11	الفصل الأول: مدخل للإدارة المالية
13	مفهوم الإدارة المالية
14	نظام الإدارة المالية
16	وظائف الإدارة المالية
18	هدف الإدارة المالية
21	اتجاهات المدير المالي نحو المخاطرة
23	أشكال المنظمات الاقتصادية
26	نظرية الوكالة
30	حوكمة الشركات
31	الحماية القانونية للمستثمرين
33	هياكل ملكية الشركات المساهمة
34	نماذج حوكمة الشركات
35	آليات حوكمة الشركات
39	تطبيقات
41	الفصل الثاني: القوائم المالية
43	قائمة الدخل
52	قائمة المركز المالي
57	تطبيقات
59	الفصل الثالث: المؤشرات المالية
61	المعايير المالية
63	منهجية تقويم الأداء

68	تقييم نشاط الشركة
73	تقييم ربحية الشركة
77	تقييم سيولة الشركة
79	تقييم مديونية الشركة
84	تقييم السوق للشركة
88	تطبيقات
93	الفصل الرابع: التنبؤ المالي
93	فلسفة التنبؤ المالي
95	أسلوب النسبة المتوية من المبيعات
102	أسلوب النسبة الثابتة
108	تطبيقات
115	الفصل الخامس: إدارة مخاطر الشركة
115	مفهوم المخاطرة التشغيلية ومصادرها وأسلوب قياسها
117	مفهوم المخاطرة المالية ومصادرها وأسلوب قياسها
121	مفهوم المخاطرة الكلية وأسلوب قياسها
134	تطبيقات
137	الفصل السادس: إدارة رأس المال العامل
139	مفهوم رأس المال العامل
140	فعالية مؤشر صافي رأس المال العامل
141	أهمية إدارة رأس المال العامل
142	سياسات الاستثمار في رأس المال العامل
144	محددات الاستثمار في رأس المال العامل
145	سياسات تمويل رأس المال العامل
151	دورة التشغيل
158	تطبيقات

161	الفصل السابع: إدارة النقدية
163	دوافع الاحتفاظ بالنقدية
165	الاستثمارات المؤقتة
168	نماذج إدارة النقدية
168	نموذج Baumol
173	نموذج Miller & Orr
176	تقدير الحد الأدنى من النقدية
181	الموازنة النقدية
186	تطبيقات
189	الفصل الثامن: إدارة حسابات القبض
191	البيع النقدي والبيع الآجل
193	محددات الاستثمار في حسابات القبض
194	معايير منح الائتمان
200	سياسات منح الائتمان
201	تقييم السياسات الائتمانية
208	كفاءة السياسة الائتمانية
211	تطبيقات
213	الفصل التاسع: إدارة المخزون
215	دوافع الاحتفاظ بالمخزون
217	الآثار السلبية لزيادة أو نقص مخزون
219	نماذج إدارة المخزون
220	نموذج Baumol
225	أثر خصم الكمية على الكمية الاقتصادية
226	تقدير الحد الأدنى من المخزون
231	تقييم فعالية إدارة المخزون
235	تطبيقات

237	الفصل العاشر: هيكل التمويل
239	معايير تصنيف مصادر التمويل
240	التمويل داخلي وخارجي
243	التمويل تفاوضي وتلقائي
246	التمويل مؤقت ودائم
248	التمويل قصير الأجل وطويل الأجل
249	التمويل بالملكية وبالمديونية
261	تطبيقات
265	الفصل الحادي عشر: تكلفة هيكل التمويل
267	مفهوم هيكل التمويل
286	ظاهرة الوفر الضريبي
269	تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي
276	تكلفة التمويل بالائتمان التجاري
280	تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل
283	تكلفة التمويل بالسندات
285	تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة
287	تكلفة التمويل بالأسهم العادية
289	المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل
295	تطبيقات
299	الفصل الثاني عشر: تقييم المقترحات الاستثمارية
302	فترة الاسترداد
305	فترة الاسترداد المخصومة
309	صافي القيمة الحالية
313	معدل العائد الداخلي
317	مؤشر الربحية
320	تطبيقات

323	الفصل الثالث عشر: الاستثمار الرأسمالي
325	أهمية قرارات الاستثمار الرأسمالي
326	أغراض الاستثمار الرأسمالي
328	أنواع التدفقات النقدية
330	المصروفات غير النقدية
333	قياس أثر المقترح الاستثماري على التدفقات النقدية
340	تأثير المخاطرة على قرار الاستثمار الرأسمالي
343	تطبيقات
347	الفصل الرابع عشر: الاستئجار المالي
349	فلسفة الاستئجار
350	مفهوم الاستئجار
351	أنواع الاستئجار
353	مزايا الاستئجار
354	حساب قسط الاستئجار
357	المفاضلة بين استئجار وشراء الأصول
359	أثر الخردة على قرار المفاضلة بين استئجار وشراء الأصول
362	تطبيقات
365	الفصل الخامس عشر: نظريات توزيع العائد
367	أهمية سياسة توزيع العائد
369	دورة حياة الشركة
371	قرارات تؤثر على سياسة توزيع العائد
373	نماذج توزيع العائد
373	نموذج Walter
378	نموذج Gordon
383	نموذج عصفور في اليد
384	نموذج Modigliani & Miller

386	نظرية التفضيل الضريبي
387	نظرية قوة حقوق المساهمين
388	سياسات توزيع العائد في الواقع العملي
392	تطبيقات
395	الفصل السادس عشر: الفشل المالي
397	دورة فشل المالي
400	قيمة التصفية
402	وسائل معالجة الفشل المالي
405	التنبؤ بالفشل
415	تطبيقات
419	الفصل السابع عشر: الاندماج والاستحواذ
421	غايات الشركات
422	مفهوم الاندماج وأشكاله
432	مفهوم الاستحواذ وأشكاله
424	نظريات تفسير ظاهرة الاندماج
425	نظرية تعظيم القيمة
426	نظرية العولمة
426	نظرية الاستجابة للتحليل البيئي
429	نظرية الهروب من الإفلاس
430	تقييم الشركات لأغراض الاندماج
431	فشل عمليات الاندماج
434	تطبيقات
436	المراجع

الفصل الأول

مدخل للإدارة المالية

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- معرفة مفهوم الإدارة المالية.
- معرفة خصائص النظام المالي ومكوناته.
- مهارة التمييز بين النظام المالي والنظام المحاسبي.
- مهارة التمييز بين المنظور الإداري والتنفيذي لوظائف الإدارة المالية.
- معرفة الأطروحات البديلة لهدف الإدارة المالية ومهارة تقييم كل منها.
- معرفة تأثير اتجاهات المدير المالي نحو المخاطرة على قراراته.
- التمييز بين المنشأة الفردية وشركة الأشخاص والشركة المساهمة.
- معرفة نظرية الوكالة ومشكلاتها وآليات التعامل مع تلك المشكلات.
- معرفة مفهوم ونشأة حوكمة الشركات ومستويات الحماية القانونية التي يتمتع بها المستثمرون وأنماط هياكل ملكية الشركات المساهمة، ونماذج حوكمة الشركات وآلياتها.

الفصل الأول

مدخل للإدارة المالية

تُوصَف المنظمة في الكثير من الكتابات الإدارية بأنها نظام، ومن المعروف أن أي نظام له مكوناته الأساسية وهي مدخلات وعمليات ومخرجات. والمعروف أن كل نظام هو جزء من نظام أعم وأشمل كما أنه يتكون من عدة أنظمة فرعية مترابطة ومتكاملة. والملاحظ للعلوم الإدارية برمتها يجد أنها تتعلق بأحد مكونات ذلك النظام فربما تنصب الإدارة على المورد البشري أو على عمليات الإنتاج أو على تسويق المنتجات، وتعرض الإدارة المالية لأحد أهم موارد المنظمة وهي الموارد المالية.

من ناحية أخرى نجد أن العملية الإدارية في حد ذاتها هي نظام، وبالتالي فإن الإدارة المالية هي أحد أنظمة المنظمة التي تتكامل وتترابط مع باقي أنظمة المنظمة من جانب ومع نظامها الإداري من جانب آخر فنظام الإدارة المالية يعتمد على مخرجات النظام المحاسبي ويوجه مخرجاته بشكل أساسي إلى النظام الإداري وغيره من أنظمة المنظمة، كما أن نظام الإدارة المالية له العديد من العلاقات مع نظم الشراء والتخزين والإنتاج والتسويق إلى غير ذلك من أنظمة المنظمة.

مفهوم الإدارة المالية

تهتم الإدارة المالية بإدارة أحد أهم موارد المنظمة وهي الموارد المالية. والإدارة المالية هي نظام يعتمد على بيانات يستمدّها من الأنظمة الإدارية الأخرى كما يوفر لتلك الأنظمة معلومات تساعدّها في التخطيط والرقابة وصنع القرارات. وتعتمد الإدارة المالية بشكل أساسي على مخرجات النظام المحاسبي بالإضافة إلى باقي الأنظمة مثل النظام الإنتاجي والنظام التسويقي والنظام الإمدادي إلى غير ذلك من الأنظمة التي تمثل أنشطة المنظمة، كما أنها تعد أداة لدعم الكثير من قرارات الإدارة العليا.

وفي ضوء ذلك يمكن تعريف الإدارة المالية بأنها ذلك النظام الذي يستخدم بيانات يستمدّها من مخرجات النظام المحاسبي وغيره من أنظمة المنظمة بالإضافة إلى بعض البيانات والمعلومات المستمدة من بيئة المنظمة الخارجية في إنتاج معلومات تساعد إدارة المنظمة في عمليات التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات.

نظام الإدارة المالية

ونحن بصدد تعريف الإدارة المالية ذكرنا أنها نظام يستخدم بيانات ومعلومات يستمدّها من مخرجات النظام المحاسبي وغيره من أنظمة المنظمة كما يستمد بعض البيانات والمعلومات من بيئة المنظمة الخارجية في إنتاج معلومات تساعد إدارة المنظمة في عمليات التخطيط والرقابة واتخاذ القرارات. في هذا الإطار ينبغي علينا إلقاء المزيد من الضوء على ذلك النظام والنظام بشكل عام هو مجموعة من المكونات المترابطة والمتكاملة. ومن خلال مدخل النظم ينظر للإدارة المالية على أنها نظام فرعي من نظام أكبر وأعم وأشمل وهو المنظمة. ويتكون نظام الإدارة المالية من المكونات التالية:

1. مدخلات نظام الإدارة المالية

مدخلات نظام الإدارة المالية هي مخرجات النظام المحاسبي وتشمل قائمة الدخل والتي تعبر عن نتائج نشاط الشركة وقائمة المركز المالي والتي تعبر عن متانة الموقف المالي للشركة، كما تشمل تلك المدخلات ترجمة احتياجات إدارات المنظمة إلى احتياجات مالية، وكذلك تُعد بعض المتغيرات الخارجية مدخلات لنظام الإدارة المالية كأسعار الفائدة السائدة في السوق والتغيرات التي تطرأ على الأسعار.

2. عمليات نظام الإدارة المالية

عمليات نظام الإدارة المالية هي مجموعة من الأساليب الكمية التي تستند إلى فلسفات الإدارة المالية وعلى عدد من العلوم ذات الصلة مثل: الإحصاء ورياضيات الاستثمار والاقتصاد الجزئي والمحاسبة بمجالاتها المتعددة. ويغلب على تلك الأساليب الطابع التحليلي ومن تلك الأساليب التحليل المالي، تحليل التعادل، الموازنة النقدية، أساليب تقييم المقترحات الاستثمارية مثل صافي القيمة الحالية، مؤشر الربحية إلى غير ذلك من الأساليب.

3. مخرجات نظام الإدارة المالية

مخرجات نظام الإدارة المالية هي معلومات تساعد الإدارة في التخطيط والرقابة ودعم القرارات. وفي هذا الصدد نجد أن أسلوب تحليل التعادل يساعد الإدارة في تخطيط الربح، والتحليل المالي يساعد الإدارة في رقابة أبعاد الأداء المختلفة للشركة من نشاط وربحية وسيولة ومديونية وقيمة سوقية. كما أن أساليب تقييم المقترحات الاستثمارية تساعد الإدارة في اختيار المقترحات الاستثمارية التي تعظم قيمة الشركة، إلى غير ذلك من مخرجات نظام الإدارة المالية.

4. المعلومات المرتدة

المعلومات المرتدة هي عملية تُعيد التعامل مع ناتج أو مُخرج النظام أو التصرف أو الإجراء باعتباره أداة لتعديل النظام والارتقاء بجودته وتطوير عملياته وذلك بغرض تحسين نواتجه أو مُخرجاته الحالية والمستقبلية. ولذا يجب النظر لجانب من مخرجات النظام المالي على أنها معلومات مرتدة يُمكن استخدامها في تقييم النظام المالي وتحسين عملياته والارتقاء بجودته ومخرجاته والتعامل معها باعتبارها دروس مستفادة، وذلك بالطبع بغرض زيادة قدرة النظام على تحقيق الأهداف المرجوة.

وظائف الإدارة المالية

تعددت وجهات النظر لوظائف الإدارة المالية إلا أنه توجد وجهتي نظر شائعتين وجهة النظر الإدارية وتقسم وظائف الإدارة المالية إلى وظيفة التخطيط ووظيفة الرقابة ووظيفة دعم القرار، ووجهة النظر التنفيذية وتُقسَم وظائف الإدارة المالية إلى وظيفة الاستثمار ووظيفة التمويل ووظيفة توزيع العائدات، وسوف نتعرض في الفقرات التالية لوظائف الإدارة المالية بشيء من التفصيل:

1. وجهة النظر الإدارية

وظائف الإدارة الرئيسية هي: التخطيط والتنظيم والتوجيه والتنسيق والرقابة، ولعل ذلك يفسر تبنى العديد من الكتابات المالية وجهة النظر الإدارية في تعديد وظائف الإدارة المالية والتي قسمت وظائف الإدارة المالية إلى: وظيفة التخطيط المالي ووظيفة الرقابة المالية ووظيفة دعم القرار، وهو ما سوف نتعرض في الفقرات التالية بشيء من التفصيل:

أ. وظيفة التخطيط المالي

يُعرف التخطيط هو التنبؤ بالمستقبل والاستعداد له، وينطبق ذلك المفهوم على كافة العلوم الإدارية، ولذا فإن التخطيط كوظيفة مالية يهتم بالعديد من المجالات مثل: التنبؤ بالاحتياجات المالية، تخطيط الربح، تحديد الفائض أو العجز خلال شهور الموازنة النقدية، تحديد بدائل التمويل المتاحة.

ب. وظيفة الرقابة المالية

تمر أي عملية رقابة بثلاثة مراحل هي تحديد المعايير وتستند تلك الخطوة لعملية التخطيط، وقياس الأداء الفعلي ثم مقارنة الأداء الفعلي بالمعايير وقوفاً على الانحرافات وتحديد أساليب التغلب عليها وفي هذا الصدد تهتم الإدارة المالية بمجالات التحليل المالي للوقوف على الأداء المالي الحالي للشركة ومقارنته بمعايير تتمثل في أداء الشركة في الماضي أو متوسط الصناعة

أو بمعايير مستهدفة. ويشمل ذلك التحليل عدة أبعاد تشمل النشاط والربحية والسيولة والمديونية والقيمة السوقية.

ج. وظيفة دعم القرارات

تمر عملية صنع القرار بعدة مراحل هي تشخيص المشكلة، تنمية البدائل، تقييم البدائل، اتخاذ القرار. وفي هذا الصدد تقوم الإدارة المالية بدعم العديد من القرارات مثل قرارات الاستثمار في الأصول المختلفة وقرارات التمويل من البدائل التمويلية المختلفة وقرارات توزيع الأرباح أو احتجازها بغرض إعادة الاستثمار. ومن أدوات دعم القرارات أساليب تقييم المقترحات الاستثمارية مثل طريقة فترة الاسترداد وصافي القيمة الحالية ومعدل العائد الداخلي ومؤشر الربحية.

2. وجهة النظر التنفيذية

لعلم الإدارة المالية وظائف تنفيذية يقوم بها على أرض الواقع وهي التمويل من المصادر المختلفة، والاستثمار في الأصول المختلفة وتوزيع العائد على المستثمرين، ولعل ذلك ما يفسر تبنى جانب من كتابات الإدارة المالية لوجهة النظر تلك، وهو ما سوف نتعرض في الفقرات التالية بشيء من التفصيل:

أ. وظيفة التمويل

تهتم وظيفة التمويل بتحديد مصادر حصول الشركة على الأموال وكذلك تكلفة كل مصدر من تلك المصادر وأثر ذلك على تكلفة هيكل التمويل. حيث تسعى الإدارة المالية إلى تحديد هيكل التمويل الملائم الذي يتناسب مع هيكل الأصول من جانب ويدنى تكلفة التمويل لأدنى مستوياتها من جانب آخر. كما تحدد وظيفة التمويل مصادر التمويل طويلة الأجل سواء كانت داخلية أم خارجية، ومصادر التمويل قصير الأجل سواء كان ذلك من خلال الائتمان التجاري أو المصرفي.

ب. وظيفة الاستثمار

تهتم وظيفة الاستثمار باستخدام الأموال التي تحصل عليها الشركة من المصادر المختلفة الاستخدام الأمثل. وذلك بتكوين هيكل الاستثمارات المناسب من خلال قرارات الاستثمار طويلة الأجل في المباني والآلات والمعدات وقرارات الاستثمار قصيرة الأجل في النقدية والمخزون وحسابات العملاء وأوراق القبض. وتسعى الإدارة المالية هنا لتحديد هيكل الاستثمارات الذي يعظم العائد على استثمار الشركة من جانب ويحتفظ بمخاطرة الشركة عند المستويات المناسبة من جانب آخر.

ج. وظيفة توزيع العائدات

تهتم وظيفة توزيع العائدات بمقدار الأرباح التي يتم توزيعها في صورة عائد على المساهمين، وكذلك مقدار الأرباح التي تحتجزها إدارة الشركة بعد موافقة الجمعية العمومية للمساهمين والجزء المحتجز في تلك الحالة يظهر في قائمة المركز المالي تحت مسمى الأرباح المحتجزة، وتحتجزه إدارة الشركة بغرض إعادة الاستثمار وتحقيق مستويات نمو للشركة.

هدف الإدارة المالية

تعددت وجهات نظر كتاب الإدارة المالية فيما يتعلق بهدف الإدارة المالية، فمنهم من يرى أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم الربح ومنهم من يرى أن هدف الإدارة المالية تعظيم حجم الشركة ومنهم من يرى أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم قيمة الشركة، ويرصد آخرون تعظيم العائد المجتمعي كهدف للإدارة المالية. وسوف نتعرض لتلك الأهداف في الفقرات التالية بشيء من التفصيل.

1. تعظيم الربح

يرى البعض أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم أرباح الشركة. وفي هذا الصدد نثير التساؤل التالي ما هو المقصود بمفهوم الربح، هل هو الربح بالمفهوم المحاسبي أم الربح الاقتصادي، فالربح المحاسبي يقصد به صافي الربح والذي يتم الحصول عليه بعد خصم إجمالي التكاليف من الإيرادات، أما الربح الاقتصادي فينظر إليه على أنه تعويض لأصحاب الشركة مقابل تحمل المخاطرة وفي هذا الصدد يثور تساؤل بشأن ما إذا كانت توزيعات العائد التي يحصل عليها المساهمون ربح أم تكلفة واجبة الخصم، حيث ينظر لتوزيعات العائد من وجهة النظر المحاسبية على أنها توزيع للربح أما وجهة النظر الاقتصادية فتري أنها تكلفة الحصول على الأموال ويجب خصمها قبل حساب صافي الربح.

كما يُطرح تساؤل آخر هل المقصود بالربح الربح في الأجل القصير أم الربح في الأجل الطويل، فتعظيم الأرباح في الأجل القصير ربما يكون على حساب الأرباح في الأجل الطويل فربح الوحدة من المعروف أنه الفرق بين سعر بيع الوحدة وتكلفة الوحدة، وفي حالة الرغبة في زيادة ربح الوحدة ربما يكون ذلك عن طريق زيادة سعر البيع ولو كان بشكل غير مدروس ويتحرك موازي لتغيرات الأسعار لدى المنافسين، في ذات الوقت لو حاولت الشركة زيادة الربح عن طريق خفض التكلفة ربما يكون ذلك على حساب الجودة، وفي كلا الحالتين سوف تفقد الشركة شريحة من عملائها لصالح الشركات المنافسة.

ويتعرض هدف تعظيم الربح لانتقاد آخر ألا وهو توقيت الحصول على الربح فلو توفر أمام مديري الشركة بدليلين استثماريين يحقق كل منهما ربح 100,000 ريال على مدار سنتين فأى من هما تفضل هنا يقف هدف تعظيم الربح عاجزاً، أما لو توافرت لدينا معلومة إضافية بأن المقترح الأول يحقق في السنة الأولى 50,000 ريال في حين يحقق المقترح الثاني في نفس السنة 30,000، ففي تلك الحالة يفضل المقترح الأول الذي يحقق أعلى ربح في السنة الأولى لإمكانية إعادة استثماره في السنة الثانية.

2. تعظيم حجم الشركة

يرى البعض أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم حجم الشركة. وفي هذا الصدد نرى أن من تبناوا هذا الرأي تبناوا ممارسات بعض إدارات الشركات التي تقوم بتعظيم حجم الشركة في اتجاه ما يسمى ببناء الإمبراطورية، ففي حالة تغليب الإدارة لمصالحها الشخصية تسعى لتعظيم حجم الشركة؛ حيث ترتبط المزايا التي يحصلون عليها بحجم الشركة فتزداد بزيادته، وتتمثل تلك المزايا في تضخيم المرتبات والمكافآت، والمزايا العينية، وكذلك تضخيم الجهاز الإداري ما يخلق العديد من الفرص للترقي، كما تزداد درجة الأمان الوظيفي التي يتمتعون بها نظرًا لانخفاض احتمال قيام شركة أخرى بالاستحواذ علي الشركة.

3. تعظيم قيمة الشركة

يرى معظم كتاب الإدارة المالية أن هدفها هو تعظيم قيمة الشركة. وقيمة الشركة تمثل حاصل ضرب القيمة السوقية للسهم في عدد الأسهم المصدرة، وبالتالي تُعد القيمة السوقية لسهم الشركة مقياس لقيمة الشركة، ويتطلب قيام إدارة الشركة بتعظيم قيمة الشركة أن تتخذ قرارات تُعظم تلك القيمة بحيث تؤدي تلك القرارات إلى خلق ما يسمى بالقيمة المضافة التي تزيد من قيمة الشركة.

ومن مزايا وجهة النظر تلك أنها تتبنى وجهة نظر المساهمين وهم ملاك الشركة الذين فوضوا حق إدارتها لمجلس الإدارة عن طريق الانتخاب والذي يقوم بدوره في رسم استراتيجية الشركة وسياساتها، وحق التفويض ذلك يعني أن يتصرف المُفوض بما يحقق مصلحة المُفوض، كما أن هذا الهدف يضمن أن تصنع إدارة الشركة قراراتها بالنظر إلى الأجل الطويل بالإضافة للأجل القصير. ولذا يُعد هدف تعظيم قيمة الشركة هو الهدف الأصح للإدارة المالية.

4. تعظيم العائد المجتمعي

يرى بعض كتاب الإدارة المالية أن هدفها هو تعظيم العائد المجتمعي أو ما يطلق عليه البعض المسؤولية الاجتماعية. ونرى أن الشركة يمكنها القيام بتلك المسؤولية بشكل مباشر أو غير مباشر. فربما يكون قيام الشركة بمسئولياتها الاجتماعية عن قصد وذلك من خلال المشاركة في دور الرعاية الاجتماعية أو الصحية أو بناء المدارس أو الإسهام في حملات توعية الشباب ضد مخاطر التدخين أو المخدرات أو توعية الشباب بشأن كيفية التعامل مع الممتلكات العامة.

على الجانب الآخر قد يُنظر لتوفير المنظمة لخدمات ومنتجات ذات جودة مرتفعة بأسعار مناسبة أو توفيرها لفرص عمل مناسبة للشباب، وإسهامها في تطوير الطريق أمامها أو تركيب فلاتر للحد من التلوث على أنه قيام الشركة بمسئولياتها الاجتماعية، وبالطبع يحدث ذلك دون قصد من الشركة، وفي كلا الحالتين تسهم الشركة بدور اجتماعي لكنه ليس الهدف الأساسي للإدارة المالية.

اتجاهات المدير المالي نحو المخاطرة

مدير الإدارة المالية هو الشخص الذي يضطلع بمهام الإدارة المالية فهو من يقوم بوظائف التخطيط والرقابة وصنع القرارات المتعلقة بالموارد المالية، وبمعنى آخر يصنع قرارات التمويل والاستثمار وتوزيع العائدات إلا أن الوظائف التي يقوم بها المدير المالي تتأثر ويقوة باتجاهاته نحو المخاطرة. ويمكن التمييز بين ثلاثة أنماط للمديرين الماليين من حيث اتجاهاتهم نحو المخاطرة وهي:

1. المدير المالي المخاطر

المدير المالي المخاطر هو مدير مالي على استعداد لتحمل مستويات مرتفعة من المخاطرة Risk Tolerance وتؤثر اتجاهاته نحو المخاطرة على قراراته المالية؛ فعلى سبيل

المثال؛ يسعى المدير المالي المخاطر إلى الحصول على المزيد من مصادر التمويل قصيرة الأجل منخفضة التكلفة ويستثمرها في استثمارات طويلة الأجل مرتفعة العائد. وبذلك يتبع المدير المالي المخاطر السياسة الهجومية عند تمويل الأصول، كما يميل ذلك النمط من المديرين إلى تخفيض توزيعات العائد مقابل زيادة نسبة الأرباح المحتجزة بغرض إعادة استثمارها في توسعات مستقبلية.

2. المدير المالي المتخوف

المدير المالي المتخوف هو مدير مالي يسعى إلى تجنب المخاطرة **Risk Aversion** وتؤثر اتجاهاته نحو المخاطرة على قراراته المالية؛ فعلى سبيل المثال؛ يسعى المدير المالي المتخوف إلى الحصول على المزيد من مصادر التمويل طويلة الأجل مرتفعة التكلفة ويستثمرها في استثمارات قصيرة الأجل منخفضة العائد. وبذلك يتبع المدير المالي المتخوف السياسة المحافظة عند تمويل الأصول، كما يميل ذلك النمط من المديرين إلى زيادة نسبة توزيعات العائد مقابل تخفيض نسبة الأرباح المحتجزة بغرض ارضاء المساهمين.

3. المدير المالي المعتدل

المدير المالي المعتدل هو مدير مالي يسعى للتعامل مع مستويات مستقرة من المخاطرة وتؤثر اتجاهاته نحو المخاطرة على قراراته المالية؛ فعلى سبيل المثال؛ يسعى المدير المالي المعتدل إلى الحصول على مزيج من مصادر التمويل طويلة الأجل وقصيرة الأجل بما يخفض التكلفة المرجحة لهيكل التمويل لأدنى مستوياتها ويستثمر الأموال في استثمارات طويلة وقصيرة الأجل. وبذلك يتبع المدير المالي المعتدل سياسة تناسب الآجال عند تمويل الأصول، كما يميل ذلك النمط من المديرين إلى توزيع عائد مناسب على المساهمين والاحتفاظ بقدر مناسب من الأرباح المحتجزة لأغراض النمو المستقبلي.

أشكال المنظمات الاقتصادية

تنقسم المنشآت الاقتصادية من حيث الشكل إلى: منشآت فردية وشركات وتنقسم الشركات بدورها إلى شركات أشخاص، وشركات أموال. ومن أشهر نماذج شركات الأموال الشركة المساهمة. وتُطبق الإدارة المالية بكافة أدواتها وعلى نطاق واسع كلما اتجهنا نحو الشركات المساهمة، وفيما يلي نستعرض سمات وخصائص كل شكل من أشكال المنظمات الاقتصادية.

1. المنشآت الفردية

المنشآت الفردية هي تلك المنشآت التي يمتلكها فرد، وتمتاز المنشآت الفردية بسهولة إجراءات تأسيسها وانخفاض تكاليف التأسيس، كما أنها تنظم من قِبل عدد محدود من القوانين واللوائح المنظمة لأنشطتها. ولا تخضع المنشآت الفردية للضرائب على الشركات ولكن يخضع دخلها للضرائب كجزء من دخل مالكيها.

وتواجه المنشآت الفردية صعوبات في الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها، كما أن مالك المنشأة الفردية يُعد مسئولاً مسئولاً غير محدودة عن ديون المنشأة. كما تواجه المنشآت الفردية صعوبات فيما يتعلق بالبقاء والاستمرار حيث أن بقاء المنشأة مرهون ببقاء مالكيها. وتُعاني كذلك المنشآت الفردية من صعوبة بيعها نظرًا لعدم وجود أسواق منظمة لبيع وشراء تلك المنشآت. وبالرغم من ذلك تمثل المنشآت الفردية 80% من إجمالي المنظمات الاقتصادية على مستوى الدول، إلا أن مساهمتها في السوق تمثل 15% فقط من الحصة السوقية.

2. الشركات

تُعرف الشركة **Company** بأنها تلك الآلية التي تسمح لأطراف متعددة بأن تساهم برأس المال والخبرة والجهد لتحقيق منافع مشتركة. ووفقًا لذلك المفهوم يشارك الشركاء أو

المساهمون في الشركة برأس المال ويشارك الفريق الإداري بإدارة الشركة ويشارك العاملون بجهودهم.

وتتسم الشركات الناجحة بتوافر أشخاص مهرة في كافة المستويات الإدارية، فتتوافر لديها قيادات قادرة على صياغة رؤى استراتيجية، ومديرون قادرين على صنع قرارات تضيف قيمة اقتصادية للشركة، وقوة عمل قادرة على تنفيذ استراتيجيات وتكتيكات الشركة.

كما تتسم الشركات الناجحة بتوافر موارد مالية كافية لتنفيذ خططها ودعم عملياتها، ولذا تلجأ معظم الشركات إلى إعادة استثمار جزء من أرباحها وذلك في إطار سياسية احتجاز الأرباح، كما تحتاج إلى تمويل خارجي في معظم الأحيان ويكون ذلك عن طريق إصدار أسهم، أو إصدار سندات أو عن طريق الاقتراض المصرفي.

وتتسم الشركات الناجحة كذلك بوجود علاقات قوية مع الأطراف أصحاب المصلحة، فتتبع تلك الشركات استراتيجية فائز - فائز مع المساهمين والعاملين والموردين والعملاء والحكومة وغيرهم من الأطراف ذات العلاقة بالمنظمة. وبذلك تحتاج الشركة لتحقيق النجاح إلى ثلاثة عوامل أفراد مهرة، وموارد مالية كافية، وعلاقات قوية مع الأطراف المعنية بالشركة.

وتنقسم الشركات إلى شركات أشخاص، وشركات أموال. ومن أشهر نماذج شركات الأموال الشركة المساهمة، ولذا سوف نستعرض خصائص شركات الأشخاص والشركات المساهمة في الفقرات التالية.

أ. شركات الأشخاص

شركات الأشخاص هي تلك الشركات التي يمتلكها فردين أو أكثر غالبًا ما تربط بينهما صلة قرابة أو نسب أو مصاهرة، وتقوم تلك الشركة على الاعتبار الشخصي، وتمتاز تلك الشركات بسهولة إجراءات تأسيسها وانخفاض تكاليف التأسيس، كما أنها تنظم من قبل عدد محدود من

القوانين واللوائح المنظمة لأنشطتها. وتخضع تلك الشركات للضرائب على دخل الشركات ولا يخضع دخل الشريك من تلك الشركة للضرائب على دخل الأشخاص.

وتواجه شركات الأشخاص صعوبات في الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها، كما أن مسؤولية الشريك عن ديون الشركة تتوقف على طبيعة مشاركته في الشركة فهناك الشريك المتضامن والذي يُعد مسؤولاً مسئولية غير محدودة عن ديون الشركة، أما إذا كان الشريك موصى فهو مسئول مسئولية محدودة حيث تتوقف مسؤوليته عن ديون الشركة بحدود حصته في الشركة. وتواجه تلك الشركات صعوبات فيما يتعلق بالبقاء والاستمرار حيث أن بقاء الشركة مرهون ببقاء المشاركين فيها. وتُعاني شركات الأشخاص من صعوبة بيعها نظراً لعدم وجود أسواق منظمة لبيع وشراء تلك الشركات.

ب. شركات المساهمة

الشركة المساهمة **Corporations** هي تلك الشركة التي يمتلكها عدد كبير من الأفراد لا تربط بينهما أية علاقة بخلاف الشراكة في الشركة يُطلق عليهم المساهمين، وتقوم تلك الشركات على الاعتبار المالي وليس الاعتبار الشخصي. وتخضع تلك الشركات لإجراءات طويلة ومعقدة في تأسيسها وتتسم تكاليف تأسيسها بالارتفاع، كما أنها تُنظم من قبل عدد كبير من القوانين واللوائح. كما تخضع تلك الشركات للضرائب على دخل الشركات ويخضع دخل الشريك والذي يتمثل في العائد الموزع على السهم للضرائب على دخل الأشخاص الطبيعيين.

وتستطيع تلك الشركات الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها بسهولة أكثر مقارنة بالمنشآت الفردية وشركات الأشخاص، كما أن مسؤولية الشريك عن ديون الشركة محدودة بحدود مساهمته في الشركة أي عدد الأسهم التي يملكها حيث أنه يملك ولا يُدير.

ولا تواجه الشركات المساهمة أية صعوبات فيما يتعلق بالبقاء والاستمرار حيث أن بقاء الشركة لا يعتمد على بقاء المشاركين فيها لكونها قائمة على الاعتبار المالي. كما يتمتع المساهم

في تلك الشركات بسهولة الخروج من الشركة عن طريق بيع الأسهم التي يمتلكها في بورصة الأوراق المالية.

وتقتصر مسؤولية المساهمين على انتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين يمثلونهم ويحمون مصالحهم. وأعضاء مجلس الإدارة لديهم السلطة وعليهم مسؤولية تأسيس السياسات الرئيسية للشركة ومتابعة تنفيذها. ولهذا يُعد مجلس الإدارة مسئول عن القرارات التي من شأنها أن تؤثر على الأداء طويل الأجل للشركة وهذا ربما يفسر حق مجلس الإدارة في الإشراف على الإدارة العليا للشركة.

وتتحدد مهام ومسؤوليات مجلس إدارة الشركة المساهمة في ضوء القوانين والنظام الأساسي للشركة، ومن مهام ومسؤوليات مجلس الإدارة المتفق عليها ما يلي:

- صياغة استراتيجية الشركة؛ رسالتها ورؤيتها وغاياتها بعيدة المدى.
- تعيين وإقالة المدير التنفيذي والإدارة العليا.
- متابعة الإدارة العليا والإشراف عليها.
- مراجعة استخدامات الموارد والمصادقة عليها.
- رعاية مصالح المساهمين.

نظرية الوكالة

علاقة الوكالة **Agency Relationship** هي عقد بين طرفين بموجب هذا العقد يعهد الطرف الموكل للطرف الوكيل القيام بأداء بعض الخدمات أو الأعمال نيابة عنه مع تفويضه سلطة اتخاذ القرارات اللازمة. وتُعد العلاقة بين المساهمين ومديري الشركات علاقة وكالة خالصة. وذلك لكون انفصال الملكية عن الإدارة أحد سمات الشركات المساهمة (Jensen & Meckling, 1976).

ويرى **Padilla (2002)** أن علاقة الوكالة تنشأ عندما تؤثر قرارات يتخذها شخص ما على مصالح شخص آخر بسبب علاقة تعاقدية قد تكون ظاهرية أو ضمنية. وقد ينشأ عن علاقات الوكالة ما يسمى بمشكلات الوكالة، ففي علاقات الوكالة يرغب الموكل في أن يتصرف الوكيل بما يعظم مصالحه. إلا أن هناك اعتقاد بأن كلا الطرفين في العلاقة سوف يسعى لتعظيم المنافع التي يحصل عليها من تلك العلاقة، وفي ضوء ذلك الاعتقاد قد يتصرف مديرو الشركات بما يعظم مصالحهم الخاصة دون تعظيم ثروة المساهمين مما يخلق مشكلات الوكالة (**Jensen & Meckling, 1976**).

وفي هذا السياق سوف نتعرض في الفقرات التالية لمشكلات الوكالة وآليات التعامل معها.

1. مشكلات الوكالة

أشار كل من **Brigham & Ehrhardt (2005)** إلى أن المساهمين لديهم أهدافهم وأن المديرين لديهم أهدافهم وأن المنطق يشير إلى أن تصرفات المديرين وقراراتهم تتجه إلى تحقيق مصالحهم الشخصية، وبالتالي في حالة عدم حدوث توافق بين مصالح المديرين ومصالح المساهمين فلن يتم تحقيق هدف تعظيم قيمة الشركة.

وتنتج مشكلات الوكالة عن صراع المصالح بين طرفي علاقة الوكالة بسبب اختلاف المعلومات المتوافرة ودرجة عدم التأكد بين المديرين والمساهمين ولهذا فإن مشكلة الوكالة تتمثل في عدم تماثل المعلومات بين طرفي العلاقة وهو ما يتطلب توفير الآليات أو الحوافز التي تؤدي إلى التزام المديرين بتعظيم ثروة المساهمين (**Padilla, 2002; Kanagaretnam et al., 2007**).

ففي حالة تعارض مصالح الإدارة مع مصالح الملاك قد يسعى الفريق الإداري للسيطرة على الشركة وذلك من خلال إجراء ترتيب ائتماني مع أحد البنوك واستخدام تلك الأموال في شراء

أسهم الشركة، وغالبًا ما يلجأ المديرون قبل تلك العملية لتخفيض سعر السهم في السوق المالية قبل التقدم بعروض الشراء.

وتأخذ مشكلات الوكالة شكلين هما الخطر الأخلاقي وعدم تماثل المعلومات. ويُقصد بالخطر الأخلاقي **Moral Hazard** تصرف المديرون بما يعظم منافعهم الشخصية مع الإضرار بمصالح المساهمين في مواقف لا يتحملون تبعاتها. أما عدم تماثل المعلومات **Asymmetric Information** فيُقصد به توافر معلومات لدى المديرين لا يعلمها المساهمون وبالتالي لا يمكنهم معرفة ما إذا كان الفريق الإداري بالشركة قد اتخذ أفضل القرارات في ضوء المعلومات المتاحة أم لا؛ مما يقلل من قدرة المساهمين على رقابة تصرفات الإدارة. (Padilla, 2002; Kanagaretnam et al., 2007).

2. آليات التعامل مع مشكلات الوكالة

هناك بعض الآليات التي تم استخدامها في بعض الدول بغرض تحفيز الإدارة على تحقيق مصالح الملاك من خلال تعظيم قيمة الشركة، ومن تلك الآليات:

أ. التهديد بالفصل

تهديد الفريق الإداري للشركة بالفصل من العمل في حالة عدم تحقيق أهداف الملاك يمثل، وتتطلب تلك الآلية تقديم اقتراح من جانب فريق من المساهمين بعزل الفريق الإداري وموافقة أغلبية المساهمين في اجتماع الجمعية العمومية على هذا الاقتراح، ومع وجهة هذه الآلية إلا أنها لا تصلح للتطبيق في الشركات ذات هيكل الملكية المشتته وذلك بسبب صعوبة اتفاق المساهمين على هذا الإجراء.

ب. الاستحواذ على الشركة

انخفاض سعر سهم الشركة في السوق المالية بصورة غير طبيعية قد يحفز شركات أخرى على شراء أسهم الشركة والسيطرة عليها وبالتالي إقالة الفريق الإداري الحالي وتعيين آخر. ويزداد نشاط الاستحواذ على الشركات في دول مثل أمريكا وبريطانيا وأستراليا.

ج. ربط الحوافز بالأداء

قد تنظم علاقات الوكالة من خلال ربط حوافز الفريق الإداري بمستوى أداء الشركة، ومن الأساليب التي استُخدمت في هذا المجال توقيع الفريق الإداري لعقود خيارات لشراء أسهم الشركة في تواريخ مستقبلية بسعر تنفيذ محدد وقت التوقيع وهي آلية تدفع الفريق الإداري لتعظيم سعر السهم وذلك بغرض الاستفادة من ارتفاع سعر السهم في المستقبل عن سعر تنفيذ الخيار. وهناك آلية أخرى وهي منح الفريق الإداري أسهم أداء وذلك استنادًا إلى مؤشرات الأداء.

د. صياغة علاقات الوكالة في شكل عقود:

قد تُنظم علاقات الوكالة من خلال صياغة يضع فيها الملاك حوافز للمديرين مقابل جهودهم لتحقيق هدف تعظيم ثروة الملاك. ولكن في الشركات الكبيرة، وفي ظل تشتت الملكية وما ينجم عنها من ارتفاع تكلفة العمل الجماعي، ما يحول دون تلك الترتيبات التعاقدية، ولذا لم تنتشر تلك العقود. كما أنه من الصعب صياغة عقود تغطي كافة قرارات وتصرفات الإدارة (Donoghue, 2001)، ولذا كان لابد من البحث عن آليات بديلة لتلك العقود، تضمن التزام مديرو الشركات بهدف تعظيم ثروة المساهمين، وتلك الآليات هي آليات حوكمة الشركات (Bruno & Claessens, 2007).

حوكمة الشركات

تُعرف حوكمة الشركات **Corporate Governance** بأنها الآليات التي تتعامل مع مصادر تمويل الشركات وضمان أنهم سوف يحصلون على عائد مناسب على استثماراتهم، وتحفز المديرين على تحقيق عائدات أفضل للمستثمرين (Shleifer & Vishny, 1997).

ويرى Sternberg (1998) أن حوكمة الشركات هي الطريقة التي تضمن توجيه قرارات إدارة الشركة بأهداف المساهمين. وأضاف John & Senbet (1998) أن حوكمة الشركات هي مجموعة الآليات التي تكفل للأطراف المعنية بالشركة - على سبيل المثال؛ المساهمين والدائنين والمديرين والموظفين والموردين والعملاء والحكومة - ممارسة الرقابة على الداخليين **Insiders** وذلك لحماية مصالحهم. ويعني ذلك أن حوكمة الشركات تتعامل مع مصالح الأطراف المعنية بالشركة، وحوكمة الشركات في ذلك السياق آلية رقابية لضمان كفاءة عمليات الشركة نيابة عن الأطراف المعنية.

وأشار تقرير Cadbury (1992) إلى أن حوكمة الشركات نظام لتوجيه ورقابة الشركة. وعرف Brigham & Ehrhardt (2005) حوكمة الشركات بأنها مجموعة القواعد والإجراءات التي تؤكد سعي المديرين إلى تطبيق مبادئ الإدارة على أساس القيمة. ويرى الباحثان أن حوكمة الشركات يجب أن تؤكد على تنفيذ هدف رئيسي وهو "تعظيم ثروة المساهمين".

ويرى دليل حوكمة الشركات (2005) أن مبادئ الحوكمة هي "مجموعة القواعد والنظم والإجراءات التي تحقق أفضل حماية وتوازن بين مصالح مديري الشركات ومصالح المساهمين والأطراف الأخرى ذات المصلحة".

ويشير دليل تأسيس حوكمة الشركات في الأسواق الصاعدة، إلى أن الحاجة إلى حوكمة الشركات تنبع من الفصل بين الملكية والإدارة في الشركات المساهمة. حيث يسعى المستثمرون إلى استثمار أموالهم في تلك الشركات بهدف تعظيم ثروتهم، وفي سبيل ذلك يوكل المستثمرون

المديرين في إدارة تلك الشركات. وهو ما قد يؤدي إلى حدوث تعارض بين مصالح المساهمين ومصالح الفريق الإداري. فعندما يقوم الفريق الإداري بتسيير أمور الشركة طبقاً لاتجاهاته وتفضيلاته والتي يمكن أن تختلف عن اتجاهات وتفضيلات ملاك الشركة يحث تعارض المصالح. ومن هنا تنشأ الحاجة إلى حوكمة الشركات التي تستهدف احكام وضبط علاقات الوكالة التي تنشأ بين الأطراف المعنية بالشركة وتوجيه تصرفات وقرارات الإدارة بما يُعظم قيمة الشركة (Bruno & Claessens , 2007).

وبعد أن عرضنا في الفقرات السابقة لمفهوم ونشأة حوكمة الشركات، سوف نتعرض تفصيلاً في الفقرات التالية لمستويات الحماية القانونية التي يتمتع بها المستثمرون وكيف تختلف من دولة لأخرى، ثم نعرض لصيغ هياكل ملكية الشركات المساهمة، ولنماذج حوكمة الشركات وآليات تفعيلها.

1. الحماية القانونية للمستثمرين

من أكثر التفسيرات قبولاً لاختلاف هياكل تمويل الشركات عبر الدول الدور الذي تقوم به القوانين في حماية المستثمرين (La Porta et al, 1997). فدرجة الحماية القانونية التي يتمتع بها المستثمرون تعتمد على قوانين الشركات والتجارة والإفلاس وإعادة التنظيم وسوق رأس المال. ولتلك القوانين منشأين هما المنشأ العام والمنشأ المدني.

أوضحت نتائج الدراسات التي أجريت على مجموعة من الدول، أن الدول التي نشأت فيها قوانين حماية المستثمرين بالاعتماد على القانون العام، على سبيل المثال الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة وأستراليا، وفرت درجة حماية أكبر مقارنة بتلك الدول التي نشأت فيها تلك القوانين بالاعتماد على القانون المدني على سبيل المثال ألمانيا وإسبانيا واليابان. فلقد أوضحت نتائج الدراسات إلى أن مجموعة الدول التي توفر مستويات مرتفعة من الحماية للمستثمرين تتسم بالخصائص التالية (La Porta et al, 2000; Miguel et al, 2003):

- تزايد مستويات تشتت هياكل ملكية الشركات.
 - تزايد مستويات اعتماد الشركات على الأسواق المالية في تدبير احتياجاتها التمويلية.
 - تزايد نشاط الاستحواذ على الشركات.
 - ارتفاع مستويات استقلال مجالس إدارة الشركات.
- كما أوضحت تلك الدراسات أن مجموعة الدول التي توفر مستويات منخفضة من الحماية للمستثمرين تتسم بالخصائص التالية:

- تزايد مستويات تمركز هياكل ملكية الشركات.
- تزايد مستويات اعتماد الشركات على المؤسسات المالية في تدبير احتياجاتها التمويلية.
- انخفاض نشاط الاستحواذ على الشركات.
- انخفاض مستويات استقلال مجالس إدارة الشركات.

ويوضح دليل حوكمة الشركات (2005) أن قواعد حوكمة الشركات تعد قواعد مكتملة للنصوص الواردة بشأن الشركات في القوانين المختلفة. إلا أن ما يعطى هذه القواعد خصوصية ويجعلها مختلفة عن القواعد القانونية المشار إليها هو أن قواعد حوكمة الشركات لا تمثل نصوص قانونية أمرة ولا يوجد التزام قانوني بها، وهو ما يعنى عدم امكانية تحديد نظام حوكمة شركات مناسب لدولة معينة بدون دراسة متأنية للقوانين المتعلقة بحماية المستثمرين.

وهنا يثور تساؤل بشأن الدور الذى يمكن أن تقوم به حوكمة الشركات وإذا ما كان ذلك الدور سوف يختلف باختلاف مستوى الحماية الذى توفره القوانين المتعلقة بحماية المستثمرين. يرى الباحثان **Durnev & Kim (2005)** أن حوكمة الشركات تقوم بدور مكمل للدور الذى تقوم به القوانين في حماية المستثمرين، وأن ذلك الدور سوف يختلف باختلاف مستوى الحماية الذى توفره القوانين للمستثمرين.

ففي الدول التي يتمتع فيها المستثمرون بمستويات مرتفعة من الحماية القانونية يقل الدور الذي يُمكن أن تقوم به حوكمة الشركات في حين يتعاطم دورها في الدول التي توفر قوانينها مستويات منخفضة من الحماية للمستثمرين. كما أنه في ظل الأنظمة القانونية الضعيفة يكون التباين في ممارسات حوكمة الشركات أكبر منه مقارنة بالتباين في تلك الممارسات في ظل الأنظمة القانونية القوية.

2. هياكل ملكية الشركات المساهمة

تأخذ هياكل ملكية الشركات المساهمة حول العالم أحد شكلين هما هياكل الملكية المشتتة وهياكل الملكية المتمركزة. وفيما يلي نتعرض لمفهوم وخصائص كل منهما بشيء من التفصيل.

أ. هياكل الملكية المشتتة

هياكل الملكية المشتتة هي هياكل ملكية تتوزع فيها حقوق ملكية الشركة المساهمة على عدد كبير من المساهمين ويملك كل مساهم نسبة صغيرة من أسهم الشركة. وتنتشر هياكل الملكية المشتتة في الدول التي يتمتع المستثمرون فيها بمستويات مرتفعة من الحماية القانونية (La Porta et al, 2000; Miguel et al, 2003).

وربما تكون المستويات المرتفعة من الحماية التي يتمتع بها المستثمرون في تلك الدول هي التي دفعتهم لتنويع استثماراتهم في شركات متنوعة ويقدر صغير، ومن جانب آخر شجعت صغار المدخرين على استثمار مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية عوضاً عن إيداعها في المؤسسات المصرفية. وقد يخلق هذا النوع من هياكل الملكية مشكلة وكالة بين المديرين والمساهمين، حيث يمكن للمديرين كوكلاء عن المساهمين أن يتصرفوا بالشكل الذي يحقق مصالحهم الشخصية دون مراعاة مصالح المساهمين.

ب. هياكل الملكية المتمركزة

هياكل الملكية المتمركزة هي هياكل ملكية تتوزع فيها حقوق ملكية الشركة المساهمة على عدد صغير من المساهمين ويملك كل مساهم نسبة كبيرة من أسهم الشركة. والمساهمون في تلك الحالة ربما يكونوا أفراد أو عائلات أو مؤسسات المالية أو شركات قابضة أو شركات أخرى. ولقد انتشر هذا النوع من هياكل الملكية في الدول التي يتمتع فيها المستثمرون بمستويات منخفضة من الحماية القانونية (La Porta et al, 2000; Miguel et al, 2003).

وربما تكون مستويات الحماية المنخفضة التي يتمتع بها المستثمرون في تلك الدول هي التي دفعتهم إلى البحث عن وسيلة بديلة لحماية مصالحهم وكانت هذه الوسيلة هي تركيز ملكيتهم في شركات معينة بغرض السيطرة على تلك الشركات من خلال التمثيل المباشر في مجالس إدارتها. وقد يساهم هذا النوع من هياكل الملكية في الحد من مشكلة الوكالة بين المديرين والمساهمين، ولكنه على الجانب الآخر يخلق مشكلة وكالة بين كبار المساهمين وصغار المساهمين، لكونه يوفر لكبار المساهمين فرصة الإضرار بمصالح صغار المساهمين.

3. نماذج حوكمة الشركات

أقرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (2004) بأنه ليس هناك نموذج واحد جيد لحوكمة الشركات. ولقد أشارت دراسة (Miguel et al, 2003) إلى أنه بالرغم من تواجد العديد من نماذج حوكمة الشركات، واختلاف تلك النماذج عبر الدول إلا أن هناك نموذجين واضحا المعالم من نظم حوكمة الشركات وهما:

أ. النموذج الأنجلو أميركي

يطبق النموذج الأنجلو أميركي في دول مثل المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية وأستراليا ويتسم هذا النموذج بتوفير مستويات حماية أفضل للمستثمرين نظراً لنشأة قوانين

حماية المستثمرين بتلك الدول تحت مظلة القانون العام. وتتسم هياكل ملكية الشركات في تلك الدول بالتشتت وهو ما أدى إلى نشأة الحاجة إلى استقلال مجالس إدارة الشركات، وذلك نظرًا لانخفاض الدافع لدى المساهمين لمراقبة نشاط الشركة. كما يتسم ذلك النموذج بارتفاع مستوى الملكية المؤسسية، ويعمل في ظل أسواق مالية أكثر تطورًا، ما يجعل الشركات تعتمد على الأسواق المالية في تدبير احتياجاتها التمويلية وذلك عن طريق إصدار أسهم أو سندات. وفي هذه الدول يزداد نشاط الاستحواذ على الشركات كأداة لرقابة السوق على الشركات (Miguel et al., 2003).

ب. النموذج الأوربي

يطبق النموذج الأوربي في دول معظم دول الاتحاد الأوربي واليابان، وفي معظم دول العالم، ويتسم هذا النموذج بتوفير مستويات أقل من الحماية للمستثمرين نظرًا لنشأة قوانين حماية المستثمرين تحت مظلة القانون المدني. وتتسم هياكل ملكية الشركات في تلك الدول بتمركز الملكية بهدف التمثيل المباشر لكبار المساهمين في مجالس إدارة الشركات. وفي تلك الدول تسيطر البنوك والعائلات على الشركات. ويعمل هذا النموذج في ظل أسواق مالية أقل تطورًا، ولذا تعتمد الشركات على المؤسسات المالية في تدبير احتياجاتها التمويلية وذلك عن طريق الحصول على قروض طويلة الأجل. وفي هذه الدول يقل نشاط سوق الاستحواذ على الشركات كأداة لرقابة السوق على الشركات (Miguel et al., 2003).

4. آليات حوكمة الشركات

آليات حوكمة الشركات هي أدوات تفعيل مبادئ وقواعد الحوكمة في الشركات المساهمة ولقد أوصت العديد من المؤسسات الدولية والحكومية والبورصات العالمية وكذلك العديد من الدراسات الأكاديمية بالعديد من تلك الآليات والتي منها:

أ. استقلال مجلس الإدارة

يعني استقلال مجلس الإدارة **Board of Directors** أن تشمل تركيبة المجلس 50% على الأقل من أعضاءه من غير التنفيذيين، وأن يتطابق هؤلاء الأعضاء المستقلون مع تعريف مُحكم لعضو مجلس الإدارة المستقل، ويرجع ذلك لدور استقلال مجلس الإدارة في تفعيل الدور الرقابي للمجلس.

ب. منع ازدواجية الدور

يُقصد بازدواجية الدور **Role Duality** قيام شخص واحد بدور رئيس مجلس إدارة الشركة وكذلك دور المدير التنفيذي الرئيسي، والهدف من منع ازدواجية الدور فصل الدور الرقابي لمجلس الإدارة عن الدور التنفيذي حيث أن اجتماع هذين المنصبين لدى شخص واحد يضر بالدور الرقابي للمجلس ويقلل من فعالية المجلس.

ج. لجنة مراجعة مستقلة

لجنة مراجعة مستقلة بمعنى أن يكون أغلب أعضاء لجنة المراجعة الداخلية من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين ما يعطى هذه اللجنة المزيد من القوة والحيادية أثناء قيامها بمهام المراجعة الداخلية وأن يكون من مهام تلك اللجنة تعيين وإقالة المراجع الخارجي للشركة. وتقوم تلك اللجنة بمراجعة القوائم المالية للشركة وكافة مستندات الشركة وتعاملاتها.

د. لجنة مكافآت مستقلة

لجنة مكافآت مستقلة بمعنى أن يكون أغلب أعضاء لجنة المكافآت من أعضاء مجلس الإدارة المستقلين ما يعطى هذه اللجنة المزيد من القوة والحيادية أثناء تقييمها للمكافآت والحوافز التي حصل عليها التنفيذيون ويحق لهذه اللجنة مطالبة التنفيذيين برد ما حصلوا عليه من مكافآت

ترى اللجنة أنها أخذت بدون وجه حق. كما يحق لتلك اللجنة تحديد مكافآت أعضاء مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية بالشركة.

هـ. التصويت التراكمي

يُقصد بالتصويت التراكمي **Cumulative Voting** منح المساهم الحق في تجميع الأصوات التي يتمتع بها في حالة انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، فعلى سبيل المثال إذا كان عدد أعضاء مجلس إدارة الشركة 11 عضو وجمعيتها العمومية تتكون من مائة ألف مساهم، فلكل سهم 11 صوت في انتخابات مجلس الإدارة وإذا كانت تركيبة المساهمين 70٪ من كبار المساهمين ففي التصويت التقليدي بمعنى تصويت جميع المساهمين على كل عضو من أعضاء المجلس فإن النتيجة النهائية أن أعضاء المجلس بالكامل سوف يمثلون كبار المساهمين أما في حالة التصويت التراكمي فيحق لصغار المساهمين تأجيل تصويتهم على بعض أعضاء المجلس ويمنحوا أصواتهم دفعة واحدة لعضو مجلس إدارة أو أكثر ما يضمن تمثيل صغار المساهمين في مجلس إدارة الشركة.

و. اعتماد التقارير المالية

اعتماد التقارير المالية **Financial Reports** من التنفيذيين بقصد تحميل التنفيذيين مسؤولية أي تلاعب أو غش أو تدليس في التقارير والقوائم المالية وكذلك تغليظ العقوبات في حالة وقوع أيًا من تلك الأمور التي تضر بالشركة وبالأطراف المعنية بها.

ز. الإفصاح والشفافية

يقصد بالإفصاح إتاحة كافة المعلومات المتعلقة بالشركة وأدائها وموقفها المالي وخطط النمو والتوسع بها والمشكلات التي ربما تواجه الشركة في ذات اللحظة لكافة الأطراف المعنية بالشركة وهو ما يسهم في القضاء على مشكلة عدم تماثل المعلومات التي ربما تفيد البعض على

حساب البعض الآخر. ويقصد بالشفافية اتاحة المعلومات لكافة الأطراف المعنية بالشركة كما هي دون تغيير أو إضافة أو حذف أو تجميل للمعلومات.

وفي هذا السياق تفرض الأسواق المالية على الشركات المقيدة متطلبات تتعلق بالإفصاح والشفافية وذلك بغرض رفع كفاءة التسعير بالسوق. ويُقصد بالإفصاح **Disclosure** اتاحة المعلومات المتعلقة بأداء الشركة ومثانة مركزها المالي وكافة المعلومات الهامة المتعلقة بالشركة وتوجهاتها الاستراتيجية في أوقات محددة أو فور حدوثها لكافة الأطراف المعنية بسوق الأوراق المالية وفي ذات اللحظة. أما الشفافية **Transparency** فيقصد بها أن تعبر المعلومات المنشورة بكل دقة عن أداء الشركة ومثانة موقفها المالي.

تطبيقات

السؤال الأول: فسر سبب صحة أو خطأ الفقرات التالية:

1. يميل المدير المالي المخاطر إلي زيادة نسبة العائد الموزع على المساهمين.
2. من خصائص شركات الأشخاص سهولة البيع نظرًا لوجود أسواق منظمة لبيع تلك الشركات.
3. يُنظر للريح المحاسبي كتعويض للمساهمين مقابل تحمل المخاطرة.
4. مسئولية الشريك الموصي في شركات الأشخاص مسئولة محدودة.
5. يُنظر لتعظيم العائد المجتمعي كهدف أصيل للإدارة المالية.
6. التنبؤ بالاحتياجات المالية أحد مجالات اهتمام الرقابة المالية.
7. من خصائص الشركات المساهمة المسئولية غير المحدودة للمساهم.
8. من وجهة النظر التنفيذية توزيع العائدات أحد وظائف الإدارة المالية.
9. من خصائص شركة الأشخاص قيامها على الاعتبار المالي.
10. شركة الأشخاص يمتلكها عدد كبير من الأفراد لا تربط بينهما أية علاقة بخلاف الشراكة في الشركة.
11. حوكمة الشركات هي عقود يضع فيها المساهمون حوافز للمديرين مقابل جهودهم لتحقيق هدف الملاك.
12. توفر قوانين حماية المستثمرين ذات المنشأ العام درجة حماية أكبر للمستثمرين.
13. يتزايد نشاط الاستحواذ على الشركات في الدول يتمتع فيها المستثمرون بمستويات مرتفعة من الحماية القانونية.
14. تتزايد الحاجة إلي استقلال مجالس الإدارة في الدول التي يتمتع فيها المستثمرون بمستويات مرتفعة من الحماية القانونية.
15. توافر مستويات مرتفعة من الحماية القانونية للمستثمرين يُشجع صغار المُدخرين علي استثمار مُدخراتهم في الأسواق المالية.

16. تعتمد الشركات في الدول التي يتمتع فيها المستثمرون بمستويات مرتفعة من الحماية على المؤسسات المالية في تدبير احتياجاتها التمويلية.
17. تتسم هياكل ملكية الشركات بالتمركز في الدول التي يتمتع فيها المستثمرون بمستويات مرتفعة من الحماية.
18. تنبع الحاجة إلى حوكمة الشركات من احتمال تعارض مصالح الفريق الإداري مع مصالح المساهمين.
19. يتأثر الدور الذي تقوم به آليات حوكمة الشركات بمستوى الحماية التي توفرها القوانين المختلفة بالدولة للمستثمرين.
20. صعوبة صياغة علاقات الوكالة في شكل عقود كانت السبب في ظهور آليات حوكمة الشركات.

السؤال الثاني: أجب عن ما يلي:

1. ميز بين وظائف الإدارة المالية من المنظور الإداري والمنظور التنفيذي.
2. عرف المدير المالي المخاطر وبين أثر ميولة نحو المخاطرة على قراراته المالية؟
3. تناول بالشرح نظام الإدارة المالية من حيث المفهوم وأهم المكونات؟
4. تناول بالشرح مفهوم وخصائص الشركات المساهمة؟
5. تناول بالشرح تعظيم الربح كهدف للإدارة المالية مُبيناً أهم الانتقادات التي وجهت لهذا الهدف؟
6. بين أهم أوجه الاتفاق بين المنشآت الفردية وشركات الأشخاص؟
7. عرف علاقة الوكالة في الشركات المساهمة وشرح بإيجاز أهم مشكلاتها؟
8. قارن بين النموذج الأوروبي والنموذج الأنجلو أمريكي في حوكمة الشركات؟
9. تناول بالشرح آليات حوكمة الشركات؟
10. قارن بين اصطلاح الإفصاح والشفافية؟

الفصل الثاني

القوائم المالية

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- القدرة على وصف قائمة الدخل.
- مهارة التمييز بين اصطلاحات الربح المختلفة.
- القدرة على وصف قائمة المركز المالي.
- معرفة مفاهيم الأصول المتداولة والأصول طويلة الأجل وبنود كل منهما.
- معرفة مفاهيم الالتزامات المتداولة وطويلة الأجل وبنود كل منهما.
- معرفة مفاهيم ومكونات حقوق الملكية.
- معرفة أهمية القوائم المالية بالنسبة للمدير المالي.
- التعرف على ماهية التقرير المالي.

الفصل الثاني

القوائم المالية

تُعد مخرجات النظام المحاسبي وعلى رأسها قائمة الدخل وقائمة المركز المالي أحد أهم مصادر البيانات والمعلومات التي تقوم عليها عملية التحليل المالي. ونظرًا لأهمية قائمتي الدخل والمركز المالي وباعتبارهما من أهم مصادر المعلومات عن الشركات فقد تم تخصيص هذا الفصل لمناقشتها ومعرفة الصيغ النمطية لإعداد كل منهما وكذلك التعرف على مكونات كل قائمة وطبيعة العلاقة فيما بين بنودها.

قائمة الدخل

قائمة الدخل **Income Statement** هي قائمة تعبر عن دخل الشركة خلال الفترة المالية وتعد على فترات دورية ربع أو نصف سنوية وبالطبع في نهاية كل سنة مالية. وتعكس تلك القائمة أداء الشركة خلال الفترة المالية، ولذا يُقال أن قائمة الدخل تعبر عن نتائج أعمال الشركة في الفترة المُعدة عنها. وباستعراض قائمة الدخل يتبين لنا أنها قائمة تحتوي العديد من المصطلحات التي يجوز أن يُطلق على أي منها اصطلاح الدخل. ولذا فإن للدخل مفاهيم متعددة ومختلفة يتم التعبير عنها في قائمة الدخل وتُستخدم تلك الاصطلاحات لتحقيق أغراض مختلفة. ولعل تعدد الاصطلاحات ذات العلاقة بمفهوم الدخل وهي مجمل الربح والربح التشغيلي وصافي الربح قبل الفوائد والضرائب وصافي الربح قبل الضرائب وصافي الربح، كان الدافع الرئيسي لكي نوردتها في الفقرات التالية ونُدلل على أن استخدام اصطلاح الدخل دون إيضاح المقصود به ربما يؤدي إلي تضليل القارئ.

وينبغي التنويه إلى أن شكل قائمة الدخل يعتمد على الأساس الذي تتبناه إدارة الشركة في تصنيف التكاليف. فهناك معيار تصنيف التكاليف وفقاً للأساس الوظيفي ومعيار تصنيف التكاليف حسب علاقتها بحجم النشاط.

ويُقسم الأساس الوظيفي التكاليف حسب الوظيفة التي تستفيد من التكاليف وبناءً عليه تنقسم التكاليف إلى تكاليف صناعية وتكاليف تسويقية وتكاليف إدارية وعمومية. ويؤثر ذلك المدخل في تصنيف التكاليف على صيغة قائمة الدخل لتظهر مسميات تلك التكاليف في القائمة. ونظراً لعدم تأثير تصنيف التكاليف إلى تسويقية وإدارية وعمومية على القرارات المالية، فقد تم ذكرها مجمعة تحت مسمى واحد التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية. وينبغي التنويه إلى أن تلك الصيغة تُفيد المدير المالي في تحليل التكاليف وتحليل التدفقات النقدية. وفيما يلي نموذج ارشادي يوضح كيفية إعداد قائمة الدخل وطبيعة العلاقات فيما بين بنودها وفقاً لذلك الأساس.

قائمة دخل ارشادية

البند	كيفية حساب البند
صافي المبيعات	إيراد المبيعات - مردودات ومسموحات المبيعات
التكاليف الصناعية بدون الإهلاك	
إهلاك الأصول الصناعية	
التكاليف الصناعية	التكاليف الصناعية بدون الإهلاك + الإهلاك
محمل الربح	صافي المبيعات - التكاليف الصناعية
التكاليف التسويقية والإدارية بدون الإهلاك	
إهلاك الأصول التسويقية والإدارية	
التكاليف التسويقية والإدارية	التكاليف التسويقية والإدارية بدون الإهلاك + الإهلاك
الربح التشغيلي	محمل الربح - التكاليف التسويقية والإدارية
إيرادات أخرى	
مصروفات أخرى	
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	الربح التشغيلي + إيرادات أخرى - مصروفات أخرى
الفوائد	
صافي الربح قبل الضرائب	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب - الفوائد
الضرائب [20%]	صافي الربح قبل الضرائب × 20%
صافي الربح	صافي الربح قبل الضرائب - الضرائب

وينبغي التنويه إلى أن بند الإهلاك قد تم عرضه في قائمة الدخل بشكل مستقل ويرجع ذلك لتأثيره على تقدير وتحليل التدفقات النقدية، كما يُلاحظ أن رقم الإهلاك مُقسم حسب طبيعة الأصول إلى إهلاك خاص بالأصول الصناعية وإهلاك خاص بالأصول التسويقية والإدارية والعمومية. وفيما مثال لقائمة دخل الشركة العقارية السعودية عن العام المالي المنتهي في 12/31 والتي تم إعدادها وفقاً للأساس الوظيفي.

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	1,800,000
التكاليف الصناعية بخلاف الإهلاك	760,000
إهلاك الأصول الصناعية	240,000
إجمالي التكاليف الصناعية	1,000,000
مجموع الربح	800,000
التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية بخلاف الإهلاك	160,000
إهلاك الأصول التسويقية والإدارية والعمومية	40,000
إجمالي التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية	200,000
الربح التشغيلي	600,000
إيرادات أخرى	200,000
مصروفات أخرى	37,500
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	762,500
الفوائد	200,000
صافي الربح قبل الضرائب	562,500
الضرائب [20٪]	112,500
صافي الربح	450,000

كما يتم تصنيف التكاليف في العديد من الشركات وفقاً لعلاقة التكاليف بحجم النشاط وفيه تنقسم التكاليف إلى تكاليف متغيرة وتكاليف ثابتة. والتكاليف المتغيرة هي تلك التكاليف التي تتغير بتغير حجم الإنتاج ونصيب الوحدة منها ثابت. أما التكاليف الثابتة فإنها تلك التكاليف التي لا تتغير في مجملها بتغير حجم الإنتاج ونصيب الوحدة منها متغير وذلك بالطبع في حدود الطاقة القصوى. ويوضح النموذج الإرشادي التالي كيفية إعداد تلك قائمة الدخل طبقاً لعلاقة التكاليف بحجم النشاط. وينبغي التنويه إلى إن تلك الصيغة تُفيد المدير المالي في العديد من تطبيقات التحليل المالي مثل تحليل الرفع وتحليل التعادل وتحليل الاحتياجات المالية.

قائمة دخل ارشادية

البند	كيفية حساب البند
صافي المبيعات	إيراد المبيعات - مردودات ومسموحات المبيعات
التكاليف الصناعية المتغيرة	
التكاليف الصناعية الثابتة	
التكاليف الصناعية	التكاليف الصناعية المتغيرة + الثابتة
مجمعل الربح	صافي المبيعات - التكاليف الصناعية
التكاليف التسويقية والإدارية المتغيرة	
التكاليف التسويقية والإدارية الثابتة	
التكاليف التسويقية والإدارية	التكاليف التسويقية والإدارية المتغيرة + الثابتة
الربح التشغيلي	مجمعل الربح - التكاليف التسويقية والإدارية
إيرادات أخرى	
مصروفات أخرى	
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	الربح التشغيلي + إيرادات أخرى - مصروفات أخرى
الفوائد	
صافي الربح قبل الضرائب	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب - الفوائد
الضرائب [20%]	صافي الربح قبل الضرائب × 20%
صافي الربح	صافي الربح قبل الضرائب - الضرائب

وفيما يلي مثال لقائمة دخل الشركة العقارية السعودية عن العام المالي المنتهي

في 12/31 والتي تم إعدادها وفقاً لتصنيف التكاليف حسب علاقتها بحجم النشاط.

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	1,800,000
التكلفة الصناعية المتغيرة	520,000
التكلفة الصناعية الثابتة	480,000
إجمالي التكاليف الصناعية	1,000,000
مجمل الربح	800,000
التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية المتغيرة	150,000
التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية الثابتة	50,000
إجمالي التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية	200,000
الربح التشغيلي	600,000
إيرادات أخرى	200,000
مصرفات أخرى	37,500
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	762,500
الفوائد	200,000
صافي الربح قبل الضرائب	562,500
الضرائب [20%]	112,500
صافي الربح	450,000

ويُعد رقم الربح بالنسبة للمحلل المالي من الأرقام ذات الأهمية الكبرى لما له من استخدامات كثيرة فهو مكون رئيسي في العديد من أساليب ومؤشرات التحليل المالي، وحيث أن رقم الربح لا يُقصد به شيء واحد فقد أوجب ذلك ضرورة التمييز بين أرقام الربح المختلفة والتي تظهر جميعها في قائمة الدخل. وهو ما نستعرضه في الفقرات التالية:

1. مجمل الربح

مجمل الربح **Gross Profit** هو صافي دخل الشركة من نشاطها الصناعي، وهو عبارة عن صافي المبيعات مطروحًا منها تكاليفها الصناعية. وهنا ينبغي التنويه إلى أن صافي المبيعات هو إيراد المبيعات وينتج عن ضرب كمية المبيعات في سعر بيع الوحدة، كما أن صافي المبيعات يتم حسابه بعد خصم أية مردودات أو مسموحات مبيعات.

ويُحسب مجمل الربح بالمعادلة التالية:

$$\text{مجمّل الربح} = \text{صافي المبيعات} - \text{التكاليف الصناعية}$$

ومن قائمة الدخل للشركة العقارية السعودية يتضح أن:

$$\text{مجمّل الربح} = 1,800,000 - 1,000,000 = 800,000 \text{ ريال.}$$

2. الربح التشغيلي

الربح التشغيلي **Operating Profit** هو صافي دخل الشركة من نشاطها الرئيسي، ويُحدد النشاط الرئيسي في ضوء رسالة الشركة وغرضها الرئيسي الذي وجدت من أجله والذي يُنص عليه غالبًا في نظام الشركة الرئيسي، فإذا كان غرض الشركة الرئيسي الاستثمار العقاري فإن تحقيق الشركة إيرادات أو انفاق مصروفات على استثماراتها في أصول مالية يُعد نشاط بخلاف نشاطها الرئيسي.

ويُحسب الربح التشغيلي بالمعادلة التالية:

$$\text{الربح التشغيلي} = \text{مجمّل الربح} - \text{التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية}$$

ومن قائمة الدخل للشركة العقارية السعودية يتضح أن:

$$\text{الربح التشغيلي} = 800,000 - 200,000 = 600,000 \text{ ريال.}$$

3. صافي الربح قبل الفوائد والضرائب

صافي الربح قبل الفوائد والضرائب **Net Profit before Interest and Taxes**

هو صافي دخل الشركة من نشاطها الرئيسي والأنشطة الأخرى فقد تمارس الشركة نشاط بخلاف نشاطها الرئيسي ما يؤدي إلى ظهور إيرادات أخرى ومصروفات أخرى. ولذا يظهر المحاسبون أثر تلك الأنشطة على ربح الشركة من خلال إضافة الإيرادات الأخرى وطرح المصروفات الأخرى من رقم الربح التشغيلي. ويُحسب صافي الربح قبل الفوائد والضرائب بالمعادلة التالية:

صافي الربح قبل الفوائد والضرائب = الربح التشغيلي + الإيرادات الأخرى - المصروفات الأخرى

ومن قائمة الدخل للشركة العقارية السعودية يتضح أن:

صافي الربح قبل الفوائد والضرائب =

$$600,000 + 37,500 - 200,000 = 762,500 \text{ ريال.}$$

4. صافي الربح قبل الضرائب

صافي الربح قبل الضرائب **Net Profit before Taxes** هو رقم الربح الخاضع

للضريبة أو ما يُطلق عليه الوعاء الخاضع للضريبة، وهو رقم الربح الذي تحققه الشركة بعد خصم كافة التكاليف التشغيلية والتمويلية والمعدل بإيراد الشركة ومصروفاتها على كل أنشطتها، ويُحسب صافي الربح قبل الضرائب بالمعادلة التالية:

صافي الربح قبل الضرائب = صافي الربح قبل الفوائد والضرائب - الفوائد

ومن قائمة الدخل للشركة العقارية السعودية يتضح أن:

$$762,500 - 200,000 = 562,500 \text{ ريال.}$$

5. صافي الربح

صافي الربح **Net Profit** هو رقم الربح بعد خصم كافة التكاليف والمصروفات وتكاليف التمويل والأعباء الضريبية، وهو رقم الربح القابل للتوزيع على المساهمين. ويُستخدم في حساب الربح الموزع على المساهمين وذلك بمعلومية سياسة الشركة في توزيع أو احتجاز الأرباح. ويُحسب صافي الربح بخصم مقدار الضرائب من صافي الربح قبل الضرائب. ولذا يتم حساب قيمة الضرائب من خلال المعادلة التالية:

$$\text{الضرائب} = \text{صافي الربح قبل الضرائب} \times \text{معدل الضرائب}$$

ومن قائمة الدخل للشركة العقارية السعودية يتضح أن:

$$\text{الضرائب} = 562,500 \times 20\% = 112,500 \text{ ريال}$$

ثم نحسب صافي الربح بالمعادلة التالية:

$$\text{صافي الربح} = \text{صافي الربح قبل الضرائب} - \text{الضرائب}$$

ومن قائمة الدخل للشركة العقارية السعودية يتضح أن:

$$\text{صافي الربح} = 562,500 - 112,500 = 450,000 \text{ ريال.}$$

قائمة المركز المالي

قائمة المركز المالي **Balance Sheet** هي قائمة تعبر عن وضع الشركة المالي في آخر يوم في السنة المالية. ونظرًا لحدوث تغيرات مستمرة على قيمة بنود قائمة المركز المالي فإن قائمة المركز المالي قائمة لحظية وذلك على العكس من قائمة الدخل. وكون قائمة المركز المالي قائمة لحظية يُشير إلى تغير بنودها بشكل يومي. فعلي سبيل المثال، رقم المخزون يتغير بشكل يومي بناءً على حركة الشراء و البيع وبالمثل كافة بنود قائمة المركز المالي. كما تتسم قائمة المركز المالي بحدوث توازن بين جانبيها ولعل ذلك ما جعل البعض يختزل مسمى تلك القائمة الهامة في اصطلاح الميزانية.

وتتكون قائمة المركز المالي من جانبيين الجانب الأيسر والجانب الأيمن. يُجيب الجانب الأيسر عن التساؤل التالي من أين حصلت الشركة على الأموال؟ ويُطلق عليه جانب الالتزامات وحقوق الملكية. ويُجيب الجانب الأيمن عن التساؤل التالي فيما استثمرت الشركة تلك الأموال؟ ويُطلق عليه جانب الأصول. وهو ما سوف نتناوله بالشرح في الفقرات التالية:

الجانب الأيسر من قائمة المركز المالي

يتكون الجانب الأيسر من قائمة المركز المالي من: الالتزامات وحقوق الملكية والالتزامات **Liabilities** هي ما على الشركة للغير، وحقوق الملكية هي ما على الشركة لملاكها. وتتكون الالتزامات بدورها من التزامات قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل. ويطلق على الالتزامات قصيرة الأجل كذلك الالتزامات المتداولة وهي كل استحقاق على الشركة مطلوب سداده أو دفعه خلال فترة لا تتجاوز سنة مالية. أما الالتزامات طويلة الأجل فهي كل استحقاق على الشركة مطلوب سداده خلال فترة أطول من سنة مالية.

وتتكون الالتزامات المتداولة من: القروض قصيرة الأجل والجزء المتداول من القروض طويلة الأجل فغالبًا ما تدفع الشركات القروض طويلة الأجل في شكل أقساط وهو ما يحول القسط المستحق خلال فترة تقل عن سنة من التزامات طويلة الأجل إلى التزامات قصيرة الأجل، والموردون وأوراق الدفع وهي مستحقات الموردون عن البضائع أو الخدمات الموردة للشركة بالأجل والعملاء دفعات مقدمة وهي المبالغ التي تتلقها الشركة تحت حساب توريد بضائع أو تقديم خدمات لعملائها والمصرفوات المستحقة وهي مصرفوات استُحققت للغير ولكنها لم تُدفع مثل الأجر المستحقة والضرائب المستحقة والفوائد المستحقة.

أما الالتزامات طويلة الأجل فتتكون من: القروض طويلة الأجل والسندات والأسهم الممتازة. وتعد القروض طويلة الأجل والسندات قروض على الشركة والفارق بينهما مصدر الحصول على القرض. فالسندات تُصدرها الشركة ببورصة الأوراق المالية وتحصل على الأموال مباشرة من المستثمرين أما القروض فتحصل عليها الشركة من أحد البنوك، وفي كلتا الحالتين تلتزم الشركة بسداد القرض بالإضافة إلى الفائدة المستحقة عليها. كما تُعد الأسهم الممتازة من الالتزامات طويلة الأجل لأنها في أغلب الأحيان تصدر محددة الأجل ويحق للشركة استدعائها في تواريخ محددة كما أن الشركات غالبًا ما تدفع عليها عوائد ثابتة في حال تحقيق أرباح. وتكون الالتزامات قصيرة الأجل بالإضافة إلى الالتزامات طويلة الأجل مجموعة الالتزامات.

وتتكون حقوق الملكية من رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة. ورأس المال في الشركات المساهمة هو إجمالي القيمة الاسمية لأسهمها العادية أي عدد الأسهم العادية مضروبًا في القيمة الاسمية للسهم. أما الاحتياطيات فهي جزء يتم تجنيبه من الأرباح للعديد من الأغراض وتحتجز الاحتياطيات بنص القانون فتسمى احتياطي قانوني، وتحتجز كذلك بناءً على النظام الأساسي للشركة فتسمى احتياطي نظامي. والمكون الأخير من لحقوق الملكية وهو الأرباح المحتجزة وهي عبارة عن جزء يُحتجز من الأرباح السنوية للشركة وفقًا لسياستها المالية بعد موافقة الجمعية العمومية وتحتجز بغرض إعادة الاستثمار والتوسع في المستقبل. وتُعد الأرباح المحتجزة والاحتياطيات مصدر للتمويل الذاتي وبمعنى آخر مصدر تمويل داخلي كما أنهما يلعبان دورًا مهم في

تدعيم القدرة الائتمانية للشركة حيث أن تراكم الاحتياطيات والأرباح المحتجزة يؤدي إلى زيادة رقم حقوق الملكية والتالي تُعد الضمانة الأولى لوفاء الشركة بالتزاماتها تجاه مُقرضيها.

الجانب الأيمن من قائمة المركز المالي

يتكون الجانب الأيمن من قائمة المركز المالي من أصول الشركة **Assets** بمعنى ممتلكاتها والتي توضح كيفية استثمار الأموال التي حصلت عليها الشركة. وتتكون الأصول بدورها من أصول قصيرة الأجل وأخرى طويلة الأجل. ويطلق على الأصول قصيرة الأجل كذلك الأصول المتداولة وهي كل أصل من أصول الشركة يمكن تحويله إلى نقدية خلال فترة لا تتجاوز سنة مالية. أما الأصول طويلة الأجل والتي يطلق عليها أحياناً الأصول الثابتة فهي كل أصل يزيد عمره عن سنة مالية ويكون غرض شراؤه الاستخدام وليس إعادة البيع.

وتتكون الأصول المتداولة من: النقدية ويقصد بها النقدية بالخزينة وكذلك النقدية بالحسابات الجارية للشركة في البنوك والاستثمارات المؤقتة ويقصد بها استثمارات الشركة في الأوراق المالية للشركات الأخرى بشرط أن لا يكون شراء تلك الأوراق بغرض الاحتفاظ والعملاء وأوراق القبض وهي مستحقات الشركة طرف العملاء نتيجة البيع الأجل، الموردون دفعات مقدمة وهي المبالغ التي تقوم الشركة بدفعها مقدماً للموردين تحت حساب بضاعة أو خدمات تحت التوريد. المصروفات المدفوعة مقدماً وهي مصروفات لم تتلقى الشركة الخدمات مقابلها.

وتتكون الأصول طويلة الأجل من الأراضي والمباني والآلات والمعدات والسيارات والأثاث وهي أصول يتم شرائها بغرض الاحتفاظ والاستخدام في نشاط الشركة، وتنخفض قيمة تلك الأصول بسبب الاستخدام والتقدم التقني ومضى المدة. ولذا يقوم المحاسبون بحساب إهلاك سنوي لهذه الأصول كمصروف تحمل به الأرباح السنوية. ويتم تكوين مجمع للإهلاك الذي يُطرح من قيمة الأصول طويلة الأجل لنحصل على قيمة صافي الأصول طويلة الأجل.

وفيما يلي نموذج قائمة مركز مالي للشركة العقارية السعودية عن العام المالي المنتهي في

12/31.

قائمة المركز المالي

القيمة	الالتزامات وحقوق الملكية	القيمة	الأصول
30,000	قروض قصيرة الأجل	100,000	النقدية
80,000	الموردون	200,000	الاستثمارات المؤقتة
70,000	أوراق الدفع	120,000	العملاء
100,000	عملاء دفعات مقدمة	60,000	أوراق القبض
20,000	مصروفات مستحقة	70,000	المخزون
300,000	الالتزامات المتداولة	30,000	موردون دفعات مقدمة
80,000	قروض طويلة الأجل	140,000	مصروفات مدفوعة مقدماً
100,000	سندات	720,000	الأصول المتداولة
120,000	أسهم ممتازة	580,000	الأصول طويلة الأجل
300,000	الالتزامات طويلة الأجل	100,000	مجمع الإهلاك
400,000	الأسهم العادية	480,000	صافي الأصول طويلة الأجل
70,000	الاحتياطيات		
130,000	الأرباح المحتجزة		
600,000	حقوق الملكية		
1,200,000	الالتزامات وحقوق الملكية	1,200,000	الأصول

ويجب ملاحظة أن جانب الالتزامات وحقوق الملكية من قائمة المركز المالي مرتب حسب ما يُطلق عليه حق الأولوية وهو حق يرتب أولوية حصول الغير وملاك الشركة على مستحقاتهم في حالة تصفية الشركة، حيثُ يحصل الدائنون على مستحقاتهم أولاً يليهم حاملوا السندات ثم حاملوا الأسهم الممتازة ثم حاملوا الأسهم العادية. كذلك تجب ملاحظة أن جانب الأصول من قائمة المركز المالي مرتب حسب درجة السيولة التي يتمتع بها الأصل، ويرجع ذلك

لأهمية الدور الذي تلعبه سيولة الشركة في بقاء الشركة واستمرارها، ولقد كانت أصول الشركات تُرتب في قائمة المركز المالي ولفترة طويلة حسب مساهمتها في تحقيق العوائد للشركة فتأتي في بداية ذلك الجانب من قائمة المركز المالي الأصول طويلة الأجل يليها الأصول المتداولة.

وتُعد قائمة الدخل وقائمة المركز المالي من الأدوات الهامة التي يعتمد عليها المدير والمحلل المالي في تحليل نشاط وربحية وسيولة وهيكل تمويل الشركة ومخاطرة الشركة التشغيلية والمالية، والتنبؤ بموقف الشركة من الإفلاس، كما أنهما يلعبان دورًا هامًا في إلقاء جانب بيانات أخرى في تحليل أداء سهم الشركة في سوق الأوراق المالية. ومما ينبغي الإشارة إليه أن القوائم المالية تشمل أيضًا قائمة التدفقات النقدية وقائمة الأرباح المحتجزة وهو ما سوف نتعرض له في فصول لاحقة، كما أن القوائم المالية تُعد جزءًا من التقارير المالية أو ما يُطلق عليه التقرير السنوي وهو تقرير يشمل تقرير مجلس الإدارة وتقرير المراجع والإيضاحات المتممة للقوائم المالية وهو ما أوجب علينا ضرورة التعرض لتلك المفاهيم في الفقرات المتبقية من ذلك الفصل.

يعد التقرير السنوي **Annual Report** مصدر هام من مصادر المعلومات عن الشركة، فيحكم القانون تعدد إدارة الشركة وتوزعه على المساهمين، ويعطى التقرير السنوي قدر كبير من المعلومات عن أداء الشركة ومعدلات النمو بها وإيراداتها. ويشمل التقرير السنوي تقرير مجلس الإدارة وتقرير المراجع والإيضاحات المتممة للقوائم المالية.

وتقرير مجلس الإدارة هو تقرير يعده مجلس الإدارة ويوجهه للمساهمين بشأن أداء الشركة في الفترة الموقع عنها التقرير وفيه يبرزون إنجازاتهم ويبررون حالات الفشل بعد تقييمهم لأدائهم وغالبًا ما يتضمن ذلك التقرير رأي مجلس الإدارة بشأن تأثير الحالة الاقتصادية والسياسية على أداء الشركة ورأيهم بشأن أداء الشركة وخطط الشركة في التوسع والنمو وأهم الفرص المستقبلية أمام الشركة.

أما تقرير المراجع فهو تقرير يعده مراجع حسابات الشركة ويقدمه للمساهمين والجمهور بشأن رأيه الفني المحايد في القوائم المالية للشركة وما إذا كانت تعبر عن واقع الشركة كما يوضح بتقريره ما إذا تم تغيير بعض المبادئ المحاسبية ومقدار تأثير ذلك التغيير على الأرباح بالزيادة أو النقصان ويعد التقرير الذي يعده المراجع من أكثر التقارير نزاهة.

تطبيقات

السؤال الأول:

ناقش مدى صحة كل فقرة من الفقرات التالية:

1. تعبر قائمة الدخل عن نتائج أعمال الشركة في الفترة المُعدة عنها.
2. يعتمد شكل قائمة الدخل على الأساس الذي تتبناه إدارة الشركة في تصنيف التكاليف.
3. يُقصد بصافي الربح صافي دخل الشركة من نشاطها الصناعي.
4. الأرباح المحتجزة هي ذلك الجزء الذي يتم تجنبه من الأرباح بنص القانون وذلك لتحقيق العديد من الأغراض.
5. يُعد إعداد القوائم المالية أحد مهام المحلل المالي.
6. تعبر قائمة الدخل عن أداء الشركة لحظة إعدادها.
7. الأصول المتداولة هي كل أصل من أصول الشركة يمكن تحويله إلى نقدية خلال فترة تجاوز سنة مالية.
8. يسعى المديرون الماليون لتحقيق الاستقرار في قيمة الشركات.
9. تُعد سندات الشركات من مصادر التمويل طويلة الأجل.
10. يُعد الاحتياطي النظامي جزء من الأرباح يتم تجنبه بناء على نص القانون.
11. قائمة المركز المالي هي قائمة تعبر عن وضع الشركة المالي خلال السنة المالية.
12. يُعد القسط المستحق من القروض طويلة الأجل خلال فترة تقل عن سنة من الالتزامات المتداولة.
13. الاحتياطيات عبارة عن ذلك الجزء الذي يُحتجز من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة وفقاً لسياستها المالية.

السؤال الثاني:

قدم مفهوم مناسب لكل من الاصطلاحات التالية:

1. قائمة الدخل.

2. قائمة المركز المالي.

3. الأرباح المحتجزة.

4. الاحتياطيات.

السؤال الثالث:

قارن بين الثنائيات التالية:

1. قائمة الدخل وقائمة المركز المالي.

2. الأصول المتداولة والأصول طويلة الأجل.

3. الالتزامات المتداولة والالتزامات طويلة الأجل.

4. الاحتياطيات والأرباح المحتجزة.

5. الاحتياطي القانوني والاحتياطي النظامي.

6. الالتزامات وحقوق الملكية.

الفصل الثالث

المؤشرات المالية

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- معرفة مفهوم المؤشرات المالية.
- معرفة منهجية تقييم أداء الشركات باستخدام المؤشرات المالية.
- معرفة آليات حساب المؤشرات المالية.
- مهارة تحليل نشاط الشركة.
- مهارة تحليل ربحية الشركة.
- مهارة تحليل موقف السيولة بالشركة.
- مهارة تحليل موقف المديونية بالشركة.
- مهارة تحليل أداء سهم الشركة.
- مهارة تفسير المؤشرات المالية في ضوء معايير مختلفة.
- مهارة تقديم توصيات لإدارة الشركة بغرض تحسين مؤشراتها المالية.

الفصل الثالث

المؤشرات المالية

المؤشرات المالية هي أدوات مُصممة لقياس أداء الشركة من زوايا وأبعاد مختلفة تمثل وجهات نظر وأغراض الأطراف المُستفيدة من التحليل المالي. ويعتقد البعض أن المؤشرات المالية هي قوالب ثابتة وربما يرجع ذلك لتناقل المراجع العلمية المؤشرات المالية وتقديمها للقارئ بذات الطريقة دون مراعاة ظروف الشركة محل التحليل وذلك الاعتقاد مُنتقد فتصميم المؤشر المالي يشبه التصميم الهندسي لمبنى مُعين يختلف باختلاف الغرض من المبنى سكني تعليمي تجاري صناعي، كما يعتمد على ظروف قطعة الأرض وشكلها الهندسي وظروف البيئة المحيطة إلى غير ذلك. وكما يختلف التصميم الهندسي من مبنى لآخر يختلف المؤشر المالي من شركة لأخرى.

المعايير المالية

يُمكن للمدير المالي الاستفادة من عدة معايير في عملية القياس المُقارن ومنها معيار الأداء الماضي ومعيار الأداء المخطط ومعيار شركة مثيلة ومعيار شركة رائدة ومعيار متوسط الصناعة وربما يستخدم أكثر من معيار في عملية القياس المُقارن. ففي طريقة مقارنة مؤشر الشركة بمؤشر الشركة ذاته في السنة الماضية يتم حساب مؤشر أداء الشركة ثم مقارنته بنفس المؤشر للعام أو الأعوام المالية السابقة، ثم يتم الحكم على مدى تحسن أو تدهور المؤشر في ضوء عملية المقارنة. لتكون النتيجة تحسن أو تدهور الأداء الحالي مقارنة بالأداء الماضي.

وفي طريقة مقارنة مؤشر الشركة بمؤشر مخطط يتم حساب مؤشر أداء الشركة ثم مقارنته بمستوى مُستهدف للمؤشر تم تحديده في بداية السنة. ثم يتم الحكم على مدى تحسن أو تدهور المؤشر في ضوء عملية المقارنة. لتكون النتيجة تحسن أو تدهور الأداء الحالي مقارنة بمعايير الأداء المخططة. أما في طريقة مقارنة مؤشر الشركة بمتوسط الصناعة فيتم حساب مؤشر أداء الشركة ثم

مقارنته بمتوسط الصناعة. ومتوسط الصناعة هو نفس المؤشر ولكنه محسوب علي بيانات الصناعة ككل. والمقارنة بمتوسط الصناعة من أكثر الطرق شيوعاً في تقييم أداء الشركات. وهناك شركات متخصصة تقوم بحساب ونشر متوسطات الصناعة وتعتمد فكرة متوسط الصناعة علي إعداد قوائم مالية موحدة للصناعة ككل ثم استخراج مؤشرات من تلك القوائم تسمي بمتوسطات الصناعة. ويحكم المحلل علي المؤشر الحالي للشركة في ضوء عملية المقارنة لتكون النتيجة تحسن أو تدهور أداء الشركة مقارنة بمؤشر متوسط الصناعة.

وقد تتم مقارنة مؤشر الشركة بمؤشر إحدى الشركات المثيلة وفي هذه الطريقة يتم حساب مؤشر أداء الشركة ثم مقارنته بمؤشر أحد الشركات المثيلة التي لها نفس خصائص وظروف الشركة وبالطبع تنتمي لنفس الصناعة ومقاربه معها من حيث حجم الاستثمارات. ويحكم المحلل علي مؤشر الشركة في ضوء عملية المقارنة لتكون النتيجة تحسن أو تدهور أداء الشركة مقارنة بمؤشر أداء الشركة المثيلة. وهنا يجب التنويه إلى أن هذه الطريقة قد تتعرض لتحيز المحلل المالي خاصة إذا كان يعمل بالشركة فقد يختار شركة مثيلة بعينها ليظهر نتائج أداء بشكل جيد.

كما يُمكن مقارنة مؤشر الشركة بمؤشر أحد الشركات الرائدة وفي هذه الطريقة يتم حساب مؤشر أداء الشركة ثم مقارنته بمؤشر إحدى الشركات التي تحتل مكانة متقدمة في الصناعة التي تنتمي إليها الشركة. ويحكم علي المؤشر الحالي للشركة في ضوء عملية المقارنة لتكون النتيجة تحسن أو تدهور أداء الشركة مقارنة بمؤشر أداء الشركة الرائدة. وهنا ينبغي الإشارة إلى أن مقارنة أداء الشركة بمؤشرات أداء شركة رائدة قد تؤدي إلى نتائج محيطة وذلك في ما إذا كانت مؤشرات الشركة تتعد كثيراً عن مؤشرات أداء الشركة الرائدة ولذلك ينبغي التعامل مع هذا المعيار بحذر حتى لا يكون له مردود سلبي.

ولذا ينبغي أن يعرف المحلل المالي متي يستخدم مؤشر شركة مثيلة أو مؤشر شركة رائدة، وهنا تلعب مكانة الشركة في الصناعة دوراً هاماً فكلما احتلت الشركة محل التقييم مكانة متقدمة في الصناعة يفضل مقارنة أدائها بأداء أحد الشركات الرائدة، وإذا كانت الشركة تحتل مكانة

متوسطة يفضل استخدام مؤشرات متوسط الصناعة أو مؤشرات شركة مثيلة حتي لا تكون نتائج القياس المقارن محبطة لإدارة الشركة. كما أن الهدف التي تسعى إليه إدارة الشركة سوف يكون محدد هام لاختيار آلية القياس المُقارن.

وتستخدم المؤشرات المالية لقياس كفاءة وفعالية إدارة الشركة، فربما تشير المؤشرات المالية إلى مدى قدرة الشركة على استغلال أصولها المختلفة أو تحقيق معدلات عائد مناسبة على تلك الأصول، وربما تشير إلى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها بمعنى آخر قدرتها على البقاء والاستمرار، وتعكس بعض المؤشرات درجة مخاطرة الشركة، وهناك مؤشرات يتم استخدامها لقياس مدى ثقة المستثمرين في أداء الشركة.

منهجية تقويم الأداء

ويرى فريق من كُتاب المالية أن منهج تقويم الأداء باستخدام المؤشرات المالية يتكون من عدة خطوات تتضمن تحديد الأهداف والمعايير وهي خطوة تستند إلى عملية التخطيط، ثم قياس مستوى الأداء الفعلي باستخدام المؤشرات المالية ومقارنته بما هو مخطط لتحديد الانحرافات وتقصى أسبابها، وتمثل الخطوة الأخيرة في تلك العملية في تقويم وتصحيح مسار الأداء. وتشير تلك الخطوات إلى أن تقويم الأداء تتضمن مجموعة من العمليات الفرعية منها ما يسبق الأداء ومنها ما يتخلل الأداء ومنها ما يتبع الأداء ويتعقبه بعد حدوثه. وهو ما سوف نوضحه في الفقرات التالية.

1. وضع الأهداف وتأسيس المعايير

تستند عملية تقويم الأداء إلى أهداف توجه أداء الشركة، ويمكن الاعتماد بشكل مباشر على الأهداف الموضوعية أثناء عملية التخطيط كما هي أو تطوير تلك الأهداف وتحويلها لأهداف تقويم الأداء ذاتها. ومما لا شك فيه أن مدى جودة صياغة الأهداف في مرحلة التخطيط ينعكس

على عملية تأسيس أهداف عملية تقويم الأداء لجعلها عملية تميل إلى البساطة أو إلى الصعوبة. ويجب أن تستند تلك العملية إلى مجموعة من المعايير والمعايير هو نموذج يحتذى به ويقاس عليه، أى أنه أداة لقياس مقدار ما تم إنجازه من الهدف، والفارق بين الهدف والمعايير أن الهدف هو أقصى درجة على المعيار.

2. تقييم الأداء

يقصد بعملية تقييم الأداء قياس ما تم إنجازه بالفعل ومقارنته بالأهداف أو المعايير الموضوعية، بغرض الإجابة عن التساؤل التالي: ما مقدار ما تم إنجازه على المعايير الموضوعية؟ لتكون الإجابة أحد بدائل ثلاث:

أ. مقدار الإنجاز يتفق تمامًا مع المعايير الموضوعية

عندما يكون مقدار الانحراف بين الأداء الفعلي والأداء المخطط يساوى صفر فإن ذلك يعني أن أنشطة الشركة تسير تمامًا في اتجاه الخطط الموضوعية. وهنا يجب التنويه عن قضية تحقيق المعيار والوفاء بالمعيار فتحقيق المعيار تعنى اتفاق الأداء الفعلي مع الأداء المخطط أما الوفاء بالمعيار فيقصد به أن هناك انحرافات عن المعيار ولكنها انحرافات غير جوهرية ولذا يمكن تجاهلها والاستمرار في العمل.

ب. مقدار الإنجاز أكبر من المعايير الموضوعية

عندما يكون مقدار الإنجاز أكبر من المعايير المخططة يكون هناك انحراف إيجابي في الأداء، وهنا ينبغي إعادة النظر في عملية تأسيس المعايير - خاصة إذا كانت الانحرافات جوهرية - لأنه ربما كانت المعايير موضوعية على أسس متواضعة أو أن هناك تغيرات حدثت في بيئة الشركة سواء الداخلية أو الخارجية جعلت تلك المعايير متواضعة، ولذا يجب التنويه إلى أن المعايير ليست قوالب ثابتة ولكنها أطر مرنة قابلة للتعديل والتطوير ولذا ينبغي إعادة النظر فيها من فترة لآخرى.

وفي كل الحالات ينبغي مكافأة العاملين وإثابتهم وتشجيعهم بسبب تجاوز مستويات أدائهم للمعايير الموضوعية حتى لا يفقدون الحماسة والدافعية نحو تحقيق غايات الشركة وأهدافها في المستقبل وحتى ترسخ لديهم عقيدة التفاني الوظيفي.

ج. مقدار الإنجاز أقل من المعايير الموضوعية

وقد تأتي مستويات الإنجاز أقل من مستويات الأداء المستهدفة ويُطلق على الانحراف في تلك الحالة مسمى الانحراف السلبي. وهنا ينبغي تحديد ما إذا كانت هذه الانحرافات جوهرية أم أنها انحرافات غير جوهرية، حيث أنه في حالة عدم جوهرية الانحرافات قد يكون من الخطأ اقتصادياً دراستها وتحليلها لمعرفة أسبابها ففي تلك الحالة تكون تكلفة تلك العملية أكبر من العائد من ورائها، أما إذا كانت الانحرافات جوهرية فإنه ينبغي دراستها وتحليلها ومعرفة أسبابها لتفاديها مستقبلاً. ويطلق على مبدأ التركيز على الانحرافات الجوهرية مبدأ الإدارة بالاستثناء. ويجب كذلك تحديد إذا ما كانت أسباب الانحرافات تخرج عن نطاق سيطرة الشركة أم أنها تدخل في نطاق سيطرتها وبالتالي تُسأل عنها وتحاسب عليها إدارة الشركة. كما تسهم عملية قياس الأداء الفعلي وتحديد الانحرافات في تكوين صورة واقعية عن ظروف ومشكلات الشركة، ويهدف ذلك في النهاية إلى دعم وتعزيز الجوانب الإيجابية للأداء، والتغلب على نقاط الضعف وأوجه القصور فيه.

3. تقويم الأداء

إذا كان تقييم أداء الشركة يقصد به تحديد نسبة الإنجاز الفعلي إلى المعايير الموضوعية، بمعنى مدى تحقيق الشركة لأهدافها، فإن تقويم الأداء يعني الاستفادة بنتائج مدى تقييم الأداء في دعم وتعزيز الجوانب الإيجابية للأداء، والتغلب على نقاط الضعف وأوجه القصور فيه. كما يمكن القول أن التقييم يهتم بالأداء الفعلي بينما يهتم التقييم بما ينبغي أن يكون عليه الأداء في المستقبل. وفي ضوء ذلك يمكن تعريف عملية تقويم الأداء بأنها اتخاذ مجموعة من الإجراءات التي تستهدف التغلب على المشكلات والمعوقات التي اعترضت الوصول بمستويات الأداء الفعلية

إلى المستويات المخططة. وقد تتطلب تلك العملية تعديل في مهارات العاملين وتوفير الموارد بالجودة المناسبة وقد تتضمن تعديل في الأهداف أو المعايير لتناسب مع قدرات وموارد الشركة.

وتُستخدم المؤشرات المالية في تحديد درجة كفاءة الشركة في استغلال مواردها أو أصولها ودرجة فعالية الشركة في تحقيق أهدافها. والكفاءة هي مقارنة ما تم إنجازه أو إنتاجه بالفعل مع بما كان من الممكن إنجازه أو إنتاجه بنفس الموارد المستهلكة. أما الفعالية فهي مقياس لتحديد إلى أي مدى تم إنجاز الأهداف وإلى أي مدى تم حل المشكلات المُستهدفة. وعلى عكس الكفاءة، الفعالية تحدد بغض النظر عن التكاليف، حيث تعني الكفاءة فعل الشيء بطريقة صحيحة في حين تعني الفعالية فعل الشيء الصحيح.

وتُعطي المؤشرات المالية لمحة عن أداء الشركة ومدى متانة مركزها المالي. ولكن ليس هناك مؤشر مالي واحد أو مجموعة واحدة من المؤشرات تُعطي صورة كاملة عن أداء الشركة أو متانة مركزها المالي، ولذلك تهتم المؤشرات المالية بالعديد من أبعاد أداء الشركات، وهي ما سوف نتناول بالشرح من خلال استعراض قائمة الدخل وقائمة المركز المالي لشركة أسمنت الشرقية عن العام المالي المنتهي في 12/31.

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	100,000
التكلفة الصناعية المتغيرة	24,000
التكلفة الصناعية الثابتة	12,000
إجمالي التكلفة الصناعية	36,000
مجمل الربح	64,000
التكلفة التسويقية والإدارية المتغيرة	16,000
التكلفة التسويقية والإدارية الثابتة	8,000
إجمالي التكلفة التسويقية والإدارية	24,000
الربح التشغيلي	40,000
إيرادات أخرى	20,000
مصروفات أخرى	10,000
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	50,000
الفوائد	10,000
صافي الربح قبل الضرائب	40,000
الضرائب [20%]	8,000
صافي الربح	32,000

قائمة المركز المالي

المبالغ	الالتزامات وحقوق الملكية	المبالغ	الأصول
5,000	قروض قصيرة الأجل	4,000	المقدية
7,000	الموردون	6,000	الاستثمارات المؤقتة
5,000	أوراق الدفع	6,000	العملاء
2,000	عملاء دفعات مقدمة	4,000	أوراق القبض
1,000	مصروفات مستحقة	10,000	المخزون
20,000	الالتزامات المتداولة	5,000	موردون دفعات مقدمة
10,000	قروض طويلة الأجل	5,000	مصروفات مدفوعة مقدماً
15,000	سندات	40,000	الأصول المتداولة
20,000	أسهم ممتازة	70,000	الأصول طويلة الأجل
45,000	الالتزامات طويلة الأجل	10,000	مجمع الإهلاك
20,000	الأسهم العادية	60,000	صافي الأصول طويلة الأجل
10,000	الاحتياطيات		
5,000	الأرباح المحتجزة		
35,000	حقوق الملكية		
100,000	الالتزامات وحقوق الملكية	100,000	الأصول

تقييم نشاط الشركة

يُقصد بالنشاط قدرة الشركة علي استغلال أصولها ومواردها. ومؤشرات النشاط هي مجموعة من المؤشرات التي تُستخدم للحكم على مدى كفاءة وفعالية إدارة الشركة فيما يتعلق باستغلال أصولها أو استثماراتها المختلفة في حسابات العملاء وأوراق القبض والمخزون والأصول طويلة الأجل والأصول ككل وكذلك كفاءة تعاملات الشركة مع مورديها.

ويُقاس نشاط الشركة من خلال معدلات الدوران ويُقصد بمعدلات الدوران عدد مرات تغطية صافي المبيعات أو تكلفة المبيعات لأصل مُعين أو مجموعة معينة من الأصول أو خصم مُعين. ويقصد بصافي المبيعات قيمة المبيعات مخصوماً منها مردودات المبيعات وخصومات ومسموحات المبيعات في حال وجودها. ويُقصد بتكلفة المبيعات إجمالي التكاليف الصناعية والتسويقية والإدارية. أو من زاوية أخرى إجمالي التكاليف المتغيرة والتكاليف الثابتة. ومن مؤشرات قياس نشاط الشركات: معدل دوران العملاء ودورة العملاء ومعدل دوران الموردين ودورة الموردين ومعدل دوران المخزون ودورة المخزون ومعدل دوران الأصول طويلة الأجل ومعدل دوران الأصول. وفيما يلي عرض لتلك المؤشرات:

1. معدل دوران العملاء

يقصد بمعدل دوران العملاء "عدد مرات تغطية رقم صافي المبيعات لرقم صافي حساب العملاء وأوراق القبض" ويقصد بصافي حساب العملاء وأوراق القبض طرح مخصص الديون المشكوك في تحصيلها من رقم العملاء وحسابات القبض. ويعكس معدل دوران العملاء مدى كفاءة إدارة حسابات العملاء حيث يعكس تزايد عدد المرات زيادة كفاءة إدارة تلك الحسابات ويتم حساب معدل دوران العملاء بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران العملاء} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي العملاء} + \text{أوراق القبض}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{معدل دوران العملاء} = \frac{100,000}{10,000} = 10 \text{ مرات}$$

2. دورة العملاء

دورة العملاء يطلق عليها أيضاً متوسط فترة التحصيل، وهي "متوسط فترة تحويل حسابات العملاء وأوراق القبض إلى نقدية". وتستخدم تلك النسبة في قياس مدى كفاءة جهاز التحصيل بالشركة. ويتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة العملاء} = \frac{360}{\text{معدل دوران العملاء}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{دورة العملاء} = \frac{360}{10} = 36 \text{ يوم}$$

3. معدل دوران الموردين

يُقصد بمعدل دوران الموردين "عدد مرات تغطية رقم تكلفة المبيعات لحسابات الموردين وأوراق الدفع". حيث تكلفة المبيعات تتضمن تكلفة التشغيل بالإضافة إلى المصاريف التسويقية والإدارية والعمومية. ويعكس معدل دوران الموردين كفاءة إدارة الشركة لحسابات الموردين وأوراق الدفع ويتم حساب معدل دوران الموردين بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الموردين} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{الموردون} + \text{أوراق الدفع}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{معدل دوران الموردين} = \frac{60,000}{12,000} = 5 \text{ مرات}$$

4. دورة الموردين

دورة الموردين ويطلق عليها أيضاً متوسط فترة السداد وهي "متوسط فترة سداد حسابات الموردين وأوراق الدفع". وتستخدم تلك النسبة في قياس مدى كفاءة إدارة الشركة في استغلال السياسات الائتمانية للموردين. ويتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة الموردين} = \frac{360}{\text{معدل دوران الموردين}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{دورة الموردين} = \frac{360}{5} = 72 \text{ يوم}$$

5. معدل دوران المخزون

معدل دوران المخزون **Inventory Turnover** هو مؤشر لعدد مرات إحلال المخزون خلال الفترة المالية. ويعبر البعض عن معدل دوران المخزون بأنه عدد مرات تغطية رقم تكلفة المبيعات لصافي حساب المخزون في نهاية الفترة المالية. ويقصد بصافي حساب المخزون طرح مخصص المخزون من رقم إجمالي المخزون. ويعكس معدل دوران المخزون كفاءة الشركة في إدارة المخزون، ويُعد معدل الدوران المرتفع إشارة إلى أن الشركة تنتج وتبيع منتجاتها بشكل سريع. ويتم حساب معدل دوران المخزون بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{صافي المخزون} + \text{موردون دفعات مقدمة}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{60,000}{15,000} = 4 \text{ مرات}$$

6. دورة المخزون

دورة المخزون يطلق عليها أيضاً متوسط فترة التخزين **Holding Period** وهي "متوسط مدة بقاء المخزون في المخازن" منذ دخوله كبضاعة أو مادة خام حتى خروجه منها في شكل مبيعات ويقصد بالمخزون مخزون الإنتاج التام في الشركات الصناعية أو رقم المخزون في الشركات التجارية ويجب في حال تواجد مخصص مخزون خصمه من رقم إجمالي المخزون. ويعكس ذلك المؤشر مدى كفاءة إدارة المخزون بالشركة ويتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة المخزون} = \frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{دورة المخزون} = \frac{360}{4} = 90 \text{ يوم}$$

7. معدل دوران الأصول طويلة الأجل

يقصد بمعدل دوران الأصول طويلة الأجل "عدد مرات تغطية رقم صافي المبيعات لصافي الأصول طويلة الأجل" ويقصد بصافي الأصول طويلة الأجل إجمالي الأصول طويلة الأجل مطروحاً منها مجمع الإهلاك. ويعكس معدل دوران الأصول طويلة الأجل كفاءة الشركة في إدارة أصولها طويلة الأجل ويتم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول طويلة الأجل} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول طويلة الأجل}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{معدل دوران الأصول طويلة الأجل} = \frac{100,000}{60,000} = 1.67 \text{ مرة}$$

8. معدل دوران الأصول

يُقصد بمعدل دوران الأصول "عدد مرات تغطية رقم صافي المبيعات لإجمالي الأصول".
ويعكس معدل دوران الأصول كفاءة الشركة في إدارة أصولها ويتم حساب معدل دوران الأصول بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{100,000}{100,000} = 1 \text{ مرة}$$

تقييم ربحية الشركة

يتم استخدام عدة مؤشرات لقياس مدى قدرة الشركة على تحقيق أرباح أو معدلات عائد مناسبة على استثماراتها وعلى حقوق الملكية. ولقياس قدرة الشركة على تحقيق عائد مناسب على أنشطتها يتم استخدام مؤشري هامش ربح التشغيل والعائد على المبيعات. ولقياس العائد على استثمارات الشركة يتم استخدام معدل العائد على الأصول أما العائد على حقوق الملكية فيتم قياسه بمعدل العائد على حقوق الملكية. وفيما يلي نتناول تلك المؤشرات بشيء من التفصيل.

1. معدل العائد على المبيعات

معدل العائد على المبيعات (Return On Sales (ROS) هو مؤشر يقيس الأداء التشغيلي للشركة. ويُستخدم معدل العائد على المبيعات لقياس مدى قدرة الشركة على تحقيق عائد

مناسب على أنشطتها. ويُحسب معدل العائد على المبيعات بنسبة صافي الربح إلى إيراد المبيعات، وذلك كما هو موضح بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على المبيعات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{معدل العائد على المبيعات} = \frac{32,000}{100,000} = 32\%$$

2. معدل العائد على الأصول

معدل العائد على الأصول (ROA) Return On Assets هو مؤشر يقيس ربحية الشركات غير المالية من أنشطتها ويشير إلى قدرة الشركة على تخصيص وإدارة مواردها أو أصولها بكفاءة. وعلى خلاف معدل العائد على الملكية يتجاهل هذا المؤشر التزامات الشركة. ويقاس ذلك المعدل نسبة العائد الذي تحققه الشركة على استثماراتها في الأصول المختلفة. ويطلق على هذا المعدل أيضاً معدل العائد على الاستثمار (ROI) Return On Investment ويُحسب بقسمة صافي الربح على إجمالي الأصول، وذلك كما هو موضح بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{الأصول}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{معدل العائد على الأصول} = \frac{32,000}{100,000} = 32\%$$

3. معدل العائد على الملكية

معدل العائد على الملكية (Return On Equity (ROE) هو مؤشر لقياس ربحية ملاك الشركة ويشير إلى كفاءة استغلال الشركة لأموال المساهمين. ولذلك يُقال أن معدل العائد على الملكية يقيس قدرة الشركة على تحقيق عائد مناسب على حقوق الملكية. ويُعد معدل العائد على الملكية من أفضل مؤشرات قياس ربحية الشركة حيثُ يوضح مقدار الأرباح التي تم تحقيقها من استثمار أموال المساهمين. وبالرغم من ذلك ربما يكون ذلك المؤشر غير مفيد في حد ذاته ما لم تتم مقارنته بالعائد على الملكية في شركات أخرى تعمل في نفس الصناعة. ويقصد بحقوق الملكية مجموع ثلاثة بنود هي: الأسهم العادية والاحتياطيات والأرباح المحتجزة. ويحسب معدل العائد على الملكية بقسمة صافي الربح على حقوق الملكية، كما هو موضح بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد على الملكية} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{معدل العائد على الملكية} = \frac{32,000}{35,000} = 91.4\%$$

4. ربحية السهم

ربحية السهم (Earning Per Share (EPS) هو مؤشر يقيس نصيب السهم الواحد من صافي دخل الشركة. ويُحسب ذلك المؤشر بقسمة صافي دخل الشركة على عدد الأسهم المصدرة. ويجب مراعاة عدد الأسهم المحتملة وهي تلك السندات أو الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية وذلك حال إصدار الشركة لتلك الأنواع من الأوراق المالية. ويُطلق على ذلك المؤشر أيضًا صافي دخل السهم الواحد ويُحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الأسهم}}$$

فإذا كان عدد الأسهم العادية المصدرة للشركة 10,000 سهم، وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{32,000}{10,000} = 3.2 \text{ ريال}$$

5. هامش ربح التشغيل

هامش ربح التشغيل (Operating Profit Margin (OPM) هو مؤشر يقيس مدى قدرة الشركة على تحقيق عائد مناسب على أنشطة التشغيل. ويقصد بهامش ربح التشغيل نسبة ربح التشغيل إلى صافي المبيعات والربح التشغيلي هو الربح المتولد من النشاط الرئيسي للشركة وهو رقم مجمل الربح مخصوماً منه التكاليف التسويقية والإدارية. ويسهم هذا المؤشر في تحديد الاستراتيجية المناسبة لتسعير منتجات الشركة. ويحسب هامش ربح التشغيل بالمعادلة التالية:

$$\text{هامش ربح التشغيل} = \frac{\text{الربح التشغيلي}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{هامش ربح التشغيل} = \frac{40,000}{100,000} = 40\%$$

6. القدرة الكسبية

القدرة الكسبية (EP) **Earning Power** هي قدرة الشركة علي تحويل أصولها إلي إيرادات من خلال أنشطتها. وتمارس كل شركة نشاط أو أنشطة رئيسية وهي تلك الأنشطة التي وجدت الشركة من أجل القيام بها أو هي الغرض الرئيسي للشركة وسبب وجودها، ولكن في بعض الأحيان قد تمارس الشركات نشاط عرضي لا علاقة له بشاؤها الرئيسي كأن تشتري الشركة خلال العام المالي قطعة أرض وتعيد بيعها علمًا بأن نشاطها الرئيسي تصنيع المنتجات الغذائية.

والقدرة الكسبية من المؤشرات المفيدة في حالة سعي الشركات للحصول على ائتمان مصرفي حيث تنظر البنوك للمؤشرات المرتفعة للقدرة الكسبية للشركة باعتبارها بديلاً عن الضمان والذي يُعد أحد الأبعاد الخمس لنموذج التقييم الائتماني الذي تعتمد عليه البنوك في دعم قراراتها بمنح الائتمان من عدمه والمعروف بنموذج "5 C's". وتُحسب القدرة الكسبية بالمعادلة التالية.

$$\text{القدرة الكسبية} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{القدرة الكسبية} = \frac{50,000}{100,000} = 50\%$$

تقييم سيولة الشركة

تُستخدم عدة مؤشرات مالية للحكم على مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير. وتُقاس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها في الأجل القصير من خلال نسب السيولة. ويُقصد بنسب السيولة عدد مرات تغطية الأصول المتداولة أو بعض بنودها للتزامات

المتداولة. وتتعدد مؤشرات قياس سيولة الشركات ومنها: نسبة التداول ونسبة التداول السريع ونسبة النقدية وفيما يلي عرض لتلك المؤشرات:

1. نسبة التداول

يقصد بنسبة التداول مجموع الأصول المتداولة مقسومًا على مجموع الالتزامات المتداولة. وتشير الأصول المتداولة إلى مجموعة الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة أقل من سنة مالية. كذلك تشير الالتزامات المتداولة إلى مجموعة الالتزامات المطلوب سدادها قبل أقل من سنة مالية. وتقيس نسبة التداول قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المتداولة من خلال تحويل أصولها المتداولة إلى نقدية.

وتحسب نسبة التداول بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{نسبة التداول} = \frac{40,000}{20,000} = 2 \text{ مرة}$$

2. نسبة التداول السريع

يقصد بنسبة التداول السريع "ناتج خصم المخزون والموردون دفعات مقدمة من إجمالي الأصول المتداولة مقسومًا على مجموع الالتزامات المتداولة". ويتم خصم قيمة المخزون والموردون دفعات مقدمة من قيمة الأصول المتداولة لكونهما الأصلين المتداولين الذين يستغرقا أطول فترة لكي يتحوला إلى نقدية. وتحسب نسبة التداول السريع بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة التداول السريع} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - (\text{المخزون} + \text{الموردون دفعات مقدمة})}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{نسبة التداول السريع} = \frac{15,000 - 40,000}{20,000} = 1.25 \text{ مرة}$$

3. نسبة النقدية

يقصد بنسبة النقدية "مجموع النقدية والاستثمارات المؤقتة في أوراق مالية مقسومًا على مجموع الالتزامات المتداولة". وتقيس هذه النسبة قدرة الشركة الفورية على سداد التزاماتها المتداولة. وتحسب نسبة النقدية بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{النقدية} + \text{الاستثمارات المؤقتة}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

وبالتطبيق علي بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{10,000}{20,000} = 0.5 \text{ مرة}$$

تقييم مديونية الشركة

هناك عدة نسب مالية تُستخدم لقياس مدى استخدام الشركة للأموال المقترضة في تمويل أصولها المختلفة وكذلك للحكم على مدى قدرة الشركة على الوفاء بديونها. وتنقسم الديون إلى

ديون قصيرة الأجل وديون طويلة الأجل. والديون قصيرة الأجل تأخذ شكل قروض مصرفية قصيرة الأجل أما الديون طويلة الأجل فتأخذ شكل قروض مصرفية طويلة الأجل أو شكل سندات.

وهنا ينبغي التمييز بين مصطلحي الالتزامات والديون. الالتزامات هي ما علي الشركة للغير بمناسبة ممارسة الشركة لنشاطها أو حصول الشركة على أموال بمعنى الشراء الآجل أو الحصول على خدمات دون دفع مقابلها بشكل فوري أو حلول أجل سداد بعض المستحقات على الشركة دون دفعها. أما الديون فتنشأ فقط بمناسبة حصول الشركة على أموال سواء لأجل قصير أو لأجل طويل ولذا يعتبر كل دين التزام على الشركة ولكن العكس غير صحيح. وتُقاس مديونية الشركة من خلال عدة مؤشرات مالية مثل نسبة الالتزامات للأصول ونسبة الالتزامات لحقوق الملكية ونسبة الديون للأصول ونسبة الديون لحقوق الملكية وعدد مرات تغطية الفوائد وعدد مرات تغطية المصروفات الثابتة. وتعرض لهذه المؤشرات فيما يلي:

1. نسبة الالتزامات للأصول

نسبة الالتزامات للأصول هي مؤشر يقيس مدى كفاية أصول الشركة للوفاء بالتزاماتها سواء المتداولة أو طويلة الأجل. ويوضح ذلك المؤشر مدى اعتماد الشركة على الأموال المقترضة في تمويل أصولها المختلفة. وعندما يكون ذلك المؤشر أقل من واحد فيعني ذلك أن معظم أصول الشركة يتم تمويلها بالملكية، أما إذا كان ذلك المؤشر أكبر من واحد فيعني ذلك أن معظم أصول الشركة يتم تمويلها بالمديونية. والشركات التي يرتفع فيها ذلك المؤشر تُعد مرتفعة الرفع وبالتالي مرتفعة المخاطرة وبصفة خاصة في حالة مطالبة الدائنين للشركة بسداد مستحقاتهم طرفها. ويُقاس ذلك المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة الالتزامات للأصول} = \frac{\text{الالتزامات المتداولة} + \text{الالتزامات طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\%65 = \frac{45,000 + 20,000}{100,000} = \text{نسبة الالتزامات للأصول}$$

2. نسبة الالتزامات لحقوق الملكية

تُستخدم نسبة الالتزامات لحقوق الملكية لقياس مدى كفاية حقوق الملكية لسداد التزامات الشركة المتداولة وطويلة الأجل. وتُقاس تلك النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة الالتزامات لحقوق الملكية} = \frac{\text{الالتزامات قصيرة الأجل} + \text{الالتزامات طويلة الأجل}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\%185.7 = \frac{45,000 + 20,000}{35,000} = \text{نسبة الالتزامات لحقوق الملكية}$$

3. نسبة الديون لحقوق الملكية

نسبة الديون لحقوق الملكية **Debt/Equity Ratio** هي مؤشر للرافعة المالية ويقاس ذلك المؤشر مدى كفاية حقوق الملكية لسداد ديون الشركة. وتنقسم ديون الشركة إلى: ديون قصيرة الأجل وهي عبارة عن القروض قصيرة الأجل بالإضافة للجزء المتداول من القروض طويلة الأجل. وديون طويلة الأجل وهي عبارة عن القروض طويلة الأجل بالإضافة للسندات. والشركة ذات نسبة الديون لحقوق الملكية المرتفعة تُعد أكثر مخاطرة وبصفة خاصة في فترات ارتفاع أسعار الفائدة حيث ترتفع تكلفة التمويل بالمديونية. وتُقاس تلك النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة الديون لحقوق الملكية} = \frac{\text{ديون قصيرة الأجل} + \text{ديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي حقوق الملكية}}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\%85.7 = \frac{25,000 + 5,000}{35,000} = \text{نسبة الديون لحقوق الملكية}$$

4. نسبة الديون للأصول

تُستخدم نسبة الديون للأصول لقياس مدى اعتماد الشركة على تمويل أصولها من خلال الديون سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل. وتفيد هذه النسبة في التعرف على نسبة اعتماد الشركة على تمويل أصولها بالمديونية. وبشكل عام انخفاض تلك النسبة يعني أن الشركة أقل مخاطرة حيث أن ارتفاع نسبة المديونية يعني ارتفاع ما تتحمله الشركة من الفوائد والأعباء الأخرى اللازمة لخدمة الديون. وبالرغم من ذلك فإن اتخاذ الشركة قرار بالتخلي عن الديون يجعلها تعتمد بشكل أكبر على التمويل بالأسهم ويعني ذلك تحمل الشركة لمزيد من الضرائب نظرًا لأن مدفوعات الفوائد تُخصم من الوعاء الخاضع للضريبة وهو ما يحدث وفر ضريبي. ولهذا يجب على إدارة الشركة وهي بصدد تحديد النسبة المثلى للتمويل بالمديونية مراعاة كل من المخاطرة والضرائب. وتُقاس تلك النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة الديون للأصول} = \frac{\text{ديون قصيرة الأجل} + \text{ديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\%30 = \frac{25,000 + 5,000}{100,000} = \text{نسبة الديون للأصول}$$

5. نسبة تغطية الفوائد

نسبة تغطية الفوائد **Intrest Coverage Ratio** هي مؤشر يقيس قدرة الشركة على الوفاء بمدفوعات الفوائد ويُعرف بأنه عدد مرات تغطية صافي الربح قبل الفوائد والضرائب لمدفوعات الفوائد. ويُعكس ذلك المؤشر درجة الأمان التي يحظى بها مقرضو الشركة. ويُقاس تلك النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{عدد مرات تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{عدد مرات تغطية الفوائد} = \frac{50,000}{10,000} = 5 \text{ مرات}$$

6. عدد مرات تغطية الالتزامات الثابتة

يقصد بمؤشر عدد مرات تغطية الالتزامات الثابتة "عدد مرات تغطية صافي الربح قبل الفوائد والضرائب مضافاً إليه الإهلاك والإيجار لمدفوعات الشركة الثابتة" حيث مدفوعات الشركة الثابتة هي: مصروفات الفوائد والإيجار وأقساط سداد القروض، وهو مؤشر لدرجة الأمان التي يحظى بها دائنو الشركة وكذلك قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الثابتة. ويُقاس ذلك المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\text{عدد مرات تغطية الالتزامات الثابتة} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب} + \text{الإهلاك} + \text{الإيجار}}{\text{الفوائد} + \text{الإيجار} + \text{أقساط سداد القروض}}$$

فإذا علمت أن تكلفة المبيعات تتضمن قيمة الإيجار السنوي وهي 2,000 ريال وأن قيمة أقساط سداد القروض 3,000 ريال والإهلاك السنوي 5,000 ريال فإن:

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{عدد مرات تغطية الالتزامات الثابتة} = \frac{2,000 + 5,000 + 50,000}{3,000 + 2,000 + 10,000} = 3.8 \text{ مرة}$$

7. مضاعف الملكية

مضاعف الملكية **Equity Multiplier** هو إجمالي الأصول لإجمالي حقوق الملكية، وهو مؤشر لقياس الرفع المالي وكلما ارتفعت نسبته أشارت إلى اعتماد الشركة بشكل أساسي على تمويل أصولها بالمديونية. ويحسب مضاعف الملكية بالمعادلة التالية:

$$\text{مضاعف الملكية} = \frac{\text{الأصول}}{\text{حقوق الملكية}}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{مضاعف الملكية} = \frac{100,000}{35,000} = 2.85 \text{ مرة}$$

تقييم السوق للشركة

هناك مؤشرات مالية يمكن حسابها أيضاً للتعبير عن القيمة السوقية للشركة. ويقصد بالقيمة السوقية قيمة الشركة من وجهة نظر المستثمرين في بورصة الأوراق المالية. وتُحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة السوقية للشركة} = \text{سعر السهم} \times \text{عدد الأسهم المصدرة}$$

ويتأثر سعر السهم في بورصة الأوراق المالية بالمؤشرات المالية المحسوبة بناءً على القوائم المالية التي تنشرها الشركة بالإضافة للعديد من المتغيرات العامة. ونشير هنا إلى نسبتين هما مضاعف الربحية والقيمة السوقية للقيمة الدفترية.

1. مضاعف الربحية

مضاعف الربحية **Profitability Multiplier** هو "عدد مرات تغطية سعر السهم بسوق الأوراق المالية لربح السهم". ويتحدد سعر السهم بالسوق بسعر الإغلاق في نهاية جلسة التداول في ذات تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة. ويطلق على ذلك المؤشر أيضًا نسبة السعر للإيراد وهو ناتج قسمة رأس المال السوقي على صافي الربح بعد الضرائب وهو في تلك الحالة محسوبة على مستوي الشركة ككل. والشركة ذات المؤشر المرتفع تُعد شركة أعلى مخاطرة مقارنة بالشركات ذات المؤشر المنخفض. ويصبح المعدل أكثر فائدة عند مقارنته بمؤشر الشركات العاملة في نفس الصناعة. ويلزم لحساب مضاعف الربحية حساب ربحية السهم. وربحية السهم هي "نصيب السهم من صافي ربح الشركة". وتُحسب ربحية السهم بالمعادلة التالية:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة، يتضح أن:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{32,000}{10,000} = 3.2 \text{ ريال}$$

ثم يحسب مضاعف الربحية بالمعادلة التالية:

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{سعر السهم بالسوق}}{\text{ربحية السهم}}$$

فإذا كان سعر السهم بالسوق المالية 16 ريال، وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة

يتضح أن:

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{16}{3.2} = 5 \text{ مرات}$$

وبمقارنة ذلك المؤشر بذات المؤشر للشركات الأخرى العاملة في نفس الصناعة، إذا اتضح أن مضاعف الربحية منخفض يعني ذلك أن الورقة المالية يُقيمها السوق بأقل من قيمتها ولذا يكون من المتوقع أن يرتفع سعرها في المستقبل وذلك لتبرير الأرباح الحالية والمتوقعة، وهنا يسعى المستثمرون لشراء تلك الورقة. وربما ينجم عن مقارنة مضاعف ربحية الشركة بالشركات العاملة بنفس الصناعة ارتفاع مضاعف الربحية ويعني ذلك أن تكون الورقة المالية مقومة بأعلى من قيمتها الحقيقية وهو ما لا يمكن أن تبرره الأرباح الحالية أو المتوقعة، وهنا يسعى المستثمرون لبيع تلك الورقة.

ويمكن حساب تلك القيمة على مستوى الشركة ككل وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{\text{رأس المال السوقي}}{\text{صافي ربح الشركة}}$$

فإذا كان رأس مال الشركة السوقي 160,000 ريال فإن:

$$\text{مضاعف الربحية} = \frac{160,000}{32,000} = 5 \text{ مرات}$$

ويعني ذلك أن سعر السهم في السوق المالية يمثل خمس أضعاف ربحية السهم.

2. القيمة السوقية للقيمة الدفترية

القيمة السوقية للقيمة الدفترية هي عدد مرات تغطية سعر السهم بالسوق المالية لنصيب السهم من حقوق الملكية. ويتطلب حساب القيمة السوقية للقيمة الدفترية التعرف على الاصطلاحات التالية:

- سعر السهم وهو سعر إغلاق السهم ببورصة الأوراق المالية في نهاية جلسة التداول في ذات تاريخ انتهاء السنة المالية للشركة. وسعر السهم هو القيمة السوقية للسهم.
- القيمة الدفترية للسهم وهي نصيب السهم من حقوق الملكية. وتحسب القيمة الدفترية للسهم بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{35,000}{10,000} = 3.5 \text{ ريال}$$

القيمة السوقية للقيمة الدفترية للسهم هي عدد مرات تغطية سعر السهم للقيمة الدفترية للسهم. وارتفاع تلك القيمة يُعد مؤشر إيجابي لكونه إشارة واضحة إلى تبني إدارة الشركة لهدف تعظيم قيمة الشركة. وتُحسب القيمة السوقية للقيمة الدفترية للسهم بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{سعر السهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \text{القيمة السوقية للقيمة الدفترية}$$

وبالتطبيق على بيانات الشركة المذكورة يتضح أن:

$$\text{القيمة السوقية للقيمة الدفترية} = \frac{16}{3.5} = 4.57 \text{ مرة}$$

ويمكن حساب تلك القيمة على مستوي الشركة ككل وذلك بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{رأس المال السوقي}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{القيمة السوقية للقيمة الدفترية}$$

فإذا كان رأس مال الشركة السوقي 160,000 ريال فإن:

$$\text{القيمة السوقية للقيمة الدفترية} = \frac{160,000}{35,000} = 4.57 \text{ مرة}$$

تطبيقات

السؤال الأول:

فيما يلي قائمة الدخل وقائمة المركز المالي للشركة السعودية للصناعات الغذائية عن العام المالي المنتهي في 12/31.

قائمة الدخل

القيمة	بيان
200,000	صافي المبيعات
50,000	التكلفة الصناعية المتغيرة
30,000	التكلفة الصناعية الثابتة
80,000	إجمالي التكلفة الصناعية
120,000	مجمل الربح
15,000	التكلفة التسويقية والإدارية المتغيرة
5,000	التكلفة التسويقية والإدارية الثابتة
20,000	إجمالي التكلفة التسويقية والإدارية
100,000	الربح التشغيلي
30,000	إيرادات أخرى
10,000	مصروفات أخرى
120,000	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب
20,000	الفوائد
100,000	صافي الربح قبل الضرائب
20,000	الضرائب [20%]
80,000	صافي الربح

قائمة المركز المالي

المبالغ	الالتزامات وحقوق الملكية	المبالغ	الأصول
5,000	قروض قصيرة الأجل	6,000	النقدية
8,000	الموردون	4,000	الاستثمارات المؤقتة
4,000	أوراق الدفع	8,000	العملاء
2,000	عملاء دفعات مقدمة	2,000	أوراق القبض
1,000	مصروفات مستحقة	5,000	مصروفات مدفوعة مقدمًا
20,000	الالتزامات المتداولة	9,000	المخزون
10,000	قروض طويلة الأجل	6,000	موردون دفعات مقدمة
18,000	سندات	40,000	الأصول المتداولة
22,000	أسهم ممتازة	70,000	الأصول طويلة الأجل
50,000	الالتزامات طويلة الأجل	10,000	مجمع الإهلاك
20,000	الأسهم العادية	60,000	صافي الأصول طويلة الأجل
10,000	الاحتياطيات		
5,000	الأرباح المحتجزة		
30,000	حقوق الملكية		
100,000	الالتزامات وحقوق الملكية	100,000	الأصول

المطلوب:

1. قياس كفاءة إدارة الشركة في استغلال أصولها.
2. قياس قدرة الشركة على تحقيق معدلات عائد مناسبة.
3. قياس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماته قصيرة الأجل.
4. قياس قدرة الشركة على الوفاء بديونها.
5. إذا علمت أن سعر سهم الشركة في السوق في نهاية السنة المالية 20 ريال وأن عدد أسهم الشركة 50,000 سهم، المطلوب تحليل الأداء السوقي لسهم الشركة.

السؤال الثاني:

فسر سبب صحة أو خطأ كل فقرة من الفقرات التالية:

1. يُمكن النظر للديون باعتبارها التزامات على الشركة.
2. القدرة الكسبية هي مؤشر لقياس فعالية الشركة في تحويل أصولها إلي إيرادات من خلال أنشطتها العادية.
3. استراتيجية دعم نقاط القوة والتغلب على نقاط الضعف في أداء الشركة يُمكن أن يُطلق عليها تقييم أداء الشركة.
4. في كل الأحوال تنعكس مؤشرات النشاط إيجابياً على مؤشرات الربحية.
5. مؤشر العائد على حقوق الملكية يُعطي صورة كاملة عن أداء الشركة ومركزها المالي.
6. تُعامل الاستثمارات الموقته معاملة النقدية عند حساب نسبة النقدية.

السؤال الثالث: اختر الإجابة الصحيحة:

1. تُعطي --- لمحة عن أداء الشركة ومدى متانة مركزها المالي.
أ. مؤشرات النشاط ب. مؤشرات المديونية
ج. مؤشرات الربحية د. المؤشرات المالية
2. من أكثر الطرق شيوعاً في تقييم أداء الشركات المقارنة بمؤشرات ---.
أ. الشركة في السنة الماضية ب. شركة مثيلة
ج. متوسط الصناعة د. شركة رائدة
3. تطبيق مؤشر مالي ما على بيانات الشركة محل التحليل يُعد عملية ---.
أ. تصميم أداة قياس ب. تقييم
ج. قياس د. تقويم
4. مقارنة مؤشر الشركة محل التحليل بمؤشر شركة مثيلة يُعد عملية ---.
أ. تصميم أداة قياس ب. تقييم
ج. قياس د. تقويم

5. قد تؤدي عملية مقارنة مؤشر الشركة بمؤشر --- إلى نتائج محبطة لإدارة الشركة.
- أ. الشركة في السنة الماضية ب. شركة رائدة
ج. متوسط الصناعة د. لا شيء مما سبق
6. تُستخدم --- في الحكم على مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.
- أ. مؤشرات النشاط ب. مؤشرات السيولة
ج. مؤشرات الربحية د. مؤشرات المديونية
7. تستخدم --- في قياس كفاءة وفعالية إدارة الشركة.
- أ. مؤشرات النشاط ب. مؤشرات المديونية
ج. مؤشرات الربحية د. المؤشرات المالية
8. تُستخدم --- في الحكم على مدى كفاءة وفعالية إدارة الشركة فيما يتعلق باستغلال أصولها.
- أ. مؤشرات المديونية ب. مؤشرات المديونية
ج. المؤشرات المالية د. المؤشرات المالية
9. يُعد --- مؤشر لقياس الرفع المالي.
- أ. مضاعف الربحية ب. معدل العائد على الملكية
ج. مضاعف الملكية د. معدل العائد على الأصول
10. يُعد ارتفاع مؤشر --- إشارة واضحة لتبنى إدارة الشركة هدف تعظيم قيمة الشركة.
- أ. مضاعف الربحية ب. القيمة السوقية للقيمة الدفترية
ج. مضاعف الملكية د. معدل العائد على الأصول
11. يتخلص المستثمرون من سهم الشركة عندما يكون --- عن مؤشر الصناعة.
- أ. مضاعف الربحية مرتفع ب. مضاعف الربحية منخفض
ج. مضاعف الملكية مرتفع د. مضاعف الملكية منخفض
12. يتم تغطية الفوائد من رقم ---.
- أ. مجمل الربح ب. صافي الربح قبل الفوائد والضرائب
ج. الربح التشغيلي د. صافي الربح قبل الضرائب

الفصل الرابع

التنبؤ المالي

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- القدرة على وصف العلاقة بين مبيعات الشركة وبنود قائمة الدخل.
- القدرة على وصف العلاقة بين مبيعات الشركة وبنود قائمة المركز المالي.
- مهارة التنبؤ بقائمة الدخل.
- فلسفة التنبؤ بالاحتياجات المالية بأسلوب النسبة المئوية من المبيعات.
- مهارة التنبؤ بالاحتياجات المالية بأسلوب النسبة المئوية من المبيعات.
- فلسفة التنبؤ بالاحتياجات المالية بأسلوب النسبة الثابتة.
- مهارة التنبؤ بالاحتياجات المالية بأسلوب النسبة الثابتة.
- القدرة على تحليل الاحتياجات المالية إلى مصادرها الداخلية والخارجية.
- مهارة التنبؤ بقائمة المركز المالي.

الفصل الرابع

التنبؤ المالي

فلسفة التنبؤ المالي

تقدير احتياجات الشركة من الأموال هو أحد أهم الأهداف التي تسعى إليها الإدارة المالية. وتقوم أساليب تقدير الاحتياجات التمويلية على فلسفة مغزاها وجود علاقة مباشرة بين رقم المبيعات وإيرادات المبيعات ومعظم بنود التكاليف، وهو ما يؤثر على قائمة الدخل، وذلك في شكل تغيير كل من:

- صافي المبيعات.
- التكاليف المتغيرة.
- التكاليف الثابتة (حسب مستوى التشغيل).

حيث تعمل الشركات عند مستوى أقل من مستوى الطاقة القصوى أو تعمل عند مستوى الطاقة القصوى. فعندما تعمل الشركة عند مستوى أقل من مستوى الطاقة القصوى وتستوعب الطاقة الإنتاجية حجم الزيادة في المبيعات فإن رقم التكاليف الثابتة لن يتغير. أما إذا كانت الشركة تعمل عند مستوى الطاقة القصوى فإن كل تغيير في المبيعات سوف يؤدي إلى تغيير في التكلفة الثابتة بمقدار يحدده الفينيون وخبراء التكاليف.

فبفرض ثبات سعر بيع الوحدة من المنتج فإن كل زيادة في المبيعات تؤدي إلى زيادة إيرادات المبيعات وبنفس النسبة. كما أن تغيير المبيعات يؤدي إلى زيادة رقم التكاليف المتغيرة حيث أنها تلك التكاليف التي تتغير بتغير حجم الإنتاج ونصيب الوحدة منها ثابت، ولذا فإن كل زيادة في

المبيعات سوف تؤدي إلى زيادة في إجمالي التكاليف المتغيرة وبنفس النسبة، وذلك بفرض ثبات أسعار مدخلات العملية الانتاجية.

وعن بنود قائمة الدخل الأخرى كالفوائد والضرائب. تعتمد الفوائد على مقدار القروض وسعر الفائدة. وتعتمد الضرائب على مقدار الدخل قبل الضرائب وسعر الضريبة. فهي بنود لا ترتبط بعلاقة مباشرة مع المبيعات.

كما توجد علاقة بين رقم المبيعات ومعظم بنود قائمة المركز المالي، ويظهر ذلك فيما

يلي:

- جميع بنود الأصول المتداولة تتغير بتغير المبيعات.
- الأصول طويلة الأجل تتغير بتغير المبيعات إذا كانت الشركة تعمل عند مستوى الطاقة القصوى، أما إذا كانت الشركة تعمل عند مستوى أقل من مستوى الطاقة القصوى فلا تتغير الأصول طويلة الأجل بتغير المبيعات.
- جميع بنود الالتزامات المتداولة تتغير بتغير المبيعات ما عدا القروض قصيرة الأجل.
- لا توجد علاقة مباشرة بين المبيعات وبنود الالتزامات طويلة الأجل.
- لا توجد علاقة مباشرة بين المبيعات وبنود حقوق الملكية.

فبالنسبة للالتزامات المتداولة فتتغير جميع بنودها بالتغير في المبيعات ما عدا القروض قصيرة الأجل. فبنود الموردين وأوراق الدفع والمصروفات المستحقة على سبيل المثال تتغير بتغير رقم المبيعات أما بند القروض قصيرة الأجل فيعتمد على سياسة الشركة وقرارات الإدارة بشأن تدبير احتياجاتها التمويلية قصيرة الأجل.

والنسبة لبنود الالتزامات طويلة الأجل كالسندات والقروض طويلة الأجل فتتغير تلك البنود يعتمد على سياسات الشركة بشأن سد احتياجاتها التمويلية من المصادر الخارجية. كما يعتمد

على ظروف سوق الأوراق المالية والسوق المصرفي وكذلك على التكاليف التي تتحملها الشركة في سبيل الحصول على احتياجاتها التمويلية.

وبالنسبة لحقوق الملكية والتي تتكون من رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة فتتغير بناء على سياسات الشركة. فرقم الأرباح المحتجزة علي سبيل المثال يعتمد على رقم صافي الربح وسياسة الشركة بشأن توزيع الأرباح. كما يعتمد رقم الأسهم على سياسة الشركة بشأن تمويل احتياجاتها التمويلية طويلة الأجل عن طريق إصدار أسهم جديدة. ويمكن تقدير الاحتياجات التمويلية بأحد أسلوبين هما: أسلوب النسبة المئوية من المبيعات، وأسلوب النسبة الثابتة، وفيما يلي نتناول بالشرح هذين الأسلوبين.

أسلوب النسبة المئوية من المبيعات

سوف نتعرض لأسلوب النسبة المئوية من المبيعات بخطواته التفصيلية من خلال المثال التالي، ترغب الشركة العقارية السعودية في تقدير احتياجاتها المالية خلال العام المالي القادم وتحليلها لمصادرها الداخلية والخارجية، ولهذا الغرض وفرت لك إدارة الشركة البيانات التالية:

- تعمل الشركة عند مستوى الطاقة القصوى.
- تتوقع إدارة الشركة زيادة المبيعات في العام القادم بنسبة 20٪.
- التكاليف الثابتة سوف تزيد بمقدار 20,000 ريال.
- تتبنى إدارة الشركة سياسة توزيع 80٪ من صافي الربح.
- كما وفرت الشركة صورة من قوائمها المالية عن العام المالي المنتهي في 12/31.

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	1,000,000
التكلفة المتغيرة	400,000
التكلفة الثابتة	200,000
إجمالي تكلفة المبيعات	600,000
الربح التشغيلي	400,000
الفوائد	100,000
الربح قبل الضرائب	300,000
الضرائب [20%]	60,000
صافي الربح	240,000

قائمة المركز المالي

الأصول	المبالغ	الالتزامات وحقوق الملكية	المبالغ
النقدية	40,000	قروض قصيرة الأجل	70,000
العملاء وأوراق القبض	60,000	الموردون وأوراق الدفع	80,000
المخزون	80,000	عملاء دفعات مقدمة	40,000
موردون دفعات مقدمة	35,000	مصروفات مستحقة	20,000
مصروفات مدفوعة مقدماً	25,000	الالتزامات المتداولة	210,000
الأصول المتداولة	240,000	قروض طويلة الأجل	70,000
الأصول طويلة الأجل	480,000	سندات	100,000
مجمع الإهلاك	80,000	الالتزامات طويلة الأجل	170,000
صافي الأصول طويلة الأجل	400,000	الأسهم العادية	160,000
		الاحتياطيات	60,000
		الأرباح المحتجزة	40,000
		حقوق الملكية	260,000
الأصول	640,000	الالتزامات وحقوق الملكية	640,000

وطلبت منك إدارة الشركة باعتبارك محلل مالي استخدام أسلوب النسبة المئوية من

المبيعات في:

1. إعداد قائمة الدخل المتوقعة.
2. التنبؤ بالاحتياجات التمويلية وتحليلها لداخلية وخارجية.
3. إعداد قائمة المركز المالي المتوقعة.

الحل

يتم إعداد قائمة الدخل المتوقعة وذلك كما يلي:

قائمة الدخل المتوقعة

البيان	القيمة
صافي المبيعات	1,200,000
التكلفة المتغيرة	480,000
التكلفة الثابتة	220,000
إجمالي تكلفة المبيعات	700,000
الربح التشغيلي	500,000
الفوائد	100,000
صافي الربح قبل الضرائب	400,000
الضرائب [20٪]	80,000
صافي الربح	320,000

لاحظ أن صافي المبيعات في قائمة الدخل المتوقعة تم حسابه بضرب رقم صافي المبيعات في قائمة الدخل عن العام المنتهي في 120٪، وذلك لإضافة نسبة الزيادة في المبيعات على رقم المبيعات الحالي، وكذلك الحال بالنسبة للتكاليف المتغيرة. أما التكاليف الثابتة فقد

زادت بمقدار ثابت وهو 20,000 ريال وذلك لأن الشركة تعمل عند مستوى الطاقة القصوى. وبالنسبة لباقي بنود قائمة الدخل تم حسابها بنفس منهجية إعداد قائمة الدخل السابق إيضاها.

ولتقدير الاحتياجات التمويلية المتوقعة ينبغي تحديد بنود الأصول والالتزامات التي تتغير بتغير المبيعات، ثم حساب نسبة الاحتياجات التمويلية، وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة الاحتياجات التمويلية} = \frac{\text{الأصول التي تتغير بتغير المبيعات} - \text{الالتزامات التي تتغير بتغير المبيعات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\%50 = \frac{140,000 - 640,000}{1,000,000} = \text{نسبة الاحتياجات التمويلية}$$

ثم نقوم بحساب الزيادة المتوقعة في المبيعات بالمعادلة التالية:

$$\text{الزيادة المتوقعة في المبيعات} = \text{صافي المبيعات} \times \text{نسبة الزيادة المتوقعة في المبيعات}$$

$$\text{الزيادة المتوقعة في المبيعات} = 1,000,000 \times \%20 = 200,000 \text{ ريال}$$

يلي ذلك حساب الاحتياجات التمويلية وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{الاحتياجات التمويلية} = \text{الزيادة المتوقعة في المبيعات} \times \text{نسبة الاحتياجات التمويلية}$$

$$\text{الاحتياجات التمويلية} = 200,000 \times \%50 = 100,000 \text{ ريال}$$

يلي ذلك تحديد مقدار التمويل الداخلي ويقصد بالتمويل الداخلي الجزء الذي يتم احتجازه من أرباح العام ويتم حساب التمويل الداخلي كما يلي:

حساب الأرباح المحتجزة المتوقعة حيث:

$$\text{الأرباح المحتجزة المتوقعة} = \text{صافي الربح المتوقع} \times \text{نسبة الأرباح المحتجزة}$$

$$\text{الأرباح المحتجزة المتوقعة} = 320,000 \times 20\% = 64,000 \text{ ريال}$$

وتمثل الأرباح المحتجزة المتوقعة مقدار التمويل الداخلي.

يلي ذلك تحديد مقدار الاحتياجات التمويلية الخارجية حيث:

$$\text{الاحتياجات التمويلية الخارجية} = \text{الاحتياجات التمويلية} - \text{التمويل الداخلي}$$

$$\text{الاحتياجات التمويلية الخارجية} = 100,000 - 64,000 = 36,000 \text{ ريال.}$$

ويتم تمويل هذا المبلغ من مصادر تمويل خارجية حسب ما ترى إدارة الشركة ووفقاً

لتكلفة مصادر التمويل الخارجية المختلفة.

وبإضافة رقم الأرباح المحتجزة المتوقعة إلي الرصيد الحالي للأرباح المحتجزة نحصل

علي رصيد الأرباح المحتجزة في قائمة المركز المالي المتوقعة. وذلك كما يلي:

في قائمة المركز المالي المتوقعة:

$$\text{رصيد الأرباح المحتجزة} = \text{الرصيد الحالي} + \text{الأرباح المحتجزة المتوقعة}$$

$$\text{رصيد الأرباح المحتجزة} = 40,000 + 64,000 = 104,000 \text{ ريال.}$$

وإذا كانت سياسة الشركة فيما يتعلق بسد الاحتياجات التمويلية الخارجية هي الاقتراض

المصرفي طويل الأجل. فمن خلال إضافة رقم الاحتياجات التمويلية الخارجية إلي رصيد القروض

طويلة الأجل نحصل علي رصيد القروض طويلة الأجل في قائمة المركز المالي المتوقعة، وذلك كما يلي:

في قائمة المركز المالي المتوقعة:

رصيد القروض طويلة الأجل = الرصيد الحالي + الاحتياجات التمويلية الخارجية

$$\text{رصيد القروض طويلة الأجل} = 70,000 + 36,000 = 106,000 \text{ ريال.}$$

وبالنسبة لبنود قائمة المركز المالي التي تتغير بتغير المبيعات يتم حسابها كما يلي:

الرصيد المتوقع = الرصيد الحالي \times [100% + نسبة الزيادة في المبيعات]

ويتطبيق تلك المعادلة يتضح أن:

البند	الرصيد الحالي	الرصيد المتوقع
النقدية	40,000	48,000
عملاء وأوراق قبض	60,000	72,000
مخزون	80,000	96,000
موردون دفعات مقدمة	35,000	42,000
مصروفات مدفوعة مقدماً	25,000	30,000
صافي الأصول طويلة الأجل	400,000	480,000
الموردون وأوراق دفع	80,000	96,000
عملاء دفعات مقدمة	40,000	48,000
مصروفات مستحقة	20,000	24,000

بعد ذلك يمكننا إعداد قائمة المركز المالي المتوقعة للشركة وهي كما يلي:

قائمة المركز المالي المتوقعة

القيمة	الالتزامات وحقوق الملكية	القيمة	الأصول
70,000	قروض قصيرة الأجل	48,000	النقدية
96,000	الموردون وأوراق الدفع	72,000	العملاء وأوراق القبض
48,000	عملاء دفعات مقدمة	96,000	المخزون
24,000	مصروفات مستحقة	42,000	موردون دفعات مقدمة
238,000	الالتزامات المتداولة	30,000	مصروفات مدفوعة مقدماً
106,000	قروض طويلة الأجل	288,000	الأصول المتداولة
100,000	سندات	576,000	الأصول طويلة الأجل
206,000	الالتزامات طويلة الأجل	96,000	مجمع الإهلاك
160,000	الأسهم العادية	480,000	صافي الأصول طويلة الأجل
60,000	الاحتياطيات		
104,000	الأرباح المحتجزة		
324,000	حقوق الملكية		
768,000	الالتزامات وحقوق الملكية	768,000	الأصول

لاحظ أن التغيرات التي طرأت على بنود قائمة المركز المالي إلى ثلاثة مجموعات هي:

- مجموعة البنود التي تغيرت بتغير المبيعات وتضمنت: النقدية والعملاء وأوراق القبض والمخزون وموردون دفعات مقدمة ومصروفات مدفوعة مقدماً وصافي الأصول طويلة الأجل والموردون وأوراق دفع وعملاء دفعات مقدمة ومصروفات مستحقة.
- مجموعة البنود التي تغيرت بناءً على سياسات الشركة أو قرارات الإدارة وتضمنت: الأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل.
- مجموعة البنود التي لم تتغير وتضمنت: القروض قصيرة الأجل والسندات والأسهم والاحتياطيات.

أسلوب النسبة الثابتة

سوف نتعرض لأسلوب النسبة الثابتة بخطواته التفصيلية من خلال المثال التالي، ترغب الشركة العقارية السعودية في تقدير احتياجاتها التمويلية خلال العام المالي القادم وتحليلها لمصادرها الداخلية والخارجية، ولهذا الغرض وفرت لك إدارة الشركة البيانات التالية:

- تعمل الشركة عند مستوى الطاقة القصوى.
- إدارة الشركة تتوقع زيادة المبيعات في العام القادم بنسبة 20٪.
- التكاليف الثابتة سوف تزيد بمقدار 20,000 ريال.
- تتبنى إدارة الشركة سياسة توزيع 80٪ من صافي الربح.

وبالإضافة لذلك وفرت لك إدارة الشركة قائمة الدخل وقائمة المركز المالي عن العام المالي المنتهي في 12/31.

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	1,000,000
التكلفة المتغيرة	400,000
التكلفة الثابتة	200,000
إجمالي تكلفة المبيعات	600,000
الربح التشغيلي	400,000
الفوائد	100,000
الربح قبل الضرائب	300,000
الضرائب [20٪]	60,000
صافي الربح	240,000

قائمة المركز المالي

المبالغ	الالتزامات وحقوق الملكية	المبالغ	الأصول
70,000	قروض قصيرة الأجل	40,000	النقدية
80,000	الموردون وأوراق الدفع	60,000	العملاء وأوراق القبض
40,000	عملاء دفعات مقدمة	80,000	المخزون
20,000	مصروفات مستحقة	35,000	موردون دفعات مقدمة
210,000	الالتزامات المتداولة	25,000	مصروفات مدفوعة مقدماً
70,000	قروض طويلة الأجل	240,000	الأصول المتداولة
100,000	سندات	480,000	الأصول طويلة الأجل
170,000	الالتزامات طويلة الأجل	80,000	مجمع الإهلاك
160,000	الأسهم العادية	400,000	صافي الأصول طويلة الأجل
60,000	الاحتياطيات		
40,000	الأرباح المحتجزة		
260,000	حقوق الملكية		
640,000	الالتزامات وحقوق الملكية	640,000	الأصول

وفي ضوء تلك البيانات والقوائم المالية طلبت منك إدارة الشركة باعتبارك محلل مالي استخدام أسلوب النسبة الثابتة في:

1. إعداد قائمة الدخل المتوقعة.
2. التنبؤ بالاحتياجات التمويلية.
3. إعداد قائمة المركز المالي المتوقعة.

الحل

يتم إعداد قائمة الدخل المتوقعة بنفس الطريقة السابق إعدادها بها، وتظهر كما يلي:

قائمة الدخل المتوقعة

البيان	القيمة
صافي المبيعات	1,200,000
التكلفة المتغيرة	480,000
التكلفة الثابتة	220,000
إجمالي تكلفة المبيعات	700,000
الربح التشغيلي	500,000
الفوائد	100,000
صافي الربح قبل الضرائب	400,000
الضرائب [20%]	80,000
صافي الربح	320,000

ثم يتم تصنيف بنود قائمة المركز المالي إلى مجموعتين من البنود مجموعة البنود التي تتغير بتغير المبيعات ومجموعة البنود التي لا تتغير بتغير المبيعات. بالنسبة للمجموعة الأولى يتم تقديرها بالاعتماد على التغير في المبيعات كما سبق وذلك كما يلي:

البيان	الرصيد الحالي	الرصيد المتوقع
النقدية	40,000	48,000
عملاء وأوراق قبض	60,000	72,000
مخزون	80,000	96,000
موردون دفعات مقدمة	35,000	42,000
مصروفات مدفوعة مقدماً	25,000	30,000
صافي الأصول طويلة الأجل	400,000	480,000
الموردون وأوراق دفع	80,000	96,000
عملاء دفعات مقدمة	40,000	48,000
مصروفات مستحقة	20,000	24,000

وبالنسبة لبنود القروض قصيرة وطويلة الأجل والسندات وحقوق الملكية يعتمد التغير فيها على سياسات الشركة المتعلقة بسد احتياجاتها التمويلية وتوزيع الأرباح. فربما يكون سد الاحتياجات التمويلية عن طريق التمويل بالملكية أو التمويل بالمديونية، عن طريق التمويل الداخلي أو الخارجي، وربما تعتمد الشركة سياسة توزيع الأرباح بالكامل أو بنسبة معينة أو عدم التوزيع. ولذا فإن مقدار الأرباح المحتجزة المتوقعة يعتمد على مقدار صافي الربح المتوقع وسياسة الشركة بشأن توزيع أرباحها. فإذا كانت الشركة توزع 80% من صافي الربح فإن ذلك يعني ذلك أنها تقوم باحتجاز 20% من أرباحها.

ويمكن حساب الأرباح المحتجزة المتوقعة كما يلي:

$$\text{الأرباح المحتجزة المتوقعة} = \text{صافي الربح المتوقع} \times \text{نسبة الأرباح المحتجزة}$$

$$\text{الأرباح المحتجزة المتوقعة} = 320,000 \times 20\% = 64,000 \text{ ريال}$$

بعد ذلك يتم تحديد رصيد الأرباح المحتجزة في قائمة المركز المالي المتوقعة، وذلك بالمعادلة التالية:

في قائمة المركز المالي المتوقعة

$$\text{رصيد الأرباح المحتجزة} = \text{الرصيد الحالي} + \text{الأرباح المحتجزة المتوقعة}$$

$$\text{رصيد الأرباح المحتجزة} = 40,000 + 64,000 = 104,000 \text{ ريال.}$$

ثم نعد قائمة المركز المالي المتوقعة بالمتتم الحسابي كتصور مبدئي للقائمة مع إدراج البنود التي تغيرت بتغير المبيعات ورصيد الأرباح المحتجزة بالقيمة المتوقعة ووضع باقي البنود بقيمتها في قائمة المركز المالي في العام المنتهي. وذلك كما يلي:

قائمة المتمم الحسابي

المبالغ	الالتزامات وحقوق الملكية	المبالغ	الأصول
70,000	قروض قصيرة الأجل	48,000	النقدية
96,000	الموردون وأوراق الدفع	72,000	العملاء وأوراق القبض
48,000	عملاء دفعات مقدمة	96,000	المخزون
24,000	مصروفات مستحقة	42,000	موردون دفعات مقدمة
238,000	الالتزامات المتداولة	30,000	مصروفات مدفوعة مقدماً
70,000	قروض طويلة الأجل	288,000	الأصول المتداولة
100,000	سندات	576,000	الأصول طويلة الأجل
170,000	الالتزامات طويلة الأجل	96,000	مجمع الإهلاك
160,000	الأسهام العادية	480,000	صافي الأصول طويلة الاجل
60,000	الاحتياطيات		
104,000	الأرباح المحتجزة		
324,000	حقوق الملكية		
<u>36,000</u>	<u>المتمم الحسابي</u>		
768,000	الالتزامات وحقوق الملكية	768,000	الأصول

ومن تلك القائمة تبين أن المتمم الحسابي 36,000 ريال، والمتمم الحسابي هنا هو مقدار الاحتياجات التمويلية الخارجية، فإذا كانت سياسة الشركة سد احتياجاتها التمويلية الخارجية عن طريق الاقتراض طويل الأجل فإن قائمة المركز المالي المتوقعة تظهر كما يلي:

قائمة المركز المالي المتوقعة

المبالغ	الالتزامات وحقوق الملكية	المبالغ	الأصول
70,000	قروض قصيرة الأجل	48,000	النقدية
96,000	الموردون وأوراق الدفع	72,000	العملاء وأوراق القبض
48,000	عملاء دفعات مقدمة	96,000	المخزون
24,000	مصروفات مستحقة	42,000	موردون دفعات مقدمة
238,000	الالتزامات المتداولة	30,000	مصروفات مدفوعة مقدماً
106,000	قروض طويلة الأجل	288,000	الأصول المتداولة
100,000	سندات	576,000	الأصول طويلة الأجل
206,000	الالتزامات طويلة الأجل	96,000	مجمع الإهلاك
160,000	الأسهم العادية	480,000	صافي الأصول طويلة الاجل
60,000	الاحتياطيات		
104,000	الأرباح المحتجزة		
324,000	حقوق الملكية		
768,000	الالتزامات وحقوق الملكية	768,000	الأصول

لاحظ أن: في قائمة المركز المالي المتوقعة

رصيد القروض طويلة الأجل = الرصيد الحالي + الاحتياجات التمويلية الخارجية

رصيد القروض طويلة الأجل = 70,000 + 36,000 = 106,000 ريال.

الاحتياجات التمويلية = الأرباح المحتجزة المتوقعة + الاحتياجات التمويلية الخارجية

الاحتياجات التمويلية = 64,000 + 36,000 = 100,000 ريال.

تطبيقات

السؤال الأول: فيما يلي قائمة دخل الشركة العقارية السعودية عن العام المالي المنتهي.

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,000,000
التكلفة المتغيرة	800,000
التكلفة الثابتة	700,000
إجمالي التكاليف	1,500,000
الربح التشغيلي	500,000
القوائد	100,000
صافي الربح قبل الضرائب	400,000
الضرائب [20%]	80,000
صافي الربح	320,000
عدد الأسهم	100,000
ربح السهم	3.2

فإذا علمت أن:

- إدارة الشركة ارتفاع المبيعات تتوقع بنسبة 50%.
- قدر الفنيون زيادة التكاليف الثابتة بمبلغ 300,000 ريال.
- تبلغ قيمة الأصول التي تتغير بتغير المبيعات 1,000,000 ريال، وقيمة الالتزامات التي تتغير بتغير المبيعات 400,000 ريال.
- سياسة الشركة توزيع 80% من صافي الربح على المساهمين.

المطلوب:

تقدير احتياجات الشركة المالية وتحليلها إلى مصادرها الداخلية والخارجية.

السؤال الثاني: تقدمت لشغل وظيفة محلل مالي في الشركة السعودية، فقامت إدارة الشركة بتوفير قائمة الدخل التالية:

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,000,000
التكلفة المتغيرة	800,000
التكلفة الثابتة	700,000
إجمالي التكاليف	1,500,000
الربح التشغيلي	500,000
إيرادات أخرى	250,000
مصروفات أخرى	100,000
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	650,000
الفوائد	150,000
صافي الربح قبل الضرائب	500,000
الضرائب [20٪]	100,000
صافي الربح	400,000

فإذا علمت أن:

- تعمل الشركة عند مستوى أقل من مستوى الطاقة القصوى.
- سياسة الشركة توزيع 90٪ من صافي الأرباح.
- سياسة الشركة سد احتياجاتها التمويلية الخارجية عن طريق إصدار سندات.
- تتوقع إدارة الشركة زيادة المبيعات بنسبة 20٪.
- تتوقع إدارة الشركة عدم ممارسة أية أنشطة أخرى بخلاف نشاطها الرئيسي في العام القادم.
- في قائمة المركز المالي عن العام المنتهي بلغ رصيد الأرباح المحتجزة 50,000 ريال وكان رصيد السندات 100,000 ريال، وبلغت قيمة الأصول المتداولة 650,000 ريال وقيمة الالتزامات المتداولة بدون القروض 150,000 ريال.

المطلوب:

1. احسب مقدار الاحتياجات التمويلية.
2. احسب مقدار التمويل الداخلي.
3. احسب مقدار التمويل الخارجي.
4. احسب رصيد الأرباح المحتجزة في قائمة المركز المالي المتوقعة.
5. احسب رصيد السندات في قائمة المركز المالي المتوقعة.

السؤال الثالث:

فيما يلي قائمة الدخل وقائمة المركز المالي لشركة أسمنت الشرقية عن العام المالي المنتهي.

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	200,000
التكلفة المتغيرة	80,000
التكلفة الثابتة	40,000
تكلفة المبيعات	120,000
الربح التشغيلي	80,000
الفوائد	10,000
صافي الربح قبل الضرائب	70,000
الضرائب [20٪]	14,000
صافي الربح	56,000

قائمة المركز المالي

القيمة	الالتزامات وحقوق الملكية	القيمة	الأصول
10,000	قروض قصيرة الأجل	8,000	نقدية
15,000	موردون	10,000	استثمارات مؤقتة
9,000	أوراق دفع	15,000	عملاء
12,000	عملاء دفعات مقدمة	10,000	أوراق قبض
8,000	مصرفوات مستحقة	24,000	مخزون
54,000	التزامات متداولة	6,000	موردون دفعات مقدمة
16,000	قروض طويلة الأجل	73,000	أصول متداولة
20,000	سندات	97,000	أصول طويلة الأجل
10,000	أسهم ممتازة	20,000	مجمع الإهلاك
46,000	التزامات طويلة الأجل	77,000	صافي الأصول طويلة الأجل
30,000	أسهم عادية		
12,000	احتياطيات		
8,000	أرباح محتجزة		
50,000	حقوق الملكية		
150,000	الالتزامات وحقوق الملكية	150,000	الأصول

كما وفرت إدارة الشركة البيانات التالية:

- تتوقع إدارة الشركة زيادة المبيعات بنسبة 40% في العام القادم.
- عدد الأسهم العادية 20,000 سهم.
- تعمل الشركة عند مستوى الطاقة القصوى.
- قدر الفنيون زيادة التكاليف الثابتة بمبلغ 10,000 ريال.
- سياسة الشركة توزيع 90% من صافي الربح.
- قررت الشركة الاعتماد علي السندات في سد احتياجاتها التمويلية الخارجية.

المطلوب:

1. التنبؤ بقائمة الدخل المتوقعة.
2. التنبؤ بالاحتياجات التمويلية وتحليلها لمصادرها الداخلية والخارجية.
3. التنبؤ بقائمة المركز المالي المتوقعة.

السؤال الرابع:

1. تناول بالشرح الافتراضات التي يقوم عليها أسلوب النسبة المئوية من المبيعات في تحليل الاحتياجات المالية؟
2. قارن بين أسلوب النسبة المئوية من المبيعات والنسبة الثابتة في التنبؤ المالي؟

الفصل الخامس

إدارة مخاطر الشركة

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- مفهوم مخاطر الأعمال.
- القدرة على وصف المخاطرة التشغيلية والمخاطرة المالية.
- معرفة مصادر المخاطرة التشغيلية.
- معرفة مصادر المخاطرة المالية.
- معرفة تأثير الدورة الاقتصاية على الرفع المالي.
- مهارة احتساب المخاطرة التشغيلية بأسلوب الرفع التشغيلي.
- مهارة احتساب المخاطرة المالية بأسلوب الرفع المالي.
- مهارة احتساب المخاطرة الكلية بأسلوب الرفع الكلي.
- القدرة على تفسير الرفع التشغيلي والرفع المالي.
- معرفة خصائص الرفع التشغيلي والرفع المالي.

الفصل الخامس

إدارة مخاطر الشركة

تُعرف مخاطر الأعمال **Business Risk** بأنها المخاطر المرتبطة بظروف شركة بعينها والتي يحتمل أن تؤثر علي القيمة السوقية لسهم تلك الشركة. ومخاطر الأعمال هي مخاطر تحدث نتيجة التغير في ظروف الشركة أو أدائها أو مركزها المالي وتظهر تلك المخاطر في الشركات بسبب هيكل تكاليف الشركة وهيكل تمويل الشركة، وبالتالي تختلف درجة مخاطرة الشركة باختلاف هيكل تكاليفها وهيكل تمويلها. ولذا تنقسم مخاطر الشركات إلى مخاطر تشغيلية ومخاطر تمويلية.

المخاطرة التشغيلية

المخاطرة التشغيلية **Operating Risk** هي احتمال اختلاف الربح التشغيلي المحقق عن الربح التشغيلي المقدر. وتنتج المخاطرة التشغيلية عن هيكل تكاليف الشركة حيث تنقسم تكاليف الشركة إلى تكاليف ثابتة وتكاليف متغيرة، ومن المعروف أن التكلفة المتغيرة هي تلك التكاليف التي تتغير بتغير حجم الإنتاج وبالتالي فإن إدارة الشركة تستطيع التحكم في التكاليف المتغيرة في حالة تغير ظروف الشركة وعلى العكس من ذلك لا تستطيع الشركة التحكم في التكاليف الثابتة ولهذا يري المليون أن وجود التكاليف الثابتة في هيكل تكاليف الشركة هو سبب المخاطرة التشغيلية.

تختلف التكاليف الثابتة من شركة لأخرى ومن صناعة لأخرى وهو ما يؤدي بدوره لتفاوت درجة المخاطرة التشغيلية من شركة لأخرى ومن صناعة لأخرى. فعلى سبيل المثال؛ الصناعات كثيفة العمالة منخفضة الأتمتة مثل صناعة السجاد اليدوي سوف تنخفض فيها درجة المخاطرة التشغيلية وذلك على عكس الصناعات كثيفة التكنولوجيا مثل صناعة الطيران والتي تزيد فيها درجة

المخاطرة التشغيلية ويرجع السبب في ذلك إلى اختلاف هيكل التكاليف ففي الصناعات كثيفة العمالة تنخفض التكاليف الثابتة في حين ترتفع تلك التكاليف في الصناعات كثيفة التكنولوجيا.

وتوجد علاقة طردية بين مستوى الرفع التشغيلي وكمية التعادل بمعنى أن ارتفاع كمية مبيعات التعادل سوف يؤدي إلى زيادة درجة الرفع التشغيلي وانخفاض مبيعات التعادل سوف يؤدي إلى انخفاض درجة الرفع التشغيلي وبالتالي يُمكن النظر لكمية التعادل على أنها مؤشر للمخاطرة التشغيلية. ويجب على الشركات التي تتصف بدرجة عالية من المخاطرة التشغيلية عدم الاعتماد بدرجة كبيرة على التمويل بالمديونية ويرجع ذلك إلى أن ارتفاع درجة الرفع التشغيلي يُعد مؤشر لتذبذب قدرة الشركة على الوفاء بديونها.

مصادر المخاطرة التشغيلية

هناك العديد من المصادر التي تغذي المخاطرة التشغيلية، ومن أهمها العوامل التالية:

- تقلبات الطلب: تؤدي زيادة التقلبات في الطلب على منتجات الشركة إلى زيادة درجة المخاطرة التشغيلية، والعكس صحيح.
- تقلبات الأسعار: تؤدي زيادة التقلبات في أسعار بيع منتجات الشركة إلى زيادة درجة المخاطرة التشغيلية، والعكس صحيح.
- تقلبات التكاليف: تؤدي زيادة التقلبات في تكاليف عناصر الإنتاج إلى زيادة درجة المخاطرة التشغيلية، والعكس صحيح.
- قدرة الشركة على تعديل الأسعار: تؤدي زيادة قدرة الشركة على تعديل أسعار المنتجات لتعكس التغيرات التي طرأت على أسعار عوامل الإنتاج إلى تخفيض درجة المخاطرة التشغيلية، والعكس صحيح.
- معدل التطور التكنولوجي: سرعة تقادم الآلات المستخدمة في عمليات الإنتاج نتيجة سرعة معدل التطور التكنولوجي تُزيد من درجة المخاطرة التشغيلية للشركة.

- التكاليف التشغيلية الثابتة: زيادة نسبة التكاليف التشغيلية الثابتة في هيكل التكلفة يؤدي لزيادة درجة المخاطرة التشغيلية التي تتعرض لها الشركة، والعكس صحيح.

وُتقاس المخاطرة التشغيلية بالرفع التشغيلي وهو مقياس لقدرة الشركة على استخدام الأصول ذات التكلفة الثابتة لتعظيم أثر التغير في المبيعات على التغير في الربح التشغيلي. ويُقاس الرفع التشغيلي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{التغير في الربح التشغيلي}}{\text{التغير في المبيعات}} = \text{الرفع التشغيلي}$$

المخاطرة المالية

المخاطرة المالية **Financial Risk** هي احتمال اختلاف صافي الربح (أو ربح السهم) المحقق عن صافي الربح (أو ربح السهم) المقدر بسبب وجود التكاليف التمويلية الثابتة في هيكل تكاليف الشركة. فعند ظهور احتياجات تمويلية بالشركة، يتم التفكير في تدبير تلك الاحتياجات عن طريق التمويل بالملكية أو التمويل بالمدىونية. وربما تركز الشركة على أدوات تمويلية ذات تكلفة ثابتة لسد تلك الاحتياجات التمويلية. وهنا تظهر التكلفة التمويلية الثابتة في هيكل تكاليف الشركة.

والتكلفة التمويلية الثابتة هي الفوائد التي تدفعها الشركة على قروضها أو الكوبونات التي تدفعها لحاملي سندات الشركة، أو التوزيعات الثابتة التي تدفعها الشركة لحاملي الأسهم الممتازة؛ حيث أن مصادر التمويل الخارجية ذات التكلفة الثابتة تشمل: القروض، والسندات، والأسهم الممتازة. وتدرج الأسهم الممتازة ضمن مصادر التمويل الخارجية ذات العائد الثابت لكونها تحمل الشركة تكلفة تمويلية ثابتة.

مصادر المخاطرة المالية

هناك العديد من المصادر التي تغذي المخاطرة المالية، ومن أهمها العوامل التالية:

- درجة الرفع المالي: تؤدي زيادة درجة الرفع المالي إلى زيادة درجة المخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة. ويعني ذلك أن الشركة عندما تعتمد على الاقتراض بشكل كبير فإنها تتعرض لمخاطر مالية مقارنة بالشركات التي تعتمد على التمويل بالملكية.
- نمط إدارة الشركة: يوجد ثلاثة أنماط من القيادات الإدارية من حيث الاستعداد لتحمل المخاطر، وهي النمط المخاطر والنمط المعتدل والنمط المتخوف ومما لا شك فيه أن النمط المخاطر سوف يكون أكثر اعتمادًا على التمويل بالمديونية مما يؤدي لزيادة درجة الرفع المالي.
- القيود المفروضة من جانب مقرضي الشركة: كلما اشتملت عقود الاقتراض قيود على قدرة الشركة على عقد المزيد من القروض، فإن ذلك يحد من درجة الرفع المالي وبالتالي يقلل درجة المخاطرة المالية.
- معدل الرفع المالي بالصناعة: ارتفاع مستوى الرفع المالي بالشركة عن متوسط الصناعة يُعد مؤشر لارتفاع درجة المخاطرة المالية للشركة، لذا ينبغي على الشركة الحفاظ على درجة الرفع المالي عند مستوى متوسط الصناعة.
- هيكل تمويل الشركة: كلما زاد اعتماد الشركة على مصادر التمويل الخارجية ذات التكلفة الثابتة زادت درجة الرفع المالي.
- الدورة الاقتصادية: تؤثر الظروف الاقتصادية على المخاطرة المالية للشركة وهو ما يفرض على المدير المالي ضرورة متابعة الظروف الاقتصادية ويتوقف ذلك التأثير على المرحلة التي يمر بها الاقتصاد من الدورة الاقتصادية وكذلك على كيفية تأثر الشركة بتلك الظروف. وهو ما سوف نوضحه في الفقرات التالية:

تأثير الدورة الاقتصادية على الرفع المالي

تلجأ الشركات للاعتماد على الرفع المالي إذا كانت تتوقع أن يزداد نشاطها وتزداد أرباحها بمعدلات تفوق بكثير معدل تكلفة التمويل بمصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، وينبغي على الشركات التخلص من مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة إذا كانت تتوقع أن يقل نشاطها وتنخفض معدلات أرباحها إلى مستويات ربما أقل من معدل تكلفة التمويل بمصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة. ويرتبط نشاط الشركات بطريقة أو بأخرى بالدورة الاقتصادية.

ففي حالة الشركات المصاحبة للدورة الاقتصادية وهي تلك الصناعات التي يتحسن أدائها في فترات الرواج ويضعف في فترات الكساد، ينبغي على المدير المالي في حالة توقع اتجاه الظروف الاقتصادية نحو الرواج أن يُريد من درجة الرفع المالي حيثُ أن ذلك الإجراء يؤدي إلى زيادة كبيرة في الأرباح مما يؤدي لزيادة ربح السهم، وذلك على عكس الحال في حالة الكساد حيث يؤدي تحمل تكاليف تمويلية ثابتة إلى انخفاض ربح السهم بدرجة كبيرة.

أما بالنسبة للصناعات المغايرة للدورة الاقتصادية وهي تلك الصناعات التي تنمو ويتحسن أدائها عندما يُعاني الاقتصاد من حالة الكساد وهي صناعات تعمل في مجال المنتجات منخفضة الجودة منخفضة السعر، فينبغي على المدير المالي في حالة توقع اتجاه الظروف الاقتصادية نحو الكساد أن يُريد من درجة الرفع المالي حيثُ أن ذلك الإجراء يؤدي إلى زيادة كبيرة في الأرباح مما يؤدي لزيادة ربح السهم، على عكس الحال في حالة الرواج حيث يؤدي تحمل تكاليف تمويلية ثابتة إلى انخفاض ربح السهم بدرجة كبيرة.

وينبغي التنويه إلى أن بعض الصناعات لا تتأثر بالدورة الاقتصادية وهي تلك الصناعات التي تُنتج منتجات ضرورية يحتاج إليها الأفراد ولا يُمكنهم تأجيل قرار الشراء ومن أمثلة تلك الصناعات صناعات الأدوية والأغذية وتلك الصناعات يتجاهل المدير المالي التغيرات الاقتصادية وهو بصدد دراسة تأثير درجة الرفع المالي على ربحية السهم حيث أن أداء الشركة لا يتأثر بالظروف الاقتصادية.

وتُقاس المخاطرة المالية بالرفع المالي وهو مقياس لقدرة الشركة على استخدام الأموال ذات التكلفة الثابتة لتعظيم أثر التغير في الربح التشغيلي على التغير في صافي أرباح الشركة أو في ربح السهم.

ويُقاس الرفع المالي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{التغير في ربح السهم}}{\text{التغير في الربح التشغيلي}} = \text{الرفع المالي}$$

ويثور تساؤل آلا وهو متي يكون الرفع المالي مفيد بالنسبة للشركة؟ يكون الرفع المالي مفيد بالنسبة للشركة إذا تمكنت إدارة الشركة من استثمار الأموال ذات التكلفة الثابتة بمعدل عائد يفوق تكلفة الحصول عليها، ويكون الرفع المالي مؤشر خطر في إذا لم تنجح إدارة الشركة في ذلك. ولذا يُطلق على الرفع المالي أيضاً اصطلاح المتاجرة بالملكية نظراً لتأثيره على معدل العائد على الملكية. وينبغي التنويه إلى أن الرفع المالي له تأثير سلبي على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها ويرجع ذلك لزيادة الأعباء الثابتة التي تتحملها الشركة في حالة اعتمادها على المزيد من مصادر التمويل الخارجية ذات التكلفة الثابتة.

وبالرغم من ذلك فإن الرفع المالي أكثر مرونة مقارنة بالرفع التشغيلي حيث تستطيع إدارة الشركة تعديل درجة الرفع المالي من وقت لآخر حسب ظروف الشركة وهو أمر صعب تنفيذة في حالة الرفع التشغيلي لكونه متعلق بأصول ذات تكلفة ثابتة مثل مباني الوحدات الإنتاجية وخطوط الإنتاج.

كما أن المخاطرة التشغيلية تختلف عن المخاطرة المالية فالمخاطرة التشغيلية ترتبط بقرارات الاستثمار في الأصول في حين أن المخاطرة المالية ترتبط بقرارات التمويل وذلك بالاعتماد على مزيج التمويل بالملكية والمديونية وتخفي تلك المخاطرة عندما تعتمد الشركة على التمويل

بالمملكية في سد احتياجاتها التمويلية بالكامل. وهناك العديد من المبررات التي تدفع الشركات إلى

تمويل أنشطتها عن طريق الأموال ذات التكلفة الثابتة، ومنها:

- عدم قدرة الشركة على طرح أسهم لزيادة رأس مالها.
- عدم رغبة الشركة على طرح أسهم لزيادة رأس مالها.
- عدم قدرة الشركة على تغطية احتياجاتها التمويلية من الأرباح المحتجزة.
- رغبة إدارة الشركة في عدم تغيير السيطرة على الشركة لصالح مساهمين جدد.
- الأسواق المالية غير متطورة بما يكفي.
- توقع عدم إقبال المستثمرين على أسهم الشركة في حال طرحها.
- مرونة القروض قصيرة الأجل وسهولة التخلص منها ومن أعبائها في أي وقت.
- انخفاض تكلفة مصادر التمويل الخارجية ذات التكلفة الثابتة.
- الاستفادة من الوفرة الضريبي في حالي التمويل بالقروض أو بالسندات.

المخاطرة الكلية

المخاطرة الكلية هي احتمال اختلاف صافي الربح أو ربح السهم المحقق عن صافي الربح أو ربح السهم المتوقع بسبب وجود التكاليف التشغيلية والتمويلية الثابتة في هيكل تكاليف الشركة. وتتناثر المخاطرة الكلية بكافة العوامل المؤثرة في المخاطرة التشغيلية والمخاطرة المالية لكونها المحصلة النهائية للمخاطرة التشغيلية والمخاطرة المالية. ويُقاس المخاطرة الكلية بالرفع الكلي وهو مقياس لقدرة الشركة على استخدام الأصول والأموال ذات التكلفة الثابتة لتعظيم أثر التغير في المبيعات على التغير في ربح السهم. ويُقاس الرفع الكلي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{التغير في ربح السهم}}{\text{التغير في المبيعات}} = \text{الرفع الكلي}$$

كما يُحسب الرفع الكلي بالمعادلة التالية:

$$\text{الرفع الكلي} = \text{الرفع التشغيلي} \times \text{الرفع المالي}$$

وفيما يلي مثال تطبيقي يوضح كيفية قياس المخاطرة التشغيلية والمالية والكلية، وذلك

باستخدام بيانات الشركة الشرقية للأسمت:

- تعمل الشركة عند مستوى أقل من مستوى الطاقة القصوى.
- كمية مبيعات الشركة 100,000 طن أسمنت.
- توقع زيادة مبيعات الشركة بنسبة 20٪ في العام القادم.

وكانت قائمة دخل الشركة عن العام المالي المنتهي في 12/31 كما يلي:

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	35,000,000
التكاليف المتغيرة	9,000,000
التكاليف الثابتة	10,000,000
إجمالي تكلفة المبيعات	19,000,000
الربح التشغيلي	16,000,000
الإيرادات الأخرى	200,000
المصروفات الأخرى	100,000
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	16,100,000
الفوائد	1,600,000
صافي الربح قبل الضرائب	14,500,000
الضرائب [20٪]	2,900,000
صافي الربح	11,600,000
عدد الأسهم	5,000,000
ربح السهم	2.32

وطلبت منك إدارة الشركة باعتبارك محلل مالي قياس مخاطرة الشركة التشغيلية والمالية والكلية.

في هذا السياق ينبغي أن تبدأ بإعداد قائمة الدخل المتوقعة وذلك كما يلي:

قائمة الدخل المقدرة

البيان	القيمة
صافي المبيعات	42,000,000
التكاليف المتغيرة	10,800,000
التكاليف الثابتة	10,000,000
إجمالي تكلفة المبيعات	20,800,000
الربح التشغيلي	21,200,000
الإيرادات الأخرى	200,000
المصروفات الأخرى	100,000
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	21,300,000
الفوائد	1,600,000
صافي الربح قبل الضرائب	19,700,000
الضرائب [20%]	3,940,000
صافي الربح	15,760,000
عدد الأسهم	5,000,000
ربح السهم	3.15

لاحظ أنه تم إعداد تلك القائمة بالاعتماد على فلسفة تغير بنود القائمة بتغير المبيعات وذلك كما يلي:

- تتغير بنود صافي المبيعات والتكلفة المتغيرة بنفس نسبة التغير في المبيعات ولذا يتم ضرب قيمة تلك البنود في 120٪ لنحصل على قيمتها المتوقعة فمثلاً رقم صافي المبيعات المتوقع = $35,000,000 \times 120\% = 42,000,000$ ريال، وهكذا الحال بالنسبة للتكلفة المتغيرة.
 - بالنسبة للتكلفة الثابتة فإنها تتغير إذا كان مستوى التشغيل بالشركة عند الطاقة القصوى، أما إذا كانت الشركة تعمل عند مستوى أقل من مستوى الطاقة القصوى فإنها لا تتغير وذلك كما هو الحال في هذا المثال.
 - بالنسبة لباقي بنود قائمة الدخل فإنها تُحسب بنفس منهجية إعداد قائمة الدخل المتوقعة والسابق للإشارة إليها في فصل القوائم المالية.
- ويتطلب حساب الرفع التشغيلي والرفع المالي والرفع الكلي إعداد قائمة دخل مقارنة، وهي مجرد عرض متجاوز لقائمة الدخل للعام المنتهي وقائمة الدخل المقدرة والتي تم إعدادها في الخطوة السابقة، وذلك كما يلي:

قائمة الدخل المقارنة

القيمة المُقدرة	القيمة الفعلية	بيان
<u>42,000,000</u>	<u>35,000,000</u>	صافي المبيعات
10,800,000	9,000,000	التكاليف المتغيرة
10,000,000	10,000,000	التكاليف الثابتة
20,800,000	19,000,000	إجمالي تكلفة المبيعات
<u>21,200,000</u>	<u>16,000,000</u>	الربح التشغيلي
200,000	200,000	الإيرادات الأخرى
100,000	100,000	المصروفات الأخرى
21,300,000	16,100,000	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب
1,600,000	1,600,000	الفوائد
19,700,000	14,500,000	صافي الربح قبل الضرائب
3,940,000	2,900,000	الضرائب [20%]
<u>15,760,000</u>	<u>11,600,000</u>	صافي الربح
5,000,000	5,000,000	عدد الأسهم
<u>3.152</u>	<u>2.32</u>	ربح السهم

يلي ذلك حساب التغيرات في كل من صافي المبيعات والربح التشغيلي وربح السهم. ويُحسب التغير في المبيعات بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{المبيعات المقدرة} - \text{المبيعات الحالية}}{\text{المبيعات الحالية}} = \text{التغير في المبيعات}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\%20 = \frac{35,000,000 - 42,000,000}{35,000,000} = \text{التغير في المبيعات}$$

يُحسب التغير في الربح التشغيلي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{الربح التشغيلي المقدر} - \text{الربح التشغيلي الحالي}}{\text{الربح التشغيلي الحالي}} = \text{التغير في الربح التشغيلي}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\%32.5 = \frac{16,000,000 - 21,200,000}{16,000,000} = \text{التغير في الربح التشغيلي}$$

يحسب التغير في ربح السهم بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{ربح السهم المقدر} - \text{ربح السهم الحالي}}{\text{ربح السهم الحالي}} = \text{التغير في ربح السهم}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\%35.86 = \frac{2.32 - 3.152}{2.32} = \text{التغير في ربح السهم}$$

لاحظ أن التغير في صافي الربح يكافئ التغير في ربح السهم ولذلك يجوز استخدام أيًا منهما عند حساب الرفع المالي أو الرفع الكلي.

ثم نبدأ في قياس مخاطر الشركة بأسلوب الرفع وذلك كما يلي:

يُحسب الرفع التشغيلي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{التغير في الربح التشغيلي}}{\text{التغير في المبيعات}} = \text{الرفع التشغيلي}$$

من خطوة حساب التغيرات اتضح أن:

- التغير في المبيعات 20%.
- التغير في الربح التشغيلي 32.5%.

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{الرفع التشغيلي} = \frac{32.5\%}{20\%} = 1.625 \text{ مرة}$$

ويعنى ذلك أن تغير المبيعات بنسبة 1% سوف يؤدي إلى تغير في الربح التشغيلي بنسبة 1.625%. وذلك زيادةً ونقصًا بمعنى أن زيادة المبيعات بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة الربح التشغيلي بنسبة 1.625% ونقص المبيعات بنسبة 1% يؤدي إلى نقص الربح التشغيلي بنسبة 1.625%.

ويُحسب الرفع المالي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{التغير في ربح السهم}}{\text{التغير في الربح التشغيلي}} = \text{الرفع المالي}$$

من خطوة حساب التغيرات اتضح أن:

- التغير في الربح التشغيلي 32.5%.
- التغير في ربح السهم 35.86%.

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{الرفع المالي} = \frac{35.86\%}{32.5\%} = 1.1 \text{ مرة}$$

ويعنى ذلك أن تغير الربح التشغيلي بنسبة 1% سوف يؤدي إلى تغير في ربح السهم بنسبة 1.1%. وذلك زيادةً ونقصًا بمعنى أن زيادة الربح التشغيلي بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة ربح السهم بنسبة 1.1% ونقص الربح التشغيلي بنسبة 1% يؤدي إلى نقص ربح السهم بنسبة 1.1%.

ويُحسب الرفع الكلي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{التغير في ربح السهم}}{\text{التغير في المبيعات}} = \text{الرفع الكلي}$$

من خطوة حساب التغيرات اتضح أن:

- التغير في المبيعات 20%.
- التغير في ربح السهم 35.86%.

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{الرفع الكلي} = \frac{35.86\%}{20\%} = 1.79 \text{ مرة}$$

ويعنى ذلك أن تغير المبيعات بنسبة 1% سوف يؤدي إلى تغير ربح السهم بنسبة 1.79%. وذلك زيادةً ونقصًا بمعنى أن زيادة المبيعات بنسبة 1% تؤدي إلى زيادة ربح السهم بنسبة 1.79% ونقص المبيعات بنسبة 1% يؤدي إلى نقص ربح السهم بنسبة 1.79%. ويعبر الرفع الكلي عن الأثر المجمل للرفع التشغيلي والرفع المالي حيث أنه يمكن النظر للرفع الكلي علي أنه محصلة الرفع التشغيلي والرفع المالي، ولذا يمكن حسابه بطريقة أخرى وهي:

$$\text{الرفع الكلي} = \text{الرفع التشغيلي} \times \text{الرفع المالي}$$

$$\text{الرفع الكلي} = 1.625 \times 1.1 = 1.79 \text{ مرة}$$

وبعد قياس الرفع يتم تقييم درجة الرفع الكلي في ضوء درجة الرفع في الصناعة. فإذا كان متوسط درجة الرفع الكلي في صناعة الأسمت 1.5 مرة، فإن ذلك يشير إلى ارتفاع درجة مخاطرة الشركة مقارنة بالشركات التي تعمل بنفس الصناعة. وهنا ينبغي على المحلل المالي تقديم توصيات لإدارة الشركة بغرض تدنية درجة مخاطرة الشركة. ونظرًا لصعوبة تغير التكلفة التشغيلية الثابتة فإن توصيات المحلل المالي غالبًا ما تتجه إلى التخلص من بعض مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة مثل القروض أو السندات أو الأسهم الممتازة.

ومن الملاحظ أن بعض الشركات تُدرج بعض الشروط في عقود إصدار السندات. ومن تلك الشروط شرط حق الشركة في استدعاء سنداتها، ويُطلق على السندات في تلك الحالة السندات القابلة للاستدعاء **Callable Bonds**. ويرر كُتاب المالية إدراج هذا الشرط في عقود إصدار السندات بحماية الشركة من مخاطر انخفاض سعر الفائدة. ونضيف لذلك التبرير تبرير آخر، فقد تلجأ الشركات لاستدعاء سنداتها حتى ولو لم تنخفض أسعار الفائدة وهنا يكون الاستدعاء بغرض تدنية درجة المخاطرة المالية وبالتالي تدنية المخاطرة الكلية للشركة.

كما قد تُدرج بعض الشركات في عقود إصدار سنداتها حق المستثمر في تحويلها إلى أسهم عادية، فيما يُطلق عليه السندات القابلة للتحويل **Convertible Bonds**. وقد يكون إدراج هذا الشرط بغرض طمئنة المستثمرين في سنداتهم ومنحهم ميزة إضافية وهي إمكانية تحويل السندات إلى أسهم عادية، وهذه الصيغة من السندات تسمح بتحويل ديون الشركة إلى رأسمال فيما يُطلق عليه رسملة الديون وبذلك تنخفض درجة الرفع المالي حيث يتم تحويل جزء من مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة إلى مصادر تمويل ذات تكلفة متغيرة.

وهنا ينبغي الإشارة إلى أن كل من السندات القابلة للاستدعاء والسندات القابلة للتحويل تُعد من صيغ الخيارات **Options**. حيث أن عقد الخيار ببساطة عبارة عن عقد ملزم لطرف وغير

ملزم للطرف الآخر والذي يمتلك حق تنفيذ الخيار من عدمه. إلا أن ما يميز السندات القابلة للاستدعاء عن السندات القابلة للتحويل أن حق تنفيذ الخيار بيد الشركة حيثُ تستطيع الشركة تنفيذه عند الحاجة ودون الرجوع إلى المستثمر، وذلك على عكس الحال في السندات القابلة للتحويل والتي يكون فيها حق الخيار بيد المستثمر.

وعند إصدار الأسهم الممتازة قد تُدرج بعض الشركات في عقود إصدارها حق الشركة في استدعاء أسهمها الممتازة فيما يُطلق عليه الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء **Callable Preferred Stocks**. وتمنح هذه الصيغة الشركة امكانية استدعاء أسهمها الممتازة وهو ما يخلص الشركة من جزء من مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة وبالتالي تخفيض درجة الرفع المالي ويؤدي ذلك بدوره إلى تخفيض المخاطرة الكلية للشركة.

وتستطيع الشركات كذلك تخفيض درجة الرفع المالي وذلك عن طريق سداد القروض. ولا شك أن اتخاذ قرار بتخفيض درجة الرفع المالي يتطلب توافر فوائض نقدية بالشركة أو على الأقل امكانية استبدال مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة بمصادر تمويل ذات تكلفة متغيرة وقد يكون ذلك عن طريق احتجاز المزيد من الأرباح أو إصدار أسهم عادية جديدة.

وعلى الرغم من صعوبة التخلص من التكلفة التشغيلية الثابتة إلا أن ذلك ليس مستحيلاً، فيمكن التخلص من بعض التكاليف التشغيلية الثابتة وذلك في ضوء حساب معدلات دوران الأصول وهي مؤشرات لمعدلات استغلال الأصول طويلة الأجل وفي ضوءها يتم التخلص من بعض الأصول ذات معدل الاستغلال المنخفض أو ذات الإنتاجية المنخفضة وهو ما يؤدي إلى تخفيض درجة الرفع التشغيلي وبالتالي يتم تخفيض مستوى المخاطرة الشركة. ويوضح العرض السابق أن المحلل المالي المحترف يستطيع تغير درجة مخاطرة الشركة بالعديد من الطرق وذلك عن طريق التحكم في مصدري تلك المخاطرة الرئيسيين وهما هيكل تكاليف الشركة وهيكل تمويل الشركة.

تطبيقات

السؤال الأول:

فيما يلي قائمة دخل الشركة العقارية السعودية عن العام المالي المنتهي.

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,000,000
التكلفة المتغيرة	800,000
التكلفة الثابتة	700,000
إجمالي التكاليف	1,500,000
الربح التشغيلي	500,000
الفوائد	100,000
صافي الربح قبل الضرائب	400,000
الضرائب [20%]	80,000
صافي الربح	320,000
عدد الأسهم	100,000
ربح السهم	3.2

فإذا علمت أن: الشركة تعمل عند مستوى أقل من مستوى الطاقة القصوى، وتتوقع إدارة الشركة انخفاض المبيعات بنسبة 10%.

المطلوب: حساب مخاطرة الشركة التشغيلية والمالية والكلية بأسلوب الرفع.

السؤال الثاني:

1. تناول بالشرح المخاطرة التشغيلية ومصادرها.
2. تناول بالشرح المخاطرة المالية ومصادرها.

3. اعقد مقارنة بين المخاطرة التشغيلية والمخاطرة المالية.

السؤال الثالث:

تقدمت لشغل وظيفة محلل مالي في الشركة السعودية، فقامت إدارة الشركة بتوفير قائمة الدخل التالية:

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,000,000
التكلفة المتغيرة	800,000
التكلفة الثابتة	700,000
إجمالي التكاليف	1,500,000
الربح التشغيلي	500,000
إيرادات أخرى	250,000
مصروفات أخرى	100,000
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	650,000
الفوائد	150,000
صافي الربح قبل الضرائب	500,000
الضرائب [20%]	100,000
صافي الربح	400,000

فإذا علمت أن:

- تتوقع إدارة الشركة ارتفاع المبيعات بنسبة 50%.
- تتوقع إدارة الشركة عدم ممارسة أية أنشطة بخلاف نشاطها الرئيسي.
- قدر الفنيون زيادة التكاليف الثابتة بمبلغ 300,000 ريال.

المطلوب:

تحليل مخاطرة الشركة باستخدام أسلوب الرفع (حساب الرفع التشغيلي والمالي والكلبي).

السؤال الرابع:

فيما يلي قائمة الدخل المقارنة لشركة حديد الشرقية:

قائمة الدخل

البيان	القيمة	القيمة
صافي المبيعات	1,500,000	1,000,000
التكلفة المتغيرة	600,000	400,000
التكلفة الثابتة	200,000	200,000
تكلفة المبيعات	800,000	600,000
الربح التشغيلي	700,000	400,000
الفوائد	100,000	100,000
صافي الربح قبل الضرائب	600,000	300,000
الضرائب [20%]	120,000	60,000
صافي الربح	480,000	240,000
عدد الأسهم	100,000	100,000
ربح السهم	4.8	2.4

المطلوب: احسب الرفع التشغيلي والرفع المالي والرفع الكلي.

السؤال الخامس: اختر الإجابة الصحيحة

1. يُقصد بـ --- احتمال اختلاف ربح السهم المحقق عن ربح السهم المتوقع بسبب وجود

التكاليف الثابتة.

- أ. المخاطرة
 ب. المخاطرة التشغيلية
 ج. المخاطرة المالية
 د. المخاطرة الكلية

2. يُقصد بـ --- قدرة الشركة على استخدام الأصول ذات التكلفة الثابتة لتعظيم أثر التغيير في المبيعات على التغيير في ربح السهم.
- أ. الرفع التشغيلي
ب. الرفع الكلي
ج. الرفع المالي
د. لا شيء مما سبق
3. تظهر المخاطرة المالية في جميع الشركات التالية ما عدا ---.
- أ. شركة تعتمد على التمويل بالقروض
ب. شركة تعتمد على التمويل بالأسهم العادية
ج. شركة تعتمد على التمويل بالسندات
د. شركة تعتمد على التمويل بالأسهم الممتازة
4. جميع العوامل التالية تؤثر في المخاطرة التشغيلية ما عدا ---.
- أ. التقلبات في الطلب على المنتجات
ب. ميل الإدارة نحو المخاطرة
ج. التكاليف التشغيلية الثابتة
د. معدل التطور التكنولوجي
5. جميع العوامل التالية تؤثر في المخاطرة المالية ما عدا ---.
- أ. الدورة الاقتصادية
ب. نمط إدارة الشركة
ج. القدرة على تعديل الأسعار
د. شروط عقود الاقتراض
6. توجد علاقة طردية بين كمية التعادل ودرجة الرفع ---.
- أ. التشغيلي
ب. الكلي
ج. المالي
د. لا شيء مما سبق
7. في الشركات المصاحبة للدورة الاقتصادية، عندما يتوقع المدير المالي اتجاه الظروف الاقتصادية نحو الكساد فإنه يلجأ إلى ---.
- أ. زيادة درجة الرفع المالي
ب. الإبقاء على درجة الرفع المالي كما هي
ج. تخفيض درجة الرفع المالي
د. لا شيء مما سبق
8. في الشركات المغايرة للدورة الاقتصادية، عندما يتوقع المدير المالي اتجاه الظروف الاقتصادية نحو الكساد فإنه يلجأ إلى ---.
- أ. زيادة درجة الرفع المالي
ب. الإبقاء على درجة الرفع المالي كما هي
ج. تخفيض درجة الرفع المالي
د. لا شيء مما سبق

الفصل السادس

إدارة رأس المال العامل

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- مفهوم رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل.
- معرفة العوامل المؤثرة على فعالية مؤشر صافي رأس المال العامل.
- معرفة أهمية إدارة رأس المال العامل.
- معرفة السياسات البديلة للاستثمار في رأس المال العامل ونتائج كل منها.
- معرفة السياسات البديلة لتمويل رأس المال العامل وفلسفة كل منها.
- معرفة العوامل المؤثرة على حجم الاستثمار في رأس المال العامل.
- مهارة تقييم كفاءة إدارة الشركة لرأس المال العامل باستخدام دورة التشغيل.

الفصل السادس

إدارة رأس المال العامل

تزدنا قائمة المركز المالي بكم كبير من المعلومات بشأن هيكل استثمارات الشركة وهيكل تمويلها، حيث يوضح جانب الأصول هيكل استثمارات الشركة بينما يوضح جانب الالتزامات وحقوق الملكية هيكل تمويل الشركة. وتنقسم أصول الشركة حسب المدى الزمني إلى أصول متداولة أو قصيرة الأجل وأصول طويلة الأجل وكذلك تنقسم التزامات الشركة إلى التزامات متداولة أو قصيرة الأجل والتزامات طويلة الأجل.

مفهوم رأس المال العامل

يقصد برأس المال العامل **Working Capital** مجموع استثمارات الشركة في بنود الأصول المتداولة مثل: النقدية والاستثمارات المؤقتة في أوراق مالية ورصيد حسابات العملاء وأوراق القبض والمخزون والموردون دفعات مقدمة والمصروفات المدفوعة مقدماً. والملاحظ أن هذا المفهوم ركز على الأصول المتداولة دون الالتزامات المتداولة، ويقوم على أساس تقسيم الأصول إلى أصول طويلة الأجل وأصول متداولة وهي تلك الأصول التي يتم تحويلها إلى نقدية في فترة أقل من سنة.

ولرأس المال العامل أهمية خاصة لكونه يمثل نسبة تبدأ من 30% وتصل إلى 70% من إجمالي أصول الشركة، ويرجع اختلاف نسبة الأصول المتداولة إلى اختلاف نوعية نشاط الشركة وكذلك اختلاف استراتيجية إدارة الشركة. وينبغي الاهتمام ليس فقط بمدى مناسبة إجمالي رأس المال العامل ولكن ينبغي الاهتمام أيضاً بتحديد مكوناته المختلفة والحجم المناسب من كل مكون من مكونات رأس المال العامل.

ويُعرف صافي رأس المال العامل **Net Working Capital** أو صافي الأصول المتداولة بأنه إجمالي استثمارات الشركة في الأصول المتداولة مطروحًا منها التزاماتها المتداولة. ويعد صافي رأس المال العامل مؤشر لدرجة ثقة الموردين والدائنين في قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل. ولذا يستخدم الموردون والدائنون مؤشر صافي رأس المال العامل لتحديد مدى متانة المركز المالي للشركة وقدرتها على الوفاء بتلك الالتزامات في مواعيد استحقاقها، فكلما زاد مقدار صافي رأس المال العامل فإن ذلك يُعد دليلاً على زيادة قدرة الشركة على الوفاء بالتزامات قصيرة الأجل والعكس صحيح.

فعالية مؤشر صافي رأس المال العامل

بالرغم من كون صافي رأس المال العامل مؤشر لقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل إلا أن فعالية هذا المؤشر تتوقف على عدة عوامل منها:

1. تنوع الأصول المتداولة: فكلما زادت البنود التي يتكون منها رأس المال العامل كلما زادت فعالية صافي رأس المال العامل كأداة معبرة عن قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.
2. تنوع الالتزامات المتداولة: فكلما زادت بنود الالتزامات المتداولة كلما زادت فعالية صافي رأس المال العامل كأداة معبرة عن قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.
3. تناسب هيكل آجال الأصول المتداولة مع هيكل آجال الالتزامات المتداولة: فكلما تناسب هيكل آجال الأصول المتداولة مع هيكل آجال الالتزامات المتداولة زادت قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.
4. عدد مرات تغطية الأصول المتداولة للالتزامات المتداولة: فكلما زاد عدد مرات تغطية الأصول المتداولة للالتزامات المتداولة زادت قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.

5. جودة الأصول المتداولة: فكلما زادت جودة تلك الأصول زادت قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل والعكس صحيح. وتتوقف جودة تلك الأصول على مدى كفاية المخصصات التي يقوم محاسب الشركة بتقديرها، وهنا ينبغي التأكيد على فحص رقم المخزون بالشركة لبيان ما إذا كان رقم المخزون يشتمل مخزون راكد فيجب استبعاد قيمته من رقم المخزون قبل حساب عدد مرات تغطية الأصول المتداولة للالتزامات المتداولة.

أهمية إدارة رأس المال العامل

الإدارة الفعالة لرأس المال العامل تعد من العوامل الحاكمة في بقاء الشركات واستمرارها، ويرجع ذلك للأسباب الآتية:

1. الإدارة الفعالة لرأس المال العامل تحدد المزيج المناسب من الأصول المتداولة وكذلك المزيج المناسب من الالتزامات المتداولة.
2. الإدارة الفعالة لرأس المال العامل تقي الشركة مخاطر العسر الفني، والذي يقصد به عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في تواريخ استحقاقها.
3. الإدارة الفعالة لرأس المال العامل تجنب الشركة تكاليف تأخير مستحقات الموردين والدائنين والمتمثلة في فوائد التأخير والمصاريف القضائية.
4. الإدارة الفعالة لرأس المال العامل تعزز القدرة الائتمانية للشركة نظرًا لأن صافي رأس المال العامل يُعد مؤشر لدرجة مخاطرة الشركة.
5. سهولة وسرعة تغيير تركيبة رأس المال العامل تُمكن إدارة الشركة من استخدام رأس المال العامل لتعزيز قيمة الشركة في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية.
6. القرارات المتعلقة برأس المال العامل قرارات قصيرة الأجل إلا أنها قرارات مصيرية تؤثر على قدرات الشركة مستقبلاً.

7. تستغرق قرارات رأس المال العامل الجزء الأكبر من وقت وجهد الإدارة نظرًا لعدم استقرار مزيج رأس المال العامل وسرعة دورانه.

سياسات الاستثمار في رأس المال العامل

يُميز كتاب الإدارة المالية بين ثلاثة سياسات للاستثمار في رأس المال العامل تعد العامل الحاكم في تحديد حجم الاستثمار في الأصول المتداولة، وهذه السياسات هي: السياسة المتحررة والسياسة المتحفظة والسياسة المعتدلة، وسوف نتعرض لهذه السياسات في الفقرات التالية بشيء من التفصيل.

1. السياسة المتحررة

تقوم إدارة الشركة التي تتبنى السياسة المتحررة بالتوسع في الاستثمار في بنود الأصول المتداولة فتزيد استثماراتها في كل من: النقدية وحسابات العملاء وأوراق القبض والمخزون. وتلجأ إدارة الشركة لإتباع تلك السياسة في فترات عدم التأكد فتحفظ الشركة بمزيد من المخزون في حالة الاعتماد على مواد مستوردة ربما يتأخر وصولها، كما تحتفظ الشركة بالمزيد من النقدية لمواجهة أية تدفقات نقدية غير متوقعة. ويؤدي تبني تلك السياسة إلى:

- زيادة حجم المبيعات نظرًا لإتباع إدارة الشركة سياسة ائتمانية توسعية.
- تخفيض احتمالات نفاذ المخزون، نظرًا لتوافر مستويات مرتفعة من المخزون.
- تخفيض معدلات دوران الأصول المتداولة نظرًا لزيادة حجم المبيعات بمعدل يقل عن معدل زيادة الاستثمار في بنود الأصول المتداولة.
- تخفيض مخاطر العسر الفني نتيجة زيادة الاستثمار في الأصول المتداولة والتي تُستخدم في الوفاء بالتزامات الشركة المتداولة.
- تخفيض معدل العائد على الاستثمار، نتيجة زيادة المبيعات بمعدل يقل عن معدل زيادة الاستثمار في الأصول.

2. السياسة المعتدلة

بموجب هذه السياسة توجه إدارة الشركة استثمارات متوازنة في كل بند من بنود الأصول المتداولة، ووفقًا لهذه السياسة لا ينبغي المبالغة في الاستثمار في الأصول المتداولة سواء كان ذلك بالزيادة أو بالنقص، ويعتمد تحديد المستويات المناسبة من الاستثمار في الأصول المتداولة على خبرة إدارة الشركة وقدرتها على توقع المتغيرات المستقبلية التي تؤثر على قرارات الاستثمار في الأصول المتداولة.

3. السياسة المتحفظة

تقوم إدارة الشركة التي تتبنى السياسة المتحفظة بتخفيض استثماراتها في بنود الأصول المتداولة إلى أدنى مستوياتها، فتحفظ الشركة بالحد الأدنى من النقدية والحد الأدنى من استثماراتها في حسابات العملاء وأوراق القبض والحد الأدنى من الاستثمار في المخزون. وتلجأ إدارة الشركة لإتباع تلك السياسة في حالة التأكد حيث تزيد قدرة إدارة الشركة على التنبؤ الدقيق بالمستقبل فلا تجد مبرر لاستثمار المزيد من الأموال في بنود الأصول المتداولة. ويؤدي تبني تلك السياسة إلى:

- تخفيض حجم المبيعات نظرًا لإتباع إدارة الشركة سياسة ائتمانية انكماشية.
- زيادة احتمالات نفاذ المخزون، نظرًا لانخفاض مستويات الاستثمار في المخزون.
- زيادة معدلات دوران الأصول المتداولة نظرًا لانخفاض حجم المبيعات بمعدل يقل عن معدل تخفيض الاستثمار في بنود الأصول المتداولة.
- زيادة مخاطر العسر الفني نتيجة تخفيض الاستثمار في بنود الأصول المتداولة والتي تُستخدم في الوفاء بالتزامات الشركة المتداولة.
- زيادة معدل العائد على الاستثمار، نتيجة انخفاض المبيعات بمعدل أقل من معدل تخفيض الاستثمار في الأصول.

محددات الاستثمار في رأس المال العامل

يتأثر قرار إدارة الشركة بشأن مستوى الاستثمار في رأس المال العامل بعدة عوامل نذكرها

فيما يلي:

- **حجم المبيعات:** توجد علاقة طردية بين حجم مبيعات الشركة وأحجام بنود الأصول المتداولة فزيادة المبيعات تؤدي إلى زيادة المخزون وزيادة حسابات العملاء القبض.
- **نوعية النشاط:** يتأثر حجم الاستثمار في الأصول المتداولة بنوعية النشاط فيختلف حجم الاستثمار في الأصول المتداولة في صناعات الإنشاء والتعمير عنها في الصناعات الغذائية عنها في الصناعات الدوائية.
- **حجم الشركة:** توجد علاقة طردية بين حجم الشركة وحجم استثماراتها في الأصول المتداولة، فكلما زاد حجم الشركة زادت استثماراتها في الأصول المتداولة.
- **طبيعة المنتج:** تؤثر طبيعة المنتجات من حيث مدى قابليتها للتخزين على حجم استثمار الشركة في أصولها المتداولة، فالمنتجات سريعة التلف كالمنتجات الغذائية أو الزهور تفرض ضرورة تخفيض حجم الاستثمار مقارنة بشركات تعمل في مجال الأدوية أو الأدوات المنزلية.
- **دورة التشغيل:** يقصد بدورة التشغيل الفترة الزمنية من تاريخ تحويل النقدية إلى بضاعة ثم تحويلها إلى حسابات قبض إلى تاريخ تحويل حسابات القبض إلى نقدية. ويتناسب طول دورة التشغيل طرديًا مع حجم استثمار الشركة في أصولها المتداولة، فكلما زاد طول دورة التشغيل زادت استثمار الشركة في الأصول المتداولة.
- **سياسات التخزين:** إن تبنى إدارة الشركة لسياسات تخزين بعينها يؤثر على استثمار الشركة في الأصول المتداولة، فإذا تبنت إدارة الشركة سياسة المخزون الصفري فإن ذلك تؤدي لتخفيض استثمار الشركة في الأصول المتداولة.
- **السياسة الائتمانية:** تنوع السياسات الائتمانية فهناك السياسة الائتمانية الانكماشية والسياسة الائتمانية المعتدلة والسياسة الائتمانية التوسعية، وكلما اتجهت سياسة الشركة

الائتمانية نحو السياسة المتساهلة كلما تطلب ذلك زيادة استثمارات الشركة في أصولها المتداولة.

• كفاءة إدارة رأس المال العامل: عندما كلما زادت كفاءة إدارة رأس المال العامل انخفض حجم استثمار الشركة في أصولها المتداولة، فزيادة الكفاءة تعنى تناسب هياكل آجال حسابات القبض مع هياكل آجال حسابات الدفع، كما تعنى زيادة جودة بنود الأصول المتداولة وكل منهما يزيد من قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في آجال استحقاقها.

سياسات تمويل رأس المال العامل

إذا كنا بصدد الحديث عن سياسات تمويل الأصول المتداولة إلا أنه لا يمكن الحديث عن تمويل تلك الأصول بشكل مستقل عن تمويل الأصول طويلة الأجل، نظرًا لأن تمويل الأصول يكون عن طريق مصادر التمويل الداخلية مثل؛ الأرباح المحتجزة أو الاحتياطيات أو مخصصات الإهلاك أو المصادر الخارجية مثل؛ القروض المصرفية أو إصدار سندات أو أسهم.

كما يمكن النظر لمصادر التمويل على أنها مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل والسندات وحقوق الملكية، ومصادر تمويل قصيرة الأجل. ويأخذ التمويل قصير الأجل أحد شكلين هما التمويل التفاوضي والتمويل التلقائي. ويُقصد بالتمويل التفاوضي قيام الشركة بتمويل احتياجاتها التمويلية عن طريق إجراء ترتيبات تفاوضية ينتج عنها إبرام اتفاقات مع أحد البنوك بشأن الحصول على قرض قصير الأجل أو خصم أوراق القبض لديه.

أما النوع الآخر من التمويل قصير الأجل فهو التمويل التلقائي والذي يعنى حصول الشركة على احتياجاتها التمويلية بشكل آلي دون الحاجة إلى الدخول في ترتيبات معينة، فهو تمويل تحصل عليه الشركة نتيجة ممارسة أنشطتها وعملياتها وسياساتها ومن أمثلة التمويل التلقائي حسابات الدفع والعملاء دفعات مقدمة والمصروفات المستحقة. ففي التمويل التلقائي تحصل

الشركة على المواد أو البضاعة بالأجل أو خدمات قبل سداد قيمتها أو تُستحق عليها مصروفات دون أن تقوم بسدادها.

وهناك تصنيف آخر لمصادر التمويل من حيث مدى استدامة المصدر التمويلي، حيث تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويلية دائمة ومصادر تمويلية مؤقتة، وتشمل مصادر التمويل الدائمة كل من مصادر التمويل طويلة الأجل بالإضافة إلى الجزء الدائم من مصادر التمويل التلقائي، أما مصادر التمويل المؤقتة فتتمثل في مصادر التمويل التفاوضية بالإضافة إلى الجزء المؤقت من مصادر التمويل التلقائي.

ولذا ينبغي التنويه إلى أن مصادر التمويل التلقائية مثل حسابات الدفع والعملاء دفعات مقدمة والمصروفات المستحقة تتذبذب أرصدها خلال العام المالي ويتحليل أرصدة تلك الحسابات يُمكننا الوقوف على الحد الأدنى من أرصدة تلك الحسابات والتي تُعد تمويل تلقائي دائم، وما يزيد عن الحد الأدنى من أرصدة تلك الحسابات خلال العام المالي يُعد تمويلي تلقائي مؤقت.

من جانب آخر، توجد عدة معايير لتقسيم الأصول، حيث تنقسم الأصول من حيث أجلها إلى أصول متداولة وأصول طويلة الأجل، ويمكن تقسيم الأصول من حيث مدى استدامة الأصل إلى أصول دائمة وأصول مؤقتة. والأصول الدائمة هي الأصول طويلة الأجل بالإضافة لذلك الجزء الدائم من الأصول المتداولة التي تحتاج إليها الشركة بشكل مستمر دون أن تأثر بالعوامل الموسمية. أما الأصول المؤقتة فهي ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي يتم الاستثمار فيه نتيجة عوامل موسمية.

ويُعد معيار تقسيم أصول الشركة ومصادر تمويلها حسب مدى استدامة مصدر التمويل أو الأصل المعيار الأكثر ملائمة لدراسة سياسات أو استراتيجيات تمويل الأصول المتداولة. ولذا تنقسم سياسات تمويل الأصول المتداولة إلى ثلاثة أنماط رئيسية هي: سياسة تناسب الآجال،

والسياسة الهجومية والسياسة المحافظة، وهو ما سوف نتناوله بشيء من التفصيل في الفقرات التالية:

1. سياسة تناسب الآجال

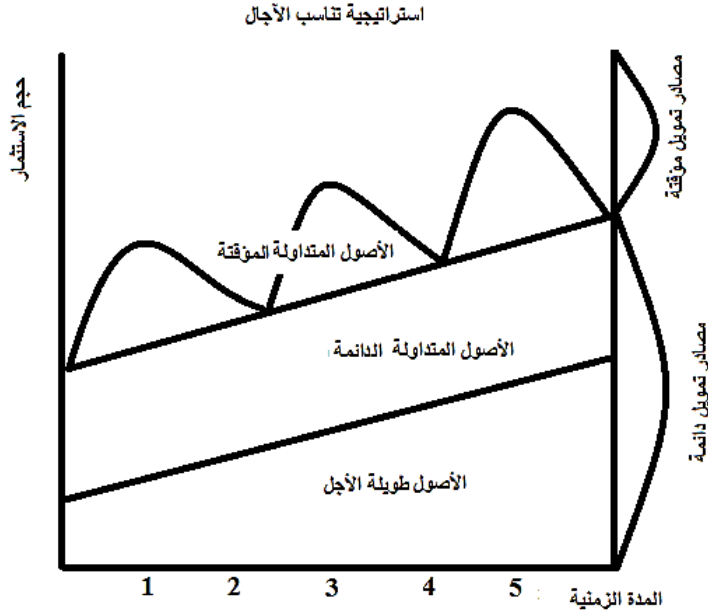
في حالة إتباع الإدارة لسياسة تناسب الآجال في تمويل أصولها تقوم الإدارة بتصنيف أصول الشركة حسب مدى استدامتها إلى نوعين من الأصول هما:

- الأصول الدائمة: وهي عبارة عن الأصول طويلة الأجل بالإضافة إلى الجزء الدائم من الأصول المتداولة.
- الأصول المؤقتة: وهي عبارة عن الجزء المؤقت من الأصول المتداولة والذي يتغير تبعًا للعوامل الموسمية.

على الجانب الآخر، تقوم إدارة الشركة بتصنيف مصادر تمويلها حسب مدى استدامتها إلى نوعين من مصادر التمويل هما:

- مصادر التمويل الدائمة: وهي عبارة عن مصادر التمويل طويلة الأجل بالإضافة إلى التمويل التلقائي الدائم.
- مصادر التمويل المؤقتة: وهي عبارة عن مصادر التمويل التفاوضي بالإضافة إلى التمويل التلقائي المؤقت.

ثم تقوم إدارة الشركة بتمويل الأصول الدائمة من مصادر تمويل دائمة والأصول المؤقتة من مصادر تمويل مؤقتة، حيث تعتمد الإدارة في تحديد مزيجها التمويلي على مزيج استثمارات الشركة في الأصول المختلفة. ويوضح الشكل التالي الفلسفة التي يقوم عليها سياسة تناسب الآجال **Maturity Matching Style** عند تمويل الأصول المختلفة.



ووفقاً لتلك السياسة يتم تمويل الأصول طويلة الأجل كالمباني والآلات والأثاث والجزء الدائم من الأصول المتداولة مثل الحد الأدنى من النقدية والحد الأدنى من الاستثمارات في حسابات القبض من مصادر تمويل دائمة مثل السندات والأسهم والأرباح المحتجزة، في حين يتم تمويل الأصول المتداولة المؤقتة مثل الزيادات الموسمية في حسابات النقدية وحسابات القبض والمخزون من خلال مصادر تمويل مؤقتة أو تفاوضية كالقروض المصرفية قصيرة الأجل.

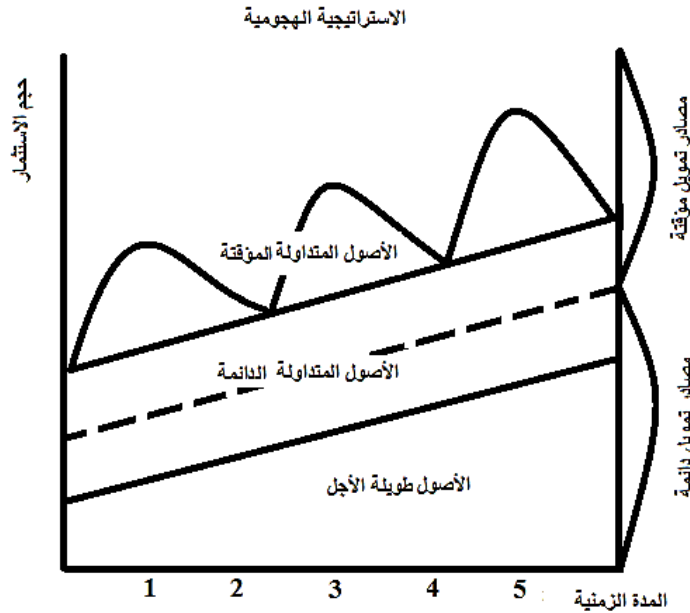
ويؤدي تبني الشركة لسياسة تناسب الأجل إلى تجنب انخفاض الربح الممكن حدوثه في حالة تمويل الاستثمارات قصيرة الأجل من خلال الاعتماد على مصادر تمويل طويلة الأجل مرتفعة التكلفة، كما يؤدي إلى تجنب مخاطر العسر الفني، نظرًا لاختيار المصدر التمويلي الذي يتناسب أجله مع أجل الاستثمار.

2. السياسة الهجومية

في حالة إتباع إدارة الشركة السياسة الهجومية عند تمويل أصولها تقوم الإدارة بتصنيف أصول الشركة حسب مدى استدامتها إلى أصول دائمة وأصول مؤقتة وكذلك مصادر التمويل إلى مصادر تمويل دائمة ومصادر تمويل مؤقتة. وتبنى إدارة الشركة للسياسة الهجومية يعني إتباع سياسة تمويلية، تتسم بالملامح الآتية:

- تمويل الأصول المتداولة المؤقتة وجزء من الأصول المتداولة الدائمة من خلال مصادر تمويل مؤقتة.
- تمويل الأصول طويلة الأجل والجزء المتبقي من الأصول المتداولة الدائمة من خلال مصادر تمويل دائمة.

ويوضح الشكل التالي الفلسفة التي تقوم عليها السياسة الهجومية **Aggressive Stlye** في تمويل الأصول.



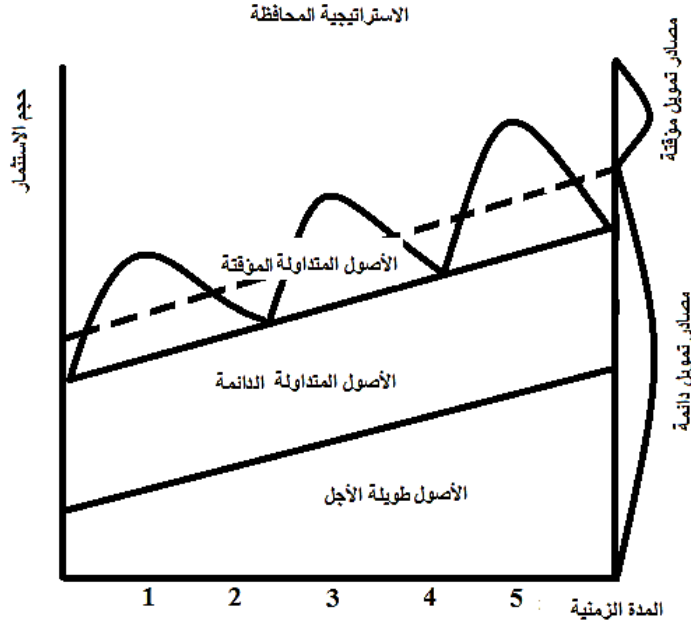
ويؤدي تبني السياسة الهجومية إلى زيادة الربح بسبب انخفاض التكاليف والذي يعود بدوره إلى استخدام مصادر تمويل قصيرة الأجل منخفضة التكلفة، كما يؤدي إلى زيادة مخاطر العسر الفني، وذلك بسبب زيادة احتمال عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها نظرًا لزيادة الالتزامات قصيرة الأجل.

3. السياسة المحافظة

في حالة إتباع إدارة الشركة السياسة المحافظة في تمويل الأصول فإنها تقوم بتصنيف أصول الشركة حسب مدى استدامتها إلى أصول دائمة وأصول مؤقتة وكذلك مصادر التمويل إلى مصادر تمويل دائمة ومصادر تمويل مؤقتة، وتبني إدارة الشركة للسياسة المحافظة يعني إتباع سياسة تمويلية تتسم بالملامح التالية:

- تمويل جزء من الأصول المتداولة المؤقتة من خلال مصادر تمويل مؤقتة أو تفاوضية.
- تمويل الجزء المتبقي من الأصول المتداولة المؤقتة والجزء الدائم من تلك الأصول بالإضافة إلى الأصول طويلة الأجل من خلال مصادر تمويل دائمة.

يوضح الشكل التالي الفلسفة التي تقوم عليها السياسة المحافظة
Conservative Stlye عند تمويل الأصول المختلفة.



وتبنى الشركة للسياسة المحافظة في تمويل أصولها يؤدي إلى تخفيض الربح بسبب ارتفاع التكاليف والذي يعود بدوره إلى استخدام مصادر تمويل طويلة الأجل مرتفعة التكلفة، كما يؤدي إلى تخفيض احتمالات مخاطر العسر الفني إلى أدنى مستوياتها نظرًا لانخفاض الالتزامات قصيرة الأجل.

دورة التشغيل

تعد دورة التشغيل مؤشر للكفاءة التشغيلية للشركة وطول تلك الدورة يعكس ضعف كفاءة التشغيل، بمعنى انخفاض كفاءة إدارة رأس المال العامل بالشركة. وللحكم على دورة التشغيل بأنها طويلة يجب مقارنتها بمثيلاتها بالشركات العاملة في نفس الصناعة أو بمتوسط الصناعة أو غيرها من المؤشرات المعيارية. وبالتالي كلما زاد عدد الدورات التشغيلية خلال العام كان ذلك مؤشرًا لكفاءة التشغيل بالشركة.

ويُقصد بدورة التشغيل **Operating Cycle** الفترة الزمنية من تاريخ الشراء الآجل حتى تاريخ التحصيل مرورًا بواقعتي السداد والبيع الآجل. ومن ذلك المفهوم يتضح أن دورة التشغيل عبارة عن أربعة أنشطة رئيسية هي:

- نشاط الشراء الآجل وإنشاء حسابات الدفع.
- نشاط سداد حسابات الدفع.
- نشاط البيع الآجل وإنشاء حسابات القبض.
- نشاط تحصيل حسابات القبض.

وتؤدي ممارسة هذه الأنشطة إلى تدفق الأموال من وإلى الشركة، وتتصف هذه التدفقات النقدية بعدم التزام وعدم التأكد. ويشير اصطلاح عدم التزام إلى خروج الأموال بغرض سداد قيمة المشتريات الآجلة قبل أن تقوم الشركة ببيعها ودخول الأموال إلى الشركة نتيجة لذلك. أما اصطلاح عدم التأكد فيُشير إلى أن المبيعات المتوقعة والتدفقات النقدية المرتبطة بها أمور غير مؤكدة.

وبسبب ظاهرتي عدم التزام وعدم التأكد يتطلب التشغيل الجيد استثمارًا في الأصول المتداولة. فالاستثمار في النقدية يُمكن الشركة من دفع ما يترتب عليها من التزامات والاستثمار في المخزون يُمكن الشركة من مواجهة طلبات الشراء من قبل العملاء والاستثمار في حسابات القبض يُمكنها من البيع الآجل. ويوضح الشكل التالي فكرة دورة التشغيل ومكوناتها.

دورة العملاء	دورة المخزون
دورة النقدية	دورة الموردين
دورة التشغيل	

تاريخ	تاريخ	تاريخ	تاريخ
التحصيل	البيع الآجل	السداد	الشراء الآجل

يتضح من الشكل الأمور التالية:

- أن دورة المخزون أو متوسط فترة التخزين هي الفترة المنقضية بين تاريخ دخول البضاعة المخزن في صورة مشتريات وتاريخ خروجها منه في صورة مبيعات.
- أن دورة العملاء أو متوسط فترة التحصيل هي فترة تحويل حسابات القبض أو هي الفترة المنقضية بين تاريخ البيع الآجل حتى تاريخ التحصيل.
- أن دورة الموردين أو متوسط فترة السداد هي فترة تأجيل المدفوعات أو هي الفترة المنقضية بين تاريخ الشراء الآجل حتى تاريخ السداد.
- أن دورة النقدية أو فترة تحويل النقدية هي الفترة من لحظة خروج النقدية من الشركة إلى لحظة دخولها للشركة مرة أخرى.

ويتم استخدام تحليل دورة التشغيل في قياس مدى كفاءة الشركة في إدارة رأس المال العامل، وذلك من خلال مقارنة دورة التشغيل ودورة المخزون ودورة العملاء ودورة الموردين ودورة النقدية بمثيلاتها بالشركات الأخرى العاملة بنفس الصناعة أو بنفس المؤشرات لذات الشركة في السنوات السابقة.

وينبغي التأكيد على أن تحليل دورة التشغيل لمكوناتها الفرعية يكون بغرض التعرف على نقاط القوة والضعف فيما يتعلق بإدارة رأس المال العامل. وذلك من خلال حساب دورات العملاء والمخزون والموردون والنقدية والتي تسهم في تحديد نقاط القوة أو نقاط الضعف التي تعاني منها الشركة فيما يتعلق بإدارة أنشطتها التشغيلية.

دورة النقدية

دورة النقدية هي فترة تحويل النقدية أو هي الفترة المنقضية بين تاريخ سداد قيمة المشتريات الآجلة وتاريخ تحصيل قيمة المبيعات الآجلة. ومن العرض السابق لدورة التشغيل يتضح أن:

$$\text{دورة التشغيل} = \text{دورة المخزون} + \text{دورة العملاء}$$

أو

$$\text{دورة التشغيل} = \text{دورة الموردين} + \text{دورة النقدية}$$

ومن هنا يُمكن استنتاج أن:

$$\text{دورة النقدية} = \text{دورة العملاء} + \text{دورة المخزون} - \text{دورة الموردين}$$

أو

$$\text{دورة النقدية} = \text{دورة التشغيل} - \text{دورة الموردين}$$

مثال

أُسْخِرِجَتِ البيانات التالية من القوائم المالية للشركة العقارية السعودية عن العام المالي المُنتهي في 12/31:

- صافي المبيعات 1,800,000 ريال.
- تكلفة المبيعات 1,200,000 ريال.
- العملاء 120,000 ريال.
- أوراق القبض 60,000 ريال.
- المخزون 70,000 ريال.
- المودون دفعات مُقدمة 30,000 ريال.
- الموردون 100,000 ريال.
- أوراق الدفع 50,000 ريال.
- الأصول المتداولة 600,000 ريال.

• إجمالي الأصول 1,500,000 ريال.

المطلوب: تحليل دورة التشغيل بالشركة.

الحل

1. دورة العملاء:

يتم حساب دورة العملاء بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة العملاء} = \frac{360}{\text{معدل دوران العملاء}}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة العملاء} = \frac{360}{10} = 36 \text{ يوم}$$

كما يُمكن حساب دورة العملاء بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة العملاء} = 360 \times \frac{\text{حسابات القبض}}{\text{صافي المبيعات}}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة العملاء} = 360 \times \frac{180,000}{1,800,000} = 36 \text{ يوم}$$

2. دورة المخزون:

يتم حساب دورة المخزون بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة المخزون} = \frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة المخزون} = \frac{360}{12} = 30 \text{ يوم}$$

كما يُمكن حساب دورة المخزون بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة المخزون} = 360 \times \frac{\text{المخزون} + \text{موردون دفعات مقدمة}}{\text{تكلفة المبيعات}}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة المخزون} = 360 \times \frac{30,000 + 70,000}{1,200,000} = 30 \text{ يوم}$$

3. دورة المورد:

يتم حساب دورة المورد بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة المورد} = \frac{360}{\text{معدل دوران الموردين}}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة المورد} = \frac{360}{8} = 45 \text{ يوم}$$

كما يُمكن حساب دورة المورد بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة المورد} = 360 \times \frac{\text{حسابات الدفع}}{\text{تكلفة المبيعات}}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة المورد} = 360 \times \frac{150,000}{1,200,000} = 45 \text{ يوم}$$

4. دورة التشغيل:

يتم حساب دورة التشغيل بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة التشغيل} = \text{دورة العملاء} + \text{دورة المخزون}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة التشغيل} = 36 + 30 = 66 \text{ يوم}$$

5. دورة النقدية:

$$\text{دورة النقدية} = \text{دورة العملاء} + \text{دورة المخزون} - \text{دورة المورد}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة النقدية} = 36 + 30 - 45 = 21 \text{ يوم}$$

أو أن: دورة النقدية = دورة التشغيل - دورة المورد

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{دورة النقدية} = 66 - 45 = 21 \text{ يوم}$$

تطبيقات

السؤال الأول: بين مدى صحة أو خطأ كل من الفقرات التالية مع التفسير

1. تنوع الأصول المتداولة يؤدي إلي زيادة فعالية صافي رأس المال العامل.
2. تؤثر جودة الأصول المتداولة علي قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.
3. تلجأ إدارة الشركة إلى اتباع السياسة المتحررة في الاستثمار في الأصول المتداولة في فترات التأكد.
4. زيادة كفاءة إدارة رأس المال العامل تزيد من حجم استثمارات الشركة في أصولها المتداولة.
5. من نتائج تبني إدارة الشركة للسياسة المتحررة في الاستثمار في الأصول المتداولة زيادة احتمالات تعرض الشركة لمخاطر العسر الفني.
6. تبني إدارة الشركة لاستراتيجية تناسب الآجال في تمويل الأصول الثابتة يؤدي إلى تجنب مخاطر العسر الفني.
7. تؤثر مهنية احتساب مخصصات الأصول المتداولة على كفاءة مؤشر صافي رأس المال العامل.
8. العسر الفني هو عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في تواريخ استحقاقها.
9. يتناسب طول دورة التشغيل طرديًا مع حجم استثمارات الشركة في أصولها المتداولة.
10. استخدام الاستراتيجية المحافظة في تمويل الأصول المتداولة يؤدي إلى زيادة الربح.
11. من نتائج تبني إدارة الشركة للسياسة المتحفظة في الاستثمار في الأصول المتداولة انخفاض احتمالات نفاذ المخزون.
12. تبني إدارة الشركة للاستراتيجية المحافظة في تمويل الأصول يعني قيام الشركة بتمويل جزء من أصولها المتداولة عن طريق مصادر تمويل دائمة.

السؤال الثاني: قارن بين الثنائيات التالية:

1. رأس المال العامل وصافي رأس المال العامل.
2. السياسة المتحررة والسياسة المتحفظة عند الاستثمار في الأصول المتداولة.
3. السياسة الهجومية والسياسة المحافظة عند تمويل الأصول المتداولة.

السؤال الثالث:

أُسْخِرِجَتِ البيانات التالية من القوائم المالية لشركة أسمنت الشرقية عن العام المالي المنتهي في 12/31:

- صافي المبيعات 3,000,000 ريال.
- تكلفة المبيعات 1,500,000 ريال.
- حسابات القبض 200,000 ريال.
- المخزون 100,000 ريال.
- المودون دفعات مُقدمة 50,000 ريال.
- حسابات الدفع 150,000 ريال.
- إجمالي الأصول المتداولة 600,000 ريال.
- صافي الأصول طويلة الأجل 400,000 ريال.

المطلوب: تحليل دورة التشغيل بالشركة.

السؤال الرابع: اختر الإجابة الصحيحة:

1. في حالة قيام إدارة الشركة بالتوسع في الاستثمار في الأصول المتداولة، فإن ذلك يعني تبني تلك الإدارة ---.
- أ. سياسة استثمارية متحفظة
- ب. سياسة استثمارية متحررة
- ج. سياسة استثمارية معتدلة
- د. كل ما سبق

2. في فترات عدم التأكد تبنى إدارة الشركة ---.
- أ. سياسة استثمارية متحفظة ب. سياسة استثمارية متحررة
ج. سياسة استثمارية معتدلة د. أي مما سبق
3. تبنى إدارة الشركة "سياسة استثمارية متحررة" يؤدي إلى جميع النتائج التالية ما عدا ---.
- أ. انخفاض معدل دوران المخزون ب. انخفاض معدل دوران العملاء
ج. انخفاض احتمالات نفاذ المخزون د. انخفاض حجم المبيعات
4. تبنى إدارة الشركة سياسة استثمارية --- يؤدي إلى تخفيض صافي رأس المال العامل.
- أ. متحفظة ب. متحررة
ج. معتدلة د. لا شيء مما سبق
5. تبنى إدارة الشركة "سياسة استثمارية متحفظة" يؤدي إلى جميع النتائج التالية ما عدا ---.
- أ. زيادة مخاطر العسر الفني ب. تخفيض مخاطر العسر الفني
ج. زيادة احتمالات نفاذ المخزون د. ارتفاع معدل دوران المخزون
6. تؤثر جميع العوامل التالية على مستويات الاستثمار في رأس المال العامل ما عدا ---.
- أ. حجم المبيعات ب. سياسات التخزين
ج. طبيعة المنتج د. تكنولوجيا الإنتاج
7. تبنى إدارة الشركة "الاستراتيجية المحافظة" في التمويل يؤدي إلى ---.
- أ. تخفيض الربح وزيادة مخاطر العسر الفني ب. زيادة الربح وانخفاض مخاطر العسر الفني
ج. زيادة الربح وزيادة مخاطر العسر الفني د. تخفيض الربح وتخفيض مخاطر العسر الفني
8. من مزايا تبنى الشركة سياسة استثمارية متحررة ---.
- أ. ارتفاع معدل العائد على الاستثمار ب. زيادة حجم المبيعات
ج. ارتفاع معدل دوران المخزون د. زيادة احتمالات نفاذ المخزون

الفصل السابع

إدارة النقدية

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- معرفة دوافع احتفاظ الشركات بالنقدية.
- معرفة مفهوم وأشكال الاستثمارات المؤقتة.
- معرفة فلسفة نموذج Baumol في إدارة النقدية.
- مهارة احتساب الحجم الأمثل من النقدية باستخدام نموذج Baumol.
- معرفة فلسفة نموذج Miller & Orr في إدارة النقدية.
- مهارة إدارة النقدية باستخدام نموذج Miller & Orr.
- مهارة تقدير الحد الأدنى من النقدية.
- فلسفة ومهارة إعداد الموازنة النقدية.

الفصل السابع

إدارة النقدية

دوافع الاحتفاظ بالنقدية

تحتفظ الشركات بالنقدية في الخزينة وفي حساباتها المصرفية وذلك لتسيير أنشطتها وحماية ذاتها من العديد من المخاطر المرتبطة بموقف السيولة بالشركة. وليس هناك دليل على أهمية النقدية من كونها أول بند من بنود أصول الشركة في قائمة المركز المالي. وفي هذا الصدد أرجع كينز الاحتفاظ بأرصدة نقدية على مستوى الشركات على اختلاف أنواعها إلى ثلاثة دوافع رئيسية هي دافع المعاملات ودافع المضاربة ودافع الاحتياط. ولقد أضاف بعض المتخصصون في المجالات المالية لهذه الدوافع دافع التعويض. ولهذا خصصنا الفقرات التالية لمناقشة دوافع احتفاظ الشركات بالنقدية بشيءٍ من التفصيل.

1. دافع المعاملات

يُقصد بدافع المعاملات احتفاظ الشركات بقدر من النقدية لمواجهة نفقاتها والتزاماتها تجاه الموردين والدائنين والبنوك وكذلك لمواجهة متطلبات التشغيل من دفع تكاليف المواد الخام وأجور العمال وإيجارات العقارات وفوائد وأقساط القروض ودفع مبالغ مقدمة لبعض موردي الشركة تحت حساب توريد مواد خام أو بضائع أو خدمات للشركة. وتختلف حاجة الشركات للأموال بدافع المعاملات في حالة تأثر نشاط تلك الشركات بالعوامل الموسمية أو بمراحل الدورة الاقتصادية.

2. دافع الاحتياط

يُقصد بدافع الاحتياط احتفاظ الشركات بقدر من النقدية لمواجهة الأحداث الطارئة أو غير المتوقعة. ويرجع السبب الرئيسي للاحتفاظ بذلك الجزء من النقدية إلى حالة عدم التأكد التي تحيط الكثير من قرارات الشركة. والمقدار الذي يُحتجز لهذا الغرض يُطلق عليه الحد الأدنى من النقدية. ويؤدي الحد الأدنى من النقدية الشركة دوراً مهم في حماية الشركة من مخاطر الفشل المالي وفي مُقدمتها مخاطر العسر الفني.

3. دافع المضاربة

يُقصد بدافع المضاربة احتفاظ الشركات بقدر من النقدية لاقتناص فرص قد تظهر أمام الشركة وتُقرر إدارة الشركة الاستفادة منها وتحقيق أرباح. فقد تقرر إدارة الشركة الاستفادة من الخصومات النقدية المقدمة في أوقات مُعينة من قبل بعض الموردين، أو تقرر الاستفادة من تقلبات أسعار المواد الخام، أو الاستفادة من تقلبات أسعار الأوراق المالية القابلة للتداول والتي تتعامل معها الشركة باعتبارها استثمارات مؤقتة.

4. دافع التعويض

يُقصد بدافع التعويض احتفاظ الشركات بقدر من النقدية كأرصدة تعويضة لدى البنك في حالة الحصول على قرض، فقد تشترط البنوك على الشركة الاحتفاظ برصيد تعويضي وغالباً ما يكون ذلك بنسبة مُعينة من أصل القرض. فعلى سبيل المثال قد يشترط البنك الأهلي على الشركة التي ترغب في الحصول على قرض 100,000 ريال الاحتفاظ في حسابها طرف البنك برصيد تعويضي بنسبة 20% وفي تلك الحالة تحصل الشركة على مبلغ 80,000 ريال فقط وتؤدي تلك العملية إلى زيادة معدل الفائدة الحقيقي مقارنة بمعدل الفائدة الظاهري، ويُعد الاحتفاظ بذلك الرصيد لدى البنك بمثابة مكافأة للبنك نظير الخدمات التي يُقدمها للشركة.

الاستثمارات المؤقتة

إذا كانت النقدية خط الدفاع الأول الذي يحمي الشركة من مخاطر الفشل فإن الاستثمارات المؤقتة تُعد بمثابة خط الدفاع الثاني، ويرجع ذلك لتأثير تلك المخاطر على بقاء الشركة واستمرارها. ولذا كان لزامًا على إدارة الشركة السعي إلى تجنب هذه المخاطر وذلك من خلال استثمار جزء من أموالها في أوراق مالية.

ويرجع الاستثمار في تلك أوراق مالية لكونها بديل للنقدية حيث يُمكن تحويل تلك الاستثمارات بسرعة إلى نقدية، كما أنها وسيلة لاستثمار فوائض الشركة من النقدية وتحقيق عائد مناسب عليها، وحتى يُعد الاستثمار في تلك الأوراق المالية بمثابة استثمارات مؤقتة ينبغي أن تتوافر فيها الاشتراطات التالية:

- أن تكون الأوراق المالية محل الاستثمار قابلة للتداول ويُقصد بالقابلية للتداول سرعة بيع الورقة المالية عند الحاجة لذلك دون وقوع خسارة واضحة، ويعتمد ذلك بالطبع على عمق وسيولة سوق الورقة المالية.
- أن تكون مخاطر فشل الجهات المصدرة للأوراق المالية محل الاستثمار عند أدنى مستوياتها ولهذا يفضل الاستثمار في الأوراق المالية منخفضة المخاطرة منخفضة العائد.
- أن تكون الأوراق المالية محل الاستثمار ذات آجال استحقاق محدودة حيث أن الغرض الأساسي من تلك الاستثمارات هو السيولة.

ولذا فإن استثمارات الشركات المؤقتة يكون محلها أدوات سوق النقد ويُفضل أن لا تمتد الاستثمارات المؤقتة إلى أدوات سوق رأس المال، ونعرض في الفقرات التالية بعض الأدوات التي يُمكن للشركات إدراجها ضمن استثماراتها المؤقتة:

1. أذون الخزانة

أذون الخزانة **Treasury Bill** هي أدوات دين تُصدرها الحكومات لعدة أغراض منها سد العجز المؤقت في موازنة الدولة، أو كأداة اقتصادية لتشجيع الادخار أو أداة اقتصادية لمعالجة التضخم. وأذون الخزانة من أدوات الدين مرتفعة السيولة، كما أنها أداة دين خالية من المخاطرة وذلك لكونها مضمونة من الدولة أو من البنك المركزي أو من مؤسسة النقد كما هو الحال في السعودية، ولذلك فإن احتمال توقف الدولة عن السداد احتمال مُستبعد. ويُفسر ذلك تسمية معدل العائد على أذون الخزانة بمعدل العائد الخالي من المخاطرة. ويتم تسعير أذون الخزانة بناءً على سعر خصم محدد، ويعتمد سعر إذن الخزانة بالإضافة إلى سعر الخصم على قيمته الاسمية وعدد الأيام المتبقية حتى تاريخ استحقاقه وهو ما يجعل سعر إذن الخزانة يتغير يوميًا باقتراب أجل استحقاقه.

2. شهادات الإيداع

شهادات الإيداع **Certificate of Deposit** القابلة للتداول هي شهادات إيداع تُصدرها البنوك لحاملها مقابل إيداع أحد المستثمرين الأفراد أو المؤسسات قيمة الشهادة الاسمية كوديعة لدى البنك ويكون لتلك الوديعة تاريخ استحقاق محدد. ولعل ما يميز شهادات الإيداع كونها مضمونة من قبل مؤسسات التأمين على الودائع كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية أو مضمونة من قبل البنك المركزية أو مؤسسة النقد كما هو الحال في معظم الدول، ولهذا تُعد تلك الشهادات من أدوات الدين الخالية من المخاطرة.

كما تتميز شهادات الإيداع بقابليتها للتداول وبالتالي تُمكن حاملها من بيعها في السوق المالية وهو ما يحقق له ميزة عائد أعلى مقارنة بإيداع تلك الأموال في حسابات التوفير بالبنوك وتجنبه خسائر كسر الوديعة التي قد يتعرض لها في حالة مطالبة البنك باسترداد قيمة الوديعة. كذلك تحقق تلك الشهادات للبنوك ميزة استقرار قيمة الودائع. ويتم تسعير تلك الشهادات بناءً على سعر

خصم كما هو الحال في أذون الخزانة. وتوصف تلك الشهادات بأنها دولية وذلك في حال تداولها في أسواق مالية أجنبية. وتجب الإشارة إلى أن قيمة تلك الشهادات متفاوتة ويبدأ أجل استحقاقها من شهر وقد يمتد إلى خمس سنوات.

3. الأوراق التجارية

الأوراق التجارية **Commercial Papers** هي أدوات دين تُصدرها الشركات المساهمة ذات المراكز المالية المتينة والسمعة الطيبة بغرض تمويل حسابات القبض والمخزون والوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، والأوراق التجارية تصدر بقيمة اسمية محددة وتاريخ استحقاق غالبًا لا يتجاوز 270 يوم، وما يميز الأوراق التجارية قابليتها للتداول في السوق المالية وذلك على أساس سعر خصم مُعين، كما أنها أدوات دين غير مضمونة وهو ما يجعل فقط الشركات ذات الرتب الائتمانية مرتفعة الجودة هي التي تستطيع إصدارها وتسويقها ويرجع ذلك لأن الضمانة الوحيدة للمستثمرين في تلك الأوراق تتمثل في القدرة الكسبية للشركة المُصدرة والثقة فيها.

4. القبولات المصرفية

القبولات المصرفية **Banker's Acceptance** هي أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الشركات بضمان أحد البنوك التجارية وغالبًا ما يتم إصدارها بمناسبة صفقة تجارية محددة، وضمانة البنك تضيفي الأمان على هذه الأداة الاستثمارية، وهي أداة تمويل شائعة الاستخدام في مجال التجارة الدولية، وتتميز بتداولها في أسواق النقد بسعر خصم مُعين، ومن مزاياها إتاحة الفرصة لحاملها لتحويلها إلى نقدية دون الحاجة للانتظار حتى تاريخ استحقاقها، ويتراوح أجل القبولات المصرفية من 30 يوم إلى 180 يوم.

كما ينبغي التنويه إلى أن الشركات قد تلجأ إلى عقد اتفاقيات البيع وإعادة الشراء **Repurchase Agreement** كأداة لإدارة أرصدها من النقدية، حيثُ تعقد الشركة اتفاقية بيع وإعادة شراء أوراق مالية قابلة للتداول أو مخزون أو أحد أصول الشركة مع أحد المستثمرين وربما

مع أحد البنوك. فعلى سبيل المثال قد تعقد الشركة اتفاقية بيع الأوراق المالية بسعر مُعين وإعادة شرائها بسعر أعلى في تاريخ محدد مستقبلاً. ولا يترتب على تلك الاتفاقيات انتقال فعلي للأوراق المالية بين طرفي الاتفاقية، ولذا ينظر البعض لتلك الاتفاقيات على أنها عمليات اقتراض قصيرة الأجل بضمان أوراق مالية.

وتبرر طبيعة الاستثمارات المؤقتة في الأوراق المالية سبب اعتبارها جزء من النقدية عند حساب نسبة النقدية، وذلك عند قياس مؤشرات سيولة الشركة، حيث أن نسبة النقدية يتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة النقدية} = \frac{\text{النقدية} + \text{الاستثمارات المؤقتة}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

نماذج إدارة النقدية

وهناك العديد من النماذج الشهيرة التي تُستخدم في تخطيط وإدارة النقدية ومن تلك النماذج نموذج **Baumol** ونموذج **Miller & Orr** ونموذج تحديد الحد الأدنى من النقدية، والموازنة النقدية وفيما يلي نعرض لهذه النماذج من حيث المفهوم والافتراضات وآليات تطبيق كل نموذج مع مثال تطبيقي لإيضاحها.

نموذج Baumol

طور **William Baumol** أستاذ الاقتصاد الأميركي بجامعة نيويورك نموذج لإدارة النقدية عُرفَ باسمه **Baumol's Model**، وذلك بغرض مساعدة الشركات في سعيها إلى تدنية التكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالنقدية وتحديد الرصيد النقدي الأمثل. ويقوم ذلك النموذج على الافتراضات التالية:

- تستطيع الشركة تقدير احتياجاتها من النقدية بدقة.
- متحصلات الشركة محددة ويتم الحصول عليها على فترات منتظمة.
- تتسم مدفوعات الشركة بالانتظام على مدار الفترة الزمنية.
- تكلفة الفرصة البديلة للاحتفاظ بالرصيد النقدي معروفة ولا تتغير على مدار الوقت، وأطلق عليها **Baumol** اصطلاح تكلفة الفرصة.
- تتحمل الشركة نفس التكلفة في كل مرة تقوم فيها بتحويل الأوراق المالية إلى نقدية، وأطلق عليها **Baumol** اصطلاح تكلفة الصفقات.

فإذا قامت الشركة ببيع أوراق مالية وبدأت برصيد نقدي فإنه مع بدء الشركة في الإنفاق يأخذ الرصيد النقدي في التناقص حتي تصل إلى صفر، وهنا تُعيد الشركة بيع أوراق مالية قابلة للتداول بغرض استعادة الرصيد النقدي. ويتضح من ذلك أن الرصيد النقدي يتناقص تدريجياً ولذا اعتمد **Baumol** في نموذجهِ على متوسط الرصيد النقدي. ولقد أوضح **Baumol** أن الشركة تتحمل تكلفة نتيجة الاحتفاظ بالرصيد النقدي وأطلق على تلك التكلفة اصطلاح تكلفة الفرصة **Oppoutunity Cost** بمعنى تكلفة عدم استثمار الرصيد النقدي في أوراق مالية قابلة للتداول، وعليه عبر **Baumol** عن تلك التكلفة بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الفرصة} = \frac{\text{الرصيد النقدي}}{2} \times \text{معدل تكلفة الفرصة}$$

ومن جانب آخر يرى **Baumol** أن الشركة وهي بصدد تحويل الأوراق المالية القابلة للتداول إلى نقدية تتحمل تكلفة أطلق عليها تكلفة الصفقات **Transaction Cost**. وأضاف أن عدد الصفقات يعتمد على احتياجات الشركة من النقدية خلال السنة وأن عدد الصفقات يُحسب من خلال قسمة حجم الاحتياجات النقدية السنوية للشركة على الرصيد النقدي وعليه عبر **Baumol** عن تلك التكلفة بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الصفقات} = \frac{\text{الاحتياجات النقدية السنوية}}{\text{الرصيد النقدي}} \times \text{تكلفة الصفقة}$$

وتُحسب التكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالنقدية أو ما أطلق عليه **Baumol** اصطلاح

Total Costs of Holding Cash بالمعادلة التالية:

$$\text{التكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالنقدية} = \text{تكلفة الفرصة} + \text{تكلفة الصفقات}$$

ويقوم النموذج على فلسفة أن الرصيد الأمثل من النقدية يتحدد عندما تتساوى تكلفة

الفرصة مع تكلفة الصفقات. وهو ما يُمكن التعبير عنه كما يلي:

$$\frac{\text{الرصيد النقدي}}{2} \times \text{معدل تكلفة الفرصة} = \frac{\text{الاحتياجات النقدية السنوية}}{\text{الرصيد النقدي}} \times \text{تكلفة الصفقة}$$

أي أن:

$$\text{(الرصيد النقدي)}^2 = \text{معدل تكلفة الفرصة} \times 2 \times \text{الاحتياجات النقدية السنوية} \times \text{تكلفة الصفقة}$$

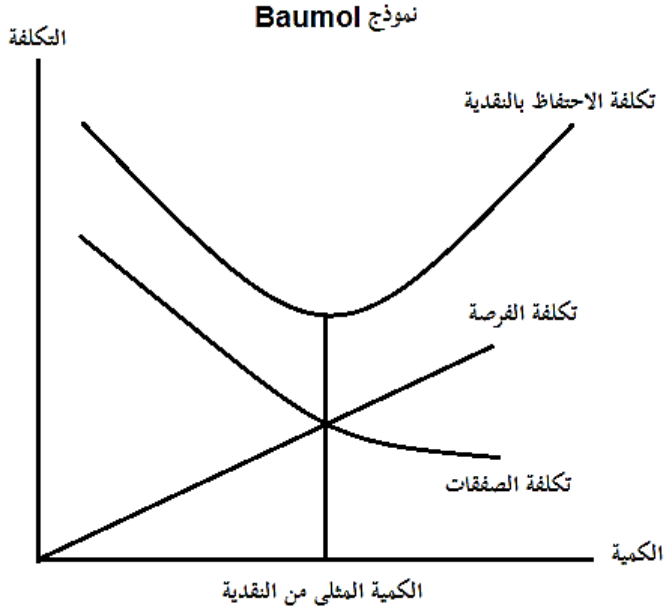
ويعني ذلك أن:

$$\frac{2 \times \text{الاحتياجات النقدية السنوية} \times \text{تكلفة الصفقة}}{\text{معدل تكلفة الفرصة}} = \text{(الرصيد النقدي)}^2$$

وبالتالي فإن:

$$\text{الرصيد النقدي الأمثل} = \left[\frac{2 \times \text{الاحتياجات النقدية السنوية} \times \text{تكلفة الصفقة}}{\text{معدل تكلفة الفرصة}} \right]^{0.5}$$

وعبر Baumol عن نموذجه من خلال الشكل التالي:



ويعبر المحور الأفقي في الشكل عن كمية النقدية والمحور الرأسي يعبر عن التكلفة، وبخصوص تكلفة الفرصة فمن الواضح أنها تتزايد مع تزايد كمية الرصيد النقدي بالشركة وبذلك توجد علاقة طردية بين كمية الرصيد النقدي المُحتفظ به وتكلفة الفرصة. ومن ناحية أخرى يتضح من الشكل تناقص تكلفة الصفقات مع كل زيادة في الرصيد النقدي المُحتفظ به ويرجع ذلك لانخفاض الحاجة إلى تلك الصفقات مع كل زيادة في الرصيد النقدي وبذلك يتضح وجود علاقة عكسية بين تكلفة الصفقات وحجم الرصيد النقدي. كما يوضح الشكل أن التكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالنقدية هي جملة تكلفة الفرصة وتكلفة الصفقات وأن الرصيد الأمثل من النقدية هو ذلك الرصيد الذي تتساوى عنده تكلفة الفرصة مع تكلفة الصفقات.

وبالرغم من ما قدمه ذلك النموذج في مجال إدارة النقدية إلا أنه تعرض للعديد من الانتقادات وعلى رأسها عدم السماح للرصيد النقدي بالتقلبات، عدم أخذ السحب على المكشوف في الاعتبار، عدم أخذ عدم التأكد المتعلق بالتدفقات النقدية المستقبلية في الاعتبار.

مثال

ترغب شركة أسمنت نجران في تخطيط النقدية، ولهذا الغرض جمعت إدارة الشركة البيانات التالية:

- الاحتياجات السنوية من النقدية 100,000 ريال.
- تكلفة الصفقة 100 ريال.
- معدل تكلفة الفرصة 5%.

المطلوب:

1. احسب الرصيد الأمثل من النقدية باستخدام نموذج Baumol .
2. احسب تكلفة الفرصة.
3. احسب تكلفة الصفقات.
4. احسب التكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالنقدية.

الحل

طبقاً لنموذج Baumol يُحسب الرصيد الأمثل من النقدية كما يلي:

$$\text{الرصيد الأمثل للنقدية} = 0.5 \left[\frac{100 \times 100,000 \times 2}{\%5} \right] = 20,000 \text{ ريال}$$

وتُحسب تكلفة الفرصة كما يلي:

$$\text{تكلفة الفرصة} = \%5 \times \frac{20,000}{2} = 500 \text{ ريال}$$

وتُحسب تكلفة الصفقات كما يلي:

$$\text{تكلفة الصفقات} = 100 \times \frac{100,000}{20,000} = 500 \text{ ريال}$$

وتُحسب التكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالنقدية كما يلي:

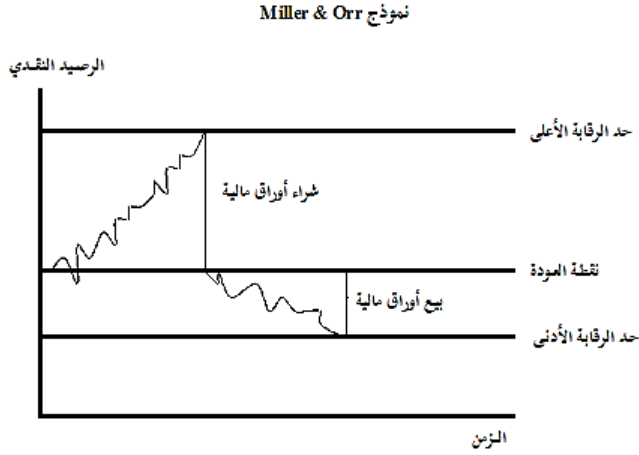
$$\text{تكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالنقدية} = 500 + 500 = 1,000 \text{ ريال}$$

نموذج Miller & Orr

معظم الشركات لا تستطيع استخدام تدفقاتها النقدية بنمط مُعتاد، ولا تستطيع كذلك التنبؤ بتدفقاتها النقدية الداخلة والخارجة على أساس يومي. ولقد دفع ذلك كل من **Miller & Orr (1966)** إلى تطوير نموذج لإدارة النقدية بهدف مساعدة الشركات في إدارة النقدية في ظل تباين تدفقاتها النقدية. ويقوم ذلك النموذج على افتراض أن صافي التدفقات النقدية متغير عشوائي له توزيع طبيعي ومتوسط حسابي وانحراف معياري. كما يعتمد النموذج على فكرة وجود حد الرقابة الأعلى **Upper Control Limit** وحد الرقابة الأدنى **Lower Control Limit**. ويسمح النموذج للرصيد النقدي بالتقلب بين حد الرقابة الأدنى وحد الرقابة الأعلى، فعند وصول الرصيد النقدي بالشركة لحد الرقابة الأعلى يتم شراء الأوراق المالية القابلة للتداول وعند وصول الرصيد النقدي إلى حد الرقابة الأدنى يتم بيع الأوراق المالية القابلة للتداول.

فطبقًا لذلك النموذج عندما يصل رصيد النقدية بالشركة إلى حد الرقابة الأعلى يقوم المدير المالي بشراء أوراق مالية تكفي للوصول برصيد النقدية إلى المستوى المعتاد وهو نقطة العودة **Return Point**. وفي حالة وصول رصيد النقدية بالشركة إلى حد الرقابة الأدنى يقوم

المدير المالي يبيع أوراق مالية تكفي للوصول برصيد النقدية إلى هو نقطة العودة. ويوضح الشكل التالي فلسفة وآليات نموذج Miller & Orr في إدارة النقدية.



ولقد طور Miller & Orr المعادلة التالية بغرض حساب قيمة Z :

$$Z = \sqrt[3]{\frac{3}{4} \times C \times \frac{(S)^2}{I}}$$

حيث:

- I : معدل العائد اليومي على الأوراق المالية القابلة للتداول.
- C : التكلفة الثابتة لشراء أو بيع الأوراق المالية القابلة للتداول.
- S : الانحراف المعياري للتدفقات النقدية اليومية.

وطبقًا للنموذج فإن المسافة بين حد الرقابة الأعلى وحدها الأدنى = $3(Z)$ ، وتقسّم تلك المسافة إلى $2(Z)$ وهي المسافة من نقطة العودة إلى حتى حد الرقابة الأعلى، و Z وهي المسافة من حد الرقابة الأدنى ونقطة العودة.

ويُحسب حد الرقابة الأعلى بالمعادلة التالية:

$$\text{حد الرقابة الأعلى} = \text{الحد الأدنى} + 3(Z)$$

أما نقطة العودة فتُحسب كما يلي:

$$\text{نقطة العودة} = \text{الحد الأدنى} + Z$$

ويُحسب متوسط الرصيد النقدي كما يلي:

$$\text{متوسط الرصيد النقدي} = \text{الحد الأدنى} + \left(Z \times \frac{4}{3} \right)$$

مثال

ترغب إدارة الشركة العقارية السعودية في إدارة النقدية لديها فقامت بجمع البيانات التالية:

- معدل العائد اليومي على الأوراق المالية القابلة للتداول 0.03%
- التكلفة الثابتة لشراء أو بيع الأوراق المالية القابلة للتداول 50 ريال.
- الانحراف المعياري للتدفقات النقدية اليومية 2,000 ريال.
- الحد الأدنى للنقدية 10,000 ريال.

المطلوب: باعتبارك مدير مالي استخدم نموذج Miller & Orr في إدارة النقدية.

الحل

يُمكن استخدام نموذج Miller & Orr في إدارة النقدية من خلال حساب:

1. قيمة Z.
2. قيمة حد الرقابة الأعلى.
3. قيمة نقطة العودة.
4. قيمة متوسط الرصيد النقدي.

الحل

طبقاً لنموذج Miller & Orr فإن قيمة Z تُحسب كما يلي:

$$Z = \sqrt[3]{\frac{3}{4} \times 50 \times \frac{(2000)^2}{0.03\%}} = 7.937$$

أي أن قيمة Z تبلغ 7,937 ريال.

وبالاعتماد على تلك القيمة يُمكن استنتاج حد الرقابة الأعلى، وذلك كما يلي:

$$\text{حد الرقابة الأعلى} = 10,000 + (7,937 \times 3) = 33,811 \text{ ريال.}$$

كما يُمكن استنتاج نقطة العودة والتي تُحسب كما يلي:

$$\text{نقطة العودة} = 10,000 + 7,937 = 17,937 \text{ ريال.}$$

كذلك يُمكن حساب متوسط الرصيد النقدي والذي يُحسب كما يلي:

$$\text{متوسط الرصيد النقدي} = 10,000 + \left(7,937 \times \frac{4}{3}\right) = 20,583 \text{ ريال}$$

تقدير الحد الأدنى من النقدية

الحد الأدنى من النقدية هو ذلك المقدار من النقدية الواجب أن تحتفظ به الشركة لمواجهة أي ظروف طارئة أو غير متوقعة. ولهذا الرقم من النقدية أهمية كبرى خاصة في ظل بيئة أعمال مليئة بالتغيرات سواء كانت على المستوى الخارجي للشركة أو حتى على المستوى الداخلي للشركة. ولقد سبق الإشارة إلى أن الحد الأدنى يُعد بمثابة الرصيد النقدي الذي يُحتجز بدافع الاحتياط.

ويحمي الحد الأدنى الشركة من الكثير من المخاطر وأهمها مخاطر عدم وفاء الشركة بالتزاماتها تجاه العديد من الأطراف المتعاملة معها. ونظرًا للأهمية غير التقليدية للحد الأدنى من النقدية فقد نال اهتمام العديد من الباحثين والممارسين خاصة أن الاحتفاظ بهذا الحد الأدنى له تكلفته وأن عدم الاحتفاظ به له مخاطره. ولقد دفعت تلك التكاليف والمخاطر الباحثين والممارسين إلى تحديد الحد الأدنى من النقدية بناءً على أسس علمية، وهذا ما سوف نقدمه في الفقرات التالية.

مثال

قامت إدارة الشركة العقارية السعودية بتسجيل المبالغ التي تم استخدامها خلال فترة تحويل الأوراق المالية إلى نقدية وكانت كما يلي:

عدد المرات الاستخدام	كمية النقدية المستخدمة
8	10,000
12	20,000
50	30,000
20	40,000
10	50,000

فإذا علمت أن:

- نقطة العودة 20,000 ريال.
- معدل تكلفة الاحتفاظ بالوحدة من النقدية 10٪.
- معدل تكلفة نفاذ الوحدة من النقدية 20٪.

المطلوب:

تحديد الحد الأدنى من النقدية الواجب أن تحتفظ به الشركة.

الحل

تقدير الحد الأدنى من النقدية الواجب أن تحتفظ به الشركة العقارية السعودية يتطلب

القيام بالخطوات التالية:

كمية النقود المستخدمة بعد نقطة العودة	احتمال الاستخدام	عدد مرات الاستخدام	كمية النقدية المستخدمة
0	8%	8	10,000
0	12%	12	20,000
10,000	50%	50	30,000
20,000	20%	20	40,000
30,000	10%	10	50,000
	100%	100	الإجمالي

لاحظ أن: احتمال الاستخدام تم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{احتمال الاستخدام} = \frac{\text{عدد مرات الاستخدام}}{\text{إجمالي مرات الاستخدام}}$$

وكمية النقود المستخدمة بعد نقطة العودة تم حسابها كما يلي:

$$\text{كمية النقود المستخدمة بعد نقطة العودة} = \text{كمية النقود المستخدمة} - \text{نقطة العودة}$$

يلي ذلك:

العجز النقدي عند الاحتفاظ بحد أدنى				احتمال الاستخدام	كمية النقود المستخدمة بعد نقطة العودة
30,000	20,000	10,000	0		
0	0	0	0	8%	0
0	0	0	0	12%	0
0	0	0	10,000	50%	10,000
0	0	10,000	20,000	20%	20,000
0	10,000	20,000	30,000	10%	30,000
0	1,000	4,000	12,000	القيمة المتوقعة للعجز النقدي	

لاحظ أن: تم افتراض بدائل الحد الأدنى من النقدية اعتمادًا على كمية النقود المستخدمة بعد نقطة العودة.

وتم تقدير العجز النقدي بالمعادلة التالية:

$$\text{العجز النقدي} = \text{كمية النقود المستخدمة بعد نقطة العودة} - \text{بديل الحد الأدنى}$$

وتم حساب القيمة المتوقعة للعجز النقدي بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة المتوقعة للعجز النقدي} = \text{مجموع (العجز النقدي} \times \text{احتمال الاستخدام)}$$

ويلي ذلك:

إجمالي التكلفة	تكلفة الاحتفاظ	تكلفة النفاذ	القيمة المتوقعة للعجز النقدي	بدائل الحد الأدنى من النقدية
2,400	0	2,400	12,000	0
1,800	1,000	800	4,000	10,000
2,200	2,000	200	1,000	20,000
3,000	3,000	0	0	30,000

لاحظ أن:

تم حساب تكلفة النفاذ بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة نفاذ النقدية} = \text{القيمة المتوقعة للعجز النقدي} \times \text{معدل تكلفة النفاذ}$$

تم حساب تكلفة الاحتفاظ بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الاحتفاظ بالحد الأدنى} = \text{بدل الحد الأدنى من النقدية} \times \text{معدل تكلفة الاحتفاظ}$$

تم حساب إجمالي التكلفة بالمعادلة التالية:

$$\text{إجمالي التكلفة} = \text{تكلفة النفاذ} + \text{تكلفة الاحتفاظ}$$

بمراجعة عمود إجمالي التكلفة يتضح أن أقل تكلفة هي 1,800 ريال وتقع تلك التكلفة أمام حد أدنى من النقدية 10,000 ريال. ويكون ذلك هو الحد الأدنى الواجب أن تحتفظ به الشركة والذي يُطلق علي أحياناً مخزون الأمان من النقدية.

الموازنة النقدية

تُعتبر الموازنة النقدية من أهم أدوات التخطيط المالي قصير الأجل. وتعتمد الموازنة النقدية على تقدير التدفقات النقدية المتوقعة الداخلة والخارجة للشركة. وتُعد الموازنة النقدية عن فترة أقل من سنة مالية عادة عدة شهور. وتسهم الموازنة النقدية في تحقيق عدة أهداف أهمها:

- التعرف على مقدار احتياجات الشركة النقدية وتوقيتاتها.
- التعرف على مقدار الفوائض النقدية وتوقيتاتها.
- دعم قرارات إدارة الشركة بشأن مصادر تدبير احتياجاتها من النقدية.
- دعم قرارات إدارة الشركة بشأن استثمار الفوائض النقدية في استثمارات مؤقتة.
- دعم قرارات إدارة الشركة بشأن الاستفادة من الخصم النقدي.
- دعم قرارات إدارة الشركة بشأن توزيع أرباح على المساهمين.

مراحل إعداد الموازنة النقدية

يتم إعداد الموازنة النقدية من خلال ثلاثة مراحل هي:

1. مرحلة إعداد جدول المتحصلات المتوقعة وهو وسيلة لتقدير المتحصلات المتوقعة من المبيعات والتي تعتمد على سياسة الشركة فيما يتعلق بتحصيل قيمة مبيعاتها من البضاعة بالإضافة إلى أي مبيعات متوقعة من الأصول خلال فترة إعداد الموازنة النقدية.
2. مرحلة إعداد جدول المدفوعات المتوقعة وهو وسيلة لتقدير مدفوعات الشركة المتوقعة الناتجة عن مشتريات الشركة من البضاعة والتي تعتمد على سياسة الشراء لدى الشركة أو سياسات التحصيل لدى موردي الشركة وكذلك أي مدفوعات متوقعة نتيجة شراء أصول أخرى أو نتيجة التزامات ومصروفات الشركة خلال فترة إعداد الموازنة النقدية.
3. مرحلة إعداد الموازنة النقدية ويعتمد إعداد الموازنة النقدية على تطبيق القواعد التالية:
 - صافي النقدية = المتحصلات المتوقعة - المدفوعات المتوقعة.
 - رصيد النقدية أول الشهر = رصيد النقدية آخر الشهر السابق.

- رصيد النقدية آخر الشهر = صافي النقدية + رصيد أول الشهر.
- الحد الأدنى من النقدية يتم تقديره بالأساليب العلمية.
- الفائض [العجز] = رصيد النقدية آخر الشهر - الحد الأدنى من النقدية.

مثال

وفرت لك إدارة الشركة السعودية للأدوية البيانات التالية:

1. تبلغ المبيعات المُقدرة للشهور الأربعة الأولى من العام القادم 200 و160 و240 و200 ألف ريال على التوالي.
2. بلغت مبيعات شهري نوفمبر وديسمبر من العام المنتهي ما قيمته 160 و200 ألف ريال على التوالي.
3. تتبع الشركة سياسة تحصيل 50% من قيمة المبيعات نقدًا و25% بعد شهر و25% بعد شهرين.
4. تخطط إدارة الشركة لبيع أثاث قديم في شهر فبراير بمبلغ 30 ألف ريال.
5. تتوقع إدارة الشركة بيع آلة قديمة بمبلغ 50 ألف ريال في شهر فبراير.
6. تبلغ المشتريات المُقدرة خلال فترة إعداد الموازنة 100 و150 و180 و140 ألف ريال على التوالي.
7. تتبع الشركة سياسة سداد 50% من المشتريات نقدًا والمتبقي بعد شهر.
8. بلغت مشتريات شهر ديسمبر من العام المنتهي 200 ألف ريال.
9. تبلغ الرواتب الشهرية 50 ألف ريال.
10. تُقدر المصروفات الأخرى خلال أشهر الموازنة بمبلغ 20 و16 و24 و20 ألف ريال على التوالي.
11. تخطط إدارة الشركة لشراء آلة جديدة في شهر مارس بمبلغ 100 ألف ريال.

12. تتوقع إدارة الشركة دفع ضرائب مقدارها 10 آلاف ريال في شهر أبريل.

13. يبلغ رصيد النقدية في 31 ديسمبر من العام المنتهي 80 ألف ريال.

14. سياسة الشركة الاحتفاظ بحد أدنى من النقدية 20 ألف ريال.

المطلوب:

في ضوء البيانات السابقة عد الموازنة النقدية وقدم توصيات لإدارة الشركة بشأن التعامل مع الفائض أو العجز النقدي.

الحل

في ضوء البيانات السابقة يمكن إعداد الموازنة النقدية مع ملاحظة أن الأرقام بالألف ريال وذلك كما يلي:

1. إعداد جدول المتحصلات المتوقعة وذلك كما يلي:

إبريل	مارس	فبراير	يناير	ديسمبر	نوفمبر	المتحصلات المتوقعة
200	240	160	200	200	160	
100	120	80	100			المبيعات 50% نقدًا
60	40	50	50			المبيعات 25% بعد شهر
40	50	50	40			المبيعات 25% بعد شهرين
		30				مبيعات آثاث
		50				مبيعات آلات
200	210	260	190			جملة المتحصلات المتوقعة

2. إعداد جدول المدفوعات المتوقعة وذلك كما يلي:

إبريل	مارس	فبراير	يناير	ديسمبر	المدفوعات المتوقعة
140	180	150	100	200	
70	90	75	50	المشتريات 50% نقدًا	
90	75	50	100	المشتريات 50% بعد شهر	
50	50	50	50	الرواتب الشهرية	
20	24	16	20	المصروفات الأخرى	
10				مدفوعات الضرائب	
	100			شراء آلة	
240	339	191	220	جملة المدفوعات المتوقعة	

3. إعداد جدول الموازنة النقدية وذلك كما يلي:

إبريل	مارس	فبراير	يناير	بيان	إيضاح
200	210	260	190	جملة المتحصلات المتوقعة	
240	339	191	220	جملة المدفوعات المتوقعة	-
(40)	(129)	69	(30)	صافي النقدية	=
(10)	119	50	80	رصيد أول الشهر	+
(50)	(10)	119	50	رصيد آخر الشهر	=
20	20	20	20	الحد الأدنى	-
(70)	(30)	99	30	الفائض (العجز)	=

وبالنظر في الموازنة النقدية يتضح أن:

الشركة سوف تحقق فائض نقدي في شهري يناير وفبراير من العام القادم، وهو ما يستوجب على المدير المالي البحث عن سبل لاستغلال تلك الأموال، فعلى سبيل المثال قد يقترح المدير المالي استخدام تلك الفوائض في أي مما يلي:

- شراء أوراق مالية قصيرة الأجل وإعادة بيعها عند الحاجة إلى سيولة نقدية.
- الشراء النقدي في تلك الشهور والحصول على الخصم النقدي.
- إجراء توزيعات المساهمين في تلك الشهور.

كما اتضح أن الشركة سوف تواجه عجز نقدي وذلك في شهري مارس وأبريل من العام القادم، وهو ما يستوجب على المدير المالي البحث عن سبل لتمويل هذا العجز، فعلى سبيل المثال قد يقترح المدير المالي تدبير العجز عن طريق:

- تسيل استثمارات الشركة المؤقتة في الأوراق المالية.
- ترحيل بعض النفقات لشهور أخرى تحقق الشركة فيها فوائض نقدية.
- عرض خصومات نقدية لتشجيع عملاء الشركة على سداد قيمة مشترياتهم نقدًا.
- الترتيب للحصول على قرض قصير الأجل.
- تغيير سياسات التعامل مع الموردين أو العملاء بما يغير من حالة العجز.

تطبيقات

السؤال الأول:

1. ناقش الافتراضات التي يقوم عليها نموذج Baumol.
2. ناقش بإيجاز دوافع الاحتفاظ بالنقدية.
3. اشرح بإيجاز صور الاستثمار المؤقتة.
4. وضح أهم الاشتراطات التي ينبغي توافرها في الأوراق المالية حتى يُمكن اعتبارها استثمارات مؤقتة.

السؤال الثاني:

ترغب شركة المراعي في تخطيط النقدية، ولهذا الغرض جمعت إدارة الشركة البيانات التالية:

- الاحتياجات السنوية من النقدية 200,000 ريال.
- تكلفة الصفقة 100 ريال.
- معدل تكلفة الفرصة 10٪.

المطلوب:

1. احسب الرصيد الأمثل من النقدية باستخدام نموذج Baumol .
2. احسب تكلفة الفرصة.
3. احسب تكلفة الصفقات.
4. احسب التكلفة الإجمالية للاحتفاظ بالنقدية.

السؤال الثالث: ترغب إدارة الشركة السعودية للصناعات الدوائية في إدارة النقدية لديها فقامت بجمع البيانات التالية:

- معدل العائد اليومي على الأوراق المالية القابلة للتداول **0.05%**
- التكلفة الثابتة لشراء أو بيع الأوراق المالية القابلة للتداول **100** ريال.
- الانحراف المعياري للتدفقات النقدية اليومية **2,500** ريال.
- الحد الأدنى للنقدية **15,000** ريال.

المطلوب: باعتبارك مدير مالي استخدام نموذج **Miller & Orr** في حساب:

1. قيمة **Z**.
2. قيمة حد الرقابة الأعلى.
3. قيمة نقطة العودة.
4. قيمة متوسط الرصيد النقدي.

السؤال الرابع:

قامت إدارة شركة الاتصالات السعودية بتسجيل المبالغ التي تم استخدامها خلال فترة تحويل الأوراق المالية إلى نقدية وكانت كما يلي:

عدد المرات الاستخدام	كمية النقدية المستخدمة
14	5,000
42	10,000
110	15,000
24	20,000
10	25,000

فإذا علمت أن:

- نقطة العودة **10,000** ريال.
- معدل تكلفة الاحتفاظ بالنقدية **12%**.

• معدل تكلفة نفاذ النقدية 18%.

المطلوب:

تحديد الحد الأدنى من النقدية الواجب أن تحتفظ به الشركة.

السؤال الخامس:

فيما يلي الموازنة النقدية للشركة الشرقية للأسمنت

بيان	يناير	فبراير	مارس	إبريل
جملة المتحصلات المتوقعة	120	100		
جملة المدفوعات المتوقعة			80	110
صافي النقدية	40	(10)	20	(30)
رصيد أول الشهر	8			
رصيد آخر الشهر				
الحد الأدنى		10		
الفائض (العجز)				

المطلوب:

1. أكمل الموازنة النقدية.
2. قدم توصيات لإدارة الشركة بشأن التعامل مع الفائض أو العجز.

الفصل الثامن

إدارة حسابات القبض

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- مهارة تحديد الحجم الأمثل من الاستثمار في حسابات القبض.
- معرفة العوامل المؤثرة في تحديد الحجم الأمثل من الاستثمار في حسابات القبض.
- مفهوم السياسة الائتمانية.
- معرفة معايير منح الائتمان.
- مهارة تقييم العملاء من أجل منح الائتمان.
- معرفة السياسات الائتمانية البديلة ونتائج كل منها.
- مهارة المفاضلة بين السياسات الائتمانية البديلة.
- مهارة تقييم كفاءة السياسة الائتمانية.

الفصل الثامن

إدارة حسابات القبض

هناك شبه اتفاق بين الماليين على أن الهدف الرئيسي للإدارة المالية هو تعظيم قيمة الشركة، ولن يتحقق هذا الهدف إلا من خلال مجموعة القرارات الاستثمارية والتمويلية. وتسهم استثمارات الشركة في أصولها المتداولة بدور هام في تحقيق هذا الهدف، حيث أن العائد الرئيسي الذي تحققه الشركة يتحقق من خلال تعاملات الشركة مع عملائها.

وتأخذ تعاملات الشركة مع عملائها أحد شكلين هما: البيع النقدي والبيع الآجل.

1. البيع النقدي

في بداية عمر الشركة غالبًا ما تتبنى إدارة الشركة سياسة البيع النقدي بسبب عدم قدرة الشركة على تمويل استثمارات آجلة في حسابات القبض **Receivable Accounts**. وفي تلك الحالة لا يظهر حساب العملاء أو حساب أوراق القبض في قائمة المركز المالي للشركة وهما الحسابان اللذان يمثلان حسابات القبض. كما تتبنى الشركات سياسة البيع النقدي مع العملاء الجدد أو العملاء غير المؤهلين للحصول على الائتمان التجاري. كذلك تتبنى الشركات أو الوكلاء المحتركون الذين يتحكمون في السوق وفي الأسعار سياسة البيع النقدي.

2. البيع الآجل

عندما تقرر إدارة الشركة تبني سياسة البيع الآجل فإنها تتبنى سياسة ائتمانية أو أكثر. وفي تلك الحالة تتعامل الشركة مع عملائها في ضوء عمليتين رئيسيتين هما: عملية البيع، وعملية

التحصيل، وهو ما يفرض على إدارة الشركة ضرورة تبني سياسة تحصيل مناسبة علاوة على سياسة الائتمان.

والسياسة الائتمانية **Credit Policy** هي مجموعة الأطر التي تحكم قرارات البيع الآجل، وتشمل تلك السياسة ما يلي:

- تحديد حجم الاستثمار في حسابات القبض.
- تحديد معايير اختيار وترتيب عملاء الشركة.
- تحديد شروط الائتمان التجاري.
- تحديد حجم ومدة الائتمان لكل شريحة من عملاء الشركة.
- تحديد نسبة خصم الكمية الممنوحة لكل شريحة من العملاء.

وينتج عن تبني إدارة الشركة لسياسة البيع الآجل قيام الشركة بعمليات التحصيل، وهنا ينبغي على الشركة تبني سياسة تحصيل **Collection Policy** وتُعرف سياسة التحصيل بأنها مجموعة الأطر التي تحكم عمليات التحصيل بدءاً من مدة التحصيل ومدة خصم تعجيل الدفع ونسبة خصومات تعجيل الدفع الممنوحة لكل شريحة من العملاء وأوقات منح تلك الخصومات.

وفي البيع بالآجل تقوم الشركة بتزويد عملائها بالبضاعة دون تحصيل قيمتها بشكل فوري وتمنح الشركة عملائها مدد متفاوتة لسداد قيمة البضاعة فيما يُعرف بالائتمان التجاري. ويأخذ الائتمان التجاري أحد شكلين هما:

أ. الحساب المفتوح

في حالة الحساب المفتوح ترسل الشركة فاتورة مع البضاعة للعميل ولا يوقع العميل على كميالية أو سند أذني مقابل استلامه البضاعة ولكن يؤشر فقط على صورة الفاتورة بأنه قد استلم البضاعة وفي تلك الحالة يتم قيد العملية في الدفاتر المحاسبية بناءً على صورة الفاتورة ويكون القيد بالتعليق على حساب العملاء.

ب. أوراق القبض

أما في حالة أوراق القبض ترسل الشركة فاتورة وكمبيالة أو سند إذني مع البضاعة للعميل ويوقع العميل على الكمبيالة أو السند الأذني مقابل استلامه البضاعة. وفي تلك الحالة يتم قيد العملية في الدفاتر المحاسبية بناءً على الكمبيالة أو السند الإذني ويكون القيد بالتعليق على حساب أوراق القبض، حيث أن الكمبيالة أو السند الإذني تمثل أداة قبض. وتأخذ شروط منح الائتمان التجاري الصيغة "10/1 صافي 30" وتشمل تلك العبارة ثلاثة شروط هي: مدة الائتمان والتي تصل في المثال المذكور إلى 30 يوم ينبغي على العميل سداد مستحقات الشركة طرفه خلالها، ونسبة الخصم وتبلغ 1% من قيمة الفاتورة، ومدة الحصول وتصل إلى 10 أيام من تاريخ الفاتورة.

محددات الاستثمار في حسابات القبض

يتأثر قرار إدارة الشركة بشأن مستوى الاستثمار في حسابات القبض بعدة عوامل نذكرها

فيما يلي:

- حجم المبيعات: توجد علاقة طردية بين حجم مبيعات الشركة وحجم الاستثمار في حسابات القبض.
- نوعية النشاط: يتأثر حجم الاستثمار في حسابات القبض بنوعية النشاط فيختلف حجم الاستثمار في الأصول المتداولة في صناعات الإنشاء والتعمير عنها في الصناعات الغذائية عنها في الصناعات الدوائية.
- حجم الشركة: توجد علاقة طردية بين حجم الشركة وحجم استثماراتها في حسابات القبض، فكلما زاد حجم الشركة زادت استثماراتها في حسابات القبض.
- عمر المنتج: يؤثر عمر المنتجات على حجم استثمار الشركة في حسابات القبض فالسبع سريعة التلف تتطلب حجم استثمار منخفض مقارنة بالسلع أو المنتجات المعمرة.

- دورة التشغيل: يتناسب طول دورة التشغيل طرديًا مع حجم استثمارات الشركة في حسابات القبض، فكلما زاد طول دورة التشغيل زادت استثمارات الشركة في حسابات القبض.
- السياسة الائتمانية: تتنوع السياسات الائتمانية فهناك السياسة الائتمانية الانكماشية والسياسة الائتمانية المعتدلة والسياسة الائتمانية التوسعية، وكلما اتجهت سياسة الشركة الائتمانية نحو السياسة التوسعية كلما تطلب ذلك زيادة استثمارات الشركة في حسابات القبض.

ويُمكن لإدارة الشركة تحديد حجم الاستثمار في حسابات القبض في ضوء تحديد مدة الائتمان التي تمنحها الشركة لعملائها وقيمة المبيعات المستهدفة، وذلك بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{مدة الائتمان} \times \text{المبيعات المستهدفة}}{360} = \text{الاستثمار في حسابات القبض}$$

فإذا كانت الشركة تمنح عملائها مدة ائتمان 60 يوم، وتخطط الشركة لتحقيق مبيعات 1,200,000 ريال، فإنها تحتاج إلى حجم استثمار في حسابات القبض:

$$\text{الاستثمار في حسابات القبض} = \frac{1,200,000 \times 60}{360} = 200,000 \text{ ريال}$$

معايير منح الائتمان

يعتبر نموذج المعايير الائتمانية المعروف بمسمى 5C's أبرز منظومة ائتمانية لدى محلي ومانحي الائتمان على مستوى العالم عند منح القروض ولقد استعار المليون ذلك النموذج لتطبيقه في حالة منح الشركة الائتمان لعملائها. حيث تقوم الشركة كمانح للائتمان بدراسة تلك الجوانب الخمس لكل عميل يطلب منها الشراء بالأجل. وتشمل تلك المعايير:

1. الشخصية

تعد شخصية العميل **Character** الركيزة الأساسية في قرار منح الائتمان التجاري ويرجع ذلك لكونها العامل الأكثر تأثيرًا في درجة المخاطرة التي تتعرض لها الشركة نتيجة قرار منح الائتمان، وبالتالي فإن أهم مسعى عند إجراء التحليل الائتماني لعميل الشركة هو تحديد شخصية العميل بدقة. ويُقصد بشخصية العميل مقدار ما يتمتع به العميل من أمانه ونزاهة وسمعة طيبة في الأوساط المالية والتجارية ومدى التزامه بكافة تعهداته وحرصه على الوفاء بالتزاماته في تواريخ استحقاقها. ويُمكن للشركة الاستفسار عن شخصية العميل وذلك من خلال طلب سجله الائتماني.

2. القدرة

قدرة العميل **Capacity** هي قدرة العميل طالب الائتمان على تحقيق الدخل، وبالتالي قدرته على الوفاء بالتزاماته الناشئة عن الشراء الآجل من دخله. وتُقاس القدرة بمؤشري القدرة الكسبية التشغيلية والقدرة الكسبية وهما مؤشران يقيسا قدرة العميل على تحول أصوله إلى إيرادات سواء من نشاطه الرئيسي أو الأنشطة الأخرى، ولذا يجب علي الشركة عند دراسة قدرة العميل فحص القوائم المالية لعدة سنوات سابقة وذلك بغرض تقدير قدرته الحالية والتنبؤ بقدرته المستقبلية على تحقيق الدخل.

3. رأس المال

رأس مال العميل **Capital** هو ملاءة العميل أو قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته الناشئة من حصوله على الائتمان التجاري من رأس ماله. ورأس مال الشركة هو حقوق الملكية والتي تتمثل في الأسهم العادية والاحتياطيات والأرباح المحتجزة. ورأس المال يُعد بمثابة الضمان الإضافي في حال فشل العميل في الوفاء بالتزاماته من دخله. وتشير الدراسات المتخصصة في التحليل الائتماني إلى أن قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته الائتمانية تعتمد على قيمة رأس ماله، حيث توجد علاقة عكسية بين حجم رأس مال العميل والمخاطر الائتمانية.

4. الضمان

يقصد بالضمان **Collateral** مجموعة الأصول أو خطاب الضمان الذي يضعه العميل تحت تصرف الشركة مقابل حصوله على الائتمان التجاري. ولا يجوز للعميل التصرف في تلك الأصول أو إلغاء خطاب الضمان حتى الوفاء بالتزاماته الناشئة عن الائتمان التجاري. ويحق للشركة تسهيل الضمان والحصول على مُستحقات الشركة في حال توقف العميل أو عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته تجاه الشركة.

5. الظروف المحيطة

تؤثر الظروف المحيطة **Conditions** سواء العامة أو الخاصة على نشاط العميل طالب الائتمان التجاري. والظروف العامة هي المناخ الاقتصادي العام وكذلك الإطار التشريعي والقانوني لنشاط العميل. أما الظروف الخاصة فترتبط بنشاط العميل طالب الائتمان التجاري ومنها حصته السوقية ومستوى المنافسة التي يتعرض لها وموقع المشروع إلى غير ذلك من العوامل.

وبشكل عام تقوم الشركة بتحديد أوزان مرجحة تبين أهمية كل عامل من تلك العوامل ويحصل العميل طالب الائتمان على درجة معينة في كل عامل وعلى مستوى العوامل ككل ثم تحدد الشركة نقطة معينة يُطلق عليها المليون نقطة قطع **Cut off Point** وهي النقطة التي يُعد تجاوز رتبة العميل لها شرط لمنحه الائتمان. ويتطلب تطبيق تلك المعايير جمع معلومات عن العملاء طالبي الائتمان ويتم جمع تلك المعلومات من مصادر مختلفة أهمها:

- العميل طالب الائتمان حيث تطلب الشركة من العميل القوائم المالية لأخر سنتين أو ثلاث سنوات للوقوف على مدى متانة مركزه المالي، وقد تطلب منه قائمة بأسماء الشركات والبنوك التي يتعامل معها.
- البنك المركزي أو البنوك التي يتعامل معها العميل فقد تطلب الشركة من البنك المركزي السجل الائتماني للعميل الذي يُعد أداة قوية لتقييم الموقف المالي للعميل

طالب الائتمان خاصة في حالة وجوده في السوق لمدة سابقة تُقدر بسنوات، كما قد تطلب من البنوك التجارية التي يتعامل معها معلومات عن مدى التزام العميل في سداد مستحقات تلك البنوك من أقساط القروض وفوائدها. ويظهر ذلك في السجل الائتماني للعميل والذي يمكن طلبه من البنك المركزي.

▪ موردي العميل قد تطلب الشركة منهم بيانات عن العميل وحجم تعاملاته معهم ومدى وفاؤه بالتزاماته الناتجة عن شراءه الآجل منهم. وربما يتم جمع معلومات عن العميل من مندوبي البيع أو مندوبي التحصيل في تلك الشركات.

مثال

تقدم ثلاثة عملاء (س، ص، ع) لشركة أسمنت الشرقية بطلبات للشراء الآجل، فقامت الشركة بجمع بيانات عن العملاء الثلاثة بغرض دعم إدارة الشركة في منحهم الائتمان التجاري من عدمه، وكذلك تحديد مقدار الائتمان الممنوح لكل منهم. وتُقيم الشركة عملاتها في ضوء نموذج 5C's وبناءً على خبرة الشركة الماضية منحت الشركة معايير ذلك النموذج الأهمية النسبية طبقاً للجدول التالي:

الأهمية النسبية	المعيار
30	الشخصية
25	القدرة
20	رأس المال
15	الضمان
10	الظروف
100	إجمالي درجة المقياس

وكانت النقاط المتوسطة التي حصل كل عميل من العملاء الثلاثة من عدد من الخبراء

كما يلي:

المعيار	العميل س	العميل ص	العميل ع
الشخصية	9	8	10
القدرة	9	8	9
رأس المال	8	9	8
الضمان	10	8	9
الظروف	9	9	9

كما وفرت لك إدارة الشركة المعلومات التالية:

- نقطة القطع 850 درجة.
- تتعامل الشركة مع العملاء من الفئة أ وهم من يحصلون على رتبة ائتمانية 900 درجة فأكثر، والحد الأقصى لمنح الائتمان لهذه الفئة 20,000 ريال ومدة الائتمان 40 يومًا.
- تتعامل الشركة مع العملاء من الفئة ب وهم من يحصلون على رتبة ائتمانية أكثر من 850 حتى أقل من 900 درجة، والحد الأقصى لمنح الائتمان لهذه الفئة 10,000 ريال ومدة الائتمان 30 يومًا.

فإذا علمت أن:

- العميل س طلب منحه ائتمان قدره 12,000 ريال.
- طلب العميل ص منحه ائتمان قدره 10,000 ريال.
- طلب العميل ع منحه ائتمان قدره 15,000 ريال.

المطلوب:

تقديم توصية لإدارة الشركة بمدى التعامل مع كل عميل من هؤلاء العملاء.

الحل

يتم حساب درجة كل عميل وذلك كما يلي:

تقييم العملاء				
العميل ع	العميل ص	العميل س	درجة المعيار	المعيار
300	240	270	30	الشخصية
225	200	225	25	القدرة
160	180	160	20	رأس المال
135	120	150	15	الضمان
90	90	90	10	الظروف
910	830	895	إجمالي نقاط العميل	

وبناءً على نقطة القطع المحددة وهي 850 درجة:

حصل العميل (س) على 895 درجة وهو بذلك يقع في الرتبة الائتمانية (ب) وخصائص تلك الفئة السقف الائتماني 10,000 ريال، ومدة ائتمان 30 يوم. وحيث أن العميل (س) تقدم بطلب ائتمان 12,000 ريال، يتم تقديم توصية إلى إدارة الشركة بمنحه ائتمان 10,000 ريال فقط.

حصل العميل (ص) على 830 درجة وهو بذلك لم يتجاوز نقطة القطع. ولذا يتم تقديم توصية لإدارة الشركة برفض طلب العميل (ص) وعدم منحه أي ائتمان من الشركة.

حصل العميل (ع) على 910 درجة وهو بذلك يقع في الرتبة الائتمانية (أ) ولذلك يتم منحه الائتمان بحد أقصى سقف الائتمان لهذه الفئة وهو 20,000 ريال، ومدة ائتمان 40 يوم. وحيث أن العميل طلب ائتمان 15,000 ريال يتم تقديم توصية لإدارة الشركة بمنحه الائتمان بالكامل.

سياسات منح الائتمان

يُميز كتاب العلوم المالية بين ثلاثة سياسات تدرج تحت سياسة منح الائتمان، وهذه السياسات هي: السياسة الانكماشية والسياسة المتوازنة والسياسة التوسعية، وسوف نتعرض لهذه السياسات في الفقرات التالية بشيء من التفصيل.

1. السياسة الائتمانية الانكماشية

تقوم إدارة الشركة التي تتبنى السياسة الانكماشية بتخفيض حجم استثماراتها في حسابات القبض لأدنى مستوياتها، فتستثمر الشركة الحد الأدنى من أموالها في حسابات العملاء وأوراق القبض. وتلجأ إدارة الشركة لإتباع تلك السياسة في حالة فترات التأكد حيث تزيد قدرة إدارة الشركة على التنبؤ الدقيق بالمستقبل فلا تجد مبرر لاستثمار المزيد من الأموال في حسابات القبض. وفي تلك الحالة تقوم الشركة بتشديد شروط الائتمان كأن تقلل حجم وفترة الإئتمان وكذلك فترة الحصول على خصومات تعجيل الدفع. ويؤدي تبني تلك السياسة إلى:

- تخفيض حجم المبيعات.
- زيادة معدل دوران حسابات القبض.
- زيادة معدل دوران المخزون.
- تكديس المخزون بمخازن الشركة.
- تقليل نسبة مصاريف التحصيل.
- تقليل نسبة الديون المعدومة.

2. السياسة الائتمانية المتوازنة

تصوغ إدارة الشركة سياسة ائتمانية ذات اشتراطات متوازنة وذلك في ضوء ظروف المنافسة في الصناعة أو السوق الذي تنتمي إليه الشركة. وفي ظل هذه السياسة توجه الشركة

استثمارات متوازنة إلى حسابات القبض بناءً على خبرة إدارة الشركة وقدرتها على توقع المتغيرات المستقبلية.

3. السياسة الائتمانية التوسعية

تقوم إدارة الشركة التي تتبنى السياسة التوسعية بزيادة حجم استثماراتها في حسابات القبض، ويتطلب ذلك بالطبع زيادة استثماراتها في المخزون وذلك للوفاء بطلبات العملاء. وتلجأ إدارة الشركة لإتباع تلك السياسة في فترات انخفاض الطلب أو توقع ظهور منتجات جديدة وكذلك في حالة توقع تغيرات في أذواق المستهلكين، وكذلك تتعامل بتلك السياسة فيما يتعلق ببضاعة معينة لديها منها مخزون راكد. وفي تلك الحالة تقوم الشركة بتيسير شروط الائتمان كأن تزيد حجم الائتمان وتمدد فترة الائتمان وكذلك فترة الحصول على خصومات تعجيل الدفع وقد تمنح بعض العملاء خصومات كمية. ويؤدي تبني تلك السياسة إلى:

- زيادة حجم المبيعات.
- تخفيض معدل دوران حسابات القبض.
- تخفيض معدل دوران المخزون.
- تخلص الشركة من المخزون الراكد، وزيادة جودة حساب المخزون.
- زيادة نسبة مصاريف التحصيل.
- زيادة نسبة الديون المعدومة.

تقييم السياسة الائتمانية

إن تبني الشركة لسياسة البيع الآجل يحملها مخاطر تأخر أو توقف أو امتناع بعض العملاء عن سداد مستحقات الشركة طرفهم في تواريخ استحقاقها فيما يُطلق عليه مخاطر الائتمان **Credit Risk**. وتظهر تلك المخاطر في شكل حسابات راكدة ضمن هيكل آجال حسابات القبض، وكذلك في شكل تحويل بعض مستحقات الشركة طرف عملائها إلى ديون معدومة.

وتتحمل الشركة بمناسبة تبني سياسة البيع الآجل تكاليف مقابل استثمار جزء من أموالها في حسابات القبض. وتشمل تلك التكاليف تكلفة تمويل الاستثمارات في تلك الحسابات، وتكلفة فحص وتصنيف عملاء الشركة لاتخاذ قرار بمنح الائتمان من عدمه، وتكلفة التحصيل، وتكلفة الديون المعدومة، والمصاريف والرسوم القضائية والتي تظهر في حالة اتخاذ إدارة الشركة قرار بمقضاة عملائها المتوقفين عن السداد.

وتسعى الإدارة المالية إلى استخدام السياسة الائتمانية لتحقيق هدفها الرئيسي وهو تعظيم قيمة الشركة وذلك من خلال زيادة معدل النمو في مبيعات الشركة وكذلك زيادة أرباح الشركة ولكن مع كل زيادة في مبيعات الشركة تزيد أرباح الشركة بمعدل متناقص نتيجة زيادة تكاليف التحصيل ومتابعة حسابات العملاء وزيادة نسبة الديون المعدومة والمصاريف الإدارية والقضائية. ولذا يجب أن تتبنى الشركة سياسة ائتمانية تعظم الربح التشغيلي للشركة. وفيما يلي مثال لإيضاح كيفية مفاضلة إدارة الشركة بين سياسة البيع النقدي وبدائل السياسة الائتمانية.

مثال

تفاضل إحدى الشركات بين سياسة البيع النقدي والسياسة الائتمانية الانكماشية والسياسة الائتمانية المتوازنة والسياسة الائتمانية التوسعية. فإذا كانت قائمة دخل الشركة في ظل سياسة البيع النقدي كما يلي:

قائمة الدخل

القيمة	بيان
1,800,000	صافي المبيعات
600,000	التكلفة الصناعية المتغيرة
400,000	التكلفة الصناعية الثابتة
1,000,000	إجمالي التكلفة الصناعية
800,000	مجمّل الربح
150,000	التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية المتغيرة
50,000	التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية الثابتة
200,000	إجمالي التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية
600,000	الربح التشغيلي

وتتوقع إدارة الشركة في ظل سياسة ائتمانية انكماشية:

- زيادة المبيعات بنسبة 20٪.
- أن تكون نسبة الديون المعدومة 2٪ من المبيعات.
- أن تصل نسبة مصاريف التحصيل 1٪ من المبيعات.

الحل

نقوم بحساب قائمة الدخل في ضوء هذه التوقعات، وذلك كما يلي:

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,160,000
التكلفة الصناعية المتغيرة	720,000
التكلفة الصناعية الثابتة	400,000
إجمالي التكلفة الصناعية	1,120,000
مجمل الربح	1,040,000
التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية المتغيرة	244,800
التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية الثابتة	50,000
إجمالي التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية	294,800
الربح التشغيلي	745,200

وينبغي ملاحظة أن:

- صافي المبيعات والتكلفة الصناعية المتغيرة زادت بمعدل 20٪.
- التكاليف الثابتة الصناعية بقت كما هي نظرًا لاستيعاب الطاقة الإنتاجية للزيادة في المبيعات.
- التكلفة المتغيرة التسويقية والعمومية زادت بمقدار الزيادة في المبيعات بمعدل 20٪ ($150,000 \times 20\% = 30,000$ ريال)، وبالإضافة لذلك زادت بمقدار الديون المعدومة وتكاليف التحصيل ($2,160,000 \times 3\% = 64,800$ ريال).
- التكاليف الثابتة التسويقية والعمومية بقت كما هي.
- الربح التشغيلي زاد بمقدار 145,200 ريال، وذلك مقارنة بحالة البيع النقدي.

وفي تلك الحالة تفضل السياسة الائتمانية الانكماشية على سياسة البيع النقدي نظرًا

لتأثيرها الإيجابي على الربح التشغيلي للشركة.

كما تتوقع إدارة الشركة في ظل سياسة ائتمانية متوازنة:

- زيادة المبيعات بنسبة 30%.
- نسبة الديون المعدومة 5% من المبيعات.
- نسبة مصاريف التحصيل 3% من المبيعات.

نقوم بحساب قائمة الدخل في ضوء هذه التوقعات، وهي كما يلي:

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,340,000
التكلفة الصناعية المتغيرة	780,000
التكلفة الصناعية الثابتة	400,000
إجمالي التكلفة الصناعية	1,180,000
مجمل الربح	1,160,000
التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية المتغيرة	382,200
التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية الثابتة	50,000
إجمالي التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية	432,200
الربح التشغيلي	727,800

ويلاحظ أن:

- صافي المبيعات والتكلفة الصناعية المتغيرة زادت بمعدل 30%.
- التكاليف الثابتة الصناعية بقت كما هي نظرًا لاستيعاب الطاقة الإنتاجية للزيادة في المبيعات.

- التكلفة المتغيرة التسويقية والعمومية زادت بمقدار الزيادة في المبيعات بمعدل 30% (150,000 × 30% = 45,000 ريال)، وبالإضافة لذلك زادت بمقدار الديون المعدومة وتكاليف التحصيل (2,340,000 × 8% = 187,200 ريال).
 - التكاليف الثابتة التسويقية والعمومية بقت كما هي.
 - الربح التشغيلي زاد بمقدار 127,800 ريال، وذلك مقارنة بحالة البيع النقدي.
- وفي تلك الحالة تفضل السياسة الائتمانية المتوازنة على سياسة البيع النقدي نظرًا لتأثيرها الإيجابي على الربح التشغيلي للشركة.

وكانت توقعات إدارة الشركة في ظل سياسة ائتمانية توسعية:

- زيادة المبيعات بنسبة 50%.
- زيادة التكلفة الثابتة الصناعية بمقدار 300,000 ريال.
- نسبة الديون المعدومة 10% من المبيعات.
- نسبة مصاريف التحصيل 5% من المبيعات.

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,700,000
التكلفة الصناعية المتغيرة	900,000
التكلفة الصناعية الثابتة	700,000
إجمالي التكلفة الصناعية	1,600,000
مجمّل الربح	1,100,000
التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية المتغيرة	630,000
التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية الثابتة	50,000
إجمالي التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية	680,000
الربح التشغيلي	520,000

ويلاحظ أن:

- صافي المبيعات والتكلفة الصناعية المتغيرة زادت بمعدل 50%.
- التكاليف الثابتة الصناعية زادت بمقدار 300,000 حددها الفنيون، نظرًا لعدم استيعاب الطاقة الإنتاجية للزيادة في المبيعات.
- التكلفة المتغيرة التسويقية والعمومية زادت بمقدار الزيادة في المبيعات بمعدل 50% ($150,000 \times 50\% = 75,000$ ريال)، وبالإضافة لذلك زادت بمقدار الديون المدعومة وتكاليف التحصيل ($2,700,000 \times 15\% = 405,000$ ريال).
- التكاليف الثابتة التسويقية والعمومية بقت كما هي.
- الربح التشغيلي نقص بمقدار 80,000 ريال وذلك مقارنة بحالة البيع النقدي.

وفي تلك الحالة تفضل سياسة البيع النقدي على سياسة الائتمانية التوسعية نظرًا لأن تلك السياسة تؤثر سلبًا على الربح التشغيلي للشركة.

ويمكن للمدير المالي المقارنة بين سياسة البيع النقدي والسياسات البديلة للبيع بالائتمان من خلال مقارنة الربح التشغيلي لتلك السياسات والتي يُمكن إيضاحها في الجدول التالي:

الربح التشغيلي	نوع السياسة
600,000	سياسة البيع النقدي
<u>745,200</u>	سياسة ائتمانية انكماشية
727,800	سياسة ائتمانية متوازنة
520,000	سياسة ائتمانية توسعية

وبمقارنة الربح التشغيلي في ضوء السياسات الائتمانية المختلفة يتضح أن أفضل سياسة للشركة هي السياسة الائتمانية الانكماشية حيث أنها السياسة التي تُعظم رقم الربح التشغيلي للشركة.

كفاءة السياسة الائتمانية

التشدد في منح الائتمان سلاح ذو حدين فالرغم من أنه يحمي الشركة من خسارة نتيجة تحملها للديون المعدومة إلا أنه في ذات الوقت يؤدي إلى تخفيض المبيعات وبالتالي يضيع على الشركة فرصة تحقيق المزيد من الأرباح. وكذلك التساهل في منح الائتمان يؤدي إلى زيادة مبيعات الشركة ولكنه يحملها المزيد من التكلفة في صورة ديون معدومة وزيادة مصاريف التحصيل ورسوم التقاضي. ولذا ينبغي على إدارة الشركة قياس مدى كفاءة وفعالية سياستها الائتمانية من خلال بعض المؤشرات، وتعرض فيما يلي لتلك المؤشرات:

1. معدل دوران العملاء

يقصد بمعدل دوران العملاء "عدد مرات تغطية رقم صافي المبيعات لرقم صافي حساب العملاء وأوراق القبض" ويقصد بصافي حساب العملاء وأوراق القبض طرح مخصص الديون المشكوك في تحصيلها من رقم العملاء وحسابات القبض في حالة وجودها. ويعكس معدل دوران العملاء مدى كفاءة إدارة حسابات العملاء وفعالية علاقات الشركة مع عملائها. ومعدل دوران العملاء من المؤشرات ذات العلاقة الطردية مع كفاءة وفعالية الشركة، ولذا فإن كل زيادة في ذلك المعدل تُعد مؤشر إيجابي عن الشركة. ويُحسب معدل دوران العملاء بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران العملاء} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي العملاء} + \text{أوراق القبض}}$$

فإذا كان صافي المبيعات بالشركة 1,200,000 ريال، وصافي العملاء 150,000 ريال، وأوراق القبض 50,000 ريال، فإن:

$$\text{معدل دوران العملاء} = \frac{1,200,000}{50,000 + 150,000} = 6 \text{ مرات}$$

2. دورة العملاء

دورة العملاء يطلق عليها أيضاً متوسط فترة التحصيل، وهي "متوسط فترة تحويل حسابات العملاء وأوراق القبض إلى نقدية". وتستخدم تلك النسبة في قياس مدى كفاءة جهاز التحصيل بالشركة. ودورة العملاء من المؤشرات ذات العلاقة غير الخطية مع كفاءة وفاعلية الشركة، ولذا فإن كل زيادة في تلك الدورة مؤشر متوسط الصناعة يُعد مؤشر سلبي، كما أن نقص تلك الدورة عن متوسط الصناعة يُعد مؤشر سلبي لأنه يعني أن الشركات المنافسة تمنح عملائها سياسات ائتمانية ذات شروط أكثر تيسيراً من سياسة الشركة وهو ما قد يؤدي إلى فقدان الشركة لشريحة من عملائها. ولذا يفضل أن تدور دورة العملاء بالشركة حول متوسط الصناعة. ويتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة العملاء} = \frac{360}{\text{معدل دوران العملاء}}$$

كما يُمكن حساب دورة العملاء بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة العملاء} = 360 \times \frac{\text{صافي العملاء} + \text{أوراق القبض}}{\text{صافي المبيعات}} = \text{--- يوم}$$

فإذا كان صافي المبيعات بالشركة 1,200,000 ريال، وصافي العملاء 150,000 ريال، وأوراق القبض 50,000 ريال، فإن:

$$\text{دورة العملاء} = 360 \times \frac{50,000 + 150,000}{1,200,000} = 60 \text{ يوم}$$

3. نسبة طلبات الائتمان المرفوضة

يتقدم للشركة العديد من العملاء طالبي الائتمان، وبناءً على المعايير التي تتبناها إدارة الشركة يكون القرار بقبول أو رفض طلب العميل. وهنا ينبغي على إدارة الشركة تسجيل عدد العملاء الذين تقدموا لإدارة الشركة بطلبات ائتمان وعدد من تم رفض طلباتهم من هؤلاء العملاء. وعندما تزيد تلك النسبة عن مستوي مُعين ينبغي على الشركة البحث عن أسباب ذلك وتحليلها وهنا ينبغي مراجعة شروط منح الائتمان بالشركة ومقارنتها بشروط المنافسين. وربما يؤدي ذلك إلى إعادة صياغة السياسة الائتمانية للشركة، وتُحسب تلك النسبة بالمعادلة التالية:

$$\text{نسبة طلبات الائتمان المرفوضة} = \frac{\text{عدد طلبات الائتمان المرفوضة}}{\text{إجمالي طلبات الائتمان خلال الفترة}}$$

فإذا كان عدد العملاء الذين تقدموا للشركة بطلبات لمنحهم ائتمان 100 عميل خلال الفترة المالية تم رفض طلبات 20 عميل منهم، فإن:

$$\% 20 = \frac{20}{100} = \text{نسبة طلبات الائتمان المرفوضة}$$

ومما سبق يتضح أن الإدارة الفعالة لحسابات القبض تسهم تعظيم قيمة الشركة كما تسهم في بقاء الشركات واستمرارها، وذلك من خلال:

- تحديد حجم الاستثمار المناسب في حسابات القبض.
- وقاية الشركة من مخاطر الائتمان، والذي يقصد به توقف عملاء الشركة عن الوفاء بالتزاماتهم تجاه الشركة في تواريخ استحقاقها.
- تجنب الشركة تحمل تكاليف تحصيل ومصاريف قضائية وديون معدومة مرتفعة.
- تعزيز سيولة الشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها.
- تعزيز استخدام استثمارات الشركة في حسابات العملاء وأوراق القبض لتعظيم قيمة الشركة في ضوء المتغيرات الداخلية والخارجية.

تطبيقات

السؤال الأول:

حدد ما إذا كانت فقرة من الفقرات التالية صحيحة أم خطأ مبررًا إجابتك

1. يُمكن القول بأنه مع كل زيادة في المبيعات تزيد أرباح الشركة بمعدل مُتناقص.
2. يُنظر إلى بُعد الضمان باعتباره العامل الأكثر تأثيرًا في درجة المخاطرة التي تتحملها الشركة قرار منح الائتمان التجاري لعملائها.
3. يعني اصطلاح الشخصية مقدار ما يتمتع به العميل من أمانة ونزاهة وسمعة طيبة في الأوساط المالية.
4. قدرة الشركة طالبة الائتمان التجاري على الوفاء بالتزاماتها من حقوق ملكيتها تمثل بُعد رأس المال من أبعاد نموذج 5C's.
5. قدرة الشركة طالبة الائتمان التجاري على الوفاء بالتزاماتها من دخلها تمثل بُعد الضمان من أبعاد نموذج 5C's.
6. اصطلاح Capacity يُقصد به خطاب ضمان يضعه العميل تحت تصرف الشركة مانحة الائتمان التجاري لحين وفاؤه بالتزامه تجاه الشركة.
7. ونحن بصدد التقييم الائتماني لأحد عملاء الشركة باستخدام نموذج 5C's فإن دراسة مستوى المنافسة التي يتعرض لها ذلك العميل يقع تحت بُعد الظروف المحيطة من أبعاد النموذج.
8. تُشير نتائج الدراسات الائتمانية إلى أن القدرة يُعد بمثابة ضمان إضافي في حالة عدم قدرة العميل على الوفاء بالتزاماته من دخله.
9. تحديد حجم استثمارات الشركة في حسابات القبض في ضوء خبرة الفريق الإداري وقدرته على توقع المتغيرات المستقبلية يعني تبني إدارة الشركة سياسة ائتمانية توسعية.
10. في فترات التأكد تبني إدارة الشركة سياسة ائتمانية انكماشية عند الاستثمار في حسابات القبض.
11. تخلص الشركة من المخزون الراكد يُعد أحد نتائج تبني إدارة الشركة سياسة ائتمانية متوازنة عند الاستثمار في حسابات القبض.

12. من نتائج تبني إدارة الشركة سياسة ائتمانية انكماشية عند الاستثمار في حسابات القبض تقليل نسبة مصاريف التحصيل.
13. في فترات انخفاض الطلب ينبغي على الشركة تبني سياسة ائتمانية انكماشية.
14. في حالة توقع إدارة الشركة حدوث تغيرات في أذواق المُستهلكين ينبغي على الشركة تبني سياسة ائتمانية انكماشية.
15. يُستخدم رقم صافي الربح عند المفاضلة بين السياسات الائتمانية.

السؤال الثاني:

أجب عن ما يلي:

1. اشرح أدوات قياس كفاءة السياسة الائتمانية؟
2. قارن بين السياسة الائتمانية التوسعية والسياسة الائتمانية الانكماشية من حيث المفهوم والنتائج؟
3. وضح كيف تسهم الإدارة الفعالة لحسابات القبض في تعظيم قيمة الشركة؟
4. تناول بالشرح معايير منح الائتمان؟
5. وضح العوامل التي تؤثر على مستوى الاستثمار في حسابات القبض؟
6. تناول بالشرح نموذج 5C's في التقييم الائتماني؟

الفصل التاسع

إدارة المخزون

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- مفهوم المخزون.
- معرفة دوافع الاحتفاظ بالمخزون.
- معرفة الآثار الإيجابية والسلبية للاحتفاظ بالمخزون.
- مهارة تحليل المخزون.
- مهارة احتساب الحجم الأمثل من الاستثمار في المخزون.
- مهارة استخدام نموذج Baumol في إدارة المخزون.
- مهارة تقدير الحد الأدنى من المخزون.

الفصل التاسع

إدارة المخزون

تؤدي ممارسة الشركة لأنشطتها إلى تدفق المخزون من وإلى الشركة، وتتصف هذه التدفقات بعدم التزامن وعدم التأكد. ويشير عدم التزامن إلى دخول المخزون إلى الشركة في صورة مشتريات من المواد أو البضائع قبل أن تقوم الشركة باستخدامها أو بيعها وبالتالي خروجها من الشركة نتيجة لذلك. أما عدم التأكد فينتج عن كون المشتريات المتوقعة والمبيعات المتوقعة أمور غير مؤكدة. لهذين السببين وجد أن التشغيل الجيد يتطلب استثماراً مناسباً في المخزون. فالاستثمار في المخزون يُمكن الشركة من الوفاء بمتطلبات عمليات الشركة والوفاء بطلبات العملاء بالشراء. والمخزون **Inventory** هو المواد أو البضائع التي تحصل عليها الشركة بهدف دعم الإنتاج أو العمليات مثل المواد الخام، والأجزاء المصنعة، والإنتاج تحت التشغيل، أو بغرض دعم أنشطة الشركة مثل الإصلاح، والصيانة، الاستهلاك، أو للوفاء باحتياجات عملاء الشركة من المنتجات أو الخدمات التي تقدمها الشركة لهم مثل مخزون المنتجات تامة الصنع أو البضائع أو قطع الغيار.

دوافع الاحتفاظ بالمخزون

يرجع الاحتفاظ بالمخزون لثلاثة دوافع رئيسية هي دافع المعاملات ودافع المضاربة ودافع الاحتياط، وفيما يلي عرض لمفاهيم تلك الدوافع:

1. دافع المعاملات

يُقصد بدافع المعاملات احتفاظ الشركات بقدر من بنود المخزون المختلفة لمواجهة احتياجات الشركة الداخلية لأغراض الإنتاج وعمليات التشغيل وذلك بالطبع في الشركات الصناعية وللوفاء باحتياجات عملاء الشركة في حالة الشركات التجارية أو الخدمية. وتختلف حاجة الشركات

للمخزون بدافع المعاملات من شركة لأخرى ومن فترة لأخرى داخل نفس الشركة نتيجة تأثره بنشاط الشركة والذي يتأثر بدوره بالعوامل الموسمية وبمراحل الدورة الاقتصادية إلى غير ذلك من المتغيرات المتعلقة ببيئة الشركة الداخلية أو الخارجية.

2. دافع الاحتياط

يُقصد بدافع الاحتياط احتفاظ الشركات بقدر من المخزون لمواجهة الأحداث الطارئة أو غير المتوقعة. ويرجع السبب الرئيسي للاحتفاظ بذلك الجزء من المخزون في حالة عدم التأكد التي تحيط الكثير من قرارات الشركة وبصفة خاصة تلك القرارات المتعلقة بعمليات الشراء والإنتاج والبيع وما يترتب عليها من قرارات متعلقة بالمخزون وسياساته، والمقدار الذي يُحتجز لهذا الغرض يُطلق عليه مخزون الأمان أو الحد الأدنى من المخزون، ويحمي الحد الأدنى من المخزون الشركة من مخاطر نفاذ المخزون.

3. دافع المضاربة

يُقصد بدافع المضاربة احتفاظ الشركات بقدر من المخزون للاستفادة من فرص التغيرات المتوقع حدوثها في أسعار المخزون. فقد تقرر إدارة الشركة الاستفادة من تقلبات أسعار المواد الخام، أو الاستفادة من الخصومات النقدية المقدمة من موردي الشركة في أوقات محددة.

ويمثل المخزون البند صاحب الوزن النسبي الأكبر بين بنود الأصول المتداولة في معظم الشركات. ويجب أن يُجرد ويُقيم المخزون في نهاية كل فترة مالية بغرض تحديد ربح أو خسارة الشركة. وتمسك الشركة التي يمثل فيها المخزون عنصر هام من عناصر التكلفة سجل يومي لتسجيل التغيرات في المخزون وذلك لرقابة دقيقة ومستمرة لهذا البند الهام، بينما تمسك الشركة التي ينخفض فيها الوزن النسبي لبند المخزون سجل لقيود حركة المخزون في نهاية السنة المالية وذلك بغرض إعداد القوائم المالية.

ولسجلات حركة المخزون دورًا هام في اكتشاف ظاهرة المخزون الراكد، والمخزون الراكد هو كل مادة أو بضاعة مخزونة لا يتم تحركها من المخازن لمدة تجاوز السنة المالية. وتعكس هذه الظاهرة ضعف كفاءة وفعالية إدارة الشركة في مجال المخزون، وتنتج تلك الظاهرة عن العديد من الأسباب ومنها:

- التقدير غير الدقيق لاحتياجات الشركة.
- التقدير غير الدقيق لحجم الطلب على منتجات الشركة.
- عدم دقة دراسات السوق وأذواق المستهلكين.
- عدم دقة تنبؤات الشركة بالتغيرات التقنية في مجال المواد المستخدمة.
- ضعف كفاءة نظم استلام وفحص مشتريات الشركة.
- انخفاض مستوى جودة المشتريات.
- عدم فعالية معايير التعامل مع الموردين.
- ضعف كفاءة نظم مراقبة جودة الإنتاج والعمليات.
- انخفاض مستوى جودة المنتجات.

وتعتمد قيمة المخزون على طريقة التقييم مثل الوارد أولاً يُصرف أولاً، أو الوارد أخيراً يُصرف أولاً. وطبقاً للمعايير المحاسبية المتفق عليها يجب أن يُقيم المخزون على أساس سعر التكلفة أو القيمة السوقية الجارية أيهما أقل. وذلك لمنع تقييم المخزون بأعلى من قيمته أو تحقيق أرباح وهمية في فترات التضخم.

الآثار السلبية للمخزون

تجب الإشارة إلى أن زيادة أو نقص المخزون عن مستوي مُعين له آثاره السلبية، والتي رصدها الكتاب والباحثون ولقد تم إيجازها في الفقرات التالية:

1. الآثار السلبية لزيادة المخزون

- تحمل مخاطر انخفاض القيمة السوقية للمخزون.
- تحمل مخاطر تلف المخزون.
- تحمل مخاطر تغير أذواق المستهلكين وركود المخزون.
- تحمل مخاطر التقادم التكنولوجي للمخزون.
- تحمل تكاليف تخزين مرتفعة نتيجة الحاجة لمساحة تخزينية أكبر وعمالة أكثر.
- تحمل المزيد من التكاليف الإضافية نتيجة حجم الأموال المستثمرة في المخزون وزيادة تكلفة التأمين على المخزون.
- تحمل مخاطر سيولة نتيجة تأثير المخزون على سيولة الأصول المتداولة، فمن المعروف أن المخزون أقل بنود الأصول المتداولة سيولة نظرًا لكونه يحتاج لفترة طويلة حتى يتحول إلى نقدية.

2. الآثار السلبية لنقص المخزون

- تحمل مخاطر نفاد المخزون وما ينتج عنها من تحمل المزيد من تكاليف التشغيل أو فقدان جزء من إيرادات الشركة وأرباحها.
- التأثير السلبي على سمعة الشركة ومكانتها المستقبلية وهو ما يؤثر على أرباحها وأرباحها في المستقبل.
- ارتفاع تكاليف الشراء نتيجة الشراء بكميات صغيرة وعدم الاستفادة من خصومات الكمية التي قد يقدمها الموردون.
- ارتفاع تكلفة طلب المخزون نتيجة تعدد طلبات الشراء نتيجة الشراء بكميات صغيرة.
- ارتفاع تكاليف النقل والفحص والاستلام نتيجة الشراء بكميات صغيرة.

ولذا فإن إدارة الشركة ينبغي عليها الاحتفاظ بمستوي مناسب من المخزون والذي يُحقق

بدوره مزايًا متعددة منها:

- تفادي مخاطر نفاذ المخزون وما يترتب عليها من نتائج مثل فقد المبيعات أو توقف عمليات الإنتاج وتعطل أنشطة الشركة.
- الاستفادة من خصم الكمية.
- تخفيض تكاليف التخزين.
- تخفيض تكاليف طلب المخزون.
- تحسين معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة في المخزون.

ويُمكن لإدارة الشركة قياس حجم الاستثمار في المخزون من خلال متوسط فترة التخزين وتكلفة المبيعات، وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{حجم الاستثمار في المخزون} = \frac{\text{متوسط فترة التخزين} \times \text{تكلفة المبيعات}}{360}$$

فإذا كان تكلفة مبيعات الشركة 1,000,000 ريال، ومتوسط فترة التخزين 90 يوم، فإن:

$$\text{حجم الاستثمار في المخزون} = \frac{1,000,000 \times 90}{360} = 250,000 \text{ ريال}$$

نماذج إدارة المخزون

هناك العديد من النماذج الشهيرة التي تُستخدم في التخطيط للمخزون وإدارتها ومن تلك النماذج نموذج Baumol ونموذج تحديد الحد الأدنى من المخزون، وفيما يلي نعرض لهذه النماذج من حيث المفهوم والافتراضات وآليات تطبيق كل نموذج مع مثال تطبيقي لإيضاحها.

نموذج Baumol

طور ذلك النموذج **William Baumol** أستاذ الاقتصاد الأميركي بجامعة نيويورك نموذج لإدارة المخزون، وذلك بغرض مساعدة الشركات في سعيها إلى تدنية إجمالي تكلفة التخزين وتكلفة طلب المخزون، ولقد طور **Baumol** ذلك النموذج بغرض مساعد الشركات في تحديد الرصيد الأمثل من المخزون.

ويقوم نموذج **Baumol** على الافتراضات التالية:

- تستطيع الشركة تقدير احتياجاتها من المخزون بدقة.
- تقوم الشركة بشراء كميات محددة ويتم الحصول عليها على فترات منتظمة.
- يتسم استهلاك الشركة للمخزون بالانتظام على مدار الفترة الزمنية.
- متوسط تكلفة الاحتفاظ بالوحدة من المخزون محددة ولا تتغير على مدار الوقت.
- تتحمل الشركة نفس تكلفة الطلب في كل مرة تقوم فيها بطلب بضاعة.
- تتحمل أي شركة تكاليف في سبيل إدارة مخزونها وتلك التكلفة تشمل تكلفة التخزين وتكلفة طلب المخزون.

تكلفة التخزين **Holding Cost** تتحمل الشركة العديد من التكاليف في سبيل الاحتفاظ بالمخزون وتشمل تكلفة التخزين تكلفة رأس المال المستثمر في المخزون، وتكلفة تدبير مساحة مناسبة بظروف مناسبة لتخزين المواد المخزونة، وتكلفة التأمين على المخزون، وتكلفة تأمين المخزن وتكلفة الموارد البشرية العاملة بالمخزن، وتكلفة تقادم المخزون، وتكلفة العجز في المواد المخزونه.

وبافتراض أن الشركة قامت بشراء كمية من المخزون وبدأت برصيد مُعين من المخزون ومع قيام الشركة استخدام المخزون في الإنتاج أو في الوفاء بطلبات العملاء تبدأ كمية المخزون في التناقص حتي تصل إلى صفر، ونظرًا لأن رصيد المخزون يتناقص بالتدرج اعتمد **Baumol** في

نموذجه على متوسط المخزون وذلك بقسمة كمية المخزون على 2. وتُحسب تكلفة التخزين بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة التخزين} = \frac{\text{كمية المخزون}}{2} \times \text{تكلفة تخزين الوحدة}$$

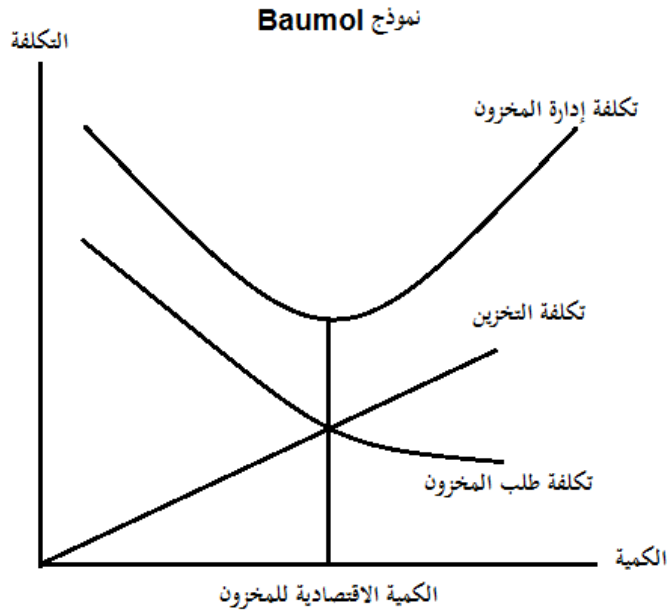
تكلفة طلب المخزون **Ordering Cost** مع استهلاك الشركة للمواد المخزونة يتناقص رصيد المخزون وعند الوصول لنقطة مُعينة تصدر إدارة الشركة أمر بطلب كمية جديدة وتحمل الشركة تكاليف إعادة الطلب والتي يُطلق عليها أيضاً تكاليف إصدار أوامر التوريد وهي عبارة عن كافة التكاليف التي تتحملها الشركة في حالة تكرار طلب التوريد من موردي الشركة أو في حالة طلب التصنيع الداخلي، وتشمل تلك التكلفة تكلفة الإعداد للطلب، وتكلفة الاتصالات، وتكلفة النقل وتكلفة الفحص والاستلام والتكاليف الإدارية الأخرى.

ويفترض نموذج **Baumol** ثبات تكلفة طلب المخزون في كل مرة يتم فيها الطلب خلال السنة، وبالتالي فإن زيادة عدد أوامر التوريد خلال السنة يؤدي إلى زيادة تكلفة طلب المخزون. وتُحسب تلك التكلفة بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة طلب المخزون} = \frac{\text{الاحتياجات السنوية}}{\text{كمية المخزون}} \times \text{تكلفة أمر التوريد}$$

والتكلفة الإجمالية لإدارة المخزون هي ناتج جمع تكاليف تخزين المخزون وتكاليف طلب المخزون.

ويقوم نموذج **Baumol** على فلسفة أن كمية المخزون المثلي من المخزون هي تلك الكمية التي تتساوى عندها تكلفة التخزين مع تكلفة الطلب. ويُمكن عرض فلسفة ذلك النموذج من خلال الشكل التالي:



ومن ذلك الشكل يتضح أن:

$$\text{كمية المخزون} \times \frac{\text{تكلفة تخزين الوحدة}}{2} = \frac{\text{الاحتياجات السنوية}}{\text{كمية المخزون}} \times \text{تكلفة أمر التوريد}$$

أي أن:

$$\text{كمية المخزون}^2 \times \text{تكلفة تخزين الوحدة} = 2 \times \text{الاحتياجات السنوية} \times \text{تكلفة أمر التوريد}$$

ويعني ذلك أن:

$$\frac{2 \times \text{الاحتياجات السنوية} \times \text{تكلفة أمر التوريد}}{\text{تكلفة تخزين الوحدة}} = \text{كمية المخزون}^2$$

وبالتالي فإن:

$$0.5 \left[\frac{2 \times \text{الاحتياجات السنوية} \times \text{تكلفة أمر التوريد}}{\text{تكلفة تخزين الوحدة}} \right] = \text{كمية المخزون}$$

ويطلق على كمية المخزون المحسوبة وفقاً لهذا القانون الكمية الاقتصادية وذلك لكونها الكمية التي تنخفض عندها تكلفة التخزين وتكلفة الطلب لأدنى مستوياتها.

مثال

ترغب شركة أسمنت نجران في إدارة المخزون، ولهذا الغرض جمعت إدارة الشركة البيانات التالية:

- الاحتياجات السنوية 10,000 وحدة.
- تكلفة أمر التوريد 100 ريال.
- تكلفة تخزين الوحدة الواحدة من المخزون 0.5 ريال.

المطلوب:

1. حساب الرصيد الأمثل للمخزون باستخدام نموذج Baumol .
2. حساب تكلفة التخزين.
3. حساب تكلفة طلب المخزون.
4. حساب التكلفة الإجمالية لإدارة المخزون.

الحل

يُحسب الرصيد الأمثل للمخزون بالمعادلة التالية:

$$0.5 \left[\frac{2 \times \text{الاحتياجات السنوية} \times \text{تكلفة أمر التوريد}}{\text{تكلفة تخزين الوحدة}} \right] = \text{الكمية الاقتصادية للمخزون}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة التالية، يتضح أن:

$$\text{الكمية الاقتصادية للمخزون} = 0.5 \left[\frac{100 \times 10,000 \times 2}{0.5} \right] = 2,000 \text{ وحدة}$$

ثم تُحسب تكلفة الاحتفاظ بالمخزون بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة التخزين} = \frac{\text{كمية المخزون}}{2} \times \text{تكلفة تخزين الوحدة}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة التالية، يتضح أن:

$$\text{تكلفة التخزين} = 0.5 \times \frac{2,000}{2} = 500 \text{ ريال}$$

ثم تُحسب تكلفة طلب المخزون بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة طلب المخزون} = \frac{\text{الاحتياجات السنوية}}{\text{كمية المخزون}} \times \text{تكلفة أمر التوريد}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة التالية، يتضح أن:

$$\text{تكلفة طلب المخزون} = 100 \times \frac{10,000}{2,000} = 500 \text{ ريال}$$

وتُحسب التكلفة الإجمالية بالمعادلة التالية:

$$\text{التكلفة الإجمالية} = \text{تكلفة التخزين} + \text{تكلفة طلب المخزون}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة التالية، يتضح أن:

$$\text{التكلفة الإجمالية} = 500 + 500 = 1,000 \text{ ريال}$$

أثر خصم الكمية على الكمية الاقتصادية

في حالة عرض الموردون خصم كمية بغرض تشجيع الشركة على شراء كميات أكبر، فإن ذلك الخصم سوف يؤثر على نموذج Baumol ولإيضاح ذلك الأثر وباستخدام بيانات المثال السابق، وإذا علمت أن سعر شراء الوحدة 10 ريال، وأن المورد عرض على الشركة خصم 4% في حالة شراء 5,000 وحدة، وخصم 5% في حالة شراء 10,000 وحدة. ويُمكن بيان أثر خصم الكمية على الكمية الاقتصادية للمخزون طبقًا لنموذج Baumol من خلال الخطوات التالية:

1. حساب تكلفة التخزين في حالة شراء الكميات البديلة للشراء وهي الكمية الاقتصادية والكميات التي عرض الموردون عندها نسبة خصم، وتُحسب تكلفة التخزين بذات الطريقة السابق لإيضاحها وذلك كما هو موضح بالجدول التالي:

كمية الشراء	متوسط المخزون	تكلفة تخزين الوحدة	تكلفة التخزين
2,000	1,000	0.5	500
5,000	2,500	0.5	1,250
10,000	5,000	0.5	2,500

2. حساب تكلفة طلب المخزون في حالة شراء الكميات البديلة، وتُحسب تكلفة طلب المخزون بذات الطريقة السابق إيضاحها، ويوضح الجدول التالي تلك الخطوة:

الاحتياجات السنوية	كمية الشراء	عدد أوامر التوريد	تكلفة أمر التوريد	تكلفة طلب المخزون
10,000	2,000	5	100	500
10,000	5,000	2	100	200
10,000	10,000	1	100	100

3. حساب تكلفة شراء المخزون في حالة شراء الكميات البديلة، وتُحسب تلك التكلفة بضرب الاحتياجات السنوية في سعر شراء الوحدة مع مراعاة نسبة الخصم، ويمكن إيضاح تلك الخطوة في الجدول التالي:

الاحتياجات السنوية	نسبة الخصم	سعر الشراء	سعر الشراء بعد الخصم	تكلفة الشراء
10,000	%0	10	10	100,000
10,000	%4	10	9.6	96,000
10,000	%5	10	9.5	95,000

4. حساب إجمالي تكلفة المخزون في حالة شراء الكميات البديلة، وهي ناتج جمع تكلفة التخزين وتكلفة طلب المخزون وتكلفة شراء المخزون ويوضح الجدول التالي تلك الخطوة:

كمية الشراء	تكلفة التخزين	تكلفة طلب المخزون	تكلفة الشراء	إجمالي تكلفة المخزون
2,000	500	500	100,000	101,000
<u>5,000</u>	1,250	200	96,000	<u>97,450</u>
10,000	2,500	100	95,000	97,600

ومن الجدول السابق وعلى وجه الخصوص من عمود إجمالي تكلفة المخزون يتم تحديد أقل تكلفة إجمالية ويتضح أن تلك التكلفة تبلغ 97,450 ريال ويقابل تلك التكلفة كمية شراء 5,000 وحدة وتعد تلك الكمية هي الكمية المثلى للتخزين وذلك بعد مراعاة خصم الكمية.

نموذج تقدير الحد الأدنى من المخزون

الحد الأدنى من المخزون هو ذلك المقدار من المخزون الواجب أن تحتفظ به الشركة لمواجهة أي ظروف طارئة أو غير متوقعة. ولهذا الرقم من المخزون أهمية كبرى خاصة في ظل بيئة أعمال مليئة بالتغيرات سواء كانت على المستوى الخارجي للشركة أو حتى على المستوى الداخلي

للشركة. ولقد سبق الإشارة إلى أن الحد الأدنى يُعد بمثابة رصيد المخزون الذي يُحتجز بدافع الاحتياط.

ويحمي الحد الأدنى للمخزون الشركة من الكثير من المخاطر وأهمها مخاطر نفاد المخزون. ونظرًا للأهمية غير التقليدية للحد الأدنى من المخزون فقد نال اهتمام العديد من الباحثين والممارسين خاصة أن الاحتفاظ بهذا الحد الأدنى له تكلفته وأن عدم الاحتفاظ به له مخاطره. ولقد دفعت تلك التكاليف والمخاطر الباحثين والممارسين إلى تحديد الحد الأدنى من المخزون بناءً على أسس علمية، وهذا ما سوف نقدمه في الفقرات التالية.

مثال

قامت إدارة الشركة العقارية السعودية بتسجيل الكميات التي تم استخدامها خلال فترة توريد المخزون وكانت كما يلي:

عدد مرات الاستخدام	الكمية المستخدمة من المخزون
8	10,000
12	20,000
50	30,000
20	40,000
10	50,000

فإذا علمت أن:

- نقطة إعادة الطلب 20,000 وحدة.
- معدل تكلفة الاحتفاظ بالوحدة من المخزون 0.10 ريال.
- معدل تكلفة نفاد الوحدة الواحدة من المخزون 0.20 ريال.

المطلوب: تحديد الحد الأدنى من المخزون الواجب أن تحتفظ به الشركة

الحل

تقدير الحد الأدنى من المخزون الواجب أن تحتفظ به الشركة العقارية السعودية يتطلب القيام بالخطوات التالية:

كمية المخزون المستخدمة بعد نقطة إعادة الطلب	احتمال الاستخدام	عدد مرات الاستخدام	كمية المخزون المستخدمة
0	8%	8	10,000
0	12%	12	20,000
10,000	50%	50	30,000
20,000	20%	20	40,000
30,000	10%	10	50,000
	100%	100	الإجمالي

لاحظ أن: احتمال الاستخدام تم حسابه بالمعادلة التالية:

$$\text{احتمال الاستخدام} = \frac{\text{عدد مرات الاستخدام}}{\text{إجمالي مرات الاستخدام}}$$

وكمية المخزون المستخدمة بعد نقطة إعادة الطلب تم حسابها كما يلي:

$$\text{كمية المخزون المستخدمة بعد نقطة إعادة الطلب} = \text{كمية المخزون المستخدمة} - \text{نقطة إعادة الطلب}$$

يلي ذلك:

العجز في المخزون عند الاحتفاظ بحد أدنى				احتمال الاستخدام	كمية النقود المستخدمة بعد نقطة إعادة الطلب
30,000	20,000	10,000	0		
0	0	0	0	%8	0
0	0	0	0	%12	0
0	0	0	10,000	%50	10,000
0	0	10,000	20,000	%20	20,000
0	10,000	20,000	30,000	%10	30,000
0	1,000	4,000	12,000	القيمة المتوقعة للعجز في المخزون	

لاحظ أن:

تم افتراض بدائل الحد الأدنى من المخزون اعتماداً على كمية المخزون المستخدمة بعد نقطة إعادة الطلب.

وتم تقدير العجز في المخزون بالمعادلة التالية:

العجز في المخزون = كمية المخزون المستخدمة بعد نقطة إعادة الطلب - بديل الحد الأدنى

وتم حساب القيمة المتوقعة للعجز في المخزون بالمعادلة التالية:

القيمة المتوقعة للعجز في المخزون = مجموع (العجز في المخزون × احتمال الاستخدام)

ويلي ذلك:

إجمالي التكلفة	تكلفة الاحتفاظ	تكلفة النفاذ	القيمة المتوقعة للعجز في المخزون	بدائل الحد الأدنى من المخزون
2,400	0	2,400	12,000	0
1,800	1,000	800	4,000	10,000
2,200	2,000	200	1,000	20,000
3,000	3,000	0	0	30,000

لاحظ أن:

تم حساب تكلفة النفاذ بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة نفاذ المخزون} = \text{القيمة المتوقعة للعجز في المخزون} \times \text{معدل تكلفة النفاذ}$$

تم حساب تكلفة الاحتفاظ بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الاحتفاظ بالحد الأدنى} = \text{بديل الحد الأدنى من المخزون} \times \text{معدل تكلفة الاحتفاظ}$$

تم حساب إجمالي التكلفة بالمعادلة التالية:

$$\text{إجمالي التكلفة} = \text{تكلفة النفاذ} + \text{تكلفة الاحتفاظ}$$

بمراجعة عمود إجمالي التكلفة يتضح أن أقل تكلفة هي 1,800 ريال وتقع تلك التكلفة أمام حد أدنى من المخزون 10,000 وحدة. ويكون ذلك هو الحد الأدنى الواجب أن تحتفظ به الشركة والذي يُطلق علي أحياناً مخزون الأمان.

تقييم فعالية إدارة المخزون

يُمكن لإدارة الشركة تقييم فعالية إدارة المخزون باستخدام بعض المؤشرات المتعلقة بإدارة استثمارات الشركة في حسابات المخزون والموردون دفعات مقدمة، وتعرض فيما يلي لمؤشرات تحليل المخزون.

1. معدل دوران المخزون

يقصد بمعدل دوران المخزون "عدد مرات تغطية رقم تكلفة المبيعات لصافي حساب المخزون، بالإضافة إلى حساب الموردون دفعات مقدمة في حالة وجوده. ويعني صافي حساب المخزون طرح مخصص المخزون من رقم إجمالي المخزون. ويعكس معدل دوران المخزون كفاءة الشركة في إدارة المخزون وفاعلية سياسات التخزين بالشركة. ومعدل دوران المخزون من المؤشرات ذات العلاقة الطردية مع كفاءة وفاعلية الشركة، ولذا فإن كل زيادة في ذلك المعدل تُعد مؤشر إيجابي عن الشركة. ويتم حساب معدل دوران المخزون بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{تكلفة المبيعات}}{\text{صافي المخزون} + \text{موردون دفعات مقدمة}}$$

فإذا كانت تكلفة المبيعات بالشركة 1,000,000 ريال وصافي المخزون 150,000 ريال والموردون دفعات مقدمة 100,000 ريال، فإن:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{1,000,000}{100,000 + 150,000} = 4 \text{ مرات}$$

2. دورة المخزون

دورة المخزون يطلق عليها أيضاً متوسط فترة التخزين وهي "مدة بقاء المخزون في المخازن" منذ دخوله كبضاعة أو مادة خام حتى خروجه منها في شكل مبيعات ويقصد بالمخزون مخزون الإنتاج التام في الشركات الصناعية أو رقم المخزون في الشركات التجارية ويجب في حال تواجد مخصص مخزون خصمه من رقم إجمالي المخزون. ويعكس ذلك المؤشر كفاءة إدارة المخزون وفعالية السياسات التي تتبعها الشركة في مجال التخزين.

ودورة المخزون من المؤشرات ذات العلاقة العكسية مع كفاءة وفاعلية الشركة، ولذا فإن كل زيادة في تلك الدورة تُعد مؤشر سلبي عن الشركة، ولذا فإنه في حالة وجود مخزون راكد بمخازن الشركة ينبغي التخلص منه حتى لا يؤثر بشكل سلبي على دورة المخزون. ويتم حساب دورة المخزون بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة المخزون} = \frac{360}{\text{معدل دوران المخزون}}$$

كما يُمكن حساب دورة المخزون بالمعادلة التالية:

$$\text{دورة المخزون} = 360 \times \frac{\text{المخزون} + \text{موردون دفعات مقدمة}}{\text{تكلفة المبيعات}}$$

فإذا كانت تكلفة المبيعات بالشركة 1,000,000 ريال، وصافي المخزون 150,000 ريال، والموردون دفعات مقدمة 100,000 ريال، فإن:

$$\text{دورة المخزون} = 360 \times \frac{100,000 + 150,000}{1,000,000} = 90 \text{ يوم}$$

3. معدل نفاد المخزون

نفاد المخزون **Stock-Outs** هو موقف لا يُمكن فيه الوفاء بمتطلبات عمليات الشركة أو الوفاء بطلبات عملاء الشركة من المخزون الجاري، ولنفاذ المخزون تكلفته والتي تتمثل في العواقب الاقتصادية في حالة عدم القدرة على الوفاء بمتطلبات الطلب الداخلي أو الخارجي من المخزون الجاري، وتشمل تلك النتائج تكاليف داخلية مثل تكاليف التأجيل، وتكاليف الوقت الضائع للعمالة، وتكاليف توقف الإنتاج، وتكاليف خارجية مثل فقد الربح نتيجة فقد المبيعات، وفقد الأرباح المستقبلية نتيجة فقد سمعة أو شهرة الشركة، وفي تلك الحالة تتحمل الشركة مخاطر يُطلق عليه مخاطر نفاد المخزون. ويُمكن قياس مخاطر نفاد المخزون بمعدل نفاد المخزون هو مؤشر ينسب إجمالي تكاليف نفاد المخزون لصادفي المبيعات، ويعكس ذلك المؤشر فعالية الإدارة في التخطيط للمشتريات والإنتاج. ويُحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل نفاد المخزون} = \frac{\text{إيراد المبيعات المفقود نتيجة نفاد المخزون}}{\text{إيراد المبيعات}}$$

فإذا كان إيراد مبيعات الشركة 2,000,000 ريال، والمبيعات المفقودة خلال العام نتيجة

نفاد المخزون 300,000 ريال، فإن:

$$\text{معدل نفاد المخزون} = \frac{300,000}{2,000,000} = 15\%$$

تطبيقات

السؤال الأول:

قامت إدارة الشركة أسمنت الشرقية بتسجيل الكميات التي تم استخدامها خلال فترة توريد المخزون وكانت كما يلي:

عدد مرات الاستخدام	الكمية المستخدمة من المخزون
12	5,000
16	10,000
44	15,000
20	20,000
8	25,000

فإذا علمت أن:

- نقطة إعادة الطلب 15,000 وحدة.
- تكلفة الاحتفاظ بالوحدة من المخزون 0.05 ريال.
- معدل تكلفة نفاذ الوحدة الواحدة 0.10

المطلوب: تحديد الحد الأدنى من المخزون الواجب أن تحتفظ به الشركة

السؤال الثاني:

ترغب شركة أسواق الغثيم في إدارة المخزون، ولهذا الغرض جمعت إدارة الشركة البيانات

التالية:

- الاحتياجات السنوية 20,000 وحدة.

- تكلفة أمر التوريد 200 ريال.
- تكلفة تخزين الوحدة الواحدة من المخزون 0.4 ريال.

المطلوب:

1. حساب الرصيد الأمثل من المخزون.
2. حساب تكلفة التخزين.
3. حساب تكلفة طلب المخزون.
4. حساب التكلفة الإجمالية لإدارة المخزون.

السؤال الثالث:

ناقش القضايا التالية:

1. دوافع الاحتفاظ بالمخزون.
2. الآثار الإيجابية والسلبية للاحتفاظ بالمخزون.
3. الافتراضات التي يقوم عليها نموذج Baumol في إدارة المخزون.

الفصل العاشر

هيكل التمويل

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- مفهوم مصادر التمويل ومعايير تصنيفها.
- معرفة التمويل الداخلي والخارجي.
- معرفة التمويل التفاوضي والتلقائي.
- مهارة التمييز بين التمويل التفاوضي والتمويل التلقائي.
- معرفة التمويل المؤقت والدائم.
- مهارة التمييز بين التمويل المؤقت والتمويل الدائم.
- معرفة التمويل قصير الأجل وطويل الأجل.
- معرفة التمويل بالملكية والتمويل بالمديونية.

الفصل العاشر

هيكل التمويل

تزود قائمة المركز المالي للشركة المحللين الماليين والمستثمرين وكافة الأطراف المعنية بالشركة بكم كبير من المعلومات وذلك بشأن هيكل تمويل الشركة وهيكل استثماراتها. حيث يمثل جانب الالتزامات وحقوق الملكية هيكل تمويل الشركة ويمثل جانب الأصول هيكل استثمارات الشركة. وسوف نتعرض فيما يلي إلى هيكل تمويل الشركة أو ما يُطلق عليه مصادر تمويل الشركة.

معايير تصنيف مصادر التمويل

تعددت وجهات نظر كُتاب العلوم المالية بشأن المعايير التي يُمكن الاعتماد عليها بشأن تصنيف مصادر التمويل بالشركات. ولقد تم رصد خمسة معايير مختلفة لتصنيف تلك المصادر وهي:

1. النطاق المكاني للحصول على الأموال ومن هذا المنطلق تحصل الشركات على الأموال من داخلها أو من خارجها. والتمويل الداخلي يعكس قدرة الشركة على تدبير احتياجاتها المالية من مواردها الذاتية، والتمويل الخارجي يعني تدبير الشركة لاحتياجاتها المالية من مصادر خارجية.
2. الحاجة إلى ترتيبات معينة من أجل الحصول على الأموال ومن هذا المنطلق تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل تلقائية ومصادر تمويل تفاوضية، حيث تحصل الشركة على التمويل بشكل تلقائي بمناسبة ممارسة أنشطتها العادية بينما تحتاج الشركة في التمويل التفاوضي إلى إجراء ترتيبات معينة للحصول على الأموال.

3. طبيعة مصدر التمويل ومن هذا المنطلق تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل دائمة وهي مصادر توفر أموال دائمة للشركة، ومصادر تمويل مؤقتة توفر أموال بصيغة مؤقتة أو موسمية للشركة.
4. أجل استحقاق مصدر التمويل ومن هذا المنطلق تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر تمويل طويلة الأجل، والمدى الزمني الذي يفصل بين المصدر قصير وطويل الأجل سنة مالية وهذا هو المعيار الذي يعتمد عليه النظام المحاسبي.
5. صفة مُقدم التمويل ومن هذا المنطلق تنقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل بالملكية وهي تلك الأموال التي يتم الحصول عليها من المساهمين بصفتهم ملاك الشركة، ومصادر تمويل بالمدىونية وهي تلك الأموال التي يتم الحصول على من البنوك أو المستثمرين بصفتهم مقرضين للشركة.

وسوف نتعرض بشيء من التفصيل لمصادر التمويل من تلك المنظورات المختلفة:

التمويل داخلي وخارجي

تنقسم مصادر التمويل من حيث مكان الحصول عليها إلى تمويل داخلي وفيه تُدبر الشركة احتياجاتها المالية من داخلها، وتمويل خارجي وفيه تُدبر الشركة احتياجاتها المالية من مصادر خارجية.

1. التمويل الداخلي

يعكس التمويل الداخلي **Internal Finance** قدرة الشركة على تدبير احتياجاتها المالية اللازمة للمحافظة على طاقتها الإنتاجية أو التوسع في استثماراتها الرأسمالية أو سداد ديونها أو لزيادة حقوق الملكية من مواردها الذاتية، ولذا يُطلق على التمويل الداخلي أيضاً اصطلاح التمويل الذاتي. ويتضح من ذلك التمويل الداخلي يسعى إلى تحقيق الأهداف التالية:

- المحافظة على الطاقة الإنتاجية للشركة ويكون ذلك من خلال عمليات تجديد وإحلال الأصول.
- التوسع الاستثماري من خلال الاستثمار في خطوط الإنتاج الجديدة أو شراء أصول جديدة أو إنشاء مصنع جديد.
- الاستقلال وحرية التصرف في استثمار تلك الموارد المالية دون أدنى شروط.
- التمويل الداخلي عن طريق زيادة الاحتياطيات أو الأرباح المحتجزة أو مجمعات الإهلاك يؤدي إلى دعم المركز المالي للشركة وبالتالي دعم القدرة الاقتراضية للشركة.

إلا أن اعتماد الإدارة فقط على مصادر التمويل الداخلي ربما يؤدي إلى عدم الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة وهو ما قد يؤدي إلى إبطاء عمليات التوسع والنمو، كما أن وفرة التمويل الداخلي تلقى على إدارة الشركة عبء الاهتمام بدراسة فرص استثمار تلك الأموال. وينبغي التنويه إلى أن الشركات لديها ثلاثة مصادر رئيسية للتمويل الداخلي هي:

أ. الاحتياطيات

الاحتياطيات هي جزء من صافي أرباح الشركة السنوية يتم تجنبه بنص القانون فيسمى احتياطي قانوني أو بنص النظام الأساسي للشركة فيسمى احتياطي قانوني وتقتطع الاحتياطيات لعدة أغراض مثل مواجهة خسارة محتملة أو إحلال الأصول أو لمواجهة التوسعات والإنشاءات الجديدة أو لدعم رأس مال الشركة عن طريق دمج الاحتياطي في رأس المال مقابل منح المساهمين أسهم مجانية. ومما ينبغي التنويه إليه أن الاحتياطي القانوني بتجنيب نسبة 5% من صافي أرباح الشركة. وللاحتياطي القانوني حد أقصى مقداره 50% من رأس المال إذا وصل رصيد الاحتياطي القانوني ذلك المقدار لا يتم احتجاز احتياطي قانوني بعده. أما الاحتياطي النظامي فيتم تجنبه واستخدامه بناءً على النظام الأساسي للشركة وبالشروط التي يحددها ذلك النظام. ويظهر رصيد الاحتياطيات في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية وبعد رأس المال مباشرة.

ب. الأرباح المحتجزة

الأرباح المحتجزة هي جزء يُحتجز من صافي أرباح الشركة السنوية وفقاً لسياستها المالية التي يُقرها مجلس الإدارة وتعتمدها الجمعية العمومية للشركة بغرض إعادة الاستثمار والتوسع في المستقبل، ويظهر رصيد الأرباح المحتجزة في قائمة المركز المالي ضمن حقوق الملكية وبعد الاحتياطيات.

ج. مجمعات الإهلاك

مجمعات الإهلاك هي حسابات يتم فتحها لتجميع قيمة الإهلاك السنوي الذي يحدث للأصول نتيجة الاستخدام والتقدم الفني ومضى المدة وذلك بغرض إحلال تلك الأصول في المستقبل بأصول جديدة وذلك بغرض رئيسي وهو المحافظة على الطاقة الإنتاجية للشركة، وتظهر مجمعات الإهلاك بقائمة المركز المالي في جانب الأصول مطروحة من إجمالي الأصول طويلة الأجل بغرض إظهار تلك الأصول بقيمتها الحقيقية.

2. التمويل الخارجي

يقصد بالتمويل الخارجي **External Finance** حصول الشركة على الأموال من خارجها بغرض تمويل استثماراتها وتحصل الشركة على أموال من خارجها عن طريق بورصة الأوراق المالية ويكون ذلك بإصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة أو سندات. كما تحصل الشركة على أموال من خارجها عن طريق المؤسسات المصرفية وذلك بالاقتران سواء قصير الأجل أو طويل الأجل. وتحصل الشركة كذلك على أموال بمناسبة ممارسة أنشطتها عن طريق الائتمان التجاري أو ما يُستحق عليها من مصروفات أو ما تحصل عليه من عملائها كدفوعات مقدمة.

وهناك رؤية أخرى لمصادر التمويل الخارجي تتمثل في أن الشركة يمكنها الحصول على أموال من مصادر خارجية لتمويل استثماراتها عن طريق: زيادة رأس المال ويكون ذلك بإصدار أسهم

عادية، أو عن طريق الاقتراض ويكون ذلك بإصدار سندات وبيعها للمستثمرين مباشرة عن طريق بورصة الأوراق المالية أو الاقتراض من أحد المصارف. وتتأثر قدرة الشركة على الحصول على أموال من خارجها بمدى قوة مركزها المالي ومؤشرات أدائها والتي يُعبر عنها بمؤشرات مثل مؤشرات النشاط والربحية والسيولة والمديونية. أما مقدار الاحتياجات المالية الخارجية فيعتمد على مقدار الاحتياجات المالية اللازمة لتنفيذ استثمارات الشركة ومقدار التمويل الداخلي.

التمويل تلقائي وتفاوضي

تنقسم مصادر التمويل من حيث الحاجة إلى ترتيبات مُعينة من أجل الحصول على الأموال إلى مصادر تمويل تلقائية ومصادر تمويل تفاوضية، حيث تحصل الشركة على التمويل بشكل تلقائي بمناسبة ممارسة أنشطتها العادية بينما تحتاج الشركة في التمويل التفاوضي إلى إجراء ترتيبات معينة للحصول على الأموال.

1. التمويل التلقائي

يعني التمويل التلقائي **Automatic Finance** حصول الشركة على الأموال دون الحاجة لإجراء ترتيبات معينة. حيث تحصل الشركة على بضاعة أو خدمات دون الدفع الفوري لقيمة تلك البضائع أو الخدمات وذلك بمناسبة ممارسة أنشطتها. ويأخذ التمويل التلقائي ثلاثة أشكال هي: المصروفات المستحقة والعملاء دفعات مقدمة والائتمان التجاري. وتُعد المصروفات المستحقة أحد مصادر التمويل التلقائي وتنشأ المصروفات المستحقة بمناسبة حصول الشركة على خدمات أو أعمال أو جهود دون سداد قيمتها بشكل فوري. ومن أشهر الأمثلة على المصروفات المستحقة: الأجور المستحقة والإيجارات المستحقة والفوائد المستحقة والضرائب المستحقة.

من المتعارف عليه محاسبيًا أن حساب العملاء هو أحد حسابات الأصول التي تنشأ بمناسبة شراء عملاء الشركة منتجاتها أو بضائعها بالأجل أو الحصول على خدمات من الشركة دون

دفع مقابلها بشكل فوري. ولكن وفي الآونة الأخيرة، بدء يظهر حساب العملاء دفعات مقدمة في بنود التزامات الشركات كمصدر تمويلي حيث يوفر عملاء الشركة تلك الأموال علي أمل الحصول علي الخدمة مستقبلاً. ويُعد حساب العملاء دفعات مقدمة مصدر تمويل تلقائي حيث تحصل الشركة على الأموال بمناسبة ممارسة أنشطتها. ومن أشهر الأمثلة على ذلك كروت شحن التليفون المحمول وكروت شحن عدادات الكهرباء حيث يدفع العميل ثمن الخدمة قبل الحصول عليها.

الائتمان التجاري هو ذلك الائتمان الذي ينشأ نتيجة قيام الشركة بالشراء الآجل، حيث يقوم الموردون بتزويد الشركة بالبضاعة دون الحصول على قيمتها ويمنحون الشركة مدد متفاوتة لسداد قيمة البضاعة. ويُعد الائتمان التجاري مصدر تمويل لأنه في حالة عدم توفير الموردين لذلك النوع من الائتمان فإن الشركة سوف تلجأ للاقتراض المصرفي لتوفير الاحتياجات التمويلية اللازمة لشراء البضاعة نقدًا.

ويأخذ الائتمان التجاري أحد شكلين هما: الحساب المفتوح، وأوراق الدفع. ففي حالة الحساب المفتوح يرسل المورد فاتورة مع البضاعة للشركة ولا يوقع مدير الإدارة المالية بالشركة على كميالة أو سند أذني مقابل الحصول على البضاعة ولكن يتم قيد العملية في الدفاتر المحاسبية بناء على الفاتورة، والتي تقيد في دفاتر الشركة بالتعليق على حساب الموردين. والشكل الثاني للائتمان التجاري هو أوراق الدفع حيث يوقع مدير الإدارة المالية بالشركة على كميالات أو سندات أذنيه مقابل حصول الشركة على البضاعة ويتم تعليق قيمة تلك الكميالات على حساب أوراق الدفع.

وللائتمان التجاري شروط غالبًا ما تأخذ الشكل التالي "10/2 صافي 30" وتشمل تلك العبارة شروط الائتمان والتي تتمثل في مدة الائتمان وهي 30 يوم حيث ينبغي على الشركة سداد الفاتورة خلال 30 يوم، ومقدار الخصم 2٪ من قيمة الفاتورة، وذلك في حالة سداد الفاتورة خلال مدة الاستفادة بالخصم وهي 10 أيام ويعنى ذلك أنه في حالة سداد الشركة لقيمة الفاتورة قبل 10

أيام فإنها سوف تستفيد بنسبة الخصم، أما سداد قيمة الفاتورة بعد ذلك فلن تستفيد الشركة بالخصم.

وهناك العديد من العوامل التي تؤثر في قدرة الشركات على الحصول على الائتمان التجاري، وهي:

- درجة المنافسة بين الموردين: كلما زادت درجة المنافسة بين موردي البضائع التي تقوم الشركة بشرائها كلما أدى ذلك لحصول الشركة على الائتمان التجاري بشروط ميسرة.
- طبيعة المنتجات التي تحتاجها الشركة: تتأثر مدة الائتمان التي يمنحها الموردون بطبيعة السلعة التي يوردها فكلما كانت السلعة سريعة الاستهلاك كالمنتجات الغذائية قلت مدة الائتمان الممنوحة للشركة وذلك على عكس الحال بالنسبة للسلع الكيماوية أو قطع الغيار والتي تزيد مدة الائتمان التي يمنحها الموردون.
- المركز المالي للشركة: تؤثر قوة المركز المالي للشركة على قدرتها على الحصول على الائتمان التجاري بشروط ميسرة، فكلما زادت قوة المركز المالي للشركة زادت قدرتها على الحصول على الائتمان التجاري بشروط ميسرة نظرًا لثقة الموردين في قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها.

2. التمويل التفاوضي

يقصد بالتمويل التفاوضي **Negotiated Finance** التمويل الذي يتطلب من الشركة القيام بترتيبات معينة للحصول عليه، حيث تجرى إدارة الشركة اتصالات مع أحد البنوك للحصول على قرض مصرفي قصير الأجل وتنفذ مجموعة من الإجراءات من أجل الحصول على ذلك القرض، ويأخذ الائتمان المصرفي قصير الأجل عدة أشكال نوردتها فيما يلي:

أ. الاعتماد المفتوح

الاعتماد المفتوح وهو تعهد من قبل أحد البنوك بتوفير احتياجات الشركة من الأموال ولكنه غير ملزم للبنك قانوناً. وفيه يتم تحديد الحد الأقصى للمبالغ التي يمكن للبنك أن يوفرها للشركة خلال مدة التعهد التي غالباً ما تكون سنة مالية. وتتحمل الشركة المصروفات البنكية بالإضافة إلى الفوائد التي تُستحق عن الجزء المقترض بالفعل. ويحقق الاعتماد المفتوح للشركة ميزة عدم قيام الشركة بالدخول في مفاوضات جديدة مع البنك في كل مرة يتم الاقتراض فيها، بالإضافة إلى قيام الشركة بتخطيط احتياجاتها المالية دون الحاجة للتحقق بدقة من مقدار تلك الاحتياجات، كما أنه يوفر على الشركة تحمل تكاليف قروض لم تستفيد منها الشركة بالفعل وذلك مقارنة بحالة اقتراض مبالغ تزيد عن الاحتياجات الفعلية للشركة.

ب. الاعتماد المتجدد

الاعتماد المتجدد هو تعهد ملزم قانوناً من قبل أحد البنوك بتوفير احتياجات الشركة من الأموال وفيه يلتزم البنك بإقراض الشركة حال طلب القرض ولكن في حدود الحد الأقصى للقرض المتفق عليه مع البنك. وتلتزم الشركة بدفع رسم للبنك يسمى رسم ارتباط في حالة توقيع ذلك الاتفاق بالإضافة إلى المصروفات البنكية حتى ولو لم تستفيد الشركة بالقرض المتفق عليه. وتلتزم الشركة بدفع الفوائد عن الجزء المقترض بالفعل في حالة اقتراض مبالغ في حدود الحد الأقصى للاتفاق.

ج. سلفة المرة الواحدة

سلفة المرة الواحدة تعبر عن رغبة الشركة في الحصول على قرض قصير الأجل لمدة محددة ولمرة واحدة. وغالباً ما تلجأ الشركة لذلك في حالة التأكد عندما تتوافر لديها معلومات دقيقة عن احتياجاتها المالية من حيث مقدارها ومدتها فتتقدم لأحد البنوك بطلب سلفة لمرة واحدة ويقوم البنك بدراسة المركز المالي للشركة لاتخاذ قرار بمنح الشركة القرض من عدمه.

التمويل مؤقت ودائم

تنقسم مصادر تمويل الشركات من حيث طبيعة احتياج الشركة للأموال إلى مصادر تمويل مؤقتة تحتاج إليها الشركة بشكل موسمي ومصادر تمويل دائمة تحتاج إليها الشركة بشكل دائم.

1. التمويل المؤقت

مصادر التمويل المؤقتة **Temporary Finance** هي تلك المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الشركة في سد احتياجاتها المالية الموسمية. وغالبًا ما ترتبط تلك الاحتياجات التمويلية بطبيعة نشاط الشركة الذي يتسم بالموسمية. فنجد أن طبيعة الطلب على منتجات الشركة تزداد في فترات وتقل في فترات أخرى وهو ما يفرض على الشركة ضرورة البحث عن مصادر تمويلية مؤقتة ويكون ذلك عن طريق التمويل التفاوضي قصير الأجل وهو نوع من التمويل يتطلب دخول الشركة في ترتيبات معينة للحصول عليه، فقد تجري إدارة الشركة اتصالات مع أحد المصارف للحصول على قرض مصرفي قصير الأجل وتقوم بمجموعة من الإجراءات من أجل الحصول على ذلك القرض.

2. التمويل الدائم

مصادر التمويلية الدائمة **Permanent Finance** هي تلك المصادر التمويلية التي تعتمد عليها الشركة في سد احتياجاتها المالية الدائمة. وغالبًا ما ترتبط تلك الاحتياجات التمويلية بتمويل استثمارات الشركة طويلة الأجل وكذلك تمويل استثماراتها في الجزء الدائم من الأصول المتداولة. ويكون التمويل الدائم عن طريق مصادر التمويل الداخلية مثل الاحتياطيات أو الأرباح المحتجزة أو مجمعات الإهلاك، وربما يكون عن طريق المصادر الخارجية مثل إصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة أو إصدار سندات أو الاقتراض المصرفي طويل الأجل.

ومما ينبغي التنويه إليه أن التمويل التلقائي والذي تحصل عليه الشركة بمناسبة ممارسة أنشطتها يُعد من مصادر التمويل الدائم. حيث تحصل الشركة على خدمات مقدّمًا وتشتري مواد خام أو بضاعة بالأجل، ويعد ذلك بمثابة حصول الشركة على تمويل، ويظهر التمويل التلقائي في أرصدة حسابات الموردين وأوراق الدفع والعملاء دفعات مقدّمة والمصروفات المستحقة. ويُستفاد من هذا المعيار في تقسيم مصادر التمويل عند تقسيم أصول الشركة إلى أصول دائمة وأصول مؤقتة، حيث يحدد ذلك التقسيم طبيعة الحاجة إلى مصادر التمويل ومدى ملائمتها لطبيعة هيكل استثمارات الشركة.

التمويل قصير وطويل الأجل

تنقسم المصادر التمويلية من حيث المدى الزمني للمصدر التمويلي إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل ومصادر تمويل طويلة الأجل.

1. التمويل قصير الأجل

يقصد بالتمويل قصير الأجل **Short Term Finance** تلك المصادر التمويلية التي يحل أجل استحقاقها قبل مرور سنة مالية. وتُستثمر الأموال قصيرة الأجل بشكل رئيسي في الأصول المتداولة. وذلك لتناسبها مع طبيعة هذه الأصول من حيث سرعة تحويلها إلى نقدية. حيث يُفترض أن يتم سداد تلك الأموال خلال فترة قصيرة تناسب في معظم الأحيان مع طول دورة التشغيل بالشركة. وتظهر مصادر التمويل قصيرة الأجل في قائمة المركز المالي ضمن مجموعة الالتزامات المتداولة والتي تشمل القروض قصيرة الأجل وحسابات الدفع والعملاء دفعات مقدّمة والمصروفات المُستحقة. وبشكل عام تحقق مصادر التمويل قصيرة الأجل للشركات المزايا التالية:

- سد الاحتياجات التمويلية الموسمية، حيث تزيد الاحتياجات التمويلية في فترات معينة بالنسبة للشركات التي يتسم نشاطها بالموسمية، وتنخفض تلك الاحتياجات التمويلية بانتهاء تلك الفترات.
- تغطية العجز المالي المؤقت الذي تتعرض له الشركة.
- تتسم القروض قصيرة الأجل بسهولة إجراءات الحصول عليها نسبيًا مقارنة بإجراءات الحصول على القروض طويلة الأجل.
- يتسم الائتمان التجاري بسهولة إجراءاته مقارنة بإجراءات الحصول على القروض المصرفية.
- انخفاض تكلفة القروض قصيرة الأجل مقارنة بتكلفة القروض طويلة الأجل.
- ربما يكون الائتمان التجاري بدون تكلفة خاصة في حالة تبني الموردون لسياسات البيع الآجل دون عرض أية خصومات لتعجيل الدفع.

2. التمويل طويل الأجل

التمويل طويل الأجل **Long Term Finance** هو كل مصدر تمويلي يتجاوز أجل استحقاقه سنة مالية. ويظهر التمويل طويل في مجموعتين بقائمة المركز المالي هما الالتزامات طويلة الأجل وحقوق الملكية. وتشمل الالتزامات طويلة الأجل ثلاثة مصادر رئيسية للتمويل وهي القروض طويلة الأجل والسندات والأسهم الممتازة. وتشمل حقوق الملكية ثلاثة مصادر للتمويل وهي الأسهم العادية والاحتياطيات والأرباح المحتجزة. وتستخدم الشركة مصادر التمويل طويلة الأجل في استثمارات أو أصول الشركة طويلة الأجل والتي تشمل الأراضي والمباني والآلات والآثاث والسيارات إلي غير ذلك. كما توجه تلك المصادر إلي تطوير خطوط إنتاج الشركة وتوسعاتها.

ويؤدي طول أجل تلك المصادر التمويلية إلي زيادة درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمرون ولذا يرتفع معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون علي استثماراتهم طويلة الأجل

وينعكس ذلك علي الشركة في شكل تحمل الشركة لمعدل تكلفة مرتفع لقاء استغلال تلك المصادر التمويلية وذلك مقارنة بمصادر التمويل قصيرة الأجل.

التمويل بالملكية وبالمدىونية

تنقسم مصادر التمويل من حيث صفة مُقدم التمويل إلى مصادر تمويل بالملكية وهي تلك الأموال التي يتم الحصول عليها من المساهمين بصفتهم ملاك الشركة، ومصادر تمويل بالمدىونية وهي تلك الأموال التي يتم الحصول على من البنوك أو المستثمرين بصفتهم مقرضين للشركة. وبالرغم من وضوح ملامح التمويل بالملكية والتمويل بالمدىونية إلى الأسهم الممتازة كمصدر تمويلي يجمع بين سمات التمويل بالملكية وسمات التمويل بالمدىونية أدي إلى ظهور ما يُطلق عليه التمويل برأس المال الهجين. وفيما يلي نبذة عن تلك المصادر التمويلية:

1. التمويل بالملكية

تُعرف حقوق الملكية بأنها التزامات الشركة تجاه ملاكها، وتتكون من الأسهم العادية والاحتياطيات والأرباح المحتجزة. وتظهر حقوق الملكية بالجانب الأيسر من قائمة المركز المالي للشركة. ونظرًا لتعرضنا لمفهوم كل من الاحتياطيات والأرباح المحتجزة ونحن بصدد الحديث عن التمويل الداخلي فسوف يقتصر حديثنا في الفقرات التالية على الأسهم العادية.

السهم العادي **Ordinary Share** هو حصة المساهم في رأس مال الشركة المساهمة وتحدد حقوق المساهم تجاه الشركة بمقدار ما يمتلك من أسهم الشركة. فالسهم هو الوحدة الأساسية التي يتكون منها رأس مال الشركة والمساهم قد يمتلك أي نسبة من أسهم الشركة، ويعرف السهم العادي كذلك بأنه صك ملكية قابل للتداول يثبت حق المساهم في رأس مال الشركة ويخوله مجموعة من الحقوق. ولذلك يطلق أحياناً علي الأسهم العادية اصطلاح رأس المال. وفيما يلي نعرض لخصائص السهم العادي وحقوق المساهم.

خصائص السهم العادي

يتمتع السهم العادي بمجموعة من الخصائص والتي تُعد الملامح التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية، وتمثل تلك الخصائص فيما يلي:

أ. السهم العادي صك ملكية

السهم العادي هو صك يثبت ملكية حامله لحصّة في رأس مال الشركة. وبذلك يحق للمساهم ممارسة كافة حقوق الملكية كالحصول على نصيب من الأرباح، ومراقبة إدارة الشركة، والتصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة، والحصول على نصيب حال تصفية الشركة.

ب. الأسهم العادية متساوية القيمة

تصدر الأسهم عند تأسيس الشركة بقيمة اسمية متساوية يحددها النظام الأساسي للشركة بحيث لا تقل عن خمسة ريالات ولا تزيد عن ألف ريال، ومع ذلك يجوز إصدار الأسهم بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية في حالة زيادة رأس مال الشركة ولكن بشرط أن تكون أسهم الإصدار الواحد لها نفس القيمة ونفس الحقوق وأن يكون ذلك بناء على دراسة تحدد تلك القيمة.

ج. السهم العادي قابل للتداول

السهم العادي ورقة مالية قابلة للتداول في السوق المالية، وهو الأمر الذي يعطى للمستثمر المرونة الكاملة لاسترداد أمواله في أي وقت عن طريق طرح الأسهم التي يملكها للبيع في السوق المالية والحصول على قيمتها، حيث أنه لا يحق للمساهم مطالبة الشركة بشراء الأسهم أو استرداد قيمتها.

د. السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق

إن أهم ما يميز السهم العادي كمصدر تمويل طويل الأجل عدم وجود أجل استحقاق له حيث يلجأ المستثمر لبيع ما يملكه من أسهم في بورصة الأوراق المالية دون أدنى مطالبة للشركة برد قيمة الأسهم وتمنح تلك الخاصية للشركة المرونة الكاملة في استخدام تلك الأموال في استثمارات طويلة الأجل.

حقوق المساهم

إذا كان السهم هو حصة المساهم في رأس مال الشركة المساهمة فإن حقوق المساهم تجاه الشركة تتحدد بمقدار الأسهم التي يمتلكها، ويخول السهم مالكة مجموعة من الحقوق، تتمثل فيما يلي:

أ. حق مراقبة الإدارة

بمجرد امتلاك المساهم لأسهم الشركة يصبح عضوًا في جمعيتها العمومية وبالتالي يحق له انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة. كما يراقب المساهم مجلس الإدارة والإدارة التنفيذية للشركة من خلال ممارسة حقه في التصويت على قرارات الهامة. ويمارس المساهم حقه في مراقبة الإدارة بمقدار ما يمتلك من أسهم فلكل سهم صوت فالمساهم الذي يملك ألف سهم له ألف صوت والمساهم الذي يملك مائة سهم له مائة صوت. والقاعدة أنه يمكن للمساهم تفويض غيره من المساهمين في التصويت نيابة عنه وذلك في كافة القرارات الهامة التي تُعرض على الجمعية العامة للشركة مثل زيادة رأس مال الشركة أو تخفيضه، تعيين مراقب حسابات الشركة أو تغييره، شراء شركة قائمة، إصدار سندات، إلي غير ذلك من القرارات. إلا أنه يوجد استثناءً علي تلك القاعدة وهو عدم جواز تفويض المساهم غيره في التصويت نيابة عنه في جلسة الجمعية العمومية التي يتم فيها انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.

ب. حق الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال

يحق للمساهمين الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة، ويشترط لتنفيذ ذلك الحق أن يُنص عليه في النظام الأساسي للشركة. ويُمكن ذلك الحق المساهمين من الحفاظ على ملكيتهم النسبية من خلال شراء أسهم زيادة رأس المال، كما يحمي المساهمين من عملية إصدار أسهم جديدة وبيعها بأقل من قيمتها السوقية؛ حيث تؤدي هذه العملية إلى نقل ثروة المساهمين الحاليين إلى مساهمين جدد، كما يحمي ذلك الحق المساهمين من تغيير السيطرة على الشركة لصالح الإدارة أو لصالح مساهمين جدد.

ج. حق الحصول على حصة من أرباح الشركة

حق للمساهم الحصول على حصة من أرباح الشركة تعتمد على مجموعة من المتغيرات مثل: المرحلة التي تمر بها الشركة من دورة حياتها والفرص الاستثمارية المتاحة أمامها وتحقيق الشركة لأرباح وسياسة الشركة بشأن توزيع الأرباح ومقدار ما يمتلك المساهم من أسهم، ومواصفات المستثمرين في أسهم الشركة والتأثيرات المتوقعة لتوزيع الأرباح على سعر سهم الشركة في السوق المالية.

د. حق الحصول على حصة من ناتج التصفية

في حالة تحقيق الشركة لخسائر متتالية ربما تتخذ إدارة الشركة قرارًا بتصفية الشركة أو ربما يصدر حكمًا قضائيًا بإفلاس الشركة وهنا يتم تسهيل أصول الشركة وفي تلك الحالة يحصل المساهم على حصة من ناتج تصفية الشركة ولكن بعد تطبيق قاعدة الأولوية في سداد التزامات الشركة. وطبقًا لتلك القاعدة يحصل الدائنون ثم حاملو السندات ثم حاملو الأسهم الممتازة علي حقوقهم طرف الشركة ثم يُقسم الرصيد النقدي المتبقي على عدد الأسهم العادية لينتج نصيب السهم العادي من ناتج التصفية ويحصل كل مساهم علي نصيب من ناتج التصفية بحسب ما يمتلك من أسهم.

2. التمويل بالمدىونية

تقتصر الشركات من المؤسسات المصرفية أو من المستثمرين مباشرة عن طريق إصدار سندات قابلة للتداول في الأسواق المالية. فعلى سبيل المثال قد تقوم إحدى الشركات باقتراض مبلغ 5 مليون ريال عن طريق إصدار 5 آلاف سند، بقيمة اسمية للسند 1000 ريال، على أن تلتزم الشركة بدفع كوبون دوري بمعدل 10٪ سنويًا. ولذا فإن التمويل بالمدىونية يعني حصول الشركة على الأموال عن طريق القطاع المصرفي أو عن طريق بورصة الأوراق المالية.

والقروض طويلة الأجل هي قروض مصرفية تحصل عليها الشركة لعدة أغراض وتفرض تلك القروض على الشركة التزامات معينة تتمثل في أقساط وفوائد لمدة عدة سنوات، وربما تمتد تلك الالتزامات إلى الحد من القدرة الاقتراضية للشركة في المستقبل. وتُعد تكلفة القروض طويلة الأجل مرتفعة مقارنة بتكلفة القروض قصيرة الأجل ويرجع السبب في ذلك لارتفاع درجة المخاطرة التي يتحملها البنك المقرض في حالة القروض طويلة الأجل نظرًا لطول فترة الاقتراض، ولكن معدل تكلفة تلك القروض يختلف من شركة لأخرى حسب مدى متانة مركزها المالي ومستوى مدىونية الشركة وقدرتها الكسبية.

وتستخدم الشركات القروض طويلة الأجل في تمويل الأصول طويلة الأجل بأنواعها وكذلك في تنفيذ مشروعات الإحلال أو مشروعات التوسعات. وكذلك تُستخدم تلك القروض في تمويل أنشطة الشركات المتعلقة بالبحوث والتطوير. وغالبًا ما يتم سداد القروض طويلة الأجل على أقساط دورية.

كذلك تُعد السندات من مصادر التمويل طويلة الأجل وتستخدمها الشركات بغرض تمويل احتياجاتها المتنوعة المرتبطة بتمويل أنشطتها الرئيسية أو بغرض تمويل عملية بذاتها، فالسند **Bond** هو صك مدىونية قابل للتداول تتعهد بموجبه الشركة المصدرة بسداد مدفوعات دورية ورد القيمة الاسمية لحامل السند في تاريخ استحقاقه. كما يُعرف السند بأنه صك مدىونية على الشركة

المصدرة يثبت أن مالكة مقرض للشركة، وبذلك يحق لحامل السند الحصول على عائد دوري يتمثل في الفائدة الدورية أو الكوبون والقيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق. والسند ورقة مالية قابلة للتداول في السوق المالية، وهو الأمر الذي يعطى للمستثمر المرونة الكاملة لاسترداد أمواله في أي وقت قبل حلول تاريخ استحقاق السند، ويكون ذلك عن طريق طرح السندات التي يمتلكها للبيع في السوق المالية.

ويمنح السند حامله حق الأولوية على حاملي الأسهم العادية وكذلك على حاملي الأسهم الممتازة إلا أن حاملي السندات لا يستوفون حقوقهم تجاه الشركة إلا بعد أن يستوفي الدائنون كامل حقوقهم طرف الشركة وذلك في حالة إفلاس الشركة وتصفية أعمالها. ولذلك يتمتع المستثمرون في السندات بمستويات مخاطرة أقل من المستثمرين في الأسهم، وربما يبرر ذلك حصولهم على معدلات عائد أقل من تلك المعدلات التي يحصل عليها المستثمرون في الأسهم العادية أو الأسهم الممتازة.

ويحقق التمويل بالمديونية عدة مزايا للشركة منها: الوفر الضريبي الذي يتحقق نتيجة خصم الفوائد من الدخل الخاضع للضريبة، كما أن معدل تكلفة التمويل بالمديونية أقل من معدل تكلفة التمويل بالملكية وهو ما يؤدي إلى رفع معدل العائد على حقوق ملكية الشركة فيما يُعرف بظاهرة المتاجرة بالملكية.

شروط خاصة في عقود السندات

قد يُنص في عقود إصدار السندات على بعض الشروط الخاصة التي تؤثر على المستثمر، ومن تلك الشروط: شرط استدعاء السندات، شرط رد السندات، شرط استهلاك السندات، شرط تحويل السندات. وسوف نتعرض فيما يلي لتلك الشروط:

أ. استدعاء السندات

يُنص في عقد إصدار بعض السندات على حق الشركة المصدرة في استدعاء سنداتها ودفع قيمتها في تاريخ سابق على تاريخ الاستحقاق، وتضع الشركة هذا الشرط في حالة توقع إدارتها انخفاض معدلات الفائدة في السوق مستقبلاً وذلك بهدف حماية الشركة من مخاطر انخفاض سعر الفائدة، ففي حالة انخفاض سعر الفائدة بالسوق بصورة كبيرة عن سعر الفائدة على السندات تقوم الشركة بممارسة حقها في استرداد سنداتها من المستثمرين ودفع قيمتها لهم.

ونظراً لأن قرار استدعاء السندات يكون في غير صالح المستثمر؛ يطلب المستثمرون معدل عائد أعلى على ذلك النوع من السندات فتقوم الشركة بتحديد معدل فائدة على ذلك النوع من السندات 10% في حين يكون معدل الفائدة على السندات السائد في السوق 9.7% والفارق والذي يمثل 0.3% يمثل مقابل تحمل المستثمرون مخاطر حق الشركة في استدعاء سنداتها. وربما تحدد الشركة سعر استدعاء للسند أعلى من قيمته الاسمية ويُعد الفارق في السعر مقابل استدعاء السند، وفي تلك الحالة يُحسب سعر السند الخطوات التالية:

يتم حساب الكوبون السنوي بالمعادلة التالية:

$$\text{الكوبون السنوي} = \text{القيمة الاسمية} \times \text{معدل الفائدة السنوي} \times \text{مدة الكوبون بالسنة}$$

ثم حساب مقابل الاستدعاء وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{مقابل الاستدعاء} = \text{الكوبون السنوي} \times \frac{\text{المتبقي من عمر السند}}{\text{عمر السند}}$$

ثم نحسب سعر استدعاء السند، وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{سعر استدعاء السند} = \text{القيمة الاسمية للسند} + \text{مقابل الاستدعاء}$$

مثال

أصدرت الشركة السعودية للصناعات الغذائية سند قيمته الاسمية 1,000 ريال، بمعدل فائدة ثابت 10٪ تدفع سنويًا، وتاريخ استحقاق 10 سنوات، وكانت الفترة المتبقية من عمر السند 5 سنوات.

المطلوب: احسب سعر استدعاء السند.

الحل

يتم حساب الكوبون السنوي بالمعادلة التالية:

$$\text{الكوبون السنوي} = 1,000 \times 0.10 \times 1 = 100 \text{ ريال}$$

ثم حساب مقابل الاستدعاء وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{مقابل الاستدعاء} = \frac{5}{10} \times 100 = 50 \text{ ريال}$$

ثم نحسب سعر الاستدعاء وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{سعر استدعاء السند} = 1,000 + 50 = 1,050 \text{ ريال}$$

ب. رد السندات

قد يُنص في عقد إصدار بعض السندات على حق حاملي السندات في رد السندات للشركة المصدرة وذلك في أوقات محددة بنشرة الاكتتاب ويمنح هذا الحق الحماية للمستثمرين من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة ولذا يكون معدل الفائدة عليها أقل مقارنة بالسندات التي ليس لها هذا الحق كأن يكون سعر الفائدة على السندات السائد في السوق 10٪ فتصدر الشركة تلك السندات بمعدل فائدة 9.8٪.

ج. استهلاك السندات

قد يرد في عقد إصدار بعض السندات شرط استهلاك السندات، ويقصد باستهلاك السندات قيام الشركة المصدرة باستدعاء أو شراء نسبة مئوية من السندات المصدرة سنويًا حتى تاريخ استحقاق السندات. وغالبًا ما يتم استهلاك السندات بأحد طريقتين هما الاستهلاك بالاستدعاء أو الاستهلاك بالشراء.

في حالة الاستهلاك بالاستدعاء تقوم الشركة باستدعاء نسبة مئوية من السندات لاستهلاكها بقيمتها الاسمية بالإضافة إلى مقابل استدعاء. فعلى سبيل المثال، إذا أصدرت إحدى الشركات سندات بقيمة اسمية 1,000 ريال وتحمل السندات المصدرة أرقام متسلسلة من 1 إلى 1,000 وفي حالة رغبة الشركة في استهلاك 10% من السندات سنويًا، يتم استدعاء السندات من رقم 1 إلى 100 في نهاية السنة الأولى، ومن رقم 101 إلى 200 في نهاية السنة الثانية وهكذا.

في حالة الاستهلاك بالشراء تقوم الشركة بشراء عدد من السندات من السوق المالية يمثل النسبة المراد استهلاكها، وفي تلك الحالة تقوم الشركة بشراء 100 سند من سنداتنا من السوق المالية تمثل النسبة المراد استهلاكها سنويًا وهنا يكون الشراء بسعر السوق الذي يمكن أن يكون مختلف عن القيمة الاسمية للسند.

وقد تفاضل إدارة الشركة بين الطريقتين حيث تختار الطريقة ذات التكلفة الأقل فلو ارتفعت أسعار الفائدة تنخفض قيمة السندات في السوق وفي تلك الحالة تشتري الشركة السندات من سوق الأوراق المالية وذلك على عكس حالة انخفاض سعر الفائدة حيث ترتفع أسعار السندات في السوق وفي تلك الحالة تقوم الشركة باستدعاء سنداتنا.

د. السندات القابلة للتحويل

تعتبر السندات القابلة للتحويل **Convertible Bonds** إلى أسهم أحد أشكال الخيارات إذ أنها تمثل صك مديونية على الشركة المصدرة مضافًا إليه حق حامل السند في تحويله إلى أسهم عادية في أوقات محددة بنشرة الاكتتاب في السندات. ولا يتم تحويل تلك السندات إلى أسهم عادية إلا بناءً على رغبة مالكها ووفقًا للشروط التي صدر بها قرار الجمعية العامة للشركة

بشأن إصدار السندات. ويجب أن تستوفي السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عدة شروط من أهمها:

- أن يتضمن قرار الجمعية العامة للشركة ونشرة الاكتتاب قواعد تحويل السندات إلى أسهم.
- أن لا يقل سعر إصدار السند عن القيمة الاسمية للسهم.
- أن لا تتجاوز قيمة السندات القابلة للتحويل بالإضافة إلى قيمة الأسهم العادية رأس المال المرخص به.
- أن يتضمن قرار الإصدار ما إذا كان سيتم طرح جزء أو كامل الإصدار في اكتتاب عام دون إعمال حق الأولوية للمساهمين.

3. التمويل الهجين

قد تُصدر الشركة المساهمة وهي بصدد زيادة رأسمالها أسهم ممتازة وذلك بشرط أن ينص النظام الأساسي للشركة على حق الشركة في إصدار تلك الأسهم. والأسهم الممتازة هي أسهم تتمتع بأفضلية نسبية فيما يتعلق بأسبقية حصول حاملو الأسهم الممتازة على حصة من أرباح الشركة حيث يحصل حاملو الأسهم الممتازة على حصتهم في أرباح الشركة قبل إجراء أية توزيعات على حاملو الأسهم العادية، كذلك يحصل حاملو الأسهم الممتازة في حال تصفية الشركة على حقوقهم قبل حاملو الأسهم العادية فيما يُعرف بحق الأولوية.

وفيما يتعلق بعائدات الأسهم الممتازة يحصل حاملو تلك الأسهم على العائد بمعدل عائد ثابت ومحدد عند إصدار تلك الأسهم، وفي حالة عدم رغبة الشركة في توزيع أرباح أو عدم تحقيقها لأرباح تكفي لإجراء توزيعات على حملة الأسهم الممتازة فإن حقهم لا يسقط ولكنه يؤجل لسنوات قادمة ولذلك تعرف أيضًا بالأسهم مجمعة الأرباح.

ولذا يتضح أن حاملي الأسهم الممتازة يتعرضون لمستوى مخاطرة أقل من مستوي المخاطرة التي يتعرض لها حاملو الأسهم العادية، وربما يبرر ذلك عدم تمتع الأسهم الممتازة بقوة

تصويتية وهو ما يمنح حاملي الأسهم الممتازة من التدخل في إدارة الشركة، وتلك الخاصة ينظر إليها الملاك والفريق الإداري على أنها أحد المزايا التي تحققها الشركة في حال إصدار تلك الأسهم.

وفي ضوء ما تم رصده من خصائص للأسهم الممتازة يرى معظم كتاب العلوم المالية أن الأسهم الممتازة صكوك مديونية أكثر من كونها صكوك ملكية حيث تُصدر الشركات تلك الأسهم بتاريخ استحقاق وهو ما يُمكن الشركة من استرداد أسهمها الممتازة ورد قيمتها للمستثمرين، كذلك قد تصدر الشركات تلك الأسهم مع الاحتفاظ بحق الشركة في استدعائها في تاريخ أو تواريخ محدد ما يجعل الشركة قادرة على استدعاء تلك الأسهم ورد قيمتها لحامليها. ولكن الأدق أن الأسهم الممتازة نوع مختلف من مصادر التمويل له بعض خصائص الملكية وبعض خصائص المديونية ولذا يُمكن أن نطلق عليها اصطلاح التمويل الهجين **Hybrid Finance**.

وتعارض الأسهم الممتازة مع فكرة المساواة التي تقوم عليها الشركات ولذا تحظر قوانين بعض الدول إصدارها كلقانون الفرنسي، وفي مصر وإن سمح بإصدارها المشرع المصري في حال النص عليها في النظام الأساسي للشركة إلا أنها غير متداولة بالسوق المالية المصرية، كذلك لوحظ عدم تداولها في السوق المالية السعودية وهو ما يعنى أن إدارة الشركات قد انتهت لخطورة إصدارها لتلك الأسهم.

ويحقق التمويل بالأسهم الممتازة العديد من المزايا للشركة ومنها: عدم التزام الشركة بإجراء توزيعات على حامليها، كما أنها تُعد مصدر تمويل دائم حيث لا يجوز للمساهمين مطالبة الشركة برد قيمة الأسهم الممتازة، كما أن إصدار المزيد منها يؤدي إلى تخفيض مستوى مخاطرة الشركة ويدعم قدرة الشركة الاقتراضية. وبالرغم من تلك المزايا إلا أن التمويل بالأسهم الممتازة يحمل الشركة معدل تكلفة أعلى مقارنة بالتمويل بالسندات، ويحرم الشركة من ميزة الوفر الضريبي الذي يتحقق في حالة التمويل بالسندات، وربما تفسر تلك العوامل أيضاً عدم انتشار الأسهم الممتازة كمصدر تمويل طويل الأجل.

تطبيقات

السؤال الأول: فسر سبب صحة أو خطأ كل فقرة من الفقرات التالية:

1. تلتزم الشركة بدفع رسم ارتباط للبنك في حالة توقيع اتفاق "اعتماد متجدد".
2. عندما تتوفر لدى الشركة تقديرات دقيقة عن احتياجاتها التمويلية فإنها تعقد مع البنك اتفاق "تعهد مفتوح".
3. يحقق اتفاق "الاعتماد المفتوح" للشركة ميزة عدم إجراء مفاوضات جديدة مع البنك مع كل قرض.
4. يحمي اتفاق "سلفة المرة الواحدة" الشركة من تحمل تكاليف قروض لم تستفيد بها بالفعل.
5. تُعد التغييرات التي تطرأ بالزيادة على الحد الأدنى من حساب الموردين خلال العام المالي من صيغ التمويل الدائم.
6. يُعد إصدار أسهم زيادة رأس المال من صيغ التمويل التفاوضية.
7. الأرباح المحتجزة هي جزء يُقتطع من صافي أرباح الشركة السنوية وفقاً لسياستها المالية.
8. يعتمد النظام المحاسبي علي معيار تقسيم مصادر التمويل إلي تمويل بالمديونية والتمويل بالملكية.
9. تعتمد الشركات في تدبير احتياجاتها المالية علي مواردها الذاتية.
10. تحتاج الشركات في حالة اللجوء إلي التمويل التلقائي إلي ترتيبات معينة للحصول على الأموال.
11. مجتمعات الإهلاك تُعد مثال علي التمويل الداخلي.
12. إصدار الشركة لأسهم عادية يُعد مثال علي التمويل الخارجي.
13. الاحتياطات هي جزء من صافي أرباح الشركة يتم تجنيبه بنص القانون أو النظام الأساسي للشركة.

14. الاعتماد المفتوح هو تعهد من قبل أحد البنوك بتوفير احتياجات الشركة من الأموال ولكنه غير ملزم للبنك قانوناً.
15. التمويل التفاوضي تحصل عليه الشركة بمناسبة ممارسة أنشطتها.
16. تُعد أرصدة حسابات التمويل التلقائي من مصادر التمويل الدائم.

السؤال الثاني:

أصدرت شركة المراعي للصناعات الغذائية سند قيمته الاسمية 1,000 ريال، بمعدل فائدة ثابت 12% تدفع سنوياً، وتاريخ استحقاق 10 سنوات، وكانت الفترة المتبقية من عمر السند 5 سنوات.

المطلوب: احسب سعر استدعاء السند في نهاية السنة الخامسة.

السؤال الثالث:

1. تناول بإيجاز معايير تصنيف مصادر التمويل.
2. قارن بين التمويل التلقائي والتمويل التفاوضي.
3. ميز بين التمويل بالملكية والتمويل بالمديونية.
4. تناول بالشرح التمويل الهجين.
5. قارن بين التمويل الدائم والتمويل المؤقت.
6. أعط أمثلة لبعض الشروط التي تُدرج في عقود السندات وبين كيف تؤثر تلك الشروط على حقوق والتزامات كل من الشركة والمستثمر.
7. اعرض بإيجاز لمصادر التمويل الداخلي بالشركات.
8. قارن بين الاعتماد المفتوح والاعتماد المتجدد.
9. تناول بالشرح مصادر التمويل التلقائي في الشركات.
10. اعر بإيجاز خصائص السهم العادي.

السؤال الرابع: حدد الفقرات الخطأ من بين الفقرات التالية ثم قم بتصحيحها:

1. السهم الممتاز هو حصة المساهم في رأس مال الشركة المساهمة.
2. يُكون الاحتياطي النظامي بتجنيد نسبة 5% من صافي أرباح الشركة.
3. يُكون الاحتياطي القانوني بحد أقصى 50% من صافي أرباح الشركة.
4. إن أهم ما يميز السهم العادي كمصدر تمويل طويل الأجل وجود أجل استحقاق.
5. يجوز للمساهم تفويض غيره في التصويت نيابة عنه في جلسة الجمعية العمومية التي يتم فيها انتخاب أعضاء مجلس الإدارة.
6. عند تأسيس الشركة يمكن إصدار أسهم ممتازة.
7. هناك إلزام قانوني على الشركة في أن تقوم بتوزيع عائد على المساهمين.
8. معدل تكلفة القروض يختلف من شركة لأخرى حسب مدي متانة مركزها المالي.
9. يتمتع المستثمرون في السندات بمستويات مخاطرة تكافئ مستويات المخاطرة التي يتعرض لها المستثمرون في الأسهم.
10. تحقق السندات للشركة ميزة الوفر الضريبي.
11. السهم الممتاز هو صك مديونية على الجهة التي تصدره تعهد من خلاله بسداد مدفوعات دورية لحامله.
12. السند مصدر تمويل محدد الأجل.

السؤال الخامس: اختر الإجابة الصحيحة:

1. جميع ما يلي أمثلة علي مصادر التمويل التلقائي ما عدا --- .
أ. الائتمان التجاري
ب. العملاء دفعات مقدمة
ج. الائتمان المصرفي
د. المصروفات المستحقة
2. جميع ما يلي أمثلة علي مصادر التمويل الداخلي ما عدا --- .
أ. مجمع الإهلاك
ب. الأرباح المحتجزة
ج. الاحتياطيات
د. رأس المال

3. جميع ما يلي أمثلة علي مصادر التمويل التفاوضي ما عدا --- .
أ. الاعتماد المتجدد ب. سلفة المرة الواحدة
ج. الاعتماد المفتوح د. الائتمان التجاري
4. جميع ما يلي من صيغ التمويل التلقائي ما عدا --- .
أ. الشراء الآجل ب. الأجرور المستحقة
ج. العملاء دفعات مقدمة د. الاعتماد المفتوح
5. في حالة قيام إدارة الشركة بترتيبات معينة للحصول على قرض قصير الأجل فإن ذلك يسمى --- .
أ. تمويل تلقائي ب. تمويل خارجي
ج. تمويل تفاوضي د. تمويل مصرفي
6. --- تعهد ملزم للبنك بتوفير احتياجات الشركة من الأموال.
أ. الاعتماد المتجدد هو ب. سلفة المرة الواحدة هي
ج. الاعتماد المفتوح هو د. قرض قصير الأجل هو
7. جميع ما يلي مصادر تمويل دائم ما عدا --- .
أ. الأسهم ب. الاحتياطيات
ج. السندات د. القروض قصيرة الأجل
8. الجزء الذي يُحتجز من الأرباح بناءً على قرار الجمعية العمومية للشركة --- .
أ. الاحتياطيات ب. الاحتياطي النظامي
ج. الاحتياطي القانوني د. الأرباح المحتجزة

الفصل الحادي عشر

تكلفة هيكل التمويل

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- مهارة التمييز بين مفهوم هيكل رأس المال وهيكل التمويل.
- مهارة تحليل ظاهرة الوفر الضريبي.
- مهارة احتساب تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي.
- مهارة احتساب تكلفة التمويل بالائتمان التجاري.
- مهارة احتساب تكلفة التمويل بالسندات.
- مهارة احتساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.
- مهارة احتساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية.
- مهارة احتساب المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل.

الفصل الحادي عشر

تكلفة هيكل التمويل

مفهوم هيكل التمويل

من الاصطلاحات شائعة الاستخدام في مجال تكلفة هيكل التمويل اصطلاح هيكل رأس المال **Capital Structure** واصطلاح هيكل التمويل **Financial Structure**، ويستخدم البعض هذين الاصطلاحين باعتبارهما مترادفين، ولكن ذلك الاستخدام غير دقيق حيث أن اصطلاح هيكل رأس المال عبارة عن التمويل طويل الأجل والذي يشمل الديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية والاحتياطيات والأرباح المحتجزة، أما هيكل التمويل فيشمل بالإضافة إلى ذلك الديون قصيرة الأجل وحسابات الدفع.

ويُمكن للمحلل المالي التعرف على مصادر التمويل المختلفة التي تعتمد عليها الشركة وذلك من خلال النظر إلى الجانب الأيسر من قائمة المركز المالي، وكذلك يُمكنه التعرف على الأوزان النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل. وطبقاً لقائمة المركز المالي تتكون مصادر التمويل من مجموعتين هما مصادر تمويل قصيرة وطويلة الأجل.

مصادر التمويل قصيرة الأجل هي التزامات الشركة قصيرة الأجل وتشمل تلك الالتزامات القروض قصيرة الأجل والموردون وأوراق الدفع والعملاء دفعات مقدمة والمصروفات المستحقة. وتنظر الشركة للقروض قصيرة الأجل على أنها ائتمان مصرفي، أما حسابات العملاء وأوراق القبض فيُنظر إليها على أنها ائتمان تجاري.

أما مصادر التمويل طويلة الأجل فهي التزامات الشركة طويلة الأجل وحقوق الملكية. وتشمل التزامات الشركة طويلة الأجل القروض طويلة الأجل، والسندات والأسهم الممتازة. أما

حقوق الملكية فتشمل الأسهم العادية، والاحتياطيات، والأرباح المحتجزة. ويُمكن النظر لمصادر تمويل الشركات على أنها مصادر تمويل بالمديونية ومصادر تمويل بالملكية. وتشمل مصادر التمويل بالمديونية القروض قصيرة الأجل، والقروض طويلة الأجل، والسندات. أما مصادر التمويل بالملكية فتشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

ظاهرة الوفر الضريبي

وتكلفة التمويل بالمديونية تتمثل في الفوائد ومن المعروف أن الفوائد تكلفة واجبة الخصم من دخل الشركة الخاضع للضريبة، وسوف نُبين ذلك الأثر في الفقرات التالية من خلال الاعتماد على قائمة دخل مقارنة لشركة أسمنت الشرقية وذلك مع افتراض أن الشركة اعتمدت على مزيج من التمويل بالملكية والتمويل بالمديونية وتحمل الشركة في سبيل ذلك تكلفة تمويل بالمديونية في شكل فوائد بلغت 1.5 مليون ريال، وذلك مقابل حالة بديلة وهي اعتماد الشركة على التمويل بالملكية فقط وتجنب دفع تلك الفوائد.

قائمة دخل مقارنة

قائمة الدخل	مزيج تمويلي	تمويل بالملكية
المبيعات	35,000,000	35,000,000
التكاليف المتغيرة	9,000,000	9,000,000
التكاليف الثابتة	10,000,000	10,000,000
تكلفة المبيعات	19,000,000	19,000,000
الربح التشغيلي	16,000,000	16,000,000
الفوائد	1,500,000	0
الربح قبل الضرائب	14,500,000	16,000,000
الضرائب [20%]	2,900,000	3,200,000
الربح بعد الضرائب	11,600,000	12,800,000

سوف نلاحظ أن الفوائد تم خصمها من الوعاء الضريبي، وسوف نقوم بحساب مبلغ الوفر الضريبية كما يلي:

الوفر الضريبي = الضرائب في حالة التمويل بالملكية - الضرائب التمويل بمزيج تمويلي

$$\text{الوفر الضريبي} = 3,200,000 - 2,900,000 = 300,000 \text{ ريال}$$

$$\frac{\text{الوفر الضريبي}}{\text{مبلغ الفوائد}} = \text{نسبة الوفر الضريبي}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{نسبة الوفر الضريبي} = \frac{300,000}{1,500,000} = 20\%$$

ومن ذلك يتضح أثر الوفر الضريبي على تكلفة التمويل بالمديونية والتي تظهر في حالة التمويل بالقروض قصيرة الأجل والقروض طويلة الأجل وكذلك في حالة التمويل بالسندات. ويلاحظ أن وجود الفوائد في هيكل تكلفة الشركة المذكورة قد حقق وفر 300,000 ريال، وإجمالي الفوائد بلغ 1,500,000 ريال، وبلغت نسبة الوفر الضريبي 20% وهي ذات معدل الضرائب، ولذلك يُخفض معدل تكلفة أي مصدر من مصادر التمويل بالمديونية بنسبة الوفر الضريبي أو بمعدل الضرائب.

تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي

يقصد بالائتمان المصرفي حصول الشركة علي قروض مصرفية قصيرة الأجل يحل أجل استحقاقها قبل مرور سنة مالية أو طويلة الأجل يزيد أجل استحقاقها عن سنة مالية. وتحسب تكلفة تلك المصادر التمويلية بذات الطريقة، حيث تتحمل الشركة فوائد على المبلغ المقرض تختلف باختلاف قوة المركز المالي للشركة وشروط الاقتراض المتفق عليها مع البنك.

وربما تختلف التكلفة الحقيقية للقرض باختلاف شروط الاقتراض المتفق عليها مع البنك، فالأصل أن يتم سداد مبلغ القرض بالإضافة للفوائد المستحقة في نهاية العام. وبالرغم من ذلك طورت البنوك عدة شروط بهدف تعظيم عائد البنك دون اشعار العميل بذلك ومن تلك الشروط: شرط استقطاع الفوائد مقدّمًا، وشرط الاحتفاظ لدى البنك برصيد تعويضي، وشرط سداد أصل القرض والفوائد على أقساط. وسوف نتعرض لمعرفة أثر كل شرط من تلك الشروط على معدل التكلفة الحقيقي الذي تتحمله الشركة في حالة الاقتراض المصرفي، وذلك من خلال الأمثلة التالية:

مثال (1)

اقتضت شركة المراعي مبلغ 100,000 ريال من البنك الأهلي التجاري بالشروط التالية: مدة القرض عام واحد، معدل الفائدة السنوي 10٪، يسدد القرض والفوائد في نهاية السنة. إذا علمت أن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20٪، المطلوب:

1. حساب معدل الفائدة الحقيقي.
2. حساب معدل تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي.

الحل

$$\text{مقدار الفوائد} = \text{مبلغ القرض} \times \text{معدل الفائدة} \times \text{المدة الزمنية بالسنة}$$

$$\text{مقدار الفوائد} = 100,000 \times 0.10 \times 1 = 10,000 \text{ ريال}$$

$$\frac{\text{مقدار الفوائد}}{\text{مبلغ القرض}} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\%10 = \frac{10,000}{100,000} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

يلاحظ أن معدل الفائدة الحقيقي عند سداد مبلغ القرض والفوائد في نهاية السنة هو نفسه معدل الفائدة المتفق عليه مع البنك.

ثمَّ نحسب معدل تكلفة التمويل بالقروض قصيرة الأجل بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة التمويل} = \text{معدل الفائدة الحقيقي} \times (100\% - \text{معدل الضرائب})$$

$$\text{معدل تكلفة التمويل} = \%10 \times (100\% - \%20) = \%8$$

مثال (2)

اقتضت شركة المراعي مبلغ 100,000 ريال من البنك الأهلي التجاري بالشروط التالية: مدة القرض عام واحد، معدل الفائدة السنوي 10٪، علي أن يقتطع البنك الفوائد مُقدِّمًا. إذا علمت أن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20٪، المطلوب:

1. حساب معدل الفائدة الحقيقي.

2. حساب معدل تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي.

الحل

$$\text{مقدار الفوائد} = 10,000 = 1 \times 0.10 \times 100,000 \text{ ريال}$$

$$\text{المبلغ الذي حصلت عليه الشركة} = \text{مبلغ القرض} - \text{قيمة الفوائد}$$

المبلغ الذي حصلت عليه الشركة = $100,000 - 10,000 = 90,000$ ريال

ويُحسب معدل الفائدة الحقيقي كما يلي:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{10,000}{90,000} = 11.11\%$$

يلاحظ أن معدل الفائدة الحقيقي ارتفع إلى 11.11% عند إدراج شرط اقتطاع البنك للفوائد مقدماً. ولذا يُطلق على معدل الفائدة المتفق عليه مع البنك معدل الفائدة الظاهري، وذلك لتمييزه عن معدل الفائدة الحقيقي.

ثمَّ نحسب معدل تكلفة التمويل بالقروض قصيرة الأجل كما يلي:

$$\text{معدل تكلفة التمويل} = 11.11\% \times (100\% - 20\%) = 8.89\%$$

مثال (3)

اقترضت شركة المراعي مبلغ $100,000$ ريال من البنك الأهلي التجاري بالشروط التالية:
مدة القرض عام واحد، معدل الفائدة السنوي 10% ، تحتفظ الشركة برصيد تعويضي لدى البنك 20% من أصل القرض. إذا علمت أن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20% ، المطلوب:

1. حساب معدل الفائدة الحقيقي.
2. حساب معدل تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي.

الحل

$$\text{مقدار الفوائد} = 100,000 \times 0.10 \times 1 = 10,000 \text{ ريال}$$

الرصيد التعويضي = مبلغ القرض × نسبة الرصيد التعويضي

$$\text{الرصيد التعويضي} = 100,000 \times 20\% = 20,000 \text{ ريال}$$

المبلغ الذي حصلت عليه الشركة = مبلغ القرض - الرصيد التعويضي

$$\text{المبلغ الذي حصلت عليه الشركة} = 100,000 - 20,000 = 80,000 \text{ ريال}$$

ويُحسب معدل الفائدة الحقيقي وذلك كما يلي:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{10,000}{80,000} = 12.5\%$$

يلاحظ أن معدل الفائدة الحقيقي ارتفع إلى 12.5% عند إدراج شرط الاحتفاظ برصيد تعويضي.

ثمّ نحسب معدل تكلفة التمويل بالقروض قصيرة الأجل كما يلي:

$$\text{معدل تكلفة التمويل} = 12.5\% \times (100\% - 20\%) = 10\%$$

مثال (4)

اقتضت شركة المراعي مبلغ 150,000 ريال من البنك الأهلي التجاري بالشروط التالية:

مدة القرض عام واحد، معدل الفائدة 12% سنويًا، تحتفظ الشركة برصيد تعويضي 10%. إذا

علمت أن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20%، المطلوب:

1. حساب معدل الفائدة الحقيقي.

2. حساب معدل تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي.

الحل

$$\text{مقدار الفوائد} = 18,000 = 1 \times 12\% \times 150,000 \text{ ريال}$$

$$\text{الرصيد التعويضي} = 15,000 = 0.10 \times 150,000 \text{ ريال}$$

$$\text{المبلغ الذي حصلت عليه الشركة} = 135,000 = 15,000 - 150,000 \text{ ريال}$$

ويُحسب معدل الفائدة الحقيقي كما يلي:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{18,000}{135,000} = 13.33\%$$

ثم نحسب معدل تكلفة التمويل بالقروض قصيرة الأجل بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة التمويل} = 10.67\% = (20\% - 100\%) \times 13.33\%$$

مثال (5)

اقتضت شركة المراعي مبلغ 100,000 ريال من البنك الأهلي التجاري بالشروط التالية:
مدة القرض عام واحد، معدل الفائدة 12٪ سنويًا، يسدد القرض على 12 قسط شهري متساوي.
إذا علمت أن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20٪، المطلوب:

1. حساب معدل الفائدة الحقيقي.
2. حساب معدل تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي.

الحل

يتم تحويل معدل الفائدة السنوي إلى معدل شهري وذلك بقسمة المعدل السنوي على

12 كما يلي:

$$\text{معدل الفائدة الشهري} = \text{المعدل السنوي} \div 12$$

$$\text{معدل الفائدة الشهري} = 12\% \div 12 = 1\%$$

ثم نحسب القسط الشهري بالمعادلة التالية:

$$\text{القسط الدوري} = \frac{\text{مبلغ القرض} \times \text{معدل الفائدة} (1 + \text{معدل الفائدة})^{\text{عدد الفترات الزمنية}}}{(1 + \text{معدل الفائدة})^{\text{عدد الفترات الزمنية}} - 1}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{القسط الشهري} = \frac{100,000 \times 0.01 \times (1.01)^{12}}{1 - (1.01)^{-12}} = 8,885 \text{ ريال}$$

يلي ذلك حساب إجمالي الأقساط وذلك كما يلي:

$$\text{إجمالي الأقساط} = \text{قيمة القسط} \times \text{عدد الأقساط}$$

$$\text{إجمالي الأقساط} = 12 \times 8,885 = 106,620 \text{ ريال}$$

$$\text{مقدار الفوائد} = \text{إجمالي الأقساط} - \text{أصل القرض}$$

$$\text{مقدار الفوائد} = 106,620 - 100,000 = 6,620 \text{ ريال}$$

$$\frac{\text{مقدار الفوائد} \times 2}{\text{مبلغ القرض}} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\%13.24 = \frac{2 \times 6,620}{100,000} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

يلاحظ أن معدل الفائدة الحقيقي ارتفع إلى 13.24% عند إدراج شرط سداد أصل القرض والفوائد على أقساط شهرية متساوية.

ثم نحسب معدل تكلفة التمويل بالقروض قصيرة الأجل وذلك كما يلي:

$$\%10.59 = \text{معدل تكلفة التمويل} = (\%20 - \%100) \times \%13.24$$

تكلفة التمويل بالائتمان التجاري

تنشأ تكلفة التمويل بالائتمان التجاري نتيجة تبني إدارة الشركة لسياسة الشراء الآجل، ويُقصد بالشراء الآجل استلام فوري للمواد الخام أو البضاعة ودفع ثمنها للموردين في تاريخ محدد مستقبلاً. وفي سياسة الشراء الآجل يقوم الموردون بتزويد الشركة بالبضاعة ويمنحون الشركة مدد متفاوتة لسداد قيمة البضاعة خلالها، ويعني الشراء الآجل حصول الشركة على ائتمان تجاري.

وقد يأخذ الائتمان التجاري شكل الحساب المفتوح وفيه يرسل المورد فاتورة مع البضاعة للشركة ولا يوقع مدير الإدارة المالية بالشركة على كميالية أو سند أذني مقابل حصول الشركة على البضاعة ويتم قيد العملية في الدفاتر المحاسبية بناءً على الفاتورة وذلك بالتعليق على حساب الموردين.

كما يأخذ الائتمان التجاري شكل أوراق الدفع وفيه يرسل المورد فاتورة مع البضاعة للشركة وكمبيالة أو سند إذني يوقع مدير الإدارة المالية بالشركة مقابل استلام البضاعة. وفي تلك الحالة يتم تعليمة قيمة البضاعة على حساب أوراق الدفع بدفاتر الشركة. وعلى ذلك يظهر حجم الائتمان التجاري في قائمة المركز المالي في أرصدة حسابين هما الموردون وأوراق الدفع.

شروط الائتمان التجاري

في حالة تبني الشركة لسياسة الشراء الآجل فإنها تسعى للتعامل مع موردين يمنحونها ائتمان تجاري بشروط معينة، ويقدم الموردون ائتمان تجاري بشروط متفاوتة، وتتعلق شروط الائتمان بنسبة الخصم التي تحصل عليها الشركة في حالة الدفع العاجل، ومدة الحصول على خصم الدفع العاجل، ومدة الائتمان وهي المدة التي يتم السداد خلالها بدون أية خصومات.

وتُصاغ سياسات الموردين الائتمانية في الشكل التالي "10/1 صافي 40 يوم" وتعني تلك السياسة أن الشركة تحصل على خصم النقدي بنسبة 1% في حالة السداد العاجل وذلك خلال عشرة أيام من تاريخ شراء واستلام البضاعة وهي مدة الحصول على الخصم ومدة الائتمان 40 يوم. ويمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري} = \frac{\text{رقم الخصم}}{\text{رقم الخصم} - 100} \times \frac{360}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

ويتطبيق تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري} = \frac{1}{1 - 100} \times \frac{360}{10 - 40} = 12.12\%$$

وتؤثر شروط الائتمان التجاري على تكلفته وهو ما سوف يتم إيضاحه من خلال الأمثلة

التالية.

مثال (1)

تسعى شركة المراعي لشراء بضاعة بالآجل بمبلغ 100,000 ريال، فقدم المورد الأول العرض التالي "5/1 صافي 35 يوم"، وقدم المورد الثاني العرض التالي "5/1.5 صافي 35 يوم". ولقد طلبت منك إدارة الشركة باعتبارك محلل مالي تحليل تكلفة التمويل بالائتمان التجاري مع كل من الموردين.

الحل

يمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري للمورد الأول وذلك كما يلي:

$$\%12.12 = \frac{360}{5 - 35} \times \frac{1}{1 - 100} = \text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري}$$

وبالنسبة للمورد الثاني يتضح أن:

$$\%18.27 = \frac{360}{5 - 35} \times \frac{1.5}{1.5 - 100} = \text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري}$$

من الملاحظ أن زيادة نسبة الخصم المعروضة من الموردين أدت إلى زيادة تكلفة التمويل بالائتمان التجاري، ولهذا من الأفضل للشركة في حالة ارتفاع نسبة الخصم أن تقوم بسداد قيمة البضاعة بشكل عاجل والاستفادة من قيمة الخصم النقدي.

مثال (2)

تسعى شركة المراعي لشراء بضاعة بالآجل بمبلغ 100,000 ريال فقدم المورد الأول العرض التالي "5/1 صافي 35 يوم" وقدم المورد الثاني العرض التالي "10/1 صافي 35 يوم".

ولقد طلبت منك إدارة الشركة باعتبارك محلل مالي تحليل تكلفة التمويل بالائتمان التجاري في حالة التعامل مع كل من الموردين.

الحل

يمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري وذلك بالمعادلة التالية:

يمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري للمورد الأول وذلك كما يلي:

$$\%12.12 = \frac{360}{5 - 35} \times \frac{1}{1 - 100} = \text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري}$$

وبالنسبة للمورد الثاني يتضح أن:

$$\%14.55 = \frac{360}{10 - 35} \times \frac{1}{1 - 100} = \text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري}$$

من الملاحظ أن زيادة مدة الخصم المعروضة من الموردين أدت إلى زيادة تكلفة الائتمان التجاري، ولهذا من الأفضل للشركة في حالة زيادة مدة الخصم أن تقوم بسداد قيمة البضاعة بشكل عاجل والاستفادة من قيمة الخصم النقدي.

مثال (3)

تسعى شركة المراعي لشراء بضاعة بالآجل بمبلغ 100,000 ريال فقدم المورد الأول العرض التالي "10/1 صافي 35 يوم" وقدم المورد الثاني العرض التالي "10/1 صافي 45 يوم". ولقد طلبت منك إدارة الشركة باعتبارك محلل مالي تحليل تكلفة التمويل بالائتمان التجاري في حالة التعامل مع كل من الموردين.

الحل

يمكن حساب تكلفة الائتمان التجاري للمورد الأول وذلك كما يلي:

$$\%14.55 = \frac{360}{10 - 35} \times \frac{1}{1 - 100} = \text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري}$$

وبالنسبة للمورد الثاني يتضح أن:

$$\%10.39 = \frac{360}{10 - 45} \times \frac{1}{1 - 100} = \text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري}$$

من الملاحظ أن زيادة مدة الائتمان المعروضة من الموردين أدت إلى انخفاض معدل تكلفة الائتمان التجاري، ولهذا من الأفضل للشركة في حالة زيادة مدة الائتمان أن تقوم بالشراء الآجل وتستفيد بالسيولة النقدية في استخدامات أخرى. ومن خلال الأمثلة السابقة يتضح ما يلي:

- وجود علاقة طردية بين نسبة الخصم النقدي وتكلفة التمويل بالائتمان التجاري.
- وجود علاقة طردية بين مدة الخصم النقدي وتكلفة التمويل بالائتمان التجاري.
- وجود علاقة عكسية بين مدة الائتمان التجاري وتكلفة التمويل بالائتمان التجاري.

ويرى البعض أن الائتمان التجاري هو ائتمان يحدث بشكل تلقائي وبمناسبة ممارسة الشركة لأنشطتها وأنه ائتمان لا تتحمل الشركة بصدده أية تكلفة. ولكن الإيضاح السابق يضحض هذا الاتجاه الفكري. فالائتمان التجاري له تكلفته والتي تختلف باختلاف شروط الائتمان المقدمة من الموردين. واستثناءً على ما سبق، يُعتبر الائتمان التجاري بدون تكلفة في حالة واحدة فقط هي عدم تقديم الموردين أية خصومات نقدية لتعجيل الدفع ليصبح شرط الائتمان "صافي 50 يوم" على سبيل المثال وهو شرط نادر استخدامه في بيئة الأعمال، وفي تلك الحالة تكون تكلفة الائتمان التجاري صفر وهذا ما توضحه المعادلة التالية:

$$0 = \frac{360}{50} \times \frac{0}{100} = \text{تكلفة التمويل بالائتمان التجاري}$$

تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل

القروض طويلة الأجل هي قروض مصرفية تحصل عليها الشركة لعدة أغراض وتفرض على الشركة التزامات مُعينة أقساط وفوائد لمدة عدة سنوات. وربما تمتد تلك الالتزامات إلي الحد من القدرة الاقتراضية للشركة في المستقبل. وتُعد تكلفة القروض طويلة الأجل مرتفعة مقارنة بتكلفة القروض قصيرة الأجل ويرجع السبب في ذلك لارتفاع درجة المخاطرة التي يتحملها البنك المقرض في حالة القروض طويلة الأجل نظرًا لطول فترة تلك القروض. ولكن معدل تكلفة تلك القروض يختلف من شركة لأخرى حسب مدى متانة مركزها المالي ومستوى مديونية الشركة وقدرتها الكسبية.

وتستخدم الشركات القروض طويلة الأجل في تمويل الأصول طويلة الأجل بأنواعها وكذلك في تنفيذ مشروعات الإحلال أو مشروعات التوسعات. وكذلك تُستخدم تلك القروض في تمويل أنشطة الشركات المتعلقة بالبحوث والتطوير. وغالبًا ما يتم سداد القروض طويلة الأجل على أقساط. وغالبًا ما يتم الاتفاق بين الشركة والبنك على سداد القروض طويلة الأجل بطريقة القسط المتساوي بمعنى سداد قسط دوري متساوي من أصل القرض والفوائد معًا. وهناك طريقة أخرى هي طريقة الاستهلاك المتساوي وفيها يتم سداد جزء متساوي من أصل القرض في نهاية كل فترة دورية مع سداد الفائدة المُستحقة عن كامل رصيد القرض.

مثال

تقدمت الشركة العقارية السعودية بطلب للبنك الأهلي التجاري بغرض الحصول على قرض طويل الأجل بمبلغ 1,000,000 ريال بالشروط التالية يسدد القرض على 8 أقساط نصف سنوية بمعدل فائدة نصف سنوي 5%.

المطلوب: احسب قيمة القسط النصف سنوي، ثم احسب معدل الفائدة الحقيقي وإذا علمت أن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20٪ احسب معدل تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل.

الحل

يُحسب القسط المتساوي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{مبلغ القرض} \times \text{معدل الفائدة} (1 + \text{معدل الفائدة})^{\text{عدد الفترات}}}{(1 + \text{معدل الفائدة})^{\text{عدد الفترات}} - 1} = \text{القسط الدوري}$$

ويتطبيق تلك المعادلة علي البيانات السابقة يتضح أن:

$$\text{القسط النصف سنوي} = \frac{1,000,000 \times 0.05 (1.05)^8}{1 - (1.05)^{-8}} = 154,722 \text{ ريال}$$

يلي ذلك حساب إجمالي الأقساط وذلك كما يلي:

$$\text{إجمالي الأقساط} = \text{قيمة القسط} \times \text{عدد الأقساط}$$

$$\text{جملة الأقساط} = 8 \times 154,722 = 1,237,776 \text{ ريال}$$

$$\text{جملة الفوائد} = \text{إجمالي الأقساط} - \text{أصل القرض}$$

$$\text{جملة الفوائد} = 1,237,776 - 1,000,000 = 237,776 \text{ ريال}$$

$$\frac{\text{مبلغ الفوائد}}{\text{عدد سنوات القرض}} = \text{الفوائد السنوية}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{مقدار الفوائد السنوية} = \frac{237,776}{4} = 59,444 \text{ ريال}$$

ثم نحسب معدل الفائدة الحقيقي بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{\text{مبلغ الفوائد السنوية}}{\text{مبلغ القرض}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{معدل الفائدة الحقيقي} = \frac{59,444}{1,000,000} = 5.94\%$$

ثم نحسب معدل تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل} = \text{معدل الفائدة الحقيقي} \times (100\% - \text{معدل الضرائب})$$

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل} = 5.94\% \times (100\% - 20\%) = 4.75\%$$

تكلفة التمويل بالسندات

تعد السندات مصدر تمويل طويل الأجل تستخدمه الشركات لتمويل احتياجاتها المتنوعة المرتبطة بتمويل أنشطتها الرئيسية أو لتمويل عملية بذاتها، فالسند هو صك مديونية على الشركة تتعهد من خلاله بسداد مدفوعات دورية لحامل السند تتمثل في الفائدة أو الكوبون كما تلتزم برد قيمة السند الاسمية لحامله في تاريخ الاستحقاق. وبذلك لا تختلف تكلفة السندات كثيرًا عن القروض المصرفية، إلا أن تلك التكلفة تعتمد على ما إذا كانت تلك السندات قد سبق إصدارها أم أنها سندات جديدة، وهو ما يعني أن تكلفة التمويل بالسندات تُحسب وفقًا للخطوات التالية:

حساب قيمة الكوبون بالمعادلة التالية:

$$\text{الكوبون} = \text{القيمة الاسمية} \times \text{معدل الفائدة الدوري} \times \text{المدة بالسنة}$$

تُحسب معدل الفائدة الحقيقي في حالة سندات سبق إصدارها بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{الكوبون السنوي}}{\text{سعر السند}} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

أو في حالة إصدار سندات جديدة فيُحسب معدل الفائدة الحقيقي بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{الكوبون السنوي}}{\text{القيمة الاسمية} - \text{مصاريف الإصدار}} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

يلي ذلك حساب معدل تكلفة السندات التمويل بالسندات وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالسندات} = \text{معدل الفائدة الحقيقي} \times (100\% - \text{معدل الضرائب})$$

وفيما يلي أمثلة توضح الحاليتين:

مثال (1)

بلغ سعر سند شركة أسمنت الشرقية في السوق 950 ريال، فإذا علمت أن القيمة الاسمية لسند الشركة 1,000 ريال ومعدل الكوبون 10% وتخضع الشركة للضرائب بمعدل 20%.
المطلوب: حساب معدل تكلفة التمويل بالسندات؟

الحل

حساب قيمة الكوبون بالمعادلة التالية:

$$\text{الكوبون السنوي} = 1 \times 10\% \times 1,000 = 100 \text{ ريال}$$

ويُحسب معدل الفائدة الحقيقي كما يلي:

$$\%10.53 = \frac{100}{950} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

ثم يُحسب معدل تكلفة السندات كما يلي:

$$\%8.42 = (\%20 - \%100) \times 0.1053 = \text{معدل تكلفة التمويل بالسندات}$$

مثال (2)

أصدرت شركة أسمنت الشرقية سند بقيمة اسمية 1,000 ريال وبمعدل كوبون سنوي 10%. فإذا علمت أن مصاريف الإصدار للسند الواحد بلغت 10 ريال وأن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20%. المطلوب: حساب معدل تكلفة التمويل بالسندات؟

الحل

حساب قيمة الكوبون بالمعادلة التالية:

$$\text{الكوبون السنوي} = 1 \times 10\% \times 1,000 = 100 \text{ ريال}$$

ثم يُحسب معدل الفائدة الحقيقي كما يلي:

$$\%10.1 = \frac{100}{10 - 1,000} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

ثم يُحسب معدل تكلفة السندات كما يلي:

$$\%8.08 = (\%20 - \%100) \times \%10.1 = \text{معدل تكلفة التمويل بالسندات}$$

تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة

تُعد الأسهم الممتازة مصدر تمويل طويل الأجل تستخدمه الشركات لتمويل احتياجاتها المتنوعة المرتبطة بتمويل أنشطتها الرئيسية أو لتمويل عملية بذاتها، فالسهم الممتاز هو صك ملكية يمنح حامله بعض حقوق الملكية وقد يمنحه أولويات معينة. ويحصل حامل السهم الممتاز علي عائد ثابت في حالة كفاية أرباح الشركة. وتعتمد تكلفة السهم الممتاز على ما إذا كانت تلك الأسهم قد سبق إصدارها أم أنها أسهم جديدة.

وتحسب تكلفة الأسهم الممتازة من خلال الخطوات التالية:

يُحسب عائد السهم الممتاز بالمعادلة التالية:

$$\text{عائد السهم الممتاز} = \text{القيمة الاسمية للسهم} \times \text{معدل العائد}$$

ثم يُحسب معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة السابق إصدارها بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{\text{عائد السهم الممتاز}}{\text{سعر السهم الممتاز}}$$

أو يُحسب معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة الجديدة بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{\text{عائد السهم الممتاز}}{\text{سعر الإصدار} - \text{مصاريف الإصدار}}$$

وفيما يلي أمثلة توضح الحاليتين.

مثال (1)

بلغ سعر السهم الممتاز لشركة أسمنت الشرقية بالسوق المالية 105 ريال، فإذا علمت أن القيمة الاسمية للسهم الممتاز 100 ريال، وأن الشركة تدفع توزيع سنوي ثابت بمعدل 10% في حالة كفاية الأرباح، وأن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20%. المطلوب: حساب معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة؟

الحل

يُحسب عائد السهم الممتاز كما يلي:

$$\text{عائد السهم الممتاز} = 100 \times 10\% = 10 \text{ ريال}$$

ثم يُحسب معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة السابق إصدارها كما يلي:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{10}{105} = 9.52\%$$

مثال (2)

أصدرت شركة أسمنت الشرقية أسهم ممتازة بقيمة اسمية 100 ريال للسهم، وبلغت مصاريف الإصدار للسهم الممتاز 2 ريال، فإذا علمت أن الشركة سوف تدفع توزيع سنوي ثابت بمعدل 10% في حالة كفاية الأرباح، وأن الشركة تخضع للضرائب بمعدل 20%. المطلوب: حساب معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة؟

الحل

يُحسب عائد السهم الممتاز كما يلي:

$$\text{عائد السهم الممتاز} = 100 \times 10\% = 10 \text{ ريال}$$

ثم يُحسب معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة الجديدة كما يلي:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{10}{100 - 2} = 10.2\%$$

تكلفة التمويل بالأسهم العادية

الأسهم العادية هي المكون الأساسي لحقوق الملكية ويُطلق عليها رأس مال الشركة وهي أهم مصادر التمويل طويل الأجل، كما أنها تتميز بكونها مصدر تمويل دائم لعدم وجود أجل استحقاق لها، وتستخدمها الشركات لتمويل أصولها طويلة الأجل، والجزء الدائم من رأس المال العامل.

وتكلفة الأسهم العادية تُعد مقياس لتكلفة الاحتياطات والأرباح المحتجزة. فالاحتياطات والأرباح المحتجزة مصادر أموال لها تكلفتها وتقاس تلك التكلفة بتكلفة الأسهم العادية، فبغرض عدم احتجاز أية أرباح فإن تلك الأموال كانت سوف تؤول للمساهمين، ولكن تم احتجازها كمصادر تمويل داخلية بغرض إعادة استثمارها وتحقيق معدل نمو يستفيد منه المساهمين مُستقبلاً في شكل أرباح رأسمالية، لذا ينبغي حساب معدل تكلفة للاحتياطات والأرباح المحتجزة يكافئ معدل تكلفة الأسهم العادية. وتعتمد تكلفة التمويل بالأسهم العادية على ما إذا كانت تلك الأسهم قد سبق إصدارها أم أنها أسهم جديدة.

وتحسب تكلفة التمويل بالأسهم العادية المصدرة في سنوات سابقة بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم العادية} = \frac{\text{العائد المتوقع}}{\text{سعر السهم في السوق}} + \text{معدل النمو}$$

أما تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة فيتم حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم العادية} = \frac{\text{العائد المتوقع}}{\text{سعر الإصدار - مصاريف الإصدار}} + \text{معدل النمو}$$

وفيما يلي أمثلة توضح الحاليتين:

مثال (1)

بلغ سعر السهم العادي لشركة أسمنت الشرقية بالسوق المالية 40 ريال، وكان العائد المتوقع توزيعه 6 ريال عن كل سهم، ومعدل النمو بالشركة 5٪ سنويًا.

المطلوب: حساب معدل تكلفة التمويل بالأسهم العادية؟

الحل

تُحسب تكلفة التمويل بالأسهم العادية المصدرة في سنوات سابقة كما يلي:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم العادية} = \frac{6}{40} + 5\% = 20\%$$

مثال (2)

أصدرت شركة أسمنت الشرقية أسهم عادية بقيمة إصدار 100 ريال، وكانت مصاريف الإصدار 2 ريال للسهم، وكان العائد المتوقع توزيعه 13 ريال عن كل سهم. فإذا علمت أن معدل النمو بالشركة 8٪ سنويًا.

المطلوب: حساب معدل تكلفة التمويل بالأسهم العادية؟

الحل

يتم حساب معدل تكلفة الأسهم العادية الجديدة كما يلي:

$$\text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم العادية الجديدة} = \frac{13}{2 - 100} + 8\% = 21.26\%$$

المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل

بعد التعرض في لتكلفة مصادر التمويل قصيرة وطويلة الأجل نتعرض في الفقرات التالية لمثال تطبيقي شامل على حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل وكيفية استخدام تلك التكاليف في تحديد المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل بالشركة. ويمكن تعريف تكلفة هيكل التمويل بأنها التكلفة المرجحة بأوزان مصادر التمويل المختلفة. وتعتمد تلك التكلفة على حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل والأوزان النسبية في هيكل تمويل الشركة.

مثال

تقدمت إليك إدارة شركة المراعي للصناعات الغذائية باعتبارك مدير مالي وطلبت منك حساب المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل بالشركة، وفي سبيل ذلك وفرت لك إدارة الشركة البيانات التالية:

- سياسة تعامل الموردين مع الشركة "10/1 صافي 40".
- تدفع الشركة فوائد على القروض قصيرة الأجل في نهاية السنة وبمعدل فائدة 9٪ سنويًا.
- تدفع الشركة فوائد على القروض طويلة الأجل في نهاية كل سنة بمعدل فائدة 12٪ سنويًا.
- القيمة الاسمية لسند الشركة 100 ريال، وسعر السند في السوق المالية 98 ريال، وتدفع الشركة كوبون سنوي بمعدل 10٪.
- القيمة الاسمية للسهم الممتاز 100 ريال، وتكلفة إصدار السهم 2 ريال، وعائد السهم الممتاز 10٪.
- سعر السهم العادي في السوق المالية 25 ريال.
- معدل نمو الشركة 8٪ سنويًا.
- وزعت الشركة عائد علي السهم العادي 4 ريال.
- تخضع الشركة للضرائب بمعدل 20٪.

وكانت قائمة المركز المالي عن العام المالي المنتهي في 12/31، كما يلي:

قائمة المركز المالي

القيمة	الالتزامات وحقوق الملكية	القيمة	الأصول
50,000	قروض قصيرة الأجل	20,000	النقدية
70,000	موردون	30,000	استثمارات مؤقتة
50,000	أوراق دفع	60,000	عملاء
20,000	عملاء دفعات مقدمة	40,000	أوراق قبض
10,000	مصروفات مستحقة	150,000	مخزون
200,000	الالتزامات المتداولة	75,000	موردون دفعات مقدمة
100,000	قروض طويلة الأجل	25,000	مصروفات مدفوعة مقدمًا
150,000	سندات	400,000	الأصول المتداولة
200,000	أسهم ممتازة	700,000	الأصول طويلة الأجل
450,000	الالتزامات طويلة الأجل	100,000	مجمع الإهلاك
200,000	أسهم عادية	600,000	صافي الأصول طويلة الأجل
100,000	احتياطات		
50,000	أرباح محتجزة		
350,000	حقوق الملكية		
1,000,000	الالتزامات وحقوق الملكية	1,000,000	الأصول

لغرض حساب تكلفة هيكل التمويل يتم حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ثم

يتم حساب المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل وذلك كما هو موضح في الفقرات التالية:

أولاً: تكلفة التمويل بالقروض قصيرة الأجل:

معدل الفائدة الحقيقي = 9%

معدل تكلفة القروض قصيرة الأجل = $9\% \times (100\% - 20\%) = 7.2\%$

ثانيًا: تكلفة التمويل بالائتمان التجاري:

$$\%12.12 = \frac{360}{10 - 40} \times \frac{1}{1 - 100} = \text{تكلفة الائتمان التجاري}$$

ثالثًا: تكلفة التمويل بحسابات العملاء دفعات مقدمة والمصروفات المستحقة:

تكلفة التمويل بحسابات العملاء دفعات مقدمة والمصروفات المستحقة صفر٪.

رابعًا: تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل:

$$\%12 = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

$$\%9.6 = (\%20 - \%100) \times \%12 = \text{معدل تكلفة القروض طويلة الأجل}$$

خامسًا: تكلفة التمويل بالسندات:

$$\text{الكوبون السنوي} = 1 \times \%10 \times 100 = 10 \text{ ريال}$$

$$\%10.20 = \frac{10}{98} = \text{معدل الفائدة الحقيقي}$$

$$\%8.16 = (\%20 - \%100) \times \%10.2 = \text{معدل تكلفة السندات}$$

سادسًا: تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

$$\text{عائد السهم الممتاز} = \%10 \times 100 = 10 \text{ ريال}$$

$$\%10.2 = \frac{10}{2 - 100} = \text{معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة}$$

سابعًا: تكلفة التمويل بالأسهم العادية:

$$\text{العائد المتوقع} = \text{العائد الموزع} \times (100\% + \text{نسبة النمو})$$

$$\text{العائد المتوقع} = 4 \times (100\% + 8\%) = 4.32 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{العائد المتوقع}}{\text{سعر السهم في السوق}} + \text{معدل النمو}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن

$$\%25.28 = 0.08 + \frac{4.32}{25} = \text{معدل تكلفة الأسهم العادية}$$

والآن يتم تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها في الجدول التالي:

معدل التكلفة	مصدر التمويل
%7.20	قروض قصيرة الأجل
%12.12	ائتمان تجاري
%0	عملاء دفعات مقدمة ومصروفات مستحقة
%9.60	قروض طويلة الأجل
%8.16	سندات
%10.20	أسهم ممتازة
%25.28	حقوق ملكية

يلي ذلك حساب الأوزان المرجحة كما يلي:

الوزن النسبي	القيمة	مصدر التمويل
%5	50,000	قروض قصيرة الأجل
%12	120,000	ائتمان تجاري
%3	30,000	عملاء دفعات مقدمة + مصروفات مستحقة
%10	100,000	قروض طويلة الأجل
%15	150,000	سندات
%20	200,000	أسهم ممتازة
%35	350,000	حقوق ملكية
%100	1,000,000	الإجمالي

ولقد تم حساب الوزن النسبي بقسمة قيمة كل مصدر على إجمالي الأموال من المصادر المختلفة، فمثلا الوزن النسبي للقروض قصيرة الأجل (5٪) عبارة عن ناتج قسمة رصيد القروض قصيرة الأجل على إجمالي الالتزامات وحقوق الملكية أي ناتج قسمة 50,000 على 1,000,000 وهكذا. يلي ذلك حساب المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل، وهو مجموع ناتج ضرب الوزن النسبي لمصادر التمويل في معدلات تكلفتها، وذلك كما يلي:

معدل التكلفة المرجح	معدل التكلفة	الوزن النسبي	مصدر التمويل
0.36%	7.20%	5%	قروض قصيرة الأجل
1.4544%	12.12%	12%	موردون وأوراق دفع
0%	0%	3%	عملاء دفعات مقدمة ومصروفات مستحقة
0.96%	9.60%	10%	قروض طويلة الأجل
1.224%	8.16%	15%	سندات
2.04%	10.20%	20%	أسهم ممتازة
8.848%	25.28%	35%	أسهم عادية
14.89%	المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل		

يتضح من الجدول السابق أن المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل = 14.89٪
وتُستخدم تلك النسبة كمؤشر في تقييم المقترحات الاستثمارية وكذلك اتخاذ قرارات قبول أو رفض تلك المقترحات. ولكن هل تستطيع إدارة الشركة تخفيض التكلفة المرجحة لهيكل التمويل؟ الإجابة نعم يستطيع المحلل المالي المحترف تغيير المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل وذلك من خلال تغيير الأوزان النسبية لهيكل تمويل الشركة أو تغيير بعض سياسات الشركة، ومن أدوات المدير المالي تغيير هيكل التمويل بحيث يزيد حجم التمويل عن طريق المصادر منخفضة التكلفة ويقلل من المصادر مرتفعة التكلفة، وتغيير شروط سياسة التعامل مع الموردين، دعم سياسة التحصيل المقدم من العملاء، تعظيم الاستفادة من مصادر التمويل التي تُحقق وفر ضريبي مثل القروض قصيرة وطويلة الأجل والسندات.

تطبيقات

السؤال الأول:

1. قارن بين اصطلاحي هيكل رأس المال وهيكل التمويل.
2. بين مدى إمكانية قيام المحلل المالي بتخفيض المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل.
3. تناول بالشرح شروط الائتمان التجاري.
4. بين تأثير مصادر التمويل التلقائي على تكلفة هيكل التمويل.

السؤال الثاني:

استخدم قائمة الدخل التالية في تحليل ظاهرة الوفر الضريبي وذلك في حالة اعتماد الشركة على مصادر التمويل بالمديونية.

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,000,000
التكلفة المتغيرة	800,000
التكلفة الثابتة	700,000
إجمالي التكاليف	1,500,000
الربح التشغيلي	500,000
الفوائد	100,000
صافي الربح قبل الضرائب	400,000
الضرائب [20%]	80,000
صافي الربح	320,000
عدد الأسهم	100,000
ربح السهم	3.2

السؤال الثالث:

فيما يلي قائمة المركز المالي للشركة الشرقية للأسمت عن العام المالي المنتهي في

12/31.

القيمة	الالتزامات وحقوق الملكية	القيمة	الأصول
50,000	قروض قصيرة الأجل	20,000	النقدية
70,000	موردون	30,000	استثمارات مؤقتة
50,000	أوراق دفع	60,000	عملاء
20,000	عملاء دفعات مقدمة	40,000	أوراق قبض
10,000	مصروفات مستحقة	150,000	مخزون
200,000	الالتزامات المتداولة	75,000	موردون دفعات مقدمة
100,000	قروض طويلة الأجل	25,000	مصروفات مدفوعة مقدماً
150,000	سندات	400,000	الأصول المتداولة
200,000	أسهم ممتازة	700,000	الأصول طويلة الأجل
450,000	الالتزامات طويلة الأجل	100,000	مجمع الإهلاك
200,000	أسهم عادية	600,000	صافي الأصول طويلة الأجل
100,000	احتياطيات		
50,000	أرباح محتجزة		
350,000	حقوق الملكية		
1,000,000	الالتزامات وحقوق الملكية	1,000,000	الأصول

فإذا علمت أن:

- سياسة تعامل الموردين مع الشركة "5/1 صافي 35".
- معدل الفائدة علي القرض قصير الأجل 10٪.
- معدل الفائدة علي القرض طويل الأجل 12.5٪.

- القيمة الاسمية للسند 1,000 ريال، وسعر السند بالسوق 1,050 ريال، والكوبون سنوي 10%.
- القيمة الاسمية للسهم الممتاز 100 ريال وتكلفة إصدار السهم 2 ريال، وعائد السهم الممتاز 12%.
- سعر السهم العادي بالبورصة 20 ريال.
- معدل النمو 5%.
- وزعت الشركة عائد علي السهم العادي 3 ريال.
- تخضع الشركة للضرائب بمعدل 20%.

المطلوب: احسب ما يلي:

1. معدل تكلفة التمويل بالائتمان التجاري.
2. معدل تكلفة التمويل بالائتمان المصرفي.
3. معدل تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل.
4. معدل تكلفة التمويل بالسندات.
5. معدل تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.
6. معدل تكلفة التمويل بالأسهم العادية.
7. احسب المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل بإكمال الجدول التالي:

الوزن المرجح	معدل التكلفة	الوزن النسبي	مصدر التمويل
			الائتمان التجاري
			الائتمان المصرفي
			القروض طويلة الأجل
			السندات
			الأسهم الممتازة
			حقوق الملكية
			المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل

الفصل الثاني عشر

تقييم المقترحات الاستثمارية

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- معرفة مفاهيم أساليب تقييم المقترحات الاستثمارية.
- فلسفة ومهارة استخدام طريقة فترة الاسترداد في تقييم المقترحات الاستثمارية.
- فلسفة ومهارة استخدام طريقة فترة الاسترداد المخصومة في تقييم المقترحات الاستثمارية.
- فلسفة ومهارة استخدام طريقة صافي القيمة الحالية في تقييم المقترحات الاستثمارية.
- فلسفة ومهارة استخدام طريقة معدل العائد الداخلي في تقييم المقترحات الاستثمارية.
- فلسفة ومهارة استخدام طريقة مؤشر الربحية في تقييم المقترحات الاستثمارية.
- مهارة انتقاد أساليب تقييم المقترحات الاستثمارية.

الفصل الثاني عشر

تقييم المقترحات الاستثمارية

يحتاج المدير المالي في الكثير من القرارات الاستثمارية إلى أدوات يعتمد عليها في تقييم المقترحات الاستثمارية بغرض قبول أو رفض المقترح وكذلك بغرض المفاضلة بين تلك المقترحات واختيار المقترح الذي يُعظم قيمة الشركة. وهناك العديد من النماذج الشهيرة التي يتم استخدامها في هذا المجال ومنها: طريقة فترة الاسترداد، طريقة فترة الاسترداد المخصصة، طريقة صافي القيمة الحالية، طريقة معدل العائد الداخلي، طريقة مؤشر الربحية.

وفي هذا الفصل سوف نتعرض لطرق تقييم المقترحات بالشرح من خلال عرض آلية عمل كل طريقة من تلك الطرق وكذلك عرض مزايا كل طريقة وأهم الانتقادات التي وجهت إليها وكيف أن تلك الانتقادات قامت بدورًا هام في الانتقال أو البحث عن طريقة أخرى لتقييم المقترحات الاستثمارية. وسوف نشرح تلك الطرق من خلال مثال واحد مع تعديلات طفيفة لكي يتمكن القاري العزيز من إدراك المزايا والانتقادات وكذلك يقارن بين تلك الطرق وهو ما قصد به المزيد من الإيضاح.

مثال

تفاضل إدارة إحدى الشركات بين مقترحين استثماريين كلاهما تكلفته المبدئية 100,000 ريال والعمر الإنتاجي لكل منهما 4 سنوات وصافي التدفقات النقدية المتوقعة للمقترح الأول: 50,000، 40,000، 30,000، 10,000 ريال على التوالي، كما أن صافي التدفقات النقدية المتوقعة للمقترح الثاني 10,000، 30,000، 40,000، 60,000 ريال على التوالي. يمكن تقييم المقترحين باستخدام بالطرق التالية:

1. طريقة فترة الاسترداد.
2. طريقة فترة الاسترداد المخصومة.
3. طريقة صافي القيمة الحالية.
4. طريقة معدل العائد الداخلي.
5. طريقة مؤشر الربحية.

وقبل الشروع في تطبيق تلك الأساليب ينبغي التنويه عن المواقف التي تُتخذ فيها تلك القرارات، فربما تكون الإدارة بصدد تقييم مقترح استثماري وحيد، أو تكون بصدد تقييم مقترحين استثماريين، وهنا ينبغي معرفة نوعي المقترحين، فقد يكون المقترحين تبادليين بمعنى أن قبول أحدهما يؤدي إلى رفض الآخر، كما قد يكونا مستقلين بمعنى إمكانية قبول المقترحين معاً. وسوف نرجى قاعدة اتخاذ القرار بعد تطبيق كل أسلوب من أساليب تقييم المقترحات الاستثمارية على بيانات المثال المذكور، وذلك فيما يلي:

طريقة فترة الاسترداد

تُعرف فترة الاسترداد **Payback Period** بأنها الفترة المتوقعة استرداد الاستثمار المبدئي للمقترح الاستثماري بحلول نهايتها. وتُستخدم فترة الاسترداد لتقييم المقترحات الاستثمارية وذلك بتقدير صافي التدفقات النقدية، ثم حساب صافي التدفق النقدي التراكمي وهو عبارة عن صافي التدفق النقدي مضافاً إليه إجمالي صافي التدفقات النقدية السابقة عليه. ويمكن إيضاح ذلك من خلال الجدول التالي:

المقترح الثاني		المقترح الأول		السنة
التدفق التراكمي	التدفق النقدي	التدفق التراكمي	التدفق النقدي	
10,000	10,000	50,000	50,000	1
40,000	30,000	90,000	40,000	2
80,000	40,000	120,000	30,000	3
140,000	60,000	130,000	10,000	4

يتضح من الجدول أن الاستثمار المبدئي يقع بين التدفق النقدي التراكمي للسنة الثانية والسنة الثالثة وذلك بالنسبة للمقترح الأول وبالنسبة للمقترح الثاني يقع بين السنة الثالثة والسنة الرابعة. وتحسب فترة الاسترداد بالمعادلة التالية:

$$\text{فترة الاسترداد} = \text{رقم السنة قبل الاسترداد الكامل} + \frac{\text{الجزء المتبقي حتى الاسترداد الكامل}}{\text{التدفق النقدي للسنة التي يتم فيها الاسترداد بالكامل}}$$

وبتطبيق تلك المعادلة علي المقترح الأول يتضح أن:

$$\text{فترة الاسترداد للمقترح الأول} = 2 + \frac{10,000}{30,000} = 2.33 \text{ سنة}$$

وبتطبيق تلك المعادلة علي المقترح الثاني يتضح أن:

$$\text{فترة الاسترداد للمقترح الثاني} = 3 + \frac{20,000}{60,000} = 3.33 \text{ سنة}$$

ويُتخذ القرار بناء على القاعدة التالية :

المقترح الاستثماري	فترة الاسترداد	القرار
مقترح واحد	المحسوبة > المعيارية	قبول
	المحسوبة < المعيارية	رفض
مقترحات تبادليان	الأقصر	قبول
	الأطول	رفض
مقترحات مستقلان	المحسوبة > المعيارية	قبول
	المحسوبة < المعيارية	رفض

وبناءً على قاعدة اتخاذ القرار يتم قبول الاستثمار في المقترح الأول لكونه المقترح صاحب أقصر فترة استرداد ورفض الاستثمار في المقترح الثاني لكونه المقترح صاحب أطول فترة استرداد وذلك بفرض أن المشروعين تبادليين.

أما إذا كان المشروعين مستقلين، فيتم مقارنة فترة الاسترداد لكليهما بفترة استرداد معيارية تحددها إدارة الشركة، وبفرض أن إدارة الشركة تقبل المشروعات التي تقل فترة استرداد استثماراتها المبدئية عن 4 سنوات في تلك الحالة يتم قبول المقترحين الاستثماريين. على العكس من ذلك لو أن فترة الاسترداد المعيارية سنتين، في تلك الحالة يتم رفض المقترحين.

وتمتاز طريقة فترة الاسترداد بأنها طريقة بسيطة للغاية وبكونها تُركز على سهولة المقترح وسرعة الحصول على الاستثمارات المبدئية مما يجعلها تناسب المنشآت أو الشركات التي تعاني من مشكل العجز في النقدية، إلا أنها في بعض الأحيان قد تؤدي إلى اتخاذ قرارات خاطئة وبصفة خاصة في حالة قرارات الاستثمار في تطوير منتجات جديدة أو الدخول إلى أسواق جديدة حيث تُعد تلك المشروعات ضرورية لنجاح الشركة في الأجل الطويل على الرغم أنها تحتاج إلى فترة طويلة لاسترداد استثماراتها المبدئية ولذا فإن أسلوب فترة الاسترداد لا يناسب تلك المشروعات.

كما يؤخذ على أسلوب فترة الاسترداد إهمال القيمة الزمنية للنقود فربما يحقق مقترحان الاستثمارات المبدئية لأي منهما 100,000 ريال نفس فترة الاسترداد كأن تكون تدفقات المقترح الأول 50,000، 30,000، 20,000، 40,000 ريال وتدفقات المقترح الثاني 20,000، 30,000، 50,000، 50,000 ريال كل من المقترحين يحقق فترة استرداد 3 سنوات، إلا أنه نظرة أكثر عمقاً يتضح أن المقترح الأول أفضل نظراً لارتفاع قيمة التدفقات النقدية في السنوات الأولى من عمر المقترح.

كما يؤخذ ذلك الأسلوب أيضاً تجاهل التدفقات النقدية بعد فترة الاسترداد، فربما يحقق مشروعان الاستثمارات المبدئية لأي منهما 100,000 ريال نفس فترة الاسترداد كأن تكون تدفقات

المقترح الأول 50,000، 30,000، 20,000، 40,000 ريال وتدفقات المقترح الثاني 20,000، 30,000، 50,000، 50,000 ريال كل من المقترحين يحقق نفس فترة الاسترداد وهي 3 سنوات، في تلك الحالة يتساوى تفضيل المقترحين من وجهة نظر تلك الطريقة إلا أنه بمزيد من التمحيص يتضح أن المقترح الثاني يحقق تدفقات نقدية أكبر من المقترح الأول.

ومما ينبغي الإشارة إليه أن بعض الشركات الأمريكية استخدمت أسلوب فترة الاسترداد في تقييم المقترحات الاستثمارية الروتينية صغيرة القيمة، واستخدامها إلى جانب أحد أساليب خصم التدفقات النقدية وذلك بغرض إظهار الفترة التي يتعرض خلالها الاستثمار المبدئي للخطر.

طريقة فترة الاسترداد المخصومة

تعتمد طريقة فترة الاسترداد المخصومة **Discounted Payback Period** على صافي التدفقات النقدية المقدرة للمقترح مثلها في ذلك مثل طريقة فترة الاسترداد إلا أنها تراعى القيمة الزمنية للنقود وذلك من خلال خصم تلك التدفقات بمعدل خصم، وبالتالي فإن فترة الاسترداد المخصومة هي الفترة المتوقعة استرداد الاستثمار المبدئي بحلول نهايتها من القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية للمقترح الاستثماري.

وبالرجوع لبيانات المثال المذكور ويفرض أن المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل 10% والذي يُستخدم كمعدل خصم في حساب القيمة الزمنية لوحدة النقود، يتم تقييم المقترحين كما يلي:

يتم حساب معامل القيمة الحالية بالمعادلة التالية:

$$\text{معامل القيمة الحالية} = \frac{1}{(1 + \text{المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل})^{\text{رقم السنة}}}$$

وبتطبيق تلك المعادلة علي السنة الأولى يتضح أن:

$$0.909 = \frac{1}{1(0.10+1)} = \text{معامل القيمة الحالية للسنة الأولى}$$

وبتطبيق تلك المعادلة علي السنة الثانية يتضح أن:

$$0.826 = \frac{1}{2(0.10+1)} = \text{معامل القيمة الحالية للسنة الثانية}$$

وبتطبيق تلك المعادلة علي السنة الثالثة يتضح أن:

$$0.751 = \frac{1}{3(0.10+1)} = \text{معامل القيمة الحالية للسنة الثالثة}$$

وبتطبيق تلك المعادلة علي السنة الرابعة يتضح أن:

$$0.683 = \frac{1}{4(0.10+1)} = \text{معامل القيمة الحالية للسنة الرابعة}$$

ثم يتم تقييم المقترحين، المقترح الأول ويتم تقييم ذلك المقترح بحساب صافي التدفق النقدي المخصوم وهو عبارة عن حاصل ضرب التدفق النقدي في معامل القيمة الحالية. يلي ذلك حساب صافي التدفق النقدي المخصوم التراكمي وهو عبارة عن المجموع التراكمي لصافي التدفقات النقدية المخصومة.

المقترح الأول

السنة	صافي التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	صافي التدفق النقدي المخصوم	صافي التدفق النقدي التراكمي
1	50,000	0.909	45,450	45,450
2	40,000	0.826	33,040	78,490
3	30,000	0.751	22,530	101,020
4	10,000	0.683	6,830	107,850

وتعليقًا على الجدول السابق:

- العمود الأول يمثل سنوات العمر الإنتاجي للمقترح الاستثماري.
- العمود الثاني يمثل صافي التدفق النقدي وهو التدفق النقدي السنوي الداخل مطروحًا منه التدفق النقدي السنوي الخارج ولغرض التبسيط تم التعامل مباشرة مع صافي التدفق النقدي.
- العمود الثالث يمثل معامل القيمة الحالية وهو المعامل الذي يُستخدم في حساب القيمة الزمنية للنقود ويُحسب بذات الطريقة السابق إيضاحها.
- العمود الرابع يمثل صافي التدفق النقدي المخصوم وهو ناتج ضرب التدفق النقدي السنوي في معامل القيمة الحالية.
- العمود الخامس يمثل صافي التدفق النقدي المخصوم التراكمي وهو حاصل الجمع التراكمي لصافي التدفقات النقدية المخصومة.

ويتضح من الجدول السابق أن فترة الاسترداد المخصومة تقع بين السنة الثانية والسنة الثالثة، ويتم حساب الجزء المتبقي حتى الاسترداد بالكامل وذلك بطرح صافي التدفق النقدي المخصوم التراكمي حتى السنة الثانية من الاستثمار المبدئي، أي أن

$$\text{الجزء المتبقي حتى الاسترداد الكامل} = 100,000 - 78,490 = 21,510 \text{ ريال}$$

ثم نقوم بحساب فترة الاسترداد بالمعادلة التالية:

$$\text{فترة الاسترداد} = \text{رقم السنة قبل الاسترداد الكامل} + \frac{\text{الجزء المتبقي حتى الاسترداد الكامل}}{\text{التدفق النقدي المخصوم للسنة التي يتم فيها الاسترداد بالكامل}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{فترة الاسترداد} = 2 + \frac{21,510}{22,530} = 2.95 \text{ سنة}$$

المقترح الثاني

السنة	التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	التدفق النقدي المخصوم	التدفق النقدي التراكمي المخصوم
1	10,000	0.909	9,090	9,090
2	30,000	0.826	24,780	33,870
3	40,000	0.751	30,040	63,910
4	60,000	0.683	40,980	104,890

يتضح من الجدول السابق أن فترة الاسترداد المخصومة تقع بين السنة الثالثة والسنة الرابعة، ويتم حساب الجزء غير المسترد حتى نهاية السنة الثانية وذلك بطرح صافي التدفق النقدي المخصوم التراكمي حتى السنة الثانية من الاستثمار المبدئي، أي أن:

$$\text{الجزء المتبقي حتى الاسترداد الكامل} = 100,000 - 63,910 = 36,090 \text{ ريال}$$

ثم نقوم بحساب فترة الاسترداد بالمعادلة التالية :

$$\text{فترة الاسترداد} = 3 + \frac{36,090}{40,980} = 3.88 \text{ سنة}$$

ويؤخذ القرار بناءً على القاعدة التالية:

المقترح الاستثماري	فترة الاسترداد المخصومة	القرار
مقترح واحد	المحسوبة > المعيارية	قبول
	المحسوبة < المعيارية	رفض
مقترحات تبادليان	الأقصر	قبول
	الأطول	رفض
مقترحات مستقلان	المحسوبة > المعيارية	قبول
	المحسوبة < المعيارية	رفض

وبناءً على قاعدة اتخاذ يتم قبول الاستثمار في المقترح الأول لكونه المقترح صاحب أقصر فترة استرداد مخصومة ورفض الاستثمار في المقترح الثاني لكونه المقترح صاحب أطول فترة استرداد وذلك بفرض أن المشروعين تبادليين. أما إذا كان المشروعان مستقلين، فيتم مقارنة فترة الاسترداد المخصومة لكليهما بفترة الاسترداد المخصومة المعيارية، وبفرض أن إدارة الشركة تقبل المشروعات التي تقل فترة استردادها المخصومة عن 4 سنوات في تلك الحالة يتم قبول المقترحين الاستثماريين. على العكس من ذلك لو أن فترة الاسترداد المخصومة المعيارية سنتين، في تلك الحالة يتم رفض المقترحين. وتمتاز طريقة فترة الاسترداد المخصومة بالتغلب على مشكلة تجاهل القيمة الزمنية للنقود إلا أنها تبقى منتقدة بشأن تجاهل التدفقات النقدية بعد فترة الاسترداد.

طريقة صافي القيمة الحالية

نظرًا للانتقادات التي وجهت لطريقتي فترة الاسترداد وفترة الاسترداد المخصومة، بدء البحث عن طرق بديلة لتحسين فعالية قرارات تقييم المقترحات الاستثمارية، مثل طريقة صافي القيمة الحالية **Net Present Value** والتي تعتمد على التدفقات النقدية الصافية المخصومة. ووفقًا لهذه الطريقة يتم خصم التدفقات النقدية الصافية بمعدل تكلفة تمويل المقترح أو التكلفة المرجحة لهيكل تمويل المقترح، وبحساب إجمالي تلك التدفقات المخصومة ثم طرح تكلفة الاستثمار المبدئي نحصل على ما يسمى بصافي القيمة الحالية، أي أن صافي القيمة الحالية يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

$$\text{ص ق ح} = \text{مجم}^{\text{س}}_{\text{1:ن}} - \frac{\text{ت س}}{\text{س}(\text{ع} + 1)} - \text{ث}$$

حيث: ص ق ح: صافي القيمة الحالية، س: رقم السنة، ع: معدل تكلفة تمويل المقترح أو المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل، ت س: صافي التدفق النقدي في السنة س، ث: الاستثمار المبدئي.

وقاعدة اتخاذ القرار في تلك الحالة قبول المقترح الذي يحقق صافي قيمة حالية موجب ورفض المقترح الذي يحقق صافي قيمة حالية سالب، وفي حالة المفاضلة بين المقترحين وتحقيق كلاهما لصافي قيمة حالية موجب يتم اختيار المقترح الذي يحقق أعلى صافي قيمة حالية. والحكمة من قبول المقترحات التي تحقق صافي قيمة حالية موجبة أنها مشروعات تعظم قيمة ثروة الملاك. وبالرجوع لبيانات المثال السابق ذكره، يمكن تطبيق طريقة صافي القيمة الحالية على بيانات المقترحين وذلك كما يلي:

المقترح الأول

السنة	صافي التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	صافي التدفق النقدي المخصوم
1	50,000	0.909	45,450
2	40,000	0.826	33,040
3	30,000	0.751	22,530
4	10,000	0.683	6,830
إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة			107,850
الاستثمار المبدئي			100,000
صافي القيمة الحالية			7,850

وتعليقًا على الجدول السابق:

- العمود الأول يمثل سنوات العمر الإنتاجي للمقترح الاستثماري.
- العمود الثاني يمثل صافي التدفق النقدي وهو التدفق النقدي السنوي الداخل مطروحًا منه التدفق النقدي السنوي الخارج ولغرض التبسيط تم التعامل مباشرة مع صافي التدفق النقدي.
- العمود الثالث يمثل معامل القيمة الحالية وهو المعامل الذي يُستخدم في حساب القيمة الزمنية للنقود ويُحسب بذات الطريقة السابق إيضاحها وفي هذه الطريقة يُحسب معامل

القيمة الحالية بناءً على معدل خصم يساوي المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل (تم افتراض أنه 10٪).

- العمود الرابع يمثل صافي التدفق النقدي المخصوم وهو ناتج ضرب التدفق النقدي السنوي في معامل القيمة الحالية.
- الصف الثالث يمثل إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة.
- الصف الرابع يمثل مقدار الاستثمار المبدئي.
- الصف الخامس يمثل صافي القيمة الحالية وهو عبارة عن إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة مطروحًا منه مقدار الاستثمار المبدئي.

ويتضح من الجدول السابق أن المقترح الاستثماري الأول يحقق صافي قيمة حالية

موجب قدره 7,850 ريال. ويُتخذ القرار بناءً على القاعدة التالية:

القرار	صافي القيمة الحالية	المقترح الاستثماري
قبول	قيمة موجبة	مقترح واحد
رفض	قيمة سالبة	
قبول	أكبر قيمة موجبة	مقترحات تبادليان
رفض	أقل قيمة موجبة أو سالبة	
قبول	قيمة موجبة	مقترحات مستقلان
رفض	قيمة سالبة	

المقترح الثاني

السنة	صافي التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	صافي التدفق النقدي المخصوم
1	10,000	0.909	9,090
2	30,000	0.826	24,780
3	40,000	0.751	30,040
4	60,000	0.683	40,980
	إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة		104,890
	الاستثمار المبدئي		100,000
	صافي القيمة الحالية		4,890

يتضح من الجدول السابق أن المقترح الاستثماري الثاني يحقق صافي قيمة حالية موجبة قدرها **4,890** ريال. وبتطبيق قاعدة اتخاذ القرار، يفرض أن المقترحين تبادليين، يتم قبول المقترح الأول لكونه يحقق أعلى قيمة حالية موجبة، ورفض الثاني لكونه يحقق صافي قيمة حالية موجبة أقل من المقترح الأول. أما إذا كان المقترحان مستقلين، فيتم قبول المقترحين لتحقيق كل منهما صافي قيمة حالية موجبة.

وعالجت طريقة صافي القيمة الحالية الانتقادات التي وجهت لطريقتي فترة الاسترداد وفترة الاسترداد المخصومة، حيث أنها أخذت في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود وكافة التدفقات النقدية للمقترح، إلا أنه يُعاب عليها أنها تعطي رقم مطلق ربما يكون مضلل في بعض الأحيان.

فإذا تمت المفاضلة بين مقترحين الأول يحقق صافي قيمة حالية **5,000** والأخر يحقق صافي قيمة حالية **8,000** ريال، فوفقاً لصافي القيمة الحالية سوف نختار المقترح الثاني، ولكن ماذا لو! كان الاستثمار المبدئي للمقترح الأول **50,000** ريال والاستثمار المبدئي للمقترح الثاني **100,000**، في تلك الحالة و بمزيد من التمحيص يتضح أن المقترح الأول يحقق نسبة منفعة

للتكلفة = $50,000 \div 5,000 = 10\%$ ، ويُحقق المقترح الثاني نسبة منفعة للتكلفة = $100,000 \div 8,000 = 8\%$ ، فينقلب الحال لتفضيل المقترح الأول.

طريقة معدل العائد الداخلي

يقصد بمعدل العائد الداخلي **Internal Return Rate** معدل الخصم الذي يجعل القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية تساوي الاستثمار المبدئي، وبمعنى آخر يجعل صافي القيمة الحالية يساوي صفر. ومعدل العائد الداخلي هو "ع" في المعادلة التالية:

$$\text{ص ق ح} = \text{مجم} = 1: \text{ن} \frac{\text{ت س}}{(ع + 1)^{\text{س}}} - \text{ث}$$

ومن تلك المعادلة يمكننا استنتاج العلاقة العكسية بين معدل الخصم وصافي القيمة الحالية، بمعنى أنه كلما تم استخدام معدل خصم منخفض زادت قيمة صافي القيمة الحالية والعكس صحيح. وحيث أن طريقة حساب معدل العائد الداخلي تعتمد على التجربة والخطأ، يمكننا الاستفادة من تلك المعلومة ففي حالة استخدام معدل خصم معين واتضح أن صافي القيمة الحالية موجب نستخدم معدل خصم أعلى منه لتخفيض صافي القيمة الحالية في اتجاه الصفر، والعكس صحيح ففي حالة استخدام معدل خصم واتضح أن صافي القيمة الحالية سالب نستخدم معدل خصم أقل لزيادة صافي القيمة الحالية في اتجاه الصفر.

ولقد سبق حساب القيمة الحالية للمقترحين بمعدل خصم 10% ونحن بصدد حساب صافي القيمة الحالية في الطريقة السابقة، والتي أوضحت أن صافي التدفقات النقدية للمقترح الأول عند معدل خصم 10% كان $7,850$ ريال وهو ما يعني ضرورة استخدام معدل خصم أعلى وليكن 15% فرضاً، وذلك كما يلي:

المقترح الأول

السنة	صافي التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	صافي التدفق النقدي المخصوم
1	50,000	0.8696	43,480
2	40,000	0.7561	30,244
3	30,000	0.6575	19,725
4	10,000	0.5718	5,718
	إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة		99,167
	الاستثمار المبدئي		100,000
	صافي القيمة الحالية		833-

وحيث أن صافي القيمة الحالية سالب نستخدم معدل خصم أقل وليكن 14٪، وذلك

كما يلي:

السنة	صافي التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	صافي التدفق النقدي المخصوم
1	50,000	0.8772	43,860
2	40,000	0.7695	30,780
3	30,000	0.6750	20,250
4	10,000	0.5920	5,920
	إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة		100,810
	الاستثمار المبدئي		100,000
	صافي القيمة الحالية		810

وبالتالي يتضح أن معدل العائد الداخلي يقع بين 14٪ و15٪، بالتالي نأخذ المتوسط

المرجح للمعدلين كمقياس لمعدل العائد الداخلي للمقترح. نحسب الفرق بين إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة عند معدل 15٪ و14٪ $(100,810 - 99,167 = 1,643)$ ،

ثم نحسب معدل العائد الداخلي كما يلي:

$$\text{معدل العائد الداخلي} = \text{المعدل الأقل} + (\text{الفرق بين المعدلين} \times \frac{\text{ص ق ح الأقل}}{\text{الفرق بين القيمتين}})$$

وبالتطبيق في المعادلة يتضح أن:

$$\text{معدل العائد الداخلي} = 14\% + (1\% \times \frac{833}{1,643}) = 14.51\%$$

ثم نقوم بحساب معدل العائد الداخلي للمقترح الثاني وذلك عند معدل خصم 13%
فرضاً، وذلك كما يلي:

المقترح الثاني

السنة	صافي التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	صافي التدفق النقدي المخصوم
1	10,000	0.8850	8,850
2	30,000	0.7831	23,493
3	40,000	0.6930	27,720
4	60,000	0.6133	36,798
	إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة		96,861
	الاستثمار المبدئي		100,000
	صافي القيمة الحالية		3,139-

من الجدول السابق يتضح أن صافي القيمة الحالية سالب، وهو ما يوجب استخدام
معدل خصم أقل وليكن 11%، وذلك كما هو موضح بالجدول التالي:

السنة	صافي التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	صافي التدفق النقدي المخصوم
1	10,000	0.9009	9,009
2	30,000	0.8116	24,348
3	40,000	0.7312	29,284
4	60,000	0.6587	39,522
إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة			102,163
الاستثمار المبدئي			100,000
صافي القيمة الحالية			2,163

من الجدول السابق يتضح أن صافي القيمة الحالية موجب وبالتالي يتضح أن معدل العائد الداخلي يقع بين 11% و 13%، بالتالي نأخذ المتوسط المرجح للمعدلين كمقياس لمعدل العائد الداخلي للمقترح. نحسب الفرق بين إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة عند معدل 15% و 14% (102,163 - 96,861 = 5,302)، ثم نحسب معدل العائد الداخلي كما يلي:

$$\text{معدل العائد الداخلي} = 11\% + (2\% \times \frac{3,139}{5,302}) = 12.18\%$$

ويؤخذ القرار بناءً على القاعدة التالية:

المقترح الاستثماري	معدل العائد الداخلي	القرار
مقترح واحد	المحسوب < المعياري	قبول
	المحسوب > المعياري	رفض
مقترحات تبادليان	أكبر معدل عائد داخلي	قبول
	أقل معدل عائد داخلي	رفض
مقترحات مستقلان	المحسوب < المعياري	قبول
	المحسوب > المعياري	رفض

وبناءً على ذلك يتم قبول المقترح الأول لكونه يحقق أعلى معدل عائد داخلي 14.51٪ ورفض المقترح الثاني لتحقيقه معدل عائد داخلي أقل 12.18٪ من المقترح الأول وذلك بفرض أن المشروعين تبادليين. أما إذا كان المقترجان مستقلين فتتم مقارنة معدل العائد الداخلي بالمعدل المعياري وغالباً ما تسترشد إدارة الشركة بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وهي بصدد تحديد معدل العائد الداخلي المعياري. فإذا كانت الشركة تقبل المقترحات الاستثمارية التي تحقق معدل عائد داخلي أكبر من 10٪ فيتم قبول المقترحين، على العكس من ذلك، يتم رفض المقترحين لو أن إدارة الشركة تقبل المقترحات التي تحقق معدل عائد داخلي أكبر من 15٪.

ويتغلب معدل العائد الداخلي على الانتقادات الموجهة إلى الطرق السابقة، فهو أسلوب يراعى القيمة الزمنية للنقود، وكافة التدفقات النقدية للمقترحات محل التقييم، كما أنه يراعى الاستثمار المبدئي للمقترحات. وبالرغم من ذلك توجه لمعدل العائد الداخلي عدة انتقادات منها القيام بعمليات حسابية مطولة والاعتماد على طريقة التجربة والخطأ، كما أن هذا الأسلوب يقوم على افتراض أن التدفقات النقدية الوسيطة يُعاد استثمارها للحصول على معدل عائد مساو لمعدل العائد الداخلي للمقترح محل التقييم وهو افتراض يصعب تحقيقه.

مؤشر الربحية

يقصد بمؤشر الربحية Profitability Index ناتج قسمة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية المتوقعة للمقترح مخصومة بمعدل تكلفة تمويل المقترح أو بالمتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل على الاستثمار المبدئي، ويمكن حساب مؤشر الربحية بالمعادلة التالية:

$$\text{مؤشر الربحية} = \text{مجموع} = 1 : \frac{\text{ت س}}{\text{س} (ع + 1)} \div \text{ث}$$

وقاعدة اتخاذ القرار هي قبول المقترح عندما يكون مؤشر الربحية أكبر من الواحد ورفض المقترح إذا كان مؤشر الربحية أقل من الواحد، وفي حالة المفاضلة بين مقترحين يتم اختيار المقترح صاحب مؤشر الربحية الأكبر قيمة، وبالرجوع للمثال المذكور وبافتراض أن المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل 13٪. يمكن حساب مؤشر الربحية للمقترحين كما يلي:

المقترح الأول

السنة	صافي التدفق النقدي	معامل القيمة الحالية	التدفق النقدي المخصوم
1	50,000	0.8850	44,250
2	40,000	0.7831	31,324
3	30,000	0.6930	20,790
4	10,000	0.6133	6,133
إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة			102,497
الاستثمار المبدئي			100,000
مؤشر الربحية			1.025

وتعليقًا على الجدول السابق:

- الأعمدة من الأول حتى الرابع لا تختلف عما هو مُتبع في طريقة صافي القيمة الحالية .
- الصف الثالث يمثل إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة.
- الصف الرابع يمثل مقدار الاستثمار المبدئي.
- الصف الخامس يمثل مؤشر الربحية وهو عبارة عن إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة مقسومًا على مقدار الاستثمار المبدئي.

يتضح من الجدول السابق أن مؤشر الربحية أكبر من الواحد، وفي تلك الحالة يتم قبول المقترح وذلك في حالة كونه المقترح الوحيد المقترح الاستثمار فيه، أما وأن لدينا مقترح آخر ننظر حتى نقوم بحساب مؤشر الربحية للمقترح الثاني وذلك كما يلي:

المقترح الثاني

التدفق النقدي المخصص	معامل القيمة الحالية	صافي التدفق النقدي	السنة
8,850	0.8850	10,000	1
23,493	0.7831	30,000	2
27,720	0.6930	40,000	3
36,798	0.6133	60,000	4
96,861	إجمالي صافي التدفقات النقدية المخصومة		
100,000	الاستثمار المبدئي		
0.9686	مؤشر الربحية		

يتضح من الجدول السابق أن مؤشر الربحية أقل من الواحد. ويُتخذ القرار بناء على

القاعدة التالية:

القرار	مؤشر الربحية	المقترح الاستثماري
قبول	المحسوب < 1	مقترح واحد
رفض	المحسوب > 1	
قبول	أكبر مؤشر الربحية موجب	مقترحات تبادليان
رفض	أقل مؤشر الربحية موجب أو سالب	
قبول	المحسوب < 1	مقترحات مستقلان
رفض	المحسوب > 1	

فإذا كان المقترحات تبادليين يتم قبول الأول ورفض الثاني وكذلك الحال إذا كان المقترحات مستقلين وذلك لكون المقترح الثاني يحقق مؤشر ربحية أقل من الواحد. ويتجنب أسلوب مؤشر الربحية كافة الانتقادات الموجهة للأساليب السابقة، فهو يأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود، ويأخذ في الاعتبار كافة التدفقات النقدية، ويأخذ الاستثمار المبدئي في الاعتبار، كما أنه يعتمد على المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل.

تطبيقات

السؤال الأول:

وفرت إدارة الشركة المعلومات المالية التالية عن أحد المقترحات الاستثمارية:

- عمر المقترح الاستثماري 3 سنوات.
- الاستثمار المبدئي للمقترح 100,000 ريال.
- يحقق المقترح الاستثماري التدفقات النقدية التالية: 50,000 و 40,000 و 30,000 ريال على التوالي خلال عمره الإنتاجي.
- معدل تكلفة هيكل التمويل 10٪.

المطلوب: تقييم هذا المقترح باستخدام:

1. طريقة فترة الاسترداد المخصصة.
2. طريقة مؤشر الربحية.

السؤال الثاني:

تفاضل إدارة إحدى الشركات بين مقترحين استثماريين كلاهما تكلفته المبدئية 100,000 ريال والعمر الإنتاجي لكل منهما 3 سنوات، وصافي التدفقات النقدية المتوقعة للمقترح الأول: 50,000، 40,000، 30,000 ريال على التوالي، كما أن صافي التدفقات النقدية المتوقعة للمقترح الثاني 30,000، 40,000، 60,000 ريال على التوالي. فإذا علمت أن المتوسط المرجح لتكلفة التمويل 12٪.

المطلوب:

تقييم المقترحين باستخدام:

1. طريقة صافي القيمة الحالية.
2. طريقة معدل العائد الداخلي.

السؤال الثالث:

فسر سبب صحة أو خطأ كل فقرة من الفقرات التالية:

1. يُعد المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل أفضل معدل يُستخدم في تقييم المقترحات الاستثمارية.
2. عند تقييم المقترحات الاستثمارية، تراعي طريقة فترة الاسترداد القيمة الزمنية للنقود.
3. عند تقييم المقترحات الاستثمارية، تأخذ فترة الاسترداد المخصومة كافة التدفقات النقدية في الاعتبار.
4. عند تقييم المقترحات الاستثمارية، طريقة صافي القيمة الحالية تعطي رقم مُطلق ربما يكون مُضلل.
5. يقوم أسلوب معدل العائد الداخلي على افتراض إعادة استثمار التدفقات النقدية الوسيطة.
6. يُعد أسلوب مؤشر الربحية من أفضل المؤشرات المُستخدمة في تقييم المُقترحات الاستثمارية.
7. تمتاز طريقة فترة الاسترداد بأنها طريقة بسيطة للغاية وبكونها تُركز على سيولة المقترح وسرعة الحصول على الاستثمارات المبدئية.
8. يقصد بمؤشر الربحية ناتج طرح الاستثمار المبدئي من القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الداخلة المتوقعة للمقترح الاستثماري مخصومة بمعدل تكلفة تمويل.

الفصل الثالث عشر

الاستثمار الرأسمالي

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- معرفة أهمية قرارات الاستثمار الرأسمالي.
- معرفة أغراض الاستثمار الرأسمالي.
- معرفة أنواع التدفقات النقدية.
- معرفة المصروفات غير النقدية وتأثيرها على التدفق النقدي.
- مهارة قياس أثر المقترح الاستثماري على التدفقات النقدية.
- معرفة تأثير المخاطرة على قرار الاستثمار الرأسمالي وكيفية معالجتها.

الفصل الثالث عشر

الاستثمار الرأسمالي

أهمية الاستثمار الرأسمالي

تُعد قرارات الاستثمار في الأصول الرأسمالية من القرارات الحيوية والمؤثرة بقوة على مستقبل الشركة، ويرجع ذلك لضخامة المبالغ المستثمرة في تلك الأصول وبالتالي فداحة الخسارة في حالة اتخاذ قرارات غير سليمة، كما أن طول العمر الإنتاجي لتلك الفئة من الأصول يجعل من الصعب العدول عن قرارات الاستثمار بمجرد بدء التنفيذ وهو ما يحد من مرونة صانعو القرارات في الشركة، ولذا تحمل تلك القرارات الشركة مستويات مرتفعة من المخاطرة.

وتأتي قرارات الاستثمار في الأصول الرأسمالية نتيجة توقعات الشركة بشأن مستوى المبيعات في المستقبل، ومن هنا تؤثر دقة التنبؤ بالمبيعات بقوة على جودة قرارات الاستثمار الرأسمالي، فالتنبؤ غير الدقيق قد يؤدي إلى استثمار زائد لا تبرره الزيادة الفعلية في المبيعات، وبالتالي تتحمل الشركة تكاليف كبيرة كان من الممكن تجنبها، وقد يؤدي التنبؤ غير الدقيق إلى عدم الاستثمار أو استثمار أقل من اللازم وفي تلك الحالة تكون الطاقة الإنتاجية للشركة أقل من حجم سوقها وهو ما يُفقدتها العديد من عملائها.

كما أن حصول الشركة على الأصول الرأسمالية في توقيت غير مناسب يضر بالشركة، فقد يزيد الطلب على منتجات الشركة دون الاستعداد لذلك من خلال توفير الطاقة الإنتاجية اللازمة لإنتاج الكميات التي تفي بالطلب، ويترتب على ذلك أن ترفض الشركة الكثير من طلبات العملاء. وعندما تقرر الشركة زيادة طاقتها الإنتاجية قد لا تجد طلبات العملاء الكافية لتغطية طاقتها الإنتاجية الإضافية ويرجع ذلك بالطبع نتيجة تحول عملاء الشركات للتعامل مع الشركات المنافسة.

وتتطلب الاستثمارات الرأسمالية حجم تمويل ضخم غالبًا ما يكون غير متوفر لدي الشركة. ولذا فإن التخطيط السليم لتلك القرارات يساعد إدارة الشركة في البحث عن مصادر تمويل مناسبة وبتكلفة مناسبة حيث تفاضل إدارة الشركة بين التمويل بالملكية عن طريق إصدار أسهم عادية أو أسهم ممتازة أو التمويل بالمديونية عن طريق إصدار سندات أو الاقتراض طويل الأجل.

ولذا فإن قرارات الاستثمار الرأسمالية لها تأثير مباشر على القدرة التنافسية للشركة وبصفة خاصة عندما تكون تلك الاستثمارات موجهة نحو أصول رأسمالية حديثة ومتطورة، حيث تدعم تلك الاستثمارات قدرات الشركة الإنتاجية وربما تخفض تكلفة المنتج وتزيد جودته وينعكس ذلك بالطبع على القدرات التنافسية للشركة.

أغراض الاستثمار الرأسمالي

تأخذ إدارة الشركة قرارات الاستثمار الرأسمالية للوفاء بالعديد من الأغراض ومنها الإحلال والتجديد والتوسع والبحوث والتطوير وحماية البيئة، وفيما يلي نعرض لتلك الأغراض بشيء من التفصيل:

1. غرض الإحلال

تتخذ إدارة الشركة بعض القرارات الاستثمارية طويلة الأجل بغرض الحفاظ على الطاقة الإنتاجية للشركة، فمن المعروف أن كل أصل من الأصول طويلة الأجل له عمر إنتاجي ومع بدء تشغيله يتآكل عمره الإنتاجي نتيجة الاستخدام ولغرض الحفاظ على طاقة الشركة الإنتاجية تقوم إدارة الشركة بوضع خطط لإحلال تلك الأصول قرب انتهاء عمرها الإنتاجي، وجانب من تلك الخطط يظهر في احتساب أقساط إهلاك الأصول، وقد تقرر إدارة الشركة إحلال الأصل الحالي بأصل جديد بالرغم من عدم انتهاء عمره الإنتاجي ويكون ذلك بسبب تقادم الأصل تكنولوجياً.

2. غرض التوسع

تتخذ إدارة الشركة بعض القرارات الاستثمارية طويلة الأجل بغرض التوسع ويكون التوسع بزيادة الطاقة الإنتاجية لخطوط الإنتاج الحالية بالشركة وذلك بغرض زيادة حجم الإنتاج من المنتجات الحالية أو بإضافة خطوط إنتاج جديدة. وتتوسع إدارة الشركة في استثماراتها طويلة الأجل في حالة توقع زيادة الطلب على منتجات الشركة أو الرغبة في تنويع منتجات الشركة. وفي كثير من الأحيان ترتبط استثمارات الإحلال باستثمارات التوسع ففي حالة إحلال أصل متقدم بأصل جديد غالبًا ما يكون الأصل الجديد أكثر إنتاجية وأقل استهلاكًا للجهود البشرية وللمستلزمات الإنتاج وذلك بالطبع نظرًا للتطورات التكنولوجية المتسارعة.

3. غرض البحوث والتطوير

تتخذ الشركات التي تتأثر أعمالها بالبحث العلمي والتطوير قرارات بالاستثمار في مشروعات البحوث والتطوير ومن أمثلة تلك الشركات شركات تصنيع الأدوية وشركات التكنولوجيا، ولا تستطيع تلك الشركات البقاء والاستمرار دون استثمار جزء من أموالها في تلك المشروعات نظرًا للمنافسة القوية في تلك القطاعات.

4. غرض حماية البيئة

وقد تتخذ الشركات قرارات استثمارية طويلة الأجل بغرض حماية البيئة والحفاظ على حياة العاملين وأمنهم وقد تقوم الشركة بتلك الاستثمارات بشكل طوعي كما قد تقوم بها استجابةً لمتطلبات قوانين حماية البيئة وقوانين الأمن الصناعي إلى غير ذلك من القوانين المنظمة لنشاط الشركات.

أنواع التدفقات النقدية

ينتج عن كل قرار من قرارات الشركة تيارًا من التدفقات النقدية الخارجة وتيارًا آخر من التدفقات النقدية الداخلة. وتُعرف التدفقات النقدية الداخلة **Cash Inflow** بأنها الأموال التي تحصل عليها الشركة نتيجة ممارسة أنشطتها التشغيلية والاستثمارية والتمويلية. أما التدفقات النقدية الخارجة **Cash Outflow** فتُعرف بأنها الأموال التي تدفعها الشركة نتيجة ممارسة تلك الأنشطة، ويُقصد بمفهوم صافي التدفق النقدي أو ما يُطلق عليه **Net Cash flow** التدفقات النقدية الداخلة المرتبطة باستثمار معين مطروحًا منها التدفقات النقدية الخارجة.

ويُعد صافي التدفق النقدي مقياسًا للصحة المالية للشركة. والصحة المالية **Financial Health** اصطلاح معني بسلامة تعاملات الشركة مع ممولائها ومورديها ودائنيها ومدى التزام الشركة تجاههم، ولذا فإن الشركة المُتقلبة بالديون وغير المُلتزمة تجاه تلك الأطراف تُعد شركة تفتقر للصحة المالية.

وينبغي التنويه إلى أن تحقيق الشركة لمستويات مرتفعة من صافي التدفق النقدي لا تعني بالضرورة تحقيق مستويات مرتفعة من الربح، كما أن تحقيق الشركة مستويات مرتفعة من الربح لا يُترجم بشكل تلقائي إلى مستويات مرتفعة من صافي التدفق النقدي. ولهذا فإن المستوى المرتفع من صافي التدفق النقدي لا يُعد بالضرورة مقياسًا جيدًا للأداء وإن كان مقياسًا جيدًا للصحة المالية للشركة.

وتمارس أي شركة أنشطة متعددة وتُصنف تلك الأنشطة على ثلاث مستويات أنشطة تشغيلية وأنشطة استثمارية وأنشطة تمويلية. وطبقًا لذلك التصنيف تُصنف التدفقات النقدية أيضًا إلى تدفقات نقدية تشغيلية واستثمارية وتمويلية وذلك حسب ارتباطها بتلك الأنشطة.

1. التدفق النقدي التشغيلي

تمارس الشركات أنشطة تشغيلية يومية في سبيل إنتاج منتجاتها أو تسيير أعمالها، وتؤدي ممارسة تلك الأنشطة إلى تحقيق تدفقات نقدية داخلية في شكل متحصلات من العملاء نتيجة بيع سلع أو تقديم خدمات لهم وأية متحصلات تشغيلية أخرى، كما تؤدي الأنشطة التشغيلية إلى تدفقات نقدية خارجة مثل مدفوعات للموردين ومدفوعات للعاملين ومدفوعات تشغيلية أخرى.

والتدفق النقدي التشغيلي **Operating Cash Flow** هو التدفق النقدي الذي يُظهر مقبوضات الشركة ومدفوعاتها الناتجة عن ممارسة أنشطتها التشغيلية وتُحسب بتحويل بنود قائمة الدخل من أساس الاستحقاق إلى الأساس النقدي. وتنتج التدفقات النقدية التشغيلية عن التغيرات الصافية في حسابات الأصول المتداولة والالتزامات المتداولة المُعبّرة عن الأنشطة التشغيلية.

2. التدفق النقدي الاستثماري

التدفق النقدي الاستثماري **Investment Cash Flow** هو التدفق النقدي المرتبط باستثمارات الشركة في الأصول الرأسمالية طويلة الأجل ويمثل ذلك التدفق النقدي الأموال التي حصلت عليها الشركة وتلك التي أنفقتها بمناسبة اتخاذ القرارات الاستثمارية. وتشمل أنشطة الاستثمار شراء وبيع الأصول التي سوف تُستخدم لتوليد العائدات وتأتي التدفقات النقدية الخارجة بمناسبة شراء أصول طويلة الأجل مثل العقارات أو الآلات وخطوط الإنتاج والمعدات، وتحدث التدفقات النقدية الداخلة نتيجة بيع أصل من تلك الأصول.

3. التدفق النقدي التمويلي

تشمل أنشطة التمويل الاقتراض وصداد الأموال المقترضة، وإصدار الأوراق المالية كالأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات ودفع التوزيعات والكوبونات. فعلى سبيل المثال إذا

اقتضت الشركة أموال لشراء معدة أو لسداد قرض فإن قائمة التدفقات النقدية سوف تجعلك قادرًا على تحديد مقدار النقدية الناتجة عن أو المُستخدمة في تلك العملية.

والتدفق النقدي التمويلي **Financing Cash flow** هو التدفق النقدي المرتبط بأنشطة تمويل الشركة وهو مقدار الأموال التي تحملتها الشركة في سبيل تمويل أنشطتها المختلفة. ومن أمثلة تلك التدفقات توزيعات الأسهم وكوبونات السندات وفوائد القروض وأية مصاريف تحملتها الشركة في سبيل إصدار أوراق مالية أو الحصول على قروض وأية مصاريف تحملتها الشركة في سبيل استدعاء أسهمها أو سنداتها.

المصروفات غير النقدية

يختلف صافي الربح عن صافي التدفق النقدي بسبب نوعين من البنود هما: الإيرادات والمصروفات غير النقدية، والإيرادات والمصروفات غير التشغيلية. والمثال على البنود غير النقدية في قائمة الدخل هو الإهلاك والنفاد والاستنفاد. والمثال على الإيرادات والمصروفات غير التشغيلية هو الربح الرأسمالي أو الخسارة الرأسمالية الناتج عن بيع أحد الأصول الإنتاجية بالشركة.

وينتج عن قرارات الاستثمار الرأسمالي دفع استثمار مبدئي كبير ونظرًا لأن عمر تلك الأصول يتجاوز السنة المالية فقد ابتكر المحاسبون طرق لتوزيع تكلفة تلك الاستثمارات على الفترات المالية وذلك عن طريق حساب أقساط إهلاك لتلك الأصول ونتج عن ذلك ظهور مصروفات محسوبة ولكنها غير مدفوعة ومنها أقساط الإهلاك والاستنفاد والنفاد وتلك المصروفات تأثيرها على التدفقات النقدية ولذا وجب التنويه إليها في الفقرات التالية:

1. الإهلاك

الإهلاك **Depreciation** هو مصروف غير نقدي تُخفض به قيمة الأصول نتيجة الاستخدام وتناقص العمر الإنتاجي وتقادم الأصول تكنولوجياً، فمعظم الأصول تفقد أو تنخفض

قيمتها بمضي المدة، وينبغي على الشركة إحلال هذه الأصول في نهاية عمرها الإنتاجي بأصول جديدة حتى لا تفقد الشركة طاقتها الإنتاجية أو الخدمية، ولذا ابتكر المحاسبون طرق مختلفة لاستخدامها في حساب قسط إهلاك سنوي مقابل استهلاك الأصل وخصم هذا المصروف من دخل الشركة.

2. الاستنفاد

الاستنفاد **Amortization** هو قسط إهلاك الأصول غير الملموسة مثل براءات الاختراع والعلامات التجارية وحقوق الامتياز وقيمة الشهرة في حالة شراء شركة قائمة. ونظرًا لأن الشركات تدفع مبالغ ضخمة نظير الاستفادة بالمنافع الناتجة عن تلك الأصول غير الملموسة فلا يجوز تحميلها على فترة مالية واحدة كما أن تلك المنافع تتحقق على مدار عدة سنوات.

3. النفاذ

النفاذ **Depletion** هو قسط الإهلاك في الصناعات الاستخراجية مثل صناعات استخراج البترول واستخراج المعادن والموارد الطبيعية بشكل عام. وتدفع الشركات التي تعمل في تلك الصناعات مقابل للدولة حتى تستطيع ممارسة ذلك النشاط في مكان مُعين على أرض الدولة كبتن بترول أو منجم أو محجر. وفي تلك الحالة يقوم المحاسبون باستهلاك القيمة المدفوعة على سنوات استغلال ذلك البئر أو المنجم أو المحجر وذلك في ضوء معدل نفاذ المورد الطبيعي.

وحيثُ أن أقساط الإهلاك والاستنفاد والنفاذ مصروفات محسوبة غير مدفوعه فإنها تُضاف إلى صافي الربح ليكونا معًا التدفق النقدي التشغيلي، ولذا يُحسب التدفق النقدي التشغيلي بالمعادلة التالية:

$$\text{التدفق النقدي التشغيلي} = \text{صافي الربح} + \text{المصروفات غير النقدية}$$

وتؤثر القرارات الاستثمارية كغيرها من القرارات على التدفقات النقدية الداخلة إلى الشركة والخارجة منها. فمن المعروف أن كل قرار استثماري يُحمل الشركة تكاليف استثمارية حتى يُصبح الأصل قابل للتشغيل ويُطلق على تلك التدفقات اصطلاح الاستثمار المبدئي، ومع بدء تشغيل هذا الأصل يولد هذا الأصل تيار من التدفقات النقدية الخارجة والداخلة الإضافية. فيحقق الأصل تياراً من التدفقات النقدية الخارجة نتيجة الزيادة في رأس المال العامل اللازم لتشغيل الأصل الجديد، كما يحقق الأصل تيار من التدفقات النقدية الداخلة للشركة نتيجة زيادة مبيعاتها.

ولذا يهتم المليون بحساب الاستثمار المبدئي لأي مقترح استثماري، ويُقصد بالاستثمار المبدئي صافي التدفقات النقدية الخارجة بمناسبة المقترح الاستثماري، ويُشير ذلك إلى أن حدوث تدفقات نقدية خارجة وأخرى داخلة بمناسبة بدء تنفيذ المقترح الاستثماري. ومن أمثلة التدفقات النقدية المبدئية الخارجة تكلفة شراء الأصل، وتكاليف شحن وتركيب وتجهيز الأصل للتشغيل، تكاليف تجارب تشغيل الأصل وتكاليف تدريب العاملين على تشغيله ومقدار الزيادة في الاستثمار في رأس المال العامل نتيجة المقترح الاستثماري. ومن أمثلة التدفقات النقدية المبدئية الداخلة ثمن بيع الأصل القديم.

وفي كثير من الأحيان يكون استثمار الشركة بغرض إحلال أحد أصولها بأصل جديد، وهنا ينبغي مراعاة الأثر الضريبي لعملية بيع الأصل القديم، فقد تقوم الشركة ببيع الأصل القديم بقيمة أعلى من قيمته الدفترية فتحقق الشركة أرباحاً رأسمالية من بيع ذلك الأصل، وهو ما يؤدي إلى زيادة الدخل الخاضع للضرائب ومن ثم زيادة الضريبة، وهنا تعامل الزيادة في الضريبة كندفق نقدي خارج عند حساب الاستثمار المبدئي. وقد يُباع الأصل القديم بقيمة أقل من قيمته الدفترية فتحقق الشركة خسارة رأسمالية وفي تلك الحالة تُخصم تلك الخسارة من الدخل الخاضع للضريبة فتُحدث وفر ضريبي، وهنا يُعامل الوفر الضريبي كندفق نقدي داخل عند حساب الاستثمار المبدئي.

وغالبًا ما تتطلب المقترحات الاستثمارية زيادة في رأس المال العامل كأن يتطلب تشغيل المشروع مواد خام معينة وهو ما يؤدي إلى زيادة الاستثمار في المخزون وكذلك يتم بيع المنتجات

لعملاء جدد وهو ما يعني استثمار المزيد من الأموال في حسابات القبض، ولذا ينبغي حساب أثر المقترح الاستثماري الجديد على الاستثمار في رأس المال العامل. وتسترد الشركة قيمة الاستثمار الإضافي في رأس المال العامل في نهاية العمر الإنتاجي للأصل.

وتنبغي الإشارة إلى أن معظم الأصول الرأسمالية يكون لها قيمة خردة أو نفاية في نهاية عمرها الإنتاجي، وتُعد قيمة النفاية تدفق نقدي داخل إلا أن قيمة الخردة أو النفاية لا تُعد دخل بالنسبة للشركة ولكنها استرداد لجزء من رأس المال المستثمر في ذلك الأصل ولذا لا تخضع قيمة النفاية للضرائب.

وتُمثل التدفقات النقدية سواء الخارجة أو الداخلة للشركة بمناسبة المقترح الاستثماري أداة المدير المالي في تقييم المقترح الاستثماري، وقياس مدى جدوى استثمار أموال الشركة فيه، خاصة وأن نتائج تلك القرارات تنعكس بشكل مباشر على قيمة الشركة. حيث يقوم المدير المالي بتقدير التدفقات النقدية الخارجة الصافية بمناسبة شراء خط الإنتاج الجديد، أو ما يُعرف بالاستثمار المبدئي. ويتأثر الاستثمار المبدئي بثمان بيع الأصل القديم والذي يُخفض قيمة الاستثمار المبدئي. كذلك يتأثر الاستثمار المبدئي بالأثر الضريبي نتيجة بيع الأصل القديم. ويُمكن التعبير عن ذلك في المعادلة التالية:

تكلفة شراء الأصل وتجهيزه للتشغيل	
- ثمن بيع الأصل القديم	-
+ الزيادة في رأس المال العامل	+
+ الزيادة في الضرائب نتيجة بيع الأصل القديم	+
- أو الوفر الضريبي نتيجة بيع الأصل القديم	-
= الاستثمار المبدئي	=

ويقوم المدير المالي بقياس أثر المقترح الاستثماري على التدفقات النقدية للشركة من خلال إعداد قائمة الدخل المقارنة. وتُعد تلك القائمة على أساس مقارنة قائمة الدخل الفعلية والتي تمثل فرضية عدم الاستثمار وقائمة الدخل المقدرة والتي تمثل فرضية قبول المقترح الاستثماري. وذلك بغرض تحديد التدفق النقدي الإضافي الناتج في عن قبول المقترح الاستثماري، ويُطلق على هذا المنهج منهج التحليل التفاضلي.

مثال

أمام إدارة الشركة الشرقية للأسمنت خيار شراء خط إنتاجي جديد وذلك بغرض إحلاله بخط إنتاجي قديم وفي سبيل ذلك وفرت إدارة الشركة البيانات التالية:

- تبلغ تكلفة شراء خط إنتاج جديد وتجهيزه للتشغيل **1,000,000** ريال.
- العمر الإنتاجي لخط الإنتاج الجديد **10** سنوات.
- قيمة الخردة لخط الإنتاج الجديد في نهاية عمره الإنتاجي **100,000** ريال.
- يُستهلك خط الإنتاج الجديد بطريقة القسط الثابت.
- يؤدي قبول المقترح الاستثماري إلى زيادة مبيعات الشركة بنسبة **20%**.
- القيمة الدفترية لخط الإنتاج القديم **250,000** ريال.
- القيمة البيعية لخط الإنتاج القديم **50,000** ريال.
- المتوسط المرجح لتكلفة هيكل تمويل الشركة **12%**.
- تخضع الشركة للضرائب بمعدل **20%**.

وكانت قائمة دخل الشركة الشرقية للأسمنت عن العام المالي المنتهي في **12/31** كما

يلي:

قائمة دخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,000,000
التكاليف الصناعية بخلاف الإهلاك (متغيرة)	800,000
إهلاك الأصول الصناعية	200,000
إجمالي التكاليف الصناعية	1,000,000
مجمل الربح	1,000,000
التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية بخلاف الإهلاك (متغيرة)	250,000
إهلاك الأصول التسويقية والإدارية والعمومية	50,000
إجمالي التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية	300,000
الربح التشغيلي	700,000
إيرادات أخرى	100,000
مصروفات أخرى	50,000
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	750,000
الفوائد	250,000
صافي الربح قبل الضرائب	500,000
الضرائب [20%]	100,000
صافي الربح	400,000

المطلوب:

دعم قرار الإدارة بخصوص استثمار أموال الشركة في الخط الإنتاجي الجديد من عدمه.

الحل

يتم حساب الوفر الضريبي بالمعادلة التالية:

$$\text{الوفر الضريبي} = (\text{سعر البيع} - \text{القيمة الدفترية}) \times \text{معدل الضرائب}$$

$$\text{الوفر الضريبي} = (250,000 - 50,000) \times 20\% = 40,000 \text{ ريال}$$

ثم يُحسب الاستثمار المبدئي كما يلي:

تكلفة شراء خط الإنتاج وتجهيزه للتشغيل	1,000,000	
المتحصلات من بيع خط الإنتاج القديم	50,000	-
الوفر الضريبي نتيجة بيع خط الإنتاج القديم	40,000	-
الاستثمار المبدئي	910,000	=

يلي ذلك إعداد قائمة الدخل المقارنة بغرض تقدير التدفق النقدي السنوي الإضافي

الداخل نتيجة الاستثمار، وذلك كما يلي:

قائمة دخل المقارنة

مع الاستثمار	بدون الاستثمار	بيان
2,400,000	2,000,000	صافي المبيعات
960,000	800,000	التكاليف الصناعية (متغيرة)
290,000	200,000	إهلاك الأصول الصناعية
1,250,000	1,000,000	إجمالي التكاليف الصناعية
1,150,000	1,000,000	مجمل الربح
300,000	250,000	التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية (متغيرة)
50,000	50,000	إهلاك الأصول التسويقية والإدارية والعمومية
350,000	300,000	إجمالي التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية
800,000	700,000	الربح التشغيلي
100,000	100,000	إيرادات أخرى
50,000	50,000	مصروفات أخرى
850,000	750,000	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب
250,000	250,000	الفوائد
600,000	500,000	صافي الربح قبل الضرائب
120,000	100,000	الضرائب [20%]
480,000	400,000	صافي الربح
820,000	650,000	التدفق النقدي

ويلاحظ على قائمة الدخل المقارنة ما يلي:

- تم حساب التدفق النقدي في قائمة الدخل الفعلية عن طريق إضافة الإهلاك السنوي للأصول الصناعية والإهلاك السنوي للأصول التسويقية والإدارية والعمومية إلى صافي الربح. التدفق النقدي الفعلي (بدون الاستثمار) = 200,000 + 400,000 +

$50,000 = 650,00$ ريال. والتدفق النقدي المقدر (مع الاستثمار) $= 480,000 +$

$290,000 + 50,000 = 820,000$ ريال.

- تم حساب قيمة المبيعات المقدرة بضرب المبيعات في 120٪ لمراعاة الزيادة في المبيعات الناتجة عن الاستثمار الجديد.
- تم حساب قيمة التكاليف الصناعية المتغيرة المقدرة بضرب التكاليف الصناعية المتغيرة في 120٪ لمراعاة تأثير الزيادة في المبيعات الناتجة عن الاستثمار الجديد على تلك التكاليف.
- زاد إهلاك الأصول الصناعية بمبلغ 90,000 ريال وهو مقدار قسط الإهلاك الثابت لخط الإنتاج الجديد وتم حسابه بقسمة ناتج طرح قيمة النفاية من تكلفة شراء وتجهيز خط الإنتاج لبدء التشغيل على العمر الإنتاجي للأصل.
- تم حساب قيمة التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية المتغيرة بضرب قيمة التكاليف التسويقية والإدارية والعمومية المتغيرة في 120٪ لمراعاة تأثير الزيادة في المبيعات الناتجة عن الاستثمار الجديد على تلك التكاليف.
- بخصوص إهلاك الأصول التسويقية والإدارية والعمومية لم يتغير حيث لم تُضاف أصول جديدة لتلك الأصول.
- بنود الإيرادات الأخرى والمصروفات الأخرى بقيت كما هي لعدم تأثيرها بقرار الاستثمار.

ومن تلك القائمة نحسب التدفق النقدي الإضافي بالمعادلة التالية:

التدفق النقدي السنوي الإضافي = التدفق النقدي المُقدر - التدفق النقدي الفعلي

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

التدفق النقدي الإضافي $= 650,000 - 820,000 = 170,000$ ريال.

ويمثل هذا الرقم التدفق النقدي السنوي الإضافي في حالة اتخاذ قبول المقترح الاستثماري. ومن المفروض القيام بحساب التدفق النقدي السنوي خلال العمر الإنتاجي للأصل

والذي غالبًا ما يختلف من سنة لأخرى، وربما يُحقق الاستثمار تدفق نقدي سنوي ثابت. وبفرض ثبات التدفق النقدي المتولد عن الخط الإنتاجي الجديد خلال العمر الإنتاجي له، فإنه يُمكن حساب القيمة الحالية للتدفقات النقدية السنوية الإضافية بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{\text{التدفق النقدي}}{\text{معدل الخصم}} \times (1 - \left[\frac{1}{(1 + \text{معدل الخصم})^{\text{عمر الأصل}}} \right])$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{170,000}{\%12} \times (1 - \left[\frac{1}{(1 + \%12)^{10}} \right]) = 960,538 \text{ ريال}$$

وتُعد قيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي لخط الإنتاج بمثابة تدفق نقدي داخل ولذا ينبغي حساب القيمة الحالية لقيمة الخردة في نهاية العمر الإنتاجي للأصل وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحالية لقيمة الخردة} = \frac{\text{قيمة الخردة}}{(1 + \text{معدل الخصم})^{\text{عمر الأصل}}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{القيمة الحالية لقيمة الخردة} = \frac{100,000}{(1 + \%12)^{10}} = 32,197 \text{ ريال}$$

يلي ذلك حساب إجمالي التدفقات النقدية الداخلة، وذلك بالمعادلة التالية:

	القيمة الحالية للتدفقات النقدية السنوية الإضافية	
+	القيمة الحالية للتدفق النقدي الناتج عن بيع خط الإنتاج كخردة	
=	القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة	

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية السنوية الإضافية	960,538	
القيمة الحالية للتدفق النقدي الناتج عن بيع خط الإنتاج كخردة	32,197	+
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة	992,735	=

يلي ذلك حساب صافي القيمة الحالية وذلك بالمعادلة التالية:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة	992,735	
الاستثمار المبدئي	910,000	-
صافي القيمة الحالية	82,735	=

ومن تلك المعادلة يتضح أن:

صافي القيمة الحالية للمقترح الاستثماري 82,735 ريال، ويتخذ المليون قرار الاستثمار من عدمه بناءً على صافي القيمة الحالية للمقترح الاستثماري فإذا كان صافي القيمة الحالية موجب يتم قبول المقترح الاستثماري. وفي حالة تحقيق المقترح الاستثماري لصافي قيمة حالية سالب يتم رفض المقترح الاستثماري، وبما أن خط الإنتاج الجديد قد حقق صافي قيمة حالية موجب فإن القرار يكون قبول الاستثمار في خط الإنتاج الجديد.

تأثير المخاطرة على قرار الاستثمار الرأسمالي

يقصد بالمخاطرة في مجال الإنفاق الرأسمالي احتمال اختلاف التدفقات النقدية الفعلية للمقترح الاستثماري عن التدفقات النقدية التي كان من المتوقع تحقيقها، وتختلف حالة المخاطرة عن حالة عدم التأكد ففي حالة المخاطرة يُمكن للمدير المالي تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المتوقعة للمشروع الاستثماري، أما حالة عدم التأكد فهي حالة لا يستطيع فيها المدير المالي تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المتوقعة للمقترح الاستثماري. ونظرًا لارتباط قرار

الاستثمار الرأسمالي بالظروف المستقبلية والتي يصعب التنبؤ بها بدقة كاملة، ويسهم في ذلك طول أجل تلك الاستثمارات وكثرة العوامل سواء الداخلية أو الخارجية التي يؤثر تغييرها على التدفقات النقدية للمقترح الاستثماري.

ففي المثال السابق قمنا بالتنبؤ بالتدفق النقدي الإضافي من المقترح الاستثماري وتبين أنه **170,000** ريال، وبالطبع فإن ذلك التنبؤ بافتراض استمرار الأوضاع الاقتصادية على ما هي عليه. وإذا كان الاقتصاد يمر بمرحلة الرواج فإن هناك احتمال لتغير تلك الظروف للحالة الطبيعية وربما إلى حالة الكساد وخاصة مع طول أجل الاستثمار. وتغير الظروف الاقتصادية يُعد مصدر مخاطرة ولذا ينبغي أن يتعامل المدير المالي مع تلك المخاطرة فيقدرها ويحتاط لها. وهنا يتم تقدير التدفق النقدي للمشروع بافتراض اتجاه الاقتصاد نحو الحالة الطبيعية وكذلك اتجاه الاقتصاد نحو الكساد.

- وإذا استطاع المدير المالي تقدير التوزيع الاحتمالي لحالات الاقتصاد وكانت كما يلي:
احتمال استمرار حالة الرواج 25٪، واحتمال اتجاه الاقتصاد نحو الحالة الطبيعية 50٪، واحتمال اتجاه الاقتصاد نحو الكساد 25٪.
- وإذا تم تقدير التدفق النقدي الإضافي في حالة اتجاه الظروف الاقتصادية نحو الظروف الطبيعية بمبلغ **94,000** ريال، وتم تقدير التدفق النقدي الإضافي في حالة اتجاه الظروف الاقتصادية نحو الكساد بمبلغ **56,000** ريال.

وبالتالي ويمكن الآن حساب القيمة المتوقعة للتدفق النقدي للمقترح الاستثماري باستخدام تلك التدفقات والتوزيع الاحتمالي لها وذلك كما يلي:

الحالة الاقتصادية	الاحتمال	التدفق النقدي الإضافي	التدفق النقدي المرجح
حالة الرواج	25٪	170,000	42,500
الحالة الطبيعية	50٪	94,000	47,000
حالة الكساد	25٪	56,000	14,000
القيمة المتوقعة للتدفق النقدي			103,500

ملحوظة: التدفق النقدي المرجح حُسِبَ كما يلي:

$$\text{التدفق النقدي المرجح} = \text{الاحتمال} \times \text{التدفق النقدي الإضافي}$$

والقيمة المتوقعة للتدفق النقدي حُسِبَت كما يلي:

$$\text{القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الإضافي} = \text{مجموع التدفق النقدي المرجح}$$

ثم يتم تقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{103,500}{\%12} \times (1 - [\frac{1}{(1 + \%12)^{10}}]) = 584,798 \text{ ريال}$$

ولقد سبق حساب القيمة الحالية للخردة وكانت 32,197 ريال. وبالتالي فإن القيمة

الحالية للتدفقات النقدية الداخلة تُحسب كما يلي:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية	584,798	
القيمة الحالية للتدفق النقدي الناتج عن بيع خط الإنتاج كخردة	32,197	+
القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة	616,995	=

يلي ذلك حساب صافي القيمة الحالية وذلك كما يلي:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة	616,995	
الاستثمار المبدئي	910,000	-
صافي القيمة الحالية	(293,005)	=

يتضح من ذلك أن صافي القيمة الحالية للمقترح الاستثماري سالب وبالتالي يتم تقديم

توصية لإدارة الشركة برفض استثمار أموال الشركة في خط الإنتاج لأن استثمار أموال الشركة في

ذلك المقترح سوف يؤثر سلبًا على قيمة الشركة. وتوضح تلك النتيجة أهمية مراعاة تأثير المخاطرة

على قرارات الاستثمار الرأسمالي.

تطبيقات

السؤال الأول:

1. ناقش بإيجاز أغراض الاستثمار الرأسمالي؟
2. تناول بالشرح أنواع التدفقات النقدية مع ضرب أمثلة لكل نوع؟
3. تناول بالشرح أثر المصروفات غير النقدية على التدفقات النقدية؟
4. بين كيفية قياس أثر المقترح الاستثماري على التدفقات النقدية؟
5. بين كيف يعالج المدير المالي أثر المخاطرة على قرار الاستثمار الرأسمالي؟

السؤال الثاني:

فسر سبب صحة أو خطأ كل فقرة من الفقرات التالية:

1. توجد علاقة طردية بين جودة قرارات الاستثمار الرأسمالي ودقة التنبؤ بالمبيعات.
2. تؤدي قرارات الاستثمار الرأسمالي بغرض الإحلال إلى تدفقات نقدية تشغيلية واستثمارية وتمويلية.
3. يُمكن استخدام أسلوب صافي القيمة الحالية في تقييم مقترحات الاستثمار الرأسمالي لأغراض الإحلال.
4. يُمكن استخدام أسلوب معدل التكلفة للمنفعة في تقييم مقترحات الاستثمار الرأسمالي لأغراض حماية البيئة.
5. في حالة شراء أصل جديد أكثر إنتاجية وأقل استهلاكًا للجهود البشرية ولمستلزمات الإنتاج يكون الاستثمار الرأسمالي بغرض الإحلال.
6. يختلف صافي الربح عن صافي التدفق النقدي بسبب الإيرادات والمصروفات غير النقدية والإيرادات والمصروفات غير التشغيلية.

7. الاستنفاد هو مصروف غير نقدي تُخفّض به قيمة الأصول نتيجة الاستخدام وتناقص العمر الإنتاجي وتقدم الأصول فنيًا.
8. حقوق الامتياز التي تحصل عليها بعض الشركات العاملة في المملكة العربية السعودية تُستهلك عن طريق حساب قسط نفاذ.
9. حقوق استغلال الموارد الطبيعية التي تحصل عليها بعض الشركات العالمية العاملة في المملكة العربية السعودية تُستهلك عن طريق حساب قسط استنفاد.
10. عندما يَتمكّن المدير المالي من تقدير التدفقات النقدية للمقترح الاستثماري واحتمالات حدوث كل منها، فإن القرار الاستثماري يُصنع في ظل ظروف التأكيد.
11. يُحسب التدفق النقدي التشغيلي بتحويل بنود قائمة الدخل من أساس الاستحقاق إلى الأساس النقدي.
12. في حالة مشروعات الإحلال يُقصد بالاستثمار المبدئي التدفقات النقدية الخارجة بمناسبة المقترح الاستثماري.
13. يُمكن النظر لقيمة الخردة أو النفاية على أنها دخل بالنسبة للشركة ولذا تخضع قيمتها للضرائب.
14. في حالة عدم التأكيد لا يستطيع المدير المالي تقدير التوزيع الاحتمالي للتدفقات النقدية المتوقعة للمقترح الاستثماري.
15. تؤثر ظروف المخاطرة على تقدير التدفقات النقدية لمقترحات الاستثمار الرأسمالي.

السؤال الثالث: إذا كانت التدفقات النقدية لمقترح استثماري وتوزيعها الاحتمالي كما يلي:

الحالة الاقتصادية	التوزيع الاحتمالي	التدفق النقدي الإضافي
حالة الراج	25%	100,000
الحالة الطبيعية	50%	80,000
حالة الكساد	25%	56,000

1. فإن القيمة المتوقعة للتدفق النقدي الإضافي تبلغ --- ريال.
- أ. 65,000 ب. 85,000
ج. 79,000 د. لا شيء مما سبق
2. وإذا علمت أن المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل بالشركة 12% وأن العمر الإنتاجي للمشروع 5 سنوات فإن القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة لأقرب ريال تبلغ ---.
- أ. 284,777 ب. 285,373
ج. 304,333 د. لا شيء مما سبق
3. وإذا علمت أن قيمة هذا المقترح كخردة في نهاية عمره الإنتاجي 50,000 ريال، فإن قيمتها الحالية تبلغ ---.
- أ. 33,713 ريال ب. 28,371 ريال
ج. 31,231 ريال د. لا شيء مما سبق
4. وإذا علمت أن الاستثمار المبدئي لذلك المقترح الاستثماري يبلغ 300,000 ريال وباستخدام أسلوب صافي القيمة الحالية فإنك توصي الإدارة ---.
- أ. بقبول المقترح الاستثماري ب. برفض المقترح الاستثماري
5. وفقاً للبيانات المتوفرة عن ذلك المقترح الاستثماري فإن المدير المالي يصنع القرار الاستثماري في ظل ---.
- أ. ظروف التأكد
ب. ظروف عدم التأكد
ج. ظروف المخاطرة

الفصل الرابع عشر

الاستئجار المالي

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- معرفة أهمية الاستئجار المالي.
- معرفة مفهوم الاستئجار.
- التمييز بين الاستئجار المالي والاستئجار التشغيلي.
- معرفة مزايا الاستئجار لكل من الشركات المستأجرة والشركات المؤجرة.
- مهارة حساب قسط الاستئجار التمويلي.
- مهارة المفاضلة بين بديلي شراء الأصول واستئجارها.
- مهارة قياس أثر الخردة على بديلي الشراء والاستئجار عند الحصول على الأصول الرأسمالية.

الفصل الرابع عشر

الاستئجار المالي

فلسفة الاستئجار

في الآونة الأخيرة تزايد الطلب على التمويل عن طريق الاستئجار Lease كوسيلة منافسة لوسائل التمويل التقليدية. وذلك نظرًا لما تقدمه شركات التأجير لعملائها من تسهيلات كبيرة للحصول على أنواع متعددة من الأصول تمتد من الأصول العقارية إلى الآلات والمعدات ووسائل النقل والتجهيزات. والرغم من أن نشاط التأجير أو الاستئجار كان معروفًا منذ عهود بعيدة إلا أن تطوره وانتشاره قد جاء نتيجة ارتفاع تكلفة الحصول على الأصول الرأسمالية، وتزايد أحجام الشركات، وتنوع أوجه أنشطتها، وتزايد احتياجاتها إلى مصادر تمويلية أكثر مرونة وأكثر استجابة لمتطلبات النمو.

ولقد اهتمت بعض المنظمات الدولية وعلى رأسها مؤسسة التمويل الدولي **International Finance Corporation** بتشجيع وتنمية الاستثمار في أنشطة التأجير وتطوير أسواق رأس المال المحلية. وذلك عن طريق تقديم الاستئجار كمصدر بديل لتمويل شراء الآلات والمعدات للشركات الصناعية والزراعية والتجارية مع التركيز على المشروعات الصغيرة والمتوسطة.

ويقوم التمويل عن طريق الاستئجار بدورًا مهم في تزويد الشركات بما تحتاجه من أصول رأسمالية لازمة لأنشطتها، فلقد أصبح هذا البديل التمويلي من أكفأ نظم التمويل. وامتد الاستئجار لينافس القروض المصرفية ذات الآجال المحددة؛ وليس عسيرًا تبرير ذلك إذا وضعنا في الحسبان عدم قدرة سوق الإقراض على استيعاب كافة احتياجات الاستثمار، وأن هناك حدودًا لما يمكن للشركات اقتراضه لتمويل شراء الآلات والمعدات والتجهيزات. كما أن البنوك قد تشترط على

الشركة المقترضة تقديم ضمانات معينة يصعب عليها توفيرها. ومن جانب آخر، فإن إصدار أوراق مالية أو البحث عن شركاء جدد قد يواجه بعض الصعوبات، وهو ما استوجب استحداث صيغ تمويلية جديدة تكون أكثر استجابة للاحتياجات التمويلية للشركات حتى يتسنى لها التوسع الإنتاجي أو التشغيلي.

ويعد الاستئجار من أبرز ما ابتدعه الفكر المالي كصيغة تمويلية بديلة لها ذاتيتها المتميزة. حيث يركز الاستئجار على مفهوم مضمونه أن استخدام الأصول هو الذى يحقق الربح وليس ملكيتها. ومن هذا المنطلق فإن الاستئجار يُعد وسيلة لتمويل استخدام الأصول ما وليس وسيلة لتمويل شرائها أو تملكها، حيث أن التملك في نهاية مدة عقد الاستئجار ليس إلا أحد الخيارات المطروحة أمام المستأجر، ومن ثم فليس التملك هو المقصد الأول أو الدافع إلى التعاقد بين المؤجر والمستأجر.

وتحتاج الشركات إلى اقتناء الأصول بغرض الحصول على خدماتها ويتحقق للشركات الحصول على الأصول كالألات والمعدات إما عن طريق شراء الأصل وامتلاكه أو عن طريق استئجاره والانتفاع بخدماته، وهو ما يبرز فكرة قيام الشركات باستخدام الأصول والحصول على خدماتها دون القيام بشرائها، لذا يُعتبر الاستئجار مصدر تمويلي، على الرغم من عدم إمكانية استنتاج ذلك من قائمة المركز المالي الشركة.

مفهوم الاستئجار

لغة يُعرف الاستئجار بأنه شراء منفعة لمدة معلومة بمقابل معلوم. ويُعرف المعيار السابع عشر من معايير المحاسبة الدولية الاستئجار بأنه اتفاق ينقل بموجبه المؤجر إلى المُستأجر حق الانتفاع بأحد الأصول لمدة معينة مقابل دفع أقساط دورية. كما يُعرف الاستئجار بأنه عقد يمنح المستأجر حق اقتناء والانتفاع بأصل معين لمدة محددة وبمقابل محدد يُدفع في شكل أقساط

دورية. ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من أنواع الاستئجار تبعًا لشروط والتزامات طرفي العقد والمنصوص عليها في عقد الإيجار، وهما: الاستئجار التمويلي والاستئجار التشغيلي.

1. الاستئجار التمويلي

يُعرف الاستئجار التمويلي **Financial Lease** بأنه عقد استئجار طويل الأجل مُلزم لطرفيه ينتقل بموجبه حق حيازة واستغلال أصل ما من المؤجر للمستأجر خلال مُعظم أو كل عمره الإنتاجي وذلك مُقابل أقساط إيجار دورية قيمتها الحالية أكبر من القيمة السوقية العادلة للأصل.

ولذا فإن عقد الاستئجار التمويلي عقد غير قابل للإلغاء، وتحدد القيمة الإيجارية في ضوء تكلفة الأصل بالإضافة لهامش ربح مناسب يحدده المؤجر. ومن ملامح عقد الاستئجار التمويلي انتقال المخاطر المتعلقة بالأصل من المؤجر إلى المستأجر. وربما يبرر ذلك تحمل المستأجر تكاليف صيانة الأصل والتأمين عليه، كما يتحمل المستأجر مخاطر التقادم التكنولوجي للأصل. وفي نهاية عقد الاستئجار التمويلي يتم الاتفاق على أحقية المستأجر أو المؤجر في الحصول على الأصل، وإن كانت الحالة الشائعة احتفاظ المستأجر بالأصل.

2. الاستئجار التشغيلي

يُعرف الاستئجار التشغيلي **Operating Lease** بأنه عقد استئجار قصير الأجل ينتقل بموجبه حق حيازة واستغلال أصل ما من المؤجر للمستأجر خلال مدة محدودة من العمر الإنتاجي للأصل وذلك مُقابل أقساط إيجار دورية تتحدد قيمتها في ضوء قوى العرض والطلب.

ويفضل المستأجر الاستئجار التشغيلي في حالة حدوث أو توقع حدوث تغيرات فنية على الأصول المستأجرة، ولذا يُقال أن المؤجر في ذلك النوع من عقود الاستئجار يتحمل مخاطر تقادم الأصل تكنولوجيًا. ومن جانب آخر، يحقق الاستئجار التشغيلي للمؤجر ميزة عدم استهلاك رأس المال المستثمر ويرجع ذلك لكون فترة التعاقد تغطي جزءًا محدودًا من العمر الاقتصادي للأصل.

ومن خصائص الاستئجار التشغيلي كذلك أنه يلزم المؤجر بتقديم بعض الخدمات الخاصة مثل خدمات صيانة الأصل والتأمين عليه. كما أن ذلك العقد قابل للإلغاء من قبل المستأجر دون أن يتحمل أية خسائر. وفي كل الأحوال يسترد المؤجر الأصل في نهاية مدة العقد وذلك على النقيض من الاستئجار التمويلي.

ومن خلال رصد مفهوم وخصائص كل من الاستئجار التمويلي والاستئجار التشغيلي يُمكن عقد مقارنة فيما يتعلق بأوجه التشابه وأوجه الاختلاف فيما بينهما وذلك من خلال الجدول التالي:

وجه المقارنة	الاستئجار التمويلي	الاستئجار التشغيلي
أجل العقد	طويل الأجل	قصير الأجل
مدة الإيجار من عمر الأصل	مدة الإيجار تغطي معظم أو كل العمر الإنتاجي للأصل	مدة الإيجار تغطي جزء من العمر الإنتاجي للأصل
تكاليف صيانة الأصل	يتحمل المستأجر تكاليف صيانة الأصل	يتحمل المؤجر تكاليف صيانة الأصل
تكاليف التأمين على الأصل	يتحمل المستأجر تكاليف التأمين على الأصل	يتحمل المؤجر تكاليف التأمين على الأصل
درجة الزامية العقد	عقد الاستئجار التمويلي عقد ملزم لطرفيه ولا يجوز فسخه تحت أي ظرف	عقد الاستئجار التشغيلي أقل الزاماً لطرفيه مقارنة بعقد الإيجار التمويلي
تأثير التغيرات التكنولوجية على تفضيل المستأجر	يفضل المستأجر الاستئجار التمويلي في حالة استقرار التكنولوجيا	يفضل المستأجر الاستئجار التشغيلي في توقع تغيرات تكنولوجية
استهلاك رأس المال المُستثمر	الاستئجار التمويلي يستهلك رأس المال المُستثمر	الاستئجار التشغيلي لا يستهلك رأس المال المُستثمر
قسط الإيجار	يتحدد قسط الإيجار بناءً على تكلفة الأصل بالإضافة لهامش ربح يُحدده المؤجر	يتحدد قسط الإيجار بناءً على آليات العرض والطلب في سوق تأجير الأصول

مزايا الاستئجار

يحقق استئجار الأصول العديد من المزايا للشركات المستأجرة وكذلك للشركات المؤجرة. ونعرض في الفقرات التالية موجزًا لأكثر تلك المزايا تداولًا بين كتاب العلوم المالية.

1. مزايا الاستئجار للشركات المُستأجرة

- حيازة الأصول الرأسمالية اللازمة للنشاط الإنتاجي دون الحاجة إلى تجميد جزء كبير من الأموال مما يوفر مستوى أكبر من السيولة.
- التأجير هو الطريقة الوحيدة للحصول على حق استخدام الأصول دون زيادة رأس المال.
- تسهيل عمليات الإحلال والتجديد، ومواكبة التطور التكنولوجي مما يساهم في زيادة القدرة التنافسية للشركة.
- سداد قيمة إيجار الأصول من عائد إنتاجيتها وبالتالي تقليل الأعباء المالية.
- الاستفادة من المزايا الضريبية لعملية التأجير حيث أن قيمة إيجار الأصول تُعد مصروف يُستقطع من الوعاء الضريبي.
- تعتبر شروط تأجير الأصول أكثر يسرًا وملائمة من شروط الاقتراض.
- الحماية من آثار التضخم في المدى القصير وذلك بالنسبة للأصول الرأسمالية المستأجرة، فقد يكون هناك تضخم مؤقت في أسعار الأصول الرأسمالية وتوقع إدارة الشركة عودة أسعار تلك الأصول لما كانت عليه قبل حدوث التضخم.
- إمكانية التوسع في الاقتراض مستقبلاً.

2. مزايا الاستئجار للشركة المؤجرة

- الاستئجار مجال واسع للاستثمار بعوائد مناسبة وبضمان كافي قوامه ملكية الأصول المؤجرة.

- تخفيف العبء الضريبي عن طريق خصم قيمة استهلاك الأصول المؤجرة من الوعاء الخاص للضريبة.
- يعتبر تأجير الأصول أفضل للمؤجر من نظام البيع بالتقسيط نظرًا لسهولة تطبيقه.
- يؤدي تأجير الأصول إلى زيادة مبيعات المعدات المؤجرة.
- يعتبر التأجير وسيلة تمويل يمكن إضافتها لنطاق الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لعملائها.

حساب قسط الاستئجار

تختلف آلية حساب قيمة قسط الإيجار باختلاف نوعية عقد الإيجار، ففي حالة الاستئجار التشغيلي يتم تحديد قيمة قسط الاستئجار في ضوء مجموعة من العوامل يأتي في مقدمتها: درجة المنافسة بين مؤجري الأصل، وحالة الأصل المؤجر، ومدى تسارع التطورات التكنولوجية التي يمر بها إنتاج ذلك الأصل والظروف الاقتصادية التي يمر بها سوق الأصل وكذلك الظروف الاقتصادية التي يمر بها سوق المنتجات التي يُستخدم ذلك الأصل في إنتاجها ويُطلق البعض على تلك العوامل مجتمعة قوى العرض والطلب. ولذا فإن قيمة قسط الاستئجار في حالة الاستئجار التشغيلي تختلف باختلاف أيًا من تلك العوامل وكذلك تختلف من فترة لأخرى.

أما في حالة الاستئجار التمويلي فيعتمد حساب قسط الإيجار على تكلفة الأصل والتي تمثل بالنسبة للمؤجر الاستثمار المبدئي وعمر الأصل والذي يمثل مدة الاستثمار ومعدل العائد الذي يطلبه المؤجر نظير استثمار أمواله في ذلك الأصل وتحمل مخاطر ذلك الاستثمار. وفي ضوء تلك العوامل يُمكن استخدام المعادلة التالية في قسط الاستئجار.

$$\text{قسط الاستئجار} = \frac{\text{الاستثمار المبدئي} \times \text{معدل العائد المطلوب} (1 + \text{معدل العائد المطلوب})^{\text{مدة الاستثمار}}}{(1 + \text{معدل العائد المطلوب})^{\text{مدة الاستثمار}} - 1}$$

وفيما يلي مثال يوضح كيفية حساب قسط الاستئجار التمويلي.

تقدمت الشركة السعودية العقارية لإحدى شركات تأجير الأصول بطلب استئجار أصل بعقد استئجار تمويلي مدته 10 سنوات، ولقد استطلعت شركة التأجير سوق ذلك الأصل وتبين أن تكلفة شراء وتركيب وتشغيل ذلك الأصل لدى الشركة المُستأجرة تبلغ مليون ريال. فإذا علمت أن الشركة المؤجرة بعد دراسة الوضع المالي للشركة السعودية العقارية طلبت معدل عائد على الاستثمار 12٪.

المطلوب:

1. احسب قيمة قسط الاستئجار التمويلي السنوي.
2. تُمَّ احسب قيمة قسط الاستئجار في كل من الحالات التالية:
 - أ. زيادة الاستثمار المبدئي إلى 1,200,000 ريال،
 - ب. زيادة معدل العائد المطلوب إلى 15٪،
 - ج. نقص مدة الاستثمار من 10 سنوات إلى 8 سنوات.

الحل

يتضح من المثال أن:

- الاستثمار المبدئي 1,000,000 ريال.
 - معدل العائد المطلوب 12٪.
 - مدة الاستثمار 10 سنوات.
1. باستخدام تلك البيانات وبالتطبيق في معادلة حساب قيمة قسط الاستئجار وذلك كما يلي:

$$\text{قسط الاستئجار} = \frac{10(0.12 + 1) 0.12 \times 1,000,000}{1 - 10(0.12 + 1)} = 176,984 \text{ ريال}$$

أي أن قيمة قسط الاستئجار السنوي تبلغ 176,984 ريال.

2. قيمة قسط الاستئجار في كل من الحالات التالية:

أ. إذا زادت قيمة الاستثمار المبدئي لتبلغ 1,200,000 ريال فإن قيمة قسط الاستئجار تبلغ:

$$\text{قسط الاستئجار} = \frac{10(0.12 + 1) 0.12 \times 1,200,000}{1 - 10(0.12 + 1)} = 212,381 \text{ ريال}$$

ويعني ذلك وجود علاقة طردية بين الاستثمار المبدئي وقيمة قسط الاستئجار. حيثُ ارتفعت قيمة قسط الاستئجار من 176,984 إلى 212,381 ريال، وذلك مع زيادة قيمة الاستثمار المبدئي من 1,000,000 إلى 1,200,000 ريال.

ب. إذا طلبت الشركة المؤجرة معدل عائد على الاستثمار 15% فإن قيمة قسط الاستئجار تبلغ:

$$\text{قسط الاستئجار} = \frac{10(0.15 + 1) 0.15 \times 1,000,000}{1 - 10(0.15 + 1)} = 199,252 \text{ ريال}$$

ويعني ذلك وجود علاقة طردية بين معدل العائد الذي تطلبه الشركة المؤجرة وقيمة قسط الاستئجار. حيثُ ارتفعت قيمة قسط الاستئجار من 176,984 إلى 199,252 ريال، وذلك مع زيادة معدل العائد المطلوب من 12% إلى 15%.

ج. إذا كانت مدة الاستثمار 8 سنوات فقط فإن قيمة قسط الاستئجار تبلغ:

$$\text{قسط الاستئجار} = \frac{8(0.12 + 1) 0.12 \times 1,000,000}{1 - 8(0.12 + 1)} = 201,303 \text{ ريال}$$

ويعني ذلك وجود علاقة عكسية بين مدة الاستثمار أو مدة عقد الاستئجار التمويلي وقيمة قسط الاستئجار. حيث ارتفعت قيمة قسط الاستئجار من 176,984 إلى 201,303 ريال وذلك مع تخفيض مدة الاستثمار من 10 سنوات إلى 8 سنوات.

المفاضلة بين الاستئجار والشراء

تعتمد عملية المفاضلة بين الاستئجار والشراء على فلسفة صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المرتبطة بقرار الاستثمار في الأصل في حالة استئجاره أو في حالة شراؤه. وهنا يُتخذ القرار في ضوء القاعدة التالية: يتم تفضيل البديل الذي يحقق صافي قيمة عالية أكبر من الآخر ويرجع ذلك لكونه البديل الذي يعظم قيمة الشركة. وينبغي التنويه إلى أن الشركة تستخدم معامل خصم للتدفقات النقدية تحدده في ضوء المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال أو في ضوء معدل الفائدة على القروض المصرفية بضمان أصول. ويُستخدم ذلك المعدل لتقييم التدفقات النقدية لبديلي القرار الاستئجار أو الشراء.

كما ينبغي التوقف عند ظاهرة الوفر الضريبي والتي تؤثر على التدفقات النقدية الداخلة في الحالتين، ففي حالة الاستئجار يحقق قسط الاستئجار وفر ضريبي، وفي حالة الشراء فإن احتساب قسط الإهلاك يؤدي إلى تحقيق وفر ضريبي، حيث أن قسط الإيجار والإهلاك من النفقات واجبة الخصم من الدخل الخاضع للضريبة، وفيما يلي مثال يوضح ذلك.

مثال

تفاضل الشركة السعودية العقارية بين استئجار أصل بعقد استئجار تمويلي أو شراؤه. فإذا علمت أن تكلفة شراء وتركيب وتشغيل ذلك الأصل لدى الشركة المُستأجرة تبلغ مليون ريال، وأن العمر الإنتاجي للأصل 10 سنوات، وأن الشركة المؤجرة طلبت قسط استئجار سنوي قدره 190,000 ريال، فإذا كان معدل الفائدة السائد في القطاع المصرفي على القروض المضمونة

بأصول 12%. ووفرت لك الشركة المعلومات التالية: تعتمد الشركة على طريقة القسط الثابت في إهلاك الأصول، يحقق الأصل دخل سنوي إضافي 200,000 ريال، تخضع الشركة للضرائب بمعدل 20%.

المطلوب: باعتبارك مدير مالي قدم توصية لإدارة الشركة تدعم عملية المفاضلة بين بديلي القرار: شراء الأصل أو استجاره بعقد إيجار تمويلي يغطي العمر الاقتصادي للأصل.

الحل

أولاً: بديل الاستئجار: تشمل التدفقات النقدية في تلك الحالة ما يلي:

• التدفقات الداخلة: وهي:

الدخل السنوي الإضافي 200,000 ريال،

الوفر الضريبي ويُحسب كما يلي:

الوفر الضريبي السنوي = قسط الاستئجار × معدل الضرائب

الوفر الضريبي السنوي = 190,000 × 20% = 38,000 ريال.

إجمالي التدفق السنوي الداخل = 200,000 + 38,000 = 238,000 ريال.

• التدفقات الخارجة: وهي:

قسط الاستئجار السنوي = 190,000 ريال.

• صافي التدفقات النقدية السنوية: وتُحسب كما يلي:

صافي التدفقات النقدية السنوية = التدفقات الداخلة - التدفقات الخارجة

صافي التدفقات النقدية السنوية = 190,000 - 238,000 = 48,000 ريال.

• القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية السنوية يُحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{\text{صافي التدفق النقدي}}{\text{معدل الخصم}} \times (1 - \left[\frac{1}{(1 + \text{معدل الخصم})^{\text{مدة الاستثمار}}} \right])$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{48,000}{0.12} \times (1 - \left[\frac{1}{(1 + 0.12)^{10}} \right]) = 271,210 \text{ ريال}$$

ثانيًا: التدفقات النقدية في حالة الشراء:

• التدفقات الداخلة: وهي:

الدخل السنوي الإضافي 200,000 ريال.

الوفر الضريبي في حالة الشراء ويُحسب كما يلي:

قسط الإهلاك السنوي = تكلفة شراء الأصل ÷ عمر الأصل

قسط الإهلاك السنوي = 1,000,000 ÷ 10 = 100,000 ريال

الوفر الضريبي السنوي = قسط الإهلاك × معدل الضريبة

الوفر الضريبي السنوي = 100,000 × 20% = 20,000 ريال.

إجمالي التدفق السنوي الداخل = 200,000 + 20,000 = 220,000 ريال.

• القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة السنوية: وتُحسب كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية} = \frac{220,000}{0.12} \times \left[\frac{1}{(0.12+1)^{10}} - 1 \right] = 1,243,049 \text{ ريال}$$

• صافي القيمة الحالية: وتُحسب كما يلي:

صافي القيمة الحالية = القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة - الاستثمار المبدئي

صافي القيمة الحالية = 1,243,049 - 1,000,000 = 243,049 ريال

وبالمقارنة بين بدلي القرار: يتضح أن بديل الاستثمار يحقق صافي قيمة حالية

271,210 ريال أكبر منها في حالة الشراء 243,049 ريال، وبالتالي يفضل اتباع بديل الاستثمار

على بديل الشراء.

أثر الخردة على المفاضلة بين الاستثمار والشراء

تمثل قيمة الخردة في نهاية العمر الاقتصادي للأصل تدفقات نقدية داخلية، وهنا ينبغي

أخذها في الاعتبار أو عدم أخذها في الاعتبار وذلك بناءً على مدى تأثيرها على القرار. ففي حالة

النص في عقد الاستثمار على أحقية المستأجر في الحصول على الأصل في نهاية مدة الاستثمار

فإن قيمة الخردة لن تؤثر على قرار المفاضلة وهنا يمكن تجاهلها، أما إذا نص العقد على أحقية المؤجر في الحصول على الأصل في نهاية مدة العقد أو نص على حق المستأجر في شراء الأصل بقيمة معينة فلا بد من أخذ ما يترتب على تلك الشروط في الاعتبار عند حساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية لكل بديل من بدلي القرار. ويتم حساب القيمة الحالية لقيمة الخردة باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{القيمة الحالية للخردة} = \frac{\text{قيمة الخردة}}{(1 + \text{معدل الخصم})^{\text{عمر الأصل}}}$$

ويمكن بيان أثر الخردة على عملية المفاضلة بين الاستئجار والشراء وذلك بافتراض أن قيمة الخردة في المثال السابق 100,000 ريال. وبالتطبيق في المعادلة المذكورة يتضح أن القيمة الحالية لقيمة الخردة كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية للخردة} = \frac{100,000}{(1 + 12\%)^{10}} = 32,197 \text{ ريال}$$

وهنا ينبغي التنويه إلى أن تأثير قيمة الخردة على بدلي القرار يعتمد على الشروط المدرجة في عقد الاستئجار والتي قد تأخذ شكل من بين الأشكال الثلاثة التالية:

1. الاتفاق على أحقية المستأجر في الحصول على الأصل في نهاية مدة الاستئجار، وهنا يمكن تجاهل القيمة الحالية لقيمة الخردة حيث أنها لن تؤثر على عملية المفاضلة بين بدلي الاستئجار والشراء. حيث أن قيمة الخردة تدفق نقدي داخل، فإن تلك القيمة تضاف للقيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية في حالة الاستئجار لتصبح 303,407 ريال، كما أنها تُضاف للتدفقات النقدية الصافية في حالة الشراء لتصبح 275,246 ريال، وبذلك تظل الأفضلية لصالح بديل الاستئجار لكونه البديل صاحب أكبر صافي قيمة حالية.
2. الاتفاق على أحقية المؤجر في الحصول على الأصل في نهاية مدة الاستئجار، وهنا تؤخذ القيمة الحالية لقيمة الخردة في الاعتبار. وتكون تلك القيمة في حالة الاستئجار صفر بينما

تكون في حالة الشراء 32,197 ريال. وفي تلك الحالة تبقى القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية في حالة الاستئجار كما هي 271,210 ريال وتزيد القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية في حالة الشراء لتصبح 275,246 ريال وذلك بسبب إضافة القيمة الحالية لقيمة الخردة. وفي تلك الحالة يتم تفضيل بديل الشراء لكونه البديل صاحب أكبر صافي قيمة الحالية.

3. الاتفاق في عقد الاستئجار على أحقية المستأجر في الحصول على الأصل في نهاية مدة الاستئجار بقيمة مُتفق عليها، وهنا تؤخذ القيمة الحالية لقيمة الخردة في الاعتبار. وذلك بعد حساب صافي التدفق النقدي الناتج من بيع الخردة في نهاية العمر الاقتصادي للأصل. وبافتراض نص عقد الاستئجار على أحقية المُستأجر في الحصول على الأصل مقابل 40,000 ريال. في تلك الحالة يتم حساب صافي التدفق النقدي الناتج من بيع الخردة وذلك بطرح تلك القيمة من قيمة الخردة ليصبح صافي التدفق النقدي من بيع الخردة في حالة الاستئجار 60,000 ريال، ثم يتم حساب القيمة الحالية لتلك القيمة وذلك كما يلي:

$$\text{القيمة الحالية لـ صافي التدفق النقدي من بيع الخردة} = \frac{60,000}{(1.12)^{10}} = 19,318 \text{ ريال}$$

وفي تلك الحالة تصبح القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية في حالة الاستئجار 290,528 ريال وفي حالة الشراء 275,246 ريال. وبالتالي يتم تفضيل بديل الاستئجار لكونه البديل صاحب أكبر قيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية.

تطبيقات

السؤال الأول:

ترغب شركة المراعي للصناعات الغذائية أصل لمدة 5 سنوات، فإذا علمت أن قيمة شراء وتجهيز ذلك الأصل للتشغيل تبلغ 400,000 ريال وأن شركة التأجير طلبت معدل عائد على الاستثمار 10٪.

المطلوب: احسب قيمة قسط الاستئجار.

السؤال الثاني:

ترغب شركة عقارية في اتخاذ قرار شراء أحد الأصول فقامت بجمع المعلومات التالية: يحقق الأصل تدفق نقدي سنوي إضافي مقداره 50,000 ريال لمدة 7 سنوات، وكان ذلك الأصل يتطلب استثمار مبدئي 200,000 ريال. فإذا علمت أن معدل الفائدة على القروض المصرفية بضمان أصول 10٪.

المطلوب: تقديم توصية تدعم قرار الشركة بشراء الأصل أو عدم شراءه.

السؤال الثالث:

ترغب شركة عقارية في اتخاذ قرار شراء أحد الأصول فقامت بجمع المعلومات التالية: يحقق الأصل تدفق نقدي سنوي إضافي مقداره 50,000 ريال لمدة 7 سنوات، وكان ذلك الأصل يتطلب استثمار مبدئي 200,000 ريال. وأن أمام الشركة بديل استئجار الأصل لنفس المدة مقابل قسط استئجار سنوي 40,000. فإذا علمت أن معدل الفائدة على القروض المصرفية بضمان أصول 10٪ وأن الشركة لا تخضع للضرائب.

المطلوب: تقديم توصية تدعم قرار شراء أو استئجار الأصل.

السؤال الرابع:

فسر سبب صحة أو خطأ كل فقرة من الفقرات التالية

1. يقوم الاستئجار على فلسفة إن ما يحقق الربح هو ملكية واستخدام الأصل.
2. يغطي عقد الاستئجار التمويلي معظم أو كل العمر الإنتاجي للأصل.
3. بدأ طرح الاستئجار كبديل تمويلي في الشركات المساهمة.
4. في عقود الاستئجار التشغيلي تتحمل الشركة المؤجرة تكاليف صيانة الأصل.
5. في حالة حدوث تضخم مؤقت فإن أفضل طريقة للحصول على الأصول هي الاستئجار التمويلي.
6. في حالة توقع الشركة حدوث تطورات تكنولوجية على الأصول فإنها تفضل استئجارها بعقود الاستئجار التشغيلي.
7. الاستئجار كبديل تمويلي يقوم على فلسفة أن ما يحقق العائد هو امتلاك الأصل واستغلاله.
8. الاستئجار كبديل تمويلي يمكن الاستدلال عليه من قائمة المركز المالي للشركة.
9. في الاستئجار التشغيلي تتحمل الشركة المستأجرة مخاطر تقادم الأصل المُستأجر.
10. في الاستئجار التمويلي تتفادى الشركة المستأجرة مخاطر التضخم المؤقت في أسعار الأصول.

الفصل الخامس عشر

نظريات توزيع العائد

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- مفهوم سياسة توزيع العائد.
- معرفة طبيعة العلاقة بين دورة حياة الشركة وسياسة توزيع العائد.
- معرفة تأثير سياسة توزيع العائد على سعر السهم.
- معرفة افتراضات نظرية Walter واستخدامها في احتساب سعر السهم.
- معرفة افتراضات نظرية Gordon واستخدامها في احتساب سعر السهم.
- معرفة افتراضات نظرية عصفور في اليد واستخدامها في احتساب سعر السهم.
- معرفة افتراضات نظرية Modigliani & Miller واستخدامها في احتساب سعر السهم.
- معرفة افتراضات نظرية التفضيل الضريبي.
- معرفة افتراضات نظرية قوة حقوق المساهمين.
- معرفة سياسات توزيع العائد في الواقع العملي.

الفصل الخامس عشر

نظريات توزيع العائد

تعتبر سياسة توزيع الأرباح من أهم السياسات التمويلية في الشركات نظرًا لعلاقتها المباشرة بالمساهمين، كما يُمكن اعتبارها من أهم السياسات الاستثمارية بالشركة لدورها في تمويل الفرص الاستثمارية عن طريق الأرباح المحتجزة. ولهذه السياسة تأثيراتها المباشرة على سعر السهم في السوق المالية، حيثُ تتعلق تلك السياسة بقرار تقسيم صافي ربح الشركة بين أرباح موزعة على المساهمين وأرباح محتجزة بغرض إعادة الاستثمار.

أهمية سياسة توزيع العائد

إذا كان هدف الشركة يتمثل في تعظيم ثروة المساهمين فإن ذلك لن يتم إلا من خلال الوصول بسعر السهم في السوق المالية إلى أعلى مستوى ممكن، ويتطلب ذلك اختيار سياسة مناسبة لتوزيع الأرباح تحقق التوازن بين مقدار العائد الذي يتم توزيعه على المساهمين ومعدل نمو الشركة. فلقد أوضحت معظم نماذج تسعير الأسهم أن القيمة السوقية للسهم تتأثر بسياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة، كما أن تلك القيمة تتأثر بمعدل نمو الشركة والذي يتأثر بدوره بمقدار الأرباح التي يتم احتجازها بغرض إعادة استثمارها في مشروعات الشركة.

كما تكتسب الأرباح المحتجزة أهميتها من كونها أحد مصادر التمويل الداخلية وتمثل بند هام من بنود حقوق الملكية، وتزداد تلك الأهمية عندما يرغب ملاك الشركة في الحفاظ على سيطرتهم على الشركة وذلك بعدم إدخال مساهمين جدد للشركة. كما أن مواجهة الشركات الصغيرة أو الجديدة لصعوبات في الحصول على التمويل الخارجي تُزيد من أهمية الأرباح المحتجزة بالنسبة لتلك الشركات.

ويُعد قيام الشركة باحتجاز جزء كبير من أرباحها إشارة إلى أن الشركة أمامها فرص استثمارية مربحة، وإن هذه الفرص سوف ينتج عنها أرباح كبيرة مستقبلاً. وينعكس ذلك بشكل إيجابي على نظرة المستثمرين والدائنين والبنوك وغيرهم من الأطراف الخارجية للشركة. أما الأرباح الموزعة فتكتسب أهميتها من كونها العائد المباشر الذي ينتظره المساهم من وراء استثماراته في الشركة، كما أنها تمثل بالنسبة لفئة صغار المستثمرين أو المستثمرين من أصحاب المعاشات دخل دوري ينتظرونه للإتفاق على احتياجاتهم الأساسية من مأكّل وملبس ودواء إلى غير ذلك، ولذا فإن مستوى الأرباح الموزعة يُعد أحد العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية لسهم الشركة.

وتؤدي رغبة المساهمين الحاليين في الاحتفاظ بسيطرتهم على الشركة دوراً مهم في تحديد سياسة توزيع الأرباح. فالشركات التي يمتلكها عدد محدود من الأفراد تميل نحو احتجاز نسبة كبيرة من صافي الربح وذلك لأن ملاك الشركة غالباً ما يفضلون تأمين احتياجات الشركة التمويلية عن طريق احتجاز الأرباح عوضاً عن إصدار أسهم جديدة قد تفقد جزء من سيطرتهم على الشركة.

وبالنسبة لفئة المساهمين ممن يرغبون في تحقيق تراكم رأسمالي فإن ارتفاع معدل ضريبة الدخل قد يعمل كحافز لاستثمار أموالهم في الشركات التي تتبنى سياسة توزيع نسبة منخفضة من صافي الربح أو عدم التوزيع، حيثُ تقوم تلك الشركات باحتجاز الأرباح أو نسبة كبيرة منها بغرض إعادة الاستثمار وتحقيق معدلات نمو مرتفعة تنعكس على القيمة السوقية للسهم في صورة ربح رأسمالي يخضع لمعدل ضريبة أقل و فقط في حالة اتخاذ المساهم قرار بيع ما يمتلكه من أسهم.

وتتأثر سياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركات بقوانين الشركات، حيثُ تُلزم القوانين في معظم الدول الشركات بتكوين احتياطات قانونية والتي تعمل بمثابة محدّدًا لقدرة الشركة على توزيع الأرباح. كما تحظر القوانين على إدارة الشركات التي تمر بمشكلات مالية أو المُشكلة على الإفلاس توزيع أية عائدات على المساهمين. وقد يضع النظام الأساسي للشركة كذلك قيوداً على

سياسة توزيع الأرباح بالشركة وذلك في حالة النص على تكوين احتياطات نظامية تحد من قدرة الشركة على توزيع أرباح.

وفي معظم الأحيان تتضمن عقود الاقتراض اشتراطات تحد من قدرة الشركة على توزيع أرباح وذلك بغرض توجيه صافي الربح لسداد أقساط القرض أولاً وقد تصل تلك الشروط إلى إلزام الشركة بعدم توزيع أية أرباح من تاريخ الحصول على القرض أو إيقاف توزيع الأرباح في حالة انخفاض رأس مال الشركة إلى مستوى معين.

وتؤثر فرص الشركة في إصدار أوراق مالية سواء أسهم أو سندات على سياسة توزيع الأرباح. فالشركات الصغيرة والشركات الجديدة تتجه نحو احتجاز مستويات مرتفعة من الأرباح لعدم قدرتها على إصدار أوراق مالية، في حين تتجه الشركات الكبيرة والعريقة إلى توزيع نسب مرتفعة من الأرباح على المساهمين وذلك نظرًا لقدرتها على تدبير احتياجاتها المالية حال ظهورها عن طريق إصدار أسهم أو سندات.

كما تؤثر درجة مخاطرة الشركة على سياسة توزيع الأرباح ففي حالة استقرار إيرادات الشركة وأرباحها فإن ذلك يؤهلها لدفع توزيعات مرتفعة وبشكل دوري. أما في حالة الشركات التي تعاني من تقلبات كبيرة في إيراداتها وأرباحها فإنها تتجه نحو احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح تحسبًا لأية ظروف مستقبلية.

دورة حياة الشركة

تؤثر دورة حياة الشركة على سياسة توزيع الأرباح حيث تمر الشركة خلال دورة حياتها بعدة مراحل لكل مرحلة خصائصها التي تؤثر على تبنيها لسياسة معينة لتوزيع الأرباح. فالشركة في مرحلة النشأة تأخذ فترة لتؤسس نفسها وغالبًا ما تكون إيرادات الشركة منخفضة واحتياجات الشركة من الأموال متزايدة وربما تحقق الشركة في تلك المرحلة خسائر ويؤدي ذلك في معظم الأحوال إلى

تدفق نقدي سالب، ولذلك تمتنع إدارة الشركة في تلك المرحلة عن إجراء أية توزيعات، حيثُ تحتجز الأرباح في حالة تحققها وذلك بغرض سد احتياجاتها التمويلية وقد تلجأ الشركة إلى إصدار أسهم أو سندات بالرغم من ما قد تواجهه من صعوبات في تلك العملية.

وبانتهاء مرحلة النشأة تدخل الشركة في مرحلة النمو وتبدأ في تحقيق مكاسب متزايدة وتحقق الشركة في تلك المرحلة معدل عائد على استثماراتها يفوق معدل تكلفة رأس المال، وتزايد متطلبات التوسع بالشركة بمعدل يتجاوز معدل تزايد مكاسب الشركة، ولذلك تزايد حاجة الشركة للأموال، وهو ما قد يدفع إدارة الشركة لعدم توزيع أرباح أو لتوزيع أرباح ولكن بمعدلات منخفضة، وفي تلك المرحلة تزايد قدرة الشركة على الحصول على الأموال من المصادر الخارجية عن طريق إصدار أسهم أو سندات أو الاقتراض المصرفي.

ويدخل الشركة في مرحلة النضج تكون احتياجاتها المالية متوسطة وذلك لغرض احلال الأصول أو لتمويل فرص استثمارية محدودة، وفي تلك المرحلة تزايد التدفقات النقدية بالشركة وتحقق الشركة معدل عائد على استثماراتها يكافئ معدل تكلفة رأس المال، وهو ما قد يدفع إدارة الشركة إلى زيادة التوزيعات.

وعندما تدخل الشركة في مرحلة التدهور تقل أمامها الفرص الاستثمارية وربما تنعدم، وبالرغم من ذلك تحقق الشركة تدفقات نقدية مرتفعة ولكنها تحقق معدل عائد على استثماراتها أقل من متوسط تكلفة هيكل تمويلها. ويدفع ذلك إدارة الشركة إلى دفع توزيعات إضافية للمساهمين، وربما تتخذ إدارة الشركة قرار بإعادة شراء أسهمها وذلك بغرض منح المساهمين فرصة استثمار أموالهم بأنفسهم في أسهم شركات أخرى أكثر ربحية.

قرارات تؤثر على توزيع العائد

تؤثر بعض القرارات التي تتخذها إدارة الشركة على توزيع الأرباح ومن تلك القرارات: قرار توزيع أسهم مجانية، وقرار تجزئة الأسهم، وقرار إعادة شراء أسهم الشركة، وفيما يلي نتعرض لتلك القرارات بشيء من التفصيل:

1. قرار توزيع أسهم مجانية

قد تقرر إدارة الشركة توزيع عوائد على المساهمين في صورة أسهم مجانية **Grant Shares** بحيث يحصل كل مساهم على عدد معين من الأسهم بنسبة ما يمتلكه من أسهم قبل الإعلان عن تلك التوزيعات، ويُطلق على تلك الأسهم كذلك مسمى أسهم المنحة. فقد تقرر إدارة الشركة على سبيل المثال منح توزيعات بنسبة 10٪ في صورة أسهم مجانية وفي تلك الحالة يحصل المساهم الذي يمتلك 10 أسهم على سهم مجاني. ويؤدي توزيع الأسهم المجانية إلى زيادة عدد الأسهم المصدرة وهو ما يؤدي بدوره إلى انخفاض ربحية السهم وبالتالي انخفاض سعر السهم. وقد يكون قيام إدارة الشركة بذلك الإجراء رغبة منها في زيادة سيولة سهم الشركة من خلال زيادة عدد الأسهم المتداولة في السوق المالية، وربما يكون لرغبتها في توسيع قاعدة الملكية حيث يقوم بعض المستثمرين ببيع الأسهم التي يحصلون عليها وذلك لنظرتهم إليها باعتبارها عائد.

2. قرار تجزئة السهم

قد تقرر إدارة الشركة في بعض الظروف تجزئة سهم الشركة **Stock Split** وتعني عملية تجزئة السهم منح كل مساهم بالشركة سهمين أو أكثر مقابل كل سهم يمتلكه ويترتب على تلك العملية زيادة عدد الأسهم وبالتالي تخفيض ربحية وتوزيعات السهم. وغالبًا ما تلجأ الإدارة إلى تجزئة سهم الشركة في حالة رغبتها في تخفيض سعر السهم. ويلاحظ أن عملية تجزئة سهم الشركة تشترك مع عملية توزيع أسهم مجانية في تخفيض قيمة السهم.

ويُثير ذلك تساؤل بشأن متى تستخدم إدارة الشركة عملية منح أسهم مجانية؟ ومتى تستخدم الإدارة عملية تجزئة سهم الشركة؟ الإجابة تتوقف على مقدار التخفيض المستهدف في قيمة السهم. فإذا كانت إدارة الشركة ترغب في إحداث تخفيض كبير في سعر السهم لجأت إلى عملية تجزئة السهم، أما إذا كانت ترغب في إحداث تخفيض محدود فتقوم بمنح أسهم مجانية. وغالبًا ما تتبنى بعض الشركات سياسة توزيع أسهم مجانية بشكل دوري لتحقيق استقرار القيمة السوقية لسهم الشركة وذلك بغرض الحفاظ على سيولة السهم في السوق المالية.

3. قرار إعادة شراء الأسهم

قد تقرر الشركة في بعض الظروف إعادة شراء أسهمها العادية. والأسهم التي تمتلكها الشركة نتيجة قيامها بتلك العملية يُطلق عليه أسهم الخزينة. وأسهم الخزينة **Treasury Shares** هي أسهم لا تتمتع بحق التصويت ولا تُستحق عنها أية توزيعات طوال فترة ملكية الشركة لها وينبغي على الشركة قانونًا التصرف في تلك الأسهم قبل مرور سنة على امتلاك الشركة لها. ويؤدي قرار إعادة شراء أسهم الشركة إلى تخفيض عدد الأسهم وبالتالي زيادة ربحية السهم وزيادة قيمته السوقية.

كما يؤدي ذلك القرار إلى خلق طلب إضافي على سهم الشركة وهو ما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم. وغالبًا ما تلجأ الشركات إلى عملية إعادة شراء أسهمها لتحقيق غرض أو أكثر ومنها: تحسين مستوى ربحية السهم، أو تحسين القيمة السوقية للسهم وذلك عندما ترى إدارة الشركة أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية، أو تغيير هيكل تمويل الشركة عن طريق إصدار سندات واستخدام الأموال المتحصلة منها في إعادة شراء جزء من أسهم الشركة وهو ما يؤدي إلى زيادة نسبة المديونية وتخفيض نسبة الملكية، وقد يكون ذلك القرار بغرض استثمار فوائض مالية لدى الشركة.

نماذج توزيع العائد

في ضوء ما سبق يتضح أن سياسة توزيع الأرباح تمثل تحديًا لكل من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين التنفيذيين وذلك بسبب تبني المستثمرون لوجهات نظر مختلفة بشأن التوزيعات الحالية والأرباح الرأسمالية المستقبلية، وهو ما أثار جدلاً واسعاً بشأن أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر سهم الشركة في السوق. وتلك القضية هي محور اهتمام العديد من النظريات أو النماذج، وهي محور اهتمامنا في الفقرات التالية.

1. نموذج Walter

ناقش Walter في النموذج المعروف باسمه **Walter's Model** طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة وسعر سهم الشركة باعتباره مقياس لقيمة الشركة. وطبقاً لذلك النموذج فإن سياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركة تؤثر على قيمة الشركة السوقية. ويقوم ذلك النموذج على الافتراضات التالية:

- الأرباح المحتجزة هي مصدر التمويل الوحيد لاستثمارات الشركة.
- ثبات معدل تكلفة رأس المال.
- ثبات معدل العائد على استثمارات الشركة حتي في ظل اتخاذ قرارات استثمار جديدة.
- ثبات مخاطرة الشركة.
- بقاء الشركة إلى ما لا نهاية.
- ثبات توزيعات السهم بمجرد تحديدها.

ووفقاً لذلك النموذج سوف يقوم المساهمون بإعادة استثمار ما يحصلون عليه من توزيعات مرة أخرى للحصول على عوائد أعلى، وتُعرف تلك الظاهرة بتكلفة الفرصة البديلة. كما تقوم الشركة باحتجاز الأرباح بغرض إعادة استثمارها في فرص استثمارية مربحة وتحقيق معدل عائد ينبغي أن يكون أكبر من أو على الأقل يساوي معدل تكلفة رأس المال، وذلك سعياً إلى تحقيق

عوائد أكبر من العوائد التي يستطيع المساهمون تحقيقها من استثمار أموالهم في فرص استثمارية أخرى.

ويرى **Walter** أن القيمة السوقية للسهم تتكون من القيمة الحالية لتيار لا نهائي من التوزيعات بالإضافة إلى القيمة الحالية لتيار لا نهائي من عوائد استثمار الأرباح المحتجزة. وفي ضوء ذلك عبر عن القيمة السوقية للسهم بالمعادلة التالية:

$$\text{سعر السهم} = \frac{\text{ربحية السهم الموزعة}}{\text{معدل تكلفة رأس المال}} + \frac{\text{ربحية السهم المحتجزة} \times \text{معدل العائد على الاستثمار}}{\text{معدل تكلفة رأس المال}^2}$$

مثال

فيما يلي بيانات ثلاثة شركات تنتمي لقطاع الخدمات المالية بالسوق المالية السعودية:

بيانات الشركة	الشركة الأولى	الشركة الثانية	الشركة الثالثة
معدل العائد على الاستثمار	20%	15%	12%
معدل تكلفة رأس المال	15%	15%	15%
ربحية السهم المتوقعة	10 ريال	10 ريال	10 ريال

فإذا علمت أن تلك الشركات بصدد المفاضلة بين سياسات احتجاز الأرباح التالية:

- سياسة توزيع 100% من صافي الربح.
- سياسة توزيع 50% من صافي الربح.
- سياسة عدم توزيع أية أرباح.

المطلوب: استخدام نموذج **Walter** في تحديد سياسة توزيع الأرباح المثلى بالنسبة لكل شركة من تلك الشركات.

الحل

طبقاً لنموذج **Walter** فإن سياسة توزيع الأرباح المثلي هي تلك الساسية التي تعظم القيمة السوقية للشركة. وفي هذا السياق يتم تطبيق النموذج على بيانات الشركات الثلاث وذلك كما يلي:

الشركة الأولى

1. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة توزيع 100% تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{10}{\%15} + \frac{\%20 \times 0}{2(\%15)} = 66.7 \text{ ريال}$$

2. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة توزيع 50% تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{5}{\%15} + \frac{\%20 \times 5}{2(\%15)} = 77.8 \text{ ريال}$$

3. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة عدم توزيع أرباح تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{0}{\%15} + \frac{\%20 \times 10}{2(\%15)} = 88.9 \text{ ريال}$$

الشركة الثانية

1. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة توزيع 100% تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{10}{\%15} + \frac{\%15 \times 0}{2(\%15)} = 66.7 \text{ ريال}$$

2. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة توزيع 50% تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{5}{\%15} + \frac{\%15 \times 5}{2(\%15)} = 66.7 \text{ ريال}$$

3. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة عدم التوزيع أية أرباح تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{0}{\%15} + \frac{\%15 \times 10}{2(\%15)} = 66.7 \text{ ريال}$$

الشركة الثالثة

1. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة توزيع 100% تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{10}{\%15} + \frac{\%12 \times 0}{2(\%15)} = 66.7 \text{ ريال}$$

2. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة توزيع 50% تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{5}{\%15} + \frac{\%12 \times 5}{2(\%15)} = 60 \text{ ريال}$$

3. قيمة سهم الشركة في حالة تبني سياسة عدم التوزيع أية أرباح تُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم} = \frac{0}{\%15} + \frac{\%12 \times 10}{2(\%15)} = 53.3 \text{ ريال}$$

والآن يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها في الجدول التالي:

سعر سهم الشركة في حالة تبني سياسة --- من ربح السهم				بيان
السياسة المثلى	عدم التوزيع	توزيع 50%	توزيع 100%	
عدم التوزيع	88.9	77.8	66.7	الشركة الأولى
لا سياسة مثلى	66.7	66.7	66.7	الشركة الثانية
توزيع 100%	53.3	60	66.7	الشركة الثالثة

في ضوء تلك النتائج فإن السياسة المثلى في مجال توزيع الأرباح بالنسبة للشركة الأولى هي سياسة عدم التوزيع وبالنسبة للشركة الثانية لا توجد سياسة مثلى وبالنسبة للشركة الثالثة توزيع

المزيد من الأرباح، وذلك في ضوء تعظيم القيمة السوقية لسهم الشركة. والآن يطرح التساؤل التالي نفسه:

لماذا اختلف تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم من شركة لأخرى؟

يكمن اختلاف تأثير سياسة توزيع الأرباح على قيمة الشركة في عدة عوامل ترجع لطبيعة أو خصائص كل شركة. فالشركات في مرحلة النمو تتسم بقدرتها على تحقيق معدل عائد على استثماراتها أكبر من معدل تكلفة رأس مالها، ويرجع ذلك إلى توافر فرص استثمارية مربحة أمام تلك الشركات، وهو ما يُمكنها من إعادة استثمار الأرباح المحتجزة بمعدل عائد يفوق توقعات المساهمين، وبعكس ذلك في صورة ارتفاع القيمة السوقية لسهم الشركة في حالة احتجاز المزيد من الأرباح وإعادة استثمارها، ويفسر ذلك ارتفاع قيمة سهم الشركة الأولى في ظل سياسة عدم توزيع أية أرباح.

وتُحقق الشركات في مرحلة النضج أو الاستقرار من دورة حياتها معدل عائد على استثماراتها يساوي معدل تكلفة رأس مالها، وذلك لمحدودية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة، ولذا فإن هذه الشركات لا تتأثر قيمتها بسياسة توزيع الأرباح وبالتالي لا توجد سياسة مثلى لتوزيع الأرباح في تلك الشركات. أما الشركات في مرحلة التدهور فإنها تحقق معدل عائد على استثماراتها أقل من معدل تكلفة رأس مالها وذلك لعدم توافر فرص استثمارية مربحة أمامها، ولذا فإن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح في تلك الشركات هي سياسة توزيع المزيد من الأرباح، حيث أنها السياسة التي تعظم قيمة الشركة. كما أنها السياسة التي يفضلها المستثمرون في تلك الشركات وذلك لكونهم يستطيعون استثمار التوزيعات التي يحصلون عليها من الشركة بمعدلات عائد أعلى من معدل العائد الذي تحققه الشركة.

وفي ضوء ما سبق يُمكن القول أن سياسة توزيع الأرباح وفقاً لنموذج **Walter** تعتمد على مدى توافر فرص استثمارية مربحة أمام الشركة وعلى طبيعة العلاقة بين معدل العائد الذي تحققه الشركة على استثماراتها ومعدل تكلفة رأس مالها.

وعلى الرغم من أن نموذج **Walter** أسهم في إيضاح طبيعة العلاقة بين سياسة توزيع الأرباح وسعر السهم إلا أنه تعرض للانتقاد بكونه يقوم على افتراضات بعضها غير واقعي مثل افتراض عدم التمويل من المصادر الخارجية، كما أن الواقع العملي لم يشهد شركات استمرت إلى ما لا نهاية، كما أن الشركة عندما تستثمر المزيد من الأموال فإن درجة المخاطرة التي تتعرض لها سوف تتغير.

2. نموذج Gordon

قدم **Gordon** أستاذ التمويل بجامعة تورنتو نموذجاً لتقييم الأسهم عُرف بنموذج خصم التوزيعات وذلك على أساس أن قيمة السهم هي القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية للسهم، وحتى يحقق ذلك النموذج نتائج يمكن الاعتماد عليها فلا ينبغي أن يزيد معدل النمو عن معدل تكلفة رأس المال. ويُعد معدل تكلفة هيكل رأس المال مقياساً لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمرون. ولقد حظي ذلك النموذج بشهرة كبيرة بين النماذج التي سعت إلى تفسير تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للشركة. ويقوم ذلك النموذج على الافتراضات التالية:

- تعتمد الشركة في تمويل استثماراتها فقط على الأرباح المحتجزة.
- معدل العائد على استثمارات الشركة ثابت.
- معدل تكلفة رأس المال ثابت.
- الشركة قائمة إلى ما لا نهاية.
- الشركة لا تخضع للضرائب.
- ثبات نسبة الأرباح المحتجزة.

وطبقًا لذلك النموذج فإن القيمة السوقية للسهم عبارة عن القيمة الحالية لتيار لا نهائي من التوزيعات. وفي حالة قيام الشركة باحتجاز نسبة من الأرباح فإن توزيعات السهم تُحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = \text{ربحية السهم المتوقعة} \times (100\% - \text{نسبة احتجاز الأرباح})$$

ويرى **Gordon** أن الأرباح المحتجزة يُعاد استثمارها بمعدل عائد وهو ما يؤدي إلى نمو التوزيعات، ويُحسب معدل نمو التوزيعات بالمعادلة التالية:

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = \text{معدل العائد على الاستثمار} \times \text{نسبة احتجاز الأرباح}$$

ولقد صاغ **Gordon** المعادلة التالية لتحديد سعر السهم:

$$\text{سعر السهم} = \frac{\text{توزيعات السهم المتوقعة}}{\text{معدل تكلفة رأس المال} - \text{معدل نمو التوزيعات}}$$

مثال

فيما يلي بيانات ثلاثة شركات تنتمي لقطاع الخدمات المالية بالسوق المالية السعودية:

بيانات الشركة	الشركة الأولى	الشركة الثانية	الشركة الثالثة
معدل العائد على الاستثمار	20%	15%	12%
معدل تكلفة رأس المال	15%	15%	15%
ربحية السهم المتوقعة	10 ريال	10 ريال	10 ريال

فإذا علمت أن تلك الشركات بصدد المفاضلة بين السياسات التالية:

- سياسة احتجاز 60% من صافي الربح.
- سياسة احتجاز 40% من صافي الربح.
- سياسة احتجاز 20% من صافي الربح.

المطلوب:

استخدام أسلوب Gordon في تحديد سياسة احتجاز الأرباح المثلى بالنسبة لكل شركة من تلك الشركات.

الحل

الشركة الأولى

1. في ظل سياسة احتجاز أرباح 60٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (100\% - 60\%) = 4 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل النمو التوزيعات} = 20\% \times 60\% = 12\%$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{4}{15\% - 12\%} = 133.3 \text{ ريال}$$

2. في ظل سياسة احتجاز أرباح 40٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (100\% - 40\%) = 6 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = 20\% \times 40\% = 8\%$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{6}{15\% - 8\%} = 85.7 \text{ ريال}$$

3. في ظل سياسة احتجاز أرباح 20٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (100\% - 20\%) = 8 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = 20\% \times 20\% = 4\%$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{8}{15\% - 4\%} = 72.7 \text{ ريال}$$

الشركة الثانية

1. في ظل سياسة احتجاز أرباح 60٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (\%60 - \%100) = 4 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = \%15 \times \%60 = \%9$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{4}{\%9 - \%15} = 66.7 \text{ ريال}$$

2. في ظل سياسة احتجاز أرباح 40٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (\%40 - \%100) = 6 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = \%15 \times \%40 = \%6$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{6}{\%6 - \%15} = 66.7 \text{ ريال}$$

3. في ظل سياسة احتجاز أرباح 20٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (\%20 - \%100) = 8 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = \%15 \times \%20 = \%3$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{8}{\%3 - \%15} = 66.7 \text{ ريال}$$

الشركة الثالثة

1. في ظل سياسة احتجاز أرباح 60٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (\%60 - \%100) = 4 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = \%12 \times \%60 = \%7.2$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{4}{\%7.2 - \%15} = 51.3 \text{ ريال}$$

2. في ظل سياسة احتجاز أرباح 40٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (\%40 - \%100) = 6 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = \%12 \times \%40 = \%4.8$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{6}{\%4.8 - \%15} = 58.8 \text{ ريال}$$

3. في ظل سياسة احتجاز أرباح 20٪، فإن:

$$\text{توزيعات السهم المتوقعة} = 10 \times (\%20 - \%100) = 8 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل نمو التوزيعات} = \%12 \times \%20 = \%2.4$$

$$\text{سعر السهم} = \frac{8}{\%2.4 - \%15} = 63.5 \text{ ريال}$$

والآن يمكن تلخيص النتائج التي تم التوصل إليها في الجدول التالي:

بيان	سعر سهم الشركة في حالة تبني سياسة --- من ربح السهم		
	احتجاز 20٪	احتجاز 40٪	احتجاز 60٪
الشركة الأولى	72.7	85.7	133.3
الشركة الثانية	66.7	66.7	66.7
الشركة الثالثة	63.5	58.8	51.3

في ضوء تلك النتائج فإن السياسة المثلى في مجال احتجاز الأرباح بالنسبة للشركة الأولى هي سياسة احتجاز المزيد من الأرباح وبالنسبة للشركة الثانية لا توجد سياسة مثلى وبالنسبة للشركة الثالثة السياسة المثلى هي سياسة تدنية الأرباح المحتجزة بالشركة، وذلك في ضوء تعظيم القيمة السوقية لسهم الشركة. والآن يطرح التساؤل التالي نفسه:

لماذا اختلف تأثير سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم من شركة لأخرى؟

وبذات الفلسفة التي فسر بها **Walter** النتائج التي توصل إليها. فيما يتعلق بالشركة الأولى والتي أظهرت النتائج وجود علاقة طردية بين نسبة احتجاز الأرباح والقيمة السوقية لسهم الشركة، أوضح **Gordon** أن تلك الشركة من الشركات التي تمر بمرحلة النمو من دورة حياتها وأنها تستطيع استثمار أموالها بمعدل عائد أكبر من معدل تكلفة رأس المال وذلك نظرًا لتوافر فرص استثمارية مربحة أمامها، ولذلك تتحسن قيمة سهم الشركة مع احتجاز المزيد من الأرباح.

وفيمما يتعلق بالشركة الثانية والتي أظهرت النتائج عدم وجود علاقة بين نسبة احتجاز الأرباح والقيمة السوقية لسهم الشركة، أوضح **Gordon** أن تلك الشركة من الشركات التي تمر بمرحلة النضج أو الاستقرار من دورة حياتها وأنها تستطيع استثمار أموالها بمعدل عائد يساوي معدل تكلفة رأس المال وذلك نظرًا لمحدودية الفرص الاستثمارية المتاحة أمام تلك الشركة أو انحصارها في مشروعات الإحلال، ولذلك لا تتأثر قيمة سهم الشركة بسياسة الشركة في مجال احتجاز الأرباح.

فيما يتعلق بالشركة الثالثة والتي أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين نسبة احتجاز الأرباح والقيمة السوقية لسهم الشركة، أوضح **Gordon** أن تلك الشركة من الشركات التي تمر بمرحلة التدهور أو الهبوط من دورة حياتها وأنها تستطيع استثمار أموالها بمعدل عائد أقل من معدل تكلفة رأس المال وذلك لعدم توافر فرص استثمارية مربحة أمامها، ولذلك تتحسن قيمة سهم الشركة مع كل تخفيض في نسبة احتجاز الأرباح.

3. نموذج عصفور في اليد

بالرغم من أن **Gordon** أوضح في نموذجه أن سياسة توزيع الأرباح ليس لها تأثير على قيمة الشركة عندما يساوي معدل العائد على الاستثمار مع معدل تكلفة رأس مال الشركة، إلا أنه عاد وأثبت أن سياسة توزيع الأرباح لها تأثير على قيمة الشركة حتى في تلك الحالة، وأعزى ذلك إلى أن المستثمرين في ظل ظروف عدم التأكد يفضلون التوزيعات العاجلة على الأرباح الرأسمالية

الآجلة التي سوف تتحقق في المستقبل نتيجة إعادة استثمار الأرباح المحتجزة حيث أن المستقبل بالنسبة لهم غير مؤكد، أرجع ذلك لكون المستثمرون يتسمون بالرشد ويسعون إلى تجنب المخاطرة، ولقد أطلق Gordon على ذلك النموذج نموذج عصفور في اليد **Bird In Hand Model**.

وأوضح Gordon أنه لا يجوز افتراض ثبات معدل تكلفة الأموال حيث أن المستثمرين سوف يطلبون معدل عائد أعلى على استثماراتهم في الشركة كلما زادت درجة عدم التأكد، ولذلك فمع كل زيادة في نسبة الأرباح المحتجزة سوف يطلب المستثمرون معدل عائد أعلى وهو ما يعني زيادة تكلفة رأس مال الشركة. ولذا يرى ضرورة استخدام معدل خصم متزايد عند حساب سعر السهم باعتباره القيمة الحالية لتيار من التوزيعات المستقبلية.

وعُرفَ هذا النموذج كذلك بنموذج تفضيل العائد لأنه يقوم على فرضية أن المستثمرين يُفضلون استثمار أموالهم في الشركات التي تتبنى سياسة توزيع نسبة كبيرة من أرباحها على المساهمين، وأن هذا الإجراء سوف يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم تلك الشركات في حين يعزف المستثمرون عن استثمار أموالهم في الشركات التي تتبنى سياسة احتجاز نسبة كبيرة من أرباحها وهو ما يؤدي إلى انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات في السوق المالية.

4. نموذج Modigliani & Miller

يري Modigliani & Miller أن سياسة توزيع العائد ليس لها تأثير على قيمة الشركة، وأن قيمة الشركة تتحدد في ضوء القدرة الكسبية **Earning Power** للشركة ودرجة المخاطرة التي تتعرض لها، وبناءً على ذلك فإن مقدار الأرباح التي تحققها الشركة هي المحرك الرئيسي لاتجاه سعر السهم في السوق المالية وليست الكيفية التي يتم بها تقسيم الأرباح بين محتجزة وموزعة. ولذلك عُرفَ ذلك النموذج بنموذج عدم أهمية العائد. ويقوم ذلك النموذج على عدد من الافتراضات ومنها:

- توافر المعلومات المتعلقة بالأرباح المستقبلية للشركات لدى جميع المستثمرين.
- عدم وجود تكلفة إصدار الأوراق المالية.
- عدم وجود أي ضرائب على أرباح الشركات أو دخول الأفراد.
- المستثمرون يتصفون بالرشد.
- استقلال سياسة الشركة الاستثمارية للشركة عن سياسة توزيع العائد.
- عدم تأثير قرار توزيع أو احتجاز الأرباح على تكلفة رأس المال.

كما يفترض ذلك النموذج أن سياسة توزيع العائد التي تتبناها الشركة لا تؤثر على قرارات المستثمرين بالاستثمار أو عدم الاستثمار في أسهم الشركة وذلك لكونهم يستطيعون بناء سياسة عوائد خاصة بكل منهم.

ووفقاً لذلك النموذج فإن العائد على الاستثمار في الأسهم يتحقق من التوزيعات بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية، وأن هذا المعدل ثابت بالنسبة لكافة الأسهم. ويرر الباحثان ذلك بأنه في حالة اختلاف معدل العائد للأسهم فإن المستثمرين سوف يبيعون الأسهم ذات العائد المنخفض ويشتررون الأسهم ذات العائد المرتفع. وهو ما يؤدي إلى تحركات أسعار الأسهم حتى تختفي الفروق بين عوائد الاستثمار في الأسهم. وطبقاً لذلك النموذج فإن سعر السهم هو القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية الناجمة عن الاستثمار في السهم، وهي عبارة عن التوزيعات المستقبلية والسعر المتوقع لبيع السهم. ولذلك يُمكن حساب سعر السهم بالمعادلة التالية:

$$\text{سعر السهم} = \frac{\text{التوزيع المتوقع} + \text{السعر المتوقع للسهم}}{1 + \text{معدل تكلفة رأس المال}}$$

ومن تلك المعادلة يُمكن استنتاج أن:

$$\text{السعر المتوقع للسهم} = \text{سعر السهم} \times (1 + \text{معدل تكلفة رأس المال}) - \text{التوزيع المتوقع}$$

ويرى **Modigliani & Miller** أن استثمارات الشركة يُمكن تمويلها عن طريق الأرباح المحتجزة أو عن طريق إصدار أسهم جديدة أو عن طريق مزيج من كليهما وأن ذلك القرار لن يؤثر على القيمة السوقية للشركة، وذلك على عكس كل من نموذج **Walter** ونموذج **Gordon** والذين قاما على افتراض تمويل استثمارات الشركة فقط بالاعتماد على الأرباح المحتجزة. وأضاف **Modigliani & Miller** أن الأمر لن يتغير إذا ما قررت إدارة الشركة إصدار سندات عوضاً عن إصدار أسهم لتمويل الفرص الاستثمارية المتاحة أمام الشركة.

مثال

يبلغ عدد أسهم شركة أسمنت الشرقية مليون سهم، وسعر سهم الشركة في السوق المالية السعودية 100 ريال، ومعدل تكلفة رأس مال الشركة 10%. فما هو سعر السهم إذا كانت إدارة الشركة تتوقع توزيع 5 ريالات لكل سهم في نهاية العام المالي؟ وما هو سعر السهم إذا اتخذت إدارة الشركة قرار بعدم توزيع أية أرباح؟ وهل تؤثر سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين؟

الحل

في حالة إجراء توزيعات 5 ريالات فإن سعر السهم المتوقع يُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم المتوقع} = [100 \times (1 + 10\%) - 5] = 105 \text{ ريال}$$

وفي حالة عدم إجراء أية توزيعات فإن سعر السهم المتوقع يُحسب كما يلي:

$$\text{سعر السهم المتوقع} = [100 \times (1 + 10\%) - 0] = 110 \text{ ريال}$$

وبخصوص تأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين:

- في حالة إجراء توزيعات واتخاذ المساهم قرار ببيع السهم في نهاية السنة المالية، فإنه يحصل على 110 ريال وهي عبارة عن 5 ريال توزيعات بالإضافة إلى ثمن السهم بالسوق وهو 105 ريال.
- في حالة عدم إجراء توزيعات فإن سعر السهم في السوق يصبح 110 ريال ويحصل المساهم على تلك القيمة في حالة اتخاذ قرار ببيع السهم.

ومن التحليل السابق يتضح عدم تأثير سياسة توزيع الأرباح على ثروة المساهمين، وذلك

طبقاً لنموذج Modigliani & Miller.

5. نظرية التفضيل الضريبي

تقوم نظرية التفضيل الضريبي على فرضية تفضيل المستثمرين الاستثمار في الشركات التي تقوم بتوزيع نسب منخفضة من أرباحها في شكل توزيعات نقدية، ويرجع ذلك إلى انخفاض معدلات الضرائب على الأرباح الرأسمالية مقارنة بمعدلات الضرائب على الدخل، وهو ما يحقق ميزة لهؤلاء المستثمرون نتيجة تحقيق وفر ضريبي. كما أن الضريبة على الأرباح الرأسمالية لا تُفرض إلا في حالة بيع السهم وهو ما يعني أن الضريبة لن تُدفع إلا في المستقبل.

ومن منظور آخر، يفضل المستثمرون استثمار أموالهم في الشركات التي تقوم باحتجاز مقدار أكبر من الأرباح بدلاً من توزيعها حيث أن هذه الأرباح سوف يُعاد استثمارها في أنشطة الشركة وتوسعاتها وهو ما يؤدي إلى ارتفاع معدل نمو الشركة وبالتالي ارتفاع سعر السهم مستقبلاً في السوق المالية. ولقد انتقدت هذه النظرية بأن بعض الجهات لا تخضع استثماراتها للضرائب مثل صناديق المعاشات وصناديق الأوقاف وهو ما يعني انهيار الأساس الذي تقوم عليه تلك النظرية ولكن ذلك بالطبع فيما يتعلق بتلك المؤسسات فقط.

6. نظرية قوة حقوق المساهمين

تتراوح حقوق المساهمين بين القوة والضعف من دولة لأخرى ومن نظام قانوني لآخر وداخل نفس الدولة من شركة لأخرى. ولقد دفع ذلك بعض الباحثين لدراسة تأثير نمط إدارة الشركة أو مدى ما يتمتع به المساهمون من قوة ومن حقوق على سياسة توزيع الأرباح التي تتبناها الشركات.

وفي هذا السياق ظهرت نظرية مؤداها أن ضعف حقوق المساهمين من المحتمل أن يجعل المديرين الانتهازيين يحتفظوا بالأموال داخل الشركة لاستهلاكها في المزيد من العلاوات، وبناء ما يُسمى بالإمبراطورية، والاستثمار في المشروعات التي ربما تحسن سمعتهم الشخصية ولكنها غير مفيدة للمساهمين. حيث يتمتع المديرون في تلك الشركات بقدر كبير من الصلاحيات في ظل القليل من المتابعة من جانب المساهمين، وفي تلك الحالة قد يقوم المديرون الانتهازيون بإبقاء الأموال داخل الشركة بدلاً من دفعها للمساهمين في شكل توزيعات، وطبقاً لهذه النظرية توجد علاقة إيجابية بين مستوى قوة حقوق المساهمين ومستوى توزيعات العائد.

وعلى العكس من ذلك قدم **La Porta** وزملائه (2000) نظرية أخرى مؤداها أن توزيعات العائد تُستخدم كبديل لحقوق المساهمين. وتقوم هذه النظرية على فكرة أن الشركات في حاجة للمزيد من الأموال عن طريق الأسواق المالية من حين لآخر وبشروط جذابة، وحتى تستطيع الشركات القيام بذلك لابد لها من تأسيس سمعة طيبة فيما يتعلق بحقوق المساهمين. وطبقاً لتلك النظرية فإن الطريق لبناء تلك السمعة الطيبة يتمثل في زيادة توزيعات العائد، ويزداد الاهتمام ببناء تلك السمعة في الشركات التي تضعف فيها حقوق المساهمين ولذلك تستخدم تلك الشركات التوزيعات كأداة لبناء السمعة الطيبة. في حين أن الشركات التي يتمتع فيها المساهمون بحقوق قوية لا تحتاج لبناء تلك السمعة لكونها موجودة بالفعل، وبالتالي تكون الحاجة لتوزيعات العائد في تلك الشركات ضعيفة. وتشير هذه النظرية إلى وجود علاقة عكسية بين مستوى قوة حقوق المساهمين ومستوى توزيعات العائد.

ولقد أظهرت نتائج إحدى الدراسات (**Jiraporn & Ning, 2006**) ارتفاع نسب توزيع العائد في الشركات ذات نمط الإدارة الديكتاتوري والتي تضعف فيها حقوق المساهمين وذلك مقارنة بالشركات ذات نمط الإدارة الديمقراطي والتي يتمتع فيها المساهمون بحقوق قوية. ولقد أيدت نتائج تلك الدراسة نظرية **La Porta** وزملائه باعتبار أن توزيعات العائد تُستخدم كبديل لحقوق المساهمين.

واقع سياسات توزيع العائد

من العرض السابق يتضح عدم اتفاق الكتاب والباحثين على سياسة مثلى لتوزيع الأرباح تصلح لكافة الشركات، وهذا ما رصدته مراجعة نظريات ونماذج توزيع العائد. ولذا حرصنا في الجزء المتبقي من ذلك الفصل على عرض سياسات توزيع العائد في الواقع العملي والتي شملت أربعة سياسات شهيرة هي سياسة توزيع الفائض، وسياسة التوزيع المستقر، وسياسة نسبة ثابتة، وسياسة توزيع إضافي. وفيما نبذة عن كل سياسة من تلك السياسات.

1. سياسة توزيع الفائض

تفترض سياسة توزيع الفائض أن الشركة تقوم باحتجاز الأرباح متى توفرت لديها فرص استثمارية يتوقع أن تحقق من وراء الاستثمار فيها معدل عائد يفوق معدل العائد الذي يستطيع المستثمرون تحقيقه في حالة قيامهم باستثمار أموالهم بأنفسهم. وبالتالي تربط سياسة توزيع الفائض بين الفرص الاستثمارية المربحة المتاحة أمام الشركة ومقدار الأموال المتاحة لتمويل تلك الفرص.

وفي حالة تبني إدارة الشركة لهذه السياسة فإنها تقوم بتحديد هيكل رأس المال المثالي، ثم تحديد مقدار احتياجاتها من الأموال في ظل هذا الهيكل وتستخدم الأرباح المحتجزة في تمويل الجزء الخاص بحقوق المساهمين وفي حالة وجود فائض بعد ذلك يتم توزيعه على المساهمين، حيث تميل إدارة الشركة إلى استخدام مزيج من التمويل بالأرباح المحتجزة والتمويل بالسندات أو القروض وذلك بغرض تدنية التكلفة الحدية لهيكل التمويل.

وتبني الشركة لسياسة توزيع الفائض يؤدي إلى حدوث تقلبات في الأرباح الموزعة من سنة لأخرى. ففي حالة توافر فرص استثمارية مربحة تلجأ إدارة الشركة لاحتجاز المزيد من الأرباح وفي حالة عدم توافرها تقوم الإدارة بتوزيع المزيد من الأرباح على المساهمين. وتُعرف تلك السياسة بسياسة توزيع الفائض نظرًا لأن إدارة الشركة تحتجز أولاً ما يغطي نصيب المساهمين في تمويل

الفرصة الاستثمارية المتاحة تُمّ تقوم بعد ذلك بتوزيع الفائض. وغالبًا ما تتبنى تلك السياسة الشركات التي تحقق معدلات نمو مرتفعة وهي شركات تمر بمرحلة النمو من دورة حياتها.

2. سياسة توزيع مستقر

تقوم سياسة توزيع مستقر على فكرة توزيع مبلغ محدد بشكل دوري لكل سهم. واستقرار التوزيعات لا يُقصد به استقرار نسبة الأرباح الموزعة حيث أن أرباح الشركة تتقلب من سنة لأخرى وبالتالي فإن ثبات تلك النسبة مع تقلب الأرباح لا يعني استقرار ما يحصل عليه المساهم من توزيعات.

وفي حالة اتباع إدارة الشركة لتلك السياسة فإنها قد تغير نسبة توزيع الأرباح من سنة لأخرى للحفاظ على المبلغ المُفترض أن يحصل عليه المساهم، وبالتالي لا تتأثر التوزيعات بالتقلبات المحدودة في أرباح الشركة. وبالرغم من ذلك فإن حدوث تقلبات غير معتادة سواء بالزيادة أو النقص على أرباح الشركة وتوقع استمرارها قد يدفع إدارة الشركة لتغيير توزيعات الأسهم وربما تغير تلك السياسة.

وفي أغلب الأحوال تتبنى الشركات سياسة توزيع مستقر في حالة توقع تأثيرات إيجابية لتلك السياسة على سعر السهم في السوق المالية. ويكون ذلك في حالة تفضيل معظم المساهمين الحصول على توزيعات مستقرة أو سعى الإدارة لجعل أسهم الشركة جاذبة لفئة المستثمرين ممن يرغبون في تحقيق عوائد مستقرة واتخاذها كمصدر للدخل مثل المستثمرين من أصحاب الدخل المنخفضة أو من أصحاب المعاشات.

ولقد أدخلت بعض الشركات تعديل على سياسة توزيع مستقر وذلك من خلال جعلها توزيع ذو معدل نمو مستقر، فإذا كان معدل نمو الشركة 5% فيمكن للشركة زيادة التوزيعات بذات المعدل وهو ما يضمن للمستثمرين دخلاً مستقرًا يتناسب مع تغيرات الأسعار ويجعلها أكثر قبولاً لدي صغار المستثمرين ممن يرغبون في الحصول على دخل مستقر. ويؤدي تبني الشركة لسياسة توزيعات مستقرة مؤشراً لارتفاع درجة تأكد المستثمرين وهو ما يؤدي إلى انخفاض تكلفة هيكل تمويل الشركة.

3. سياسة توزيع نسبة ثابتة

تقوم سياسة توزيع نسبة ثابتة على تبني الشركة لسياسة توزيع نسبة مئوية ثابتة من صافي الربح على المساهمين، كأن تتبنى الشركة سياسة توزيع 60% من صافي الربح. ونظرًا لتغير رقم صافي ربح الشركة من عام لآخر فإن ربح السهم الموزع سوف يختلف من عام لآخر. ولتجنب الآثار السلبية لتقلبات التوزيعات على القيمة السوقية لسهم الشركة تلجأ الإدارة لاختيار نسبة توزيع تمثل النسبة المستهدفة والتي يتم اختبارها بعد دراسات مستفيضة لمستويات الأرباح المتوقعة خلال الأعوام القادمة.

4. سياسة توزيع إضافي

تقوم سياسة توزيع إضافي على التزام الشركة بتوزيع مبلغ نقدي منخفض كتوزيع للسهم بصورة منتظمة مع إجراء توزيع إضافي في سنوات الرواج التي تزداد فيها أرباح الشركة بصورة كبيرة. وتبني هذه السياسة يمنح الشركة قدر من المرونة حيث تستطيع الشركة توزيع الحد الأدنى من التوزيعات فقط في السنوات التي ينخفض فيها صافي أرباح الشركة أو تلك التي تظهر فيها فرص استثمارية مربحة، في حين تقوم الشركة بإجراء توزيعات إضافية في السنوات التي يزداد فيها صافي أرباح الشركة ولا توجد حاجة لدى الشركة لاحتجاز الأرباح. وتناسب تلك السياسة الشركات التي تعمل في صناعات تتقلب فيها الأرباح بشكل كبير مثل صناعة السيارات وصناعة التكنولوجيا.

ويرى مؤيدو هذه السياسة أن التوزيع الإضافي في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباح مرتفعة يحمي الشركة من تصور المساهمين بأن هذه الزيادة في الأرباح زيادة دائمة يمكن الاعتماد عليها بصورة مستمرة، كما أن تبني الشركة لهذه السياسة يمنح المستثمر ميزة الحصول على دخل مستقر يتمثل في الحد الأدنى من التوزيعات. ولا يمنع تبني هذه السياسة الشركة من زيادة الحد الأدنى من التوزيعات ولكن بعد أن تتأكد إدارة الشركة من استقرار مستويات الأرباح خلال السنوات القادمة، بما يضمن للشركة قدرتها على تغطية هذا المستوى الجديد من التوزيعات.

تطبيقات

السؤال الأول:

أجب عن ما يلي:

1. تناول بالشرح تأثير المراحل المختلفة لدورة حياة الشركة على سياسة توزيع العائد؟
2. قارن بين سياسة توزيع نسبة ثابتة وسياسة توزيع إضافي كسياستين بديلتين لتوزيع العائد في الشركات المساهمة؟
3. قارن بين سياسة توزيع مستقرة وسياسة توزيع الفائض كسياستين بديلتين لتوزيع العائد في الشركات المساهمة؟
4. تناول بالشرح نظرية قوة المساهمين في توزيع العائد؟
5. ناقش نظرية التفضيل الضريبي في توزيع العائد؟
6. تناول بالشرح نظرية عصفور في اليد في توزيع العائد؟
7. تناول بالشرح نظرية Gordon في توزيع العائد؟
8. تناول بالشرح نظرية Modigliani & Miller في مجال توزيع العائد في الشركات المساهمة؟
9. قارن بين أثر قرار توزيع أسهم مجانية وقرار تجزئة الأسهم على سياسة التوزيع العائد في الشركات المساهمة؟
10. تناول بالشرح نظرية Walter في أثر سياسة توزيع الأرباح على سعر سهم الشركة موضحةً الافتراضات التي استندت إليها تلك النظرية؟

السؤال الثاني: برر ما إذا كانت كل فقرة مما يلي صحيحة أم خطأ.

1. في مرحلة النمو من دورة حياة الشركة تتزايد قدرة الشركة على تحقيق تدفقات نقدية وهو ما يُشجعها توزيع نسب مرتفعة من صافي أرباحها.
2. يُمكن تبرير قرار منح أسهم مجانية بمنح إدارة الشركة للمساهمين الفرصة في استثمار أموالهم بأنفسهم.
3. طبقاً لنموذج Gordon فإن الأرباح المحتجزة يُعاد استثمارها بمعدل عائد وهو ما يؤدي إلى نمو التوزيعات.
4. في حالة وجود علاقة عكسية بين نسبة احتجاز الأرباح وقيمة الشركة فإن ذلك مؤشر على مرور الشركة بمرحلة التدهور من دورة حياتها.
5. طبقاً لنموذج Bird In Hand ينبغي استخدام معدل خصم متناقص عند حساب القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية.
6. يقوم نموذج Modigliani & Miller على فرضية أن الشركة يُمكنها تمويل أنشطتها عن طريق إصدار أسهم أو سندات.
7. يقوم نموذج Modigliani & Miller على فرضية أن ثروة المساهمين لا تتأثر بسياسة توزيع العائد.
8. تفتقد نظرية التفضيل الضريبي الأساس الذي تقوم عليه في قيام المستثمرون باستثمار أموالهم في صناديق المعاشات.
9. يُمكن القول أن نظرية التفضيل الضريبي تنطبق على الشركات التي تمر بمرحلة النمو من دورة حياتها.
10. يُمكن القول بارتفاع نسبة توزيع العائد في الشركات ذات نمط الإدارة الديكتاتوري والتي تضعف فيها حقوق المساهمين.
11. يُمكن القول بأن سياسة توزيع الفائض تناسب الشركات التي تمر بمرحلة النمو من دورة حياتها.
12. تبني إدارة الشركة لسياسة توزيع مستقرة يعني استقرار نسبة الأرباح الموزعة.

13. يرى مؤيدو سياسة توزيع إضافي تحمي الشركة من تصور المساهمين بأن هذه الزيادة في الأرباح زيادة دائمة ويمكن الاعتماد عليها بصورة مستمرة.

السؤال الثالث:

إذا علمت أن الشركة السعودية تحقق معدل على الاستثمار 20% وربحية السهم المتوقعة 6 ريالات والمتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل بالشركة 12%، المطلوب:

1. وفقاً لنموذج Walter فإن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح من بين السياسات التالية هي --- من صافي الربح.

- أ. توزيع 20% ب. توزيع 60%
ج. توزيع 40% د. توزيع 80%

2. إذا تبنت إدارة الشركة سياسة توزيع 50% من صافي الربح فإن سعر السهم باستخدام نموذج Walter يُقدر بمبلغ ---.

- أ. 50 ريال ب. 66.7 ريال
ج. 25.6 ريال د. 27 ريال

3. إذا علمت أن الشركة تحتجز 50% من صافي الربح فإن سعر السهم وفقاً لنموذج Gordon يبلغ ---.

- أ. 50 ريال ب. 150 ريال
ج. 100 ريال د. لا شيء مما سبق

الفصل السادس عشر

الفشل المالي

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- دورة الفشل المالي.
- مفهوم ومهارة حساب قيمة التصفية.
- معرفة وسائل معالجة فشل الشركات.
- معرفة آلية التنبؤ بالفشل باستخدام نموذج Altman.

الفصل السادس عشر

الفشل المالي

دورة الفشل المالي

لا يحدث فشل الشركة فجأة، ولكن هناك مراحل تمر بها الشركة حتى تصل إلى الفشل. وللشغل دورة حياة تبدأ ببوادر الفشل وتنتهي بإفلاس الشركة. وتمر الشركة خلال دورة حياة الفشل بخمسة مراحل أساسية هي: مرحلة بوادر الفشل، ثم مرحلة الفشل الاقتصادي، ثم مرحلة العسر الفنى، ثم مرحلة الإعسار، ثم مرحلة الخروج من السوق. وفيما يلي نتناول تلك المراحل بشيء من التفصيل.

1. مرحلة بوادر الفشل

في هذه المرحلة تظهر عدة مؤشرات بالشركة وتُعد تلك المؤشرات بمثابة إنذار مبكر لإدارة الشركة لتتخذ قرارات لتصحيح مسار الشركة والعودة بها للمسار الصحيح. ومن مؤشرات تلك المرحلة ضعف كفاءة أساليب الإنتاج، ضعف الموقف التنافسى، ارتفاع التكاليف الثابتة، انخفاض مؤشرات السيولة، انخفاض معدلات دوران الأصول، انعدام التسهيلات المصرفية، إلى غير ذلك من العلامات التي تعد بمثابة ضوء أحمر لإدارة الشركة لاتخاذ الإجراءات والقرارات اللازمة حيال ذلك الموقف وفي حالة تجاهل تلك المؤشرات تدخل الشركة في المرحلة التالية من الفشل.

2. مرحلة الفشل الاقتصادي

يُقصد بالفشل الاقتصادي **Economic Failure** تحقيق الشركة معدل عائد على الاستثمار أقل من المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل. فربما تُحقق الشركة معدل عائد على الاستثمار 10% في حين أن المتوسط المرجح لتكلفة هيكل التمويل 15%. ولا يشترط أن يؤدي الفشل الاقتصادي إلى العسر الفني خاصة في الأجل القصير، إلا أن استمرار الفشل الاقتصادي قد يؤدي إلى دخول الشركة في مرحلة العسر الفني.

3. مرحلة العسر الفني

للفشل ملامح تظهر على الموقف المالي للشركة، فتدخل الشركة في مرحلة العسر الفني وتُعاني من صعوبات في القدرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وذلك نظرًا لضعف موقف السيولة بالشركة.

ويُقصد بالعسر الفني **Technical Insolvency** عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في تواريخ استحقاقها، وذلك بالرغم من أن صافي أصول الشركة رقم موجب، ويعني ذلك أن حقوق الملكية بالشركة ذات قيمة موجبة، ويحدث العسر الفني عندما لا يكون لدى الشركة ما يكفي من السيولة للوفاء بالتزاماتها في تواريخ استحقاقها.

وفي مرحلة العسر الفني ينبغي على إدارة الشركة تدبير سيولة نقدية بشكل سريع لتحسين الموقف المالي للشركة وربما يكون ذلك من خلال الاقتراض أو تسيل بعض الاستثمارات المؤقتة وربما بعض الأصول طويلة الأجل حتى تخرج الشركة من مرحلة العسر الفني، وفي حالة عدم تبنى إدارة الشركة قرارات سريعة لعلاج ذلك الموقف واستمراره لفترة ربما يدخل الشركة سوف تدخل في مرحلة الإعسار.

4. مرحلة الإعسار

في تلك المرحلة تمر الشركة بمصاعب مالية كبيرة تؤثر على قدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل وطويلة الأجل، وذلك نظرًا لأن صافي أصول الشركة يصبح سالبًا نتيجة حدوث خسائر متتالية أدت لتآكل رأسمال الشركة فيلجأ دائني الشركة لاتخاذ الإجراءات القانونية ضد الشركة والتي قد تؤدي إلى خروج الشركة من السوق.

ويُمكن تعريف الإعسار **Insolvency** بأنه حالة تكون فيها التزامات الشركة أكبر من أصولها أي أن صافي أصول الشركة يكون رقم سالب في إشارة لتآكل رأس مال الشركة بالكامل، ولا يكون لدى الشركة ما يكفي للوفاء بالتزاماتها.

5. مرحلة الخروج من السوق

غالبًا ما يؤدي الإعسار إلى خروج الشركة من السوق أما اختياريًا بمحض إرادة إدارة الشركة أو إجباريًا في صورة حكم بإفلاس الشركة. ولذا فإن خروج الشركة من السوق يأخذ أحد شكلين هما:

أ. التصفية الاختيارية

تُعرف التصفية الاختيارية بأنها حالة تقرر فيها إدارة الشركة بمحض إرادتها تصفية أعمال الشركة لعدم جدوى استمرارها. ويرجع ذلك لإيقاف نزيف الخسائر والتي تتمثل في تحمل التكاليف الثابتة مثل الإيجار والأجور وغيرها من بنود التكلفة.

ب. الإفلاس

يُعرف الإفلاس **Bankruptcy** بأنه تصفية أعمال أو ممتلكات الشركة بشكل قانوني حيث لا تستطيع الشركة الوفاء بديونها بالكامل من أموالها الحالية، ويكون الإفلاس بموجب حكم قضائي يُجبر الشركة على تصفية أصولها.

ومع أن النتيجة النهائية للإفلاس هي خروج الشركة من السوق نتيجة حكم قضائي بإفلاس الشركة إلا أن الإفلاس كحدث يسهم في تحقيق هدفين هما: تسوية عادلة لمستحقات الدائنين من خلال التوزيع العادل لقيمة ممتلكات أو أصول الشركة، وتوفير فرصة للمدين لبداية جديدة.

وتبدأ إجراءات الإفلاس بأن يرفع دائني الشركة قضية ضدها لتوقفها عن الوفاء بالتزاماتها المالية تجاههم وينتهي الأمر بحكم قضائي بإفلاس الشركة، وبمجرد إشهار إفلاس الشركة تبدأ إجراءات تصفية الشركة وتسمى التصفية في تلك الحالة بالتصفية الإجبارية. وتؤدي هذه الحالة في الشركات المساهمة إلى ظهور قيمة للسهم يُطلق عليها قيمة التصفية، وهي ما سوف نتناوله بالشرح في الفقرات التالية.

قيمة التصفية

قيمة التصفية **Liquidation Value** هي قيمة سهم الشركة في حالة تصفيتها. ففي حالة التصفية يتم تحويل أصول الشركة إلى نقدية ثم يتم سداد مستحقات الدائنين يليهم حاملي السندات يليهم حاملي الأسهم الممتازة وفي حالة بقاء أموال بعد سداد تلك الالتزامات، يتم قسمة المتبقي من أموال الشركة على عدد الأسهم العادية فينتج نصيب السهم العادي من عملية التصفية وتسمى القيمة الناتجة في تلك الحالة قيمة التصفية.

مثال

تعرضت الشركة المتحدة لخسائر متتالية ما أدى لتآكل رأس مالها وتدهور مركزها المالي وحصل دائنو الشركة على حكم بإفلاس الشركة ولذا تم تسهيل أصول الشركة والتي بلغت قيمتها 12,000,000 ريال وكانت التزامات الشركة كما يلي: 2,000,000 ريال دائنون و 4,000,000 ريال سندات و 3,000,000 ريال أسهم ممتازة. فإذا علمت أن عدد الأسهم العادية 500,000 سهم.

المطلوب: احسب قيمة التصفية.

الحل

طبقاً لقاعدة الأولوية يتم سداد مستحقات الدائنين ثم مستحقات حاملي السندات ثم مستحقات حاملي الأسهم الممتازة وذلك طبقاً للجدول التالي:

قيمة الأصول	التزامات الشركة	بيان بالمستحقات	الرصيد النقدي
12,000,000	الدائنون	2,000,000	10,000,000
10,000,000	حاملو السندات	4,000,000	6,000,000
6,000,000	حاملو الأسهم الممتازة	3,000,000	3,000,000

ثم يتم حساب نصيب السهم من ناتج التصفية بالمعادلة التالية:

$$\text{قيمة التصفية} = \frac{\text{الرصيد النقدي بعد سداد التزامات الشركة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

أي أن:

$$\text{قيمة التصفية} = \frac{3,000,000}{500,000} = 6 \text{ ريال}$$

ويعني ذلك أن حامل الأسهم العادية سوف يحصل على 6 ريال مقابل كل سهم يمتلكه.

وسائل معالجة الفشل المالي

هناك العديد من الوسائل التي يمكن استخدامها كبديل للعلاج فشل الشركات ومن تلك الوسائل: تغيير سياسات الشركة، تسييل بعض الأصول، رسملة الدين، إعادة الجدولة، التعويم، السعي لإسقاط جزء من الديون، وفي حالة عدم نجاح تلك الوسائل فلا بديل عن تصفية الشركة. ونبين فيما يلي تلك الوسائل بشيء من التفصيل.

1. تغيير سياسات الشركة

يُقصد بتغيير سياسات الشركة تغيير سياسة الشراء الآجل وسياسة البيع بالائتمان. حيث يمكن للشركة من خلال تغيير سياسة الشراء الآجل تعديل بعض شروط التعامل مع الموردين وذلك بمد فترة السداد وهو ما يعطى الفرصة للشركة للوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في مواعيدها. وكذلك يمكن للشركة تعديل سياسة الائتمان بحيث تقلل مدة الائتمان الممنوحة للعملاء أو منحهم خصم تعجيل الدفع مما يشجع العملاء على السداد الفوري لقيمة مشترياتهم. كما يُمكن أن تتبنى الشركة سياسة التحصيل المُقدم من عملائها، وهو ما يحسن موقف السيولة بالشركة.

2. إعادة الجدولة

يُقصد بإعادة الجدولة التفاوض مع الدائنين أو البنوك لتأجيل تواريخ استحقاق جزء من القروض لحين تحسن الأوضاع المالية للشركة، أو تغيير مواعيد استحقاق أقساط القروض إلى مواعيد تتلائم مع دورة التشغيل بالشركة. ويمكن أن تتم إعادة الجدولة عن طريق طلب الشركة من البنك أو الدائنين فترة سماح مناسبة تتوقف خلالها عن السداد لحين حدوث التعافي المالي للشركة فتبدأ مرة أخرى في سداد التزاماتها.

3. التعويم

يُقصد بالتعويم ضخ تمويل إضافي للشركة لزيادة سيولة الشركة وذلك لدعم فرص نجاح الشركة وتقليص احتمالات الفشل. ويأخذ التعويم أحد شكلين: الشكل الأول: هو زيادة رأس مال الشركة وذلك في حالة توفر تلك الإمكانية لدى مساهمي الشركة، والشكل الثاني: سعي الشركة للحصول على ائتمان مصرفي جديد بشروط ميسرة من حيث سعر الفائدة ومدة السداد وفترة السماح.

4. رسملة ديون الشركة

يُقصد برسملة الدين تحويل ديون الشركة أو جزء منها إلى مساهمة في رأس مال الشركة ليتحول دائن أو دائني أو مقرضي الشركة إلى ملاك للشركة ويمكن أن تكون مساهمة دائني الشركة في رأسمال الشركة أكبر من مديونية الشركة لهم فيمدون الشركة بمزيد من النقدية التي تسهم في تحسين قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها، ويحقق هذا الأسلوب عدة مزايا منها تدعيم حقوق الملكية، وخروج الشركة من دائرة الفشل إلى دائرة النجاح. ومن الصيغ شائعة الاستخدام في الشركات المساهمة والتي تمنحها الفرصة في رسملة ديونها إدراج حق المستثمرين في تحويل السندات في عقود إصدارها، فيما يُعرف بالسندات القابلة للتحويل **Convertible Bonds**.

5. إسقاط جزء من الديون

يُقصد بإسقاط جزء من الديون تفاوض إدارة الشركة مع البنك المقرض لإسقاط جزء من ديون الشركة وغالبًا ما تكون قيمة التخفيض مساوية لقيمة الفوائد المستحقة أو جزء منها، أو إعادة حساب الفوائد بمعدلات أقل مما يزيد من قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها تجاه البنك.

6. تسهيل الأصول وإعادة استئجارها

يُقصد بتسهيل بعض الأصول تدبير السيولة اللازمة عن طريق بيع جزء من الأصول التي يمكن الاستغناء مما يؤدي لتدبير الموارد النقدية والخروج من أزمة السيولة التي تمر بها الشركة. وهنا يمكن للشركة التخلص من الأصول غير المستغلة أولاً يليها الأصول المستغلة ولكن بشكل غير اقتصادي.

ويمكن الاستغناء عن بعض الأصول المشغلة التي يؤدي بيعها لتوفير سيولة كبيرة على أن يتم استئجار أصول بديلة في حالة الحاجة إليها. ويمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من أنواع الاستئجار تبعاً لشروط والتزامات طرفي العقد، هما: الاستئجار التشغيلي **Operating Lease** وهو عقد إيجار قصير الأجل يغطي مدة محدودة من العمر الإنتاجي للأصل. والاستئجار التمويلي **Financial Lease** وهو عقد إيجار طويل الأجل مُلزم لطرفيه يتم بموجبه تمويل استخدام أصل ما خلال مُعظم أو كل عمره الإنتاجي.

7. الإندماج والاستحواذ

يُمكن تعريف الاندماج **Merger** بأنه عملية مزج كيانين أو أكثر في كيان واحد جديد، وذلك بغرض أحداث نوع من التكامل بين نقاط القوة والتغلب على نقاط الضعف في كل من الكيانين أو تنويع العمليات أو زيادة الحصة السوقية والحد من المنافسة.

أما الاستحواذ **Takeover** فهو عملية سيطرة شركة على شركة أخرى غالباً ما تكون أصغر منها وذلك من خلال شراء أكثر من 50٪ من حقوق التصويت في تلك الشركة. ومن خلال طريقة اتمام صفقة الاستحواذ يُمكن تصنيف الاستحواذ إلى استحواذ ودي وآخر عدائي.

والاستحواذ الودي **Friendly Takeover** هو عملية استحواذ شركة على شركة أخرى وذلك بعد تفاوض بين مجلسي إدارة الكيانين والاتفاق على شروط اتمام الصفقة. أما

الاستحواذ العدائي **Hostile Takeover** فهو عملية استحواذ شركة على شركة أخرى بالرغم من عدم موافقة أو مقاومة مجلس إدارة الشركة المُستحوذ عليها، وفي تلك الحالة يقوم المُستحوذ بتقديم عرض استحواذ مباشر لحاملي الأسهم المُستهدفين أو يسعى للحصول على موافقتهم للاطاحة بأعضاء مجلس الإدارة الذين يقامون عملية الاستحواذ.

وهناك صيغة من صيغ الاستحواذ يُطلق عليها الاستحواذ النقدي، والخاصية التي تميز الاستحواذ النقدي **Cash Takeover** هي قيام الشركة المُستحوذة بشراء أسهم المساهمين في الشركة المُستحوذ عليها نقدًا بدلًا من قيامها بعملية استبدال أسهمهم بأسهم في الكيان الجديد. ويظهر الاستحواذ النقدي عندما يُبدي المساهمون في الشركة المُستحوذ عليها عدم رغبتهم في المشاركة في الكيان الجديد الناجم عن عملية الاستحواذ. ولذا فإن الاستحواذ لا يعني بالضرورة استبعاد المساهمين في الشركة المستحوذ عليها من الشراكة في الكيان الجديد الناجم عن تلك العملية.

ويري البعض أن اندماج الشركة التي تمر بحالة من الفشل أو حتي استحواذ شركة أخرى عليها قد يكون حل لخروج الشركة من دائرة الفشل فغالبًا ما تتمتع الشركة الدامجة أو المستحوذة بنقاط قوة إدارية ومالية وغيرها مما يسهم في التغلب على نقاط الضعف والمشكلات التي تعاني منها الشركة الفاشلة.

التنبؤ بالفشل

قام **Edward Altman** أستاذ التمويل بجامعة نيويورك سنة 1968 بتطوير نموذج يعتمد على المؤشرات المالية يُستخدم في التنبؤ بافلاس الشركات. ولقد اعتمد ذلك النموذج على بيانات مُستخرجة من القوائم المالية.

فمن قائمة المركز المالي اعتمد **Altman** على أرقام:

- الأصول المتداولة.
- إجمالي الأصول.
- الالتزامات المتداولة.
- إجمالي الالتزامات.
- الأرباح المحتجزة.

ومن قائمة الدخل، اعتمد **Altman** على أرقام:

- صافي المبيعات.
- صافي الربح قبل الفوائد والضرائب.

بالإضافة إلى البيانات المستخرجة من القوائم المالية فقد اعتمد **Altman** أيضًا على قيمة رأس المال السوقي وهو عبارة عن ناتج ضرب سعر إغلاق سهم الشركة في بورصة الأوراق المالية في عدد الأسهم المصدرة.

ولقد توصل **Altman** إلى خمسة مؤشرات تصلح كمدخلات لنموذج التنبؤ بموقف الشركة المستقبلي من الإفلاس، وتلك المؤشرات هي:

- صافي رأس المال العامل لإجمالي الأصول، وذلك كمؤشر لموقف سيولة الشركة وعلاقتها بحجم أصول الشركة. ولقد رمز لتلك النسبة بالرمز T_1 ، ويُحسب ذلك المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\text{صافي رأس المال العامل للأصول} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{الالتزامات المتداولة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

- الأرباح المحتجزة لإجمالي الأصول، وذلك كمؤشر لقدرة الشركة على تمويل احتياجاتها المالية ذاتيًا. ولقد رمز لتلك النسبة بالرمز T2، ويُحسب ذلك المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{الأرباح المحتجزة}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{الأرباح المحتجزة للأصول}$$

- صافي الربح قبل الفوائد والضرائب للأصول، وذلك كمؤشر لقدرة الكسبية للشركة. ولقد رمز لتلك النسبة بالرمز T3، ويُحسب ذلك المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب للأصول}$$

- رأس المال السوقي لإجمالي التزامات الشركة، وذلك كمؤشر لقدرة الشركة على تغطية التزاماتها من قيمتها السوقية. ولقد رمز لتلك النسبة بالرمز T4، ويُحسب ذلك المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{عدد الأسهم المصدرة} \times \text{سعر السهم}}{\text{إجمالي الالتزامات}} = \text{رأس المال السوقي للالتزامات}$$

- صافي المبيعات لإجمالي الأصول، أو معدل دوران الأصول وذلك كمؤشر لنشاط الشركة. ولقد رمز لتلك النسبة بالرمز T5، ويُحسب ذلك المؤشر بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{معدل دوران الأصول}$$

ولقد استخدم **Altman** تحليل التمايز في حساب قيمة **Z** كمؤشر للتنبؤ بالإفلاس، وحدد معاملات التمايز للمؤشرات المالية الخمس المستخدمة في النموذج والتي تُظهر الأهمية النسبية لتلك المؤشرات، وصاغ **Altman** نتائج الدراسة في النموذج التالي:

$$Z = 1.2T_1 + 1.4T_2 + 3.3T_3 + 0.6T_4 + 0.999T_5$$

وكانت تلك المعاملات نتيجة بحث أجراه **Altman** على 66 من الشركات الصناعية الكبيرة والصغيرة، وكان نصف هذه الشركات من الشركات التي وقعت بالفعل في الإفلاس. وتمثل معاملات المؤشرات في نموذج **Z** الأهمية النسبية لكل مؤشر في تحديد مدى تعرض الشركة للإفلاس. وتظهر تلك المعاملات أن مؤشر صافي الربح قبل الفوائد والضرائب للأصول **T₃** هو المؤشر الأكثر أهمية في التنبؤ بإفلاس الشركات، وربما يكون ذلك منطقيًا وذلك لكون ذلك المؤشر يقيس القدرة الكسبية للشركة والتي توضح مدى قدرة إدارة الشركة على تحويل أصولها لإيرادات من خلال ممارسة أنشطتها.

وكان المؤشر التالي في الأهمية هو الأرباح المحتجزة لإجمالي الأصول ويُمكن تفسير ذلك بأن ذلك المؤشر يوضح مدى قدرة الشركة على سد احتياجاتها التمويلية عن طريق مواردها الذاتية. وتبع ذلك المؤشر في الأهمية النسبية مؤشر صافي رأس المال العامل للأصول وهو مؤشر لقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وربما ترجح حرفة **Altman** في كونه نسب صافي رأس المال العامل للأصول وذلك للتخلص من أثر حجم الشركة على مؤشر صافي رأس المال العامل والذي يتعامل معه الكثير من المحللين على أنه مؤشر لسيولة الشركة.

ولقد أجرى **Altman** بحثه على الفترة السابقة لحدث الإفلاس في الشركات محل الدراسة. وأوضحت نتائج بحثه الأصلي أن الشركة تكون في منطقة الأمان عندما تكون قيمة **Z** المحسوبة للشركة أكبر من 2.99 وتكون الشركة في منطقة رمادية عندما تتراوح قيمة **Z** بين 1.81 و 2.99 وتكون الشركة في منطقة الخطر إذا كانت قيمة **Z** أقل من 1.81.

ولعل الطريقة التي أجرى بها **Altman** بحثه للتنبؤ بالإفلاس من أسباب تميز ذلك البحث، فالمعتاد أن يتنبأ الباحث بالمستقبل من خلال البيانات الجارية وهو ما يجعل الباحث غير قادر على الحكم على مدى كفاءة نموذج. ولقد تجاوز **Altman** هذه الإشكالية واستطاع الحكم على كفاءة نمودجه حيث استخدم النموذج بيانات الشركات في الماضي للتنبؤ بالحاضر.

وأعاد **Altman** تقدير نمودجه في شركات الأشخاص، ويوضح ذلك قناعة **Altman** باختلاف ذلك النموذج من قطاع لآخر ومن صناعة لأخرى، ونظرًا لأن شركات الأشخاص غير مقيدة في الأسواق المالية وبالتالي يصعب على الباحث الحصول على قيمة سوقية لتلك الشركات فقد اعتمد **Altman** على القيمة الدفترية لحقوق الملكية كبديل لرأس المال السوقي، وتوصل للنموذج التالي:

$$Z = 0.717T_1 + 0.847T_2 + 3.107T_3 + 0.420T_4 + 0.998T_5$$

وأوضحت نتائج تطبيق البحث على شركات الأشخاص أن الشركة تكون في منطقة الأمان عندما تكون قيمة **Z** أكبر من 2.9 وتكون الشركة في منطقة رمادية عندما تتراوح قيمة **Z** بين 1.23 و 2.9 وتكون الشركة في منطقة الخطر إذا كانت قيمة **Z** أقل من 1.23.

كما طبق **Altman** نمودجه على الشركات الخدمية وغير الصناعية، مع حذف مؤشر صافي المبيعات لإجمالي الأصول، ويشير ذلك لعدم أهمية ذلك المؤشر في التنبؤ بإفلاس الشركات الخدمية وغير الصناعية، وتوصل للنموذج التالي:

$$Z = 6.56T_1 + 3.26T_2 + 6.72T_3 + 1.05T_4$$

وأوضحت نتائج تطبيق البحث على الشركات الخدمية وغير الصناعية أن الشركة تكون في منطقة الأمان عندما تكون قيمة **Z** أكبر من 2.9 وتكون الشركة في منطقة رمادية عندما تتراوح قيمة **Z** بين 1.75 و 2.9 وتكون الشركة في منطقة الخطر إذا كانت قيمة **Z** أقل من 1.75. ويلاحظ اختلاف قيمة معاملات التمايز من نموذج لآخر حسب القطاع الذي أجرى **Altman**

الدراسة عليه، ويوضح ذلك أن الأهمية النسبية للمؤشرات المالية تختلف من قطاع لآخر. فهي تختلف في الشركات الصناعية عنها في الشركات الخدمية، وتختلف في الشركات المساهمة عنها في شركات الأشخاص.

مثال

فيما يلي قائمة الدخل وقائمة المركز المالي للشركة العقارية السعودية عن العام المالي المنتهي في 12/31.

قائمة دخل الشركة العقارية السعودية

البيان	القيمة
صافي المبيعات	2,000,000
التكلفة الصناعية المتغيرة	640,000
التكلفة الصناعية الثابتة	560,000
إجمالي التكلفة الصناعية	1,200,000
مجمل الربح	800,000
التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية المتغيرة	250,000
التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية الثابتة	150,000
إجمالي التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية	400,000
الربح التشغيلي	400,000
إيرادات أخرى	200,000
مصروفات أخرى	100,000
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	500,000
الفوائد	100,000
صافي الربح قبل الضرائب	400,000
الضرائب [20%]	80,000
صافي الربح	320,000

قائمة المركز المالي الشركة العقارية السعودية

الأصول	المبالغ	الالتزامات وحقوق الملكية	المبالغ
النقدية	80,000	قروض قصيرة الأجل	40,000
الاستثمارات المؤقتة	100,000	الموردون	60,000
العملاء	120,000	أوراق الدفع	50,000
أوراق القبض	60,000	عملاء دفعات مقدمة	80,000
مصروفات مدفوعة مقدماً	40,000	مصروفات مستحقة	20,000
المخزون	70,000	الالتزامات المتداولة	250,000
موردون دفعات مقدمة	30,000	قروض طويلة الأجل	100,000
الأصول المتداولة	500,000	سندات	150,000
الأصول طويلة الأجل	600,000	أسهم ممتازة	250,000
مجمع الإهلاك	100,000	الالتزامات طويلة الأجل	500,000
صافي الأصول طويلة الأجل	500,000	الأسهم العادية	160,000
		الاحتياطيات	40,000
		الأرباح المحتجزة	50,000
		حقوق الملكية	250,000
الأصول	1,000,000	الالتزامات وحقوق الملكية	1,000,000

فإذا علمت أن:

- سعر سهم الشركة في السوق المالية السعودية 30 ريال.
- عدد الأسهم المصدرة 10,000 سهم.
- الشركة شركة مساهمة صناعية.

المطلوب: باعتبارك مدير مالي استخدم نموذج Altman في تحليل موقف الشركة من

الإفلاس مستقبلاً مع تقديم التوصيات اللازمة لإدارة الشركة.

الحل

يتم حساب المؤشرات الخمس التالية:

▪ صافي رأس المال العامل لإجمالي الأصول، وذلك كما يلي:

$$\text{صافي رأس المال العامل للأصول} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{الالتزامات المتداولة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة، يتضح أن:

$$\%25 = \frac{250,000 - 500,000}{1,000,000} = \text{صافي رأس المال العامل للأصول}$$

▪ نسبة الأرباح المحتجزة لإجمالي الأصول، وذلك كما يلي:

$$\text{نسبة الأرباح المحتجزة للأصول} = \frac{\text{الأرباح المحتجزة}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة، يتضح أن:

$$\%5 = \frac{50,000}{1,000,000} = \text{نسبة الأرباح المحتجزة للأصول}$$

▪ صافي الربح قبل الفوائد والضرائب للأصول، وذلك كما يلي:

$$\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة، يتضح أن:

$$\%50 = \frac{500,000}{1,000,000} = \text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب للأصول}$$

▪ رأس المال السوقي للالتزامات، وذلك كما يلي:

$$\text{رأس المال السوقي للالتزامات} = \frac{\text{عدد الأسهم المصدرة} \times \text{سعر السهم}}{\text{إجمالي الالتزامات}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة، يتضح أن:

$$\%40 = \frac{30 \times 10,000}{750,000} = \text{رأس المال السوقي للالتزامات}$$

▪ معدل دوران الأصول، وذلك كما يلي:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

وبالتطبيق في تلك المعادلة، يتضح أن:

$$\text{معدل دوران الأصول} = \frac{2,000,000}{1,000,000} = 2 \text{ مرة}$$

يلي ذلك اختيار النموذج الملائم حسب طبيعة نشاط الشركة وهو النشاط الصناعي، وهو

النموذج التالي:

$$Z = 1.2T_1 + 1.4T_2 + 3.3T_3 + 0.6T_4 + 0.999T_5$$

وتحسب قيمة Z كما يلي:

$$Z = 1.2(0.25) + 1.4(0.05) + 3.3(0.50) + 0.6(0.40) + 0.999(2) = 4.26$$

وطالما أن قيمة Z طبقاً لهذا النموذج أكبر من 2.99 فإن الشركة تقع في منطقة الأمان

أي أن الشركة بعيدة تمامًا عن مخاطر الإفلاس.

وهنا ينبغي على المدير أو المحلل المالي تقديم توصيات تفيد صانع القرار وغالبًا ما يتم توجيه تلك التوصيات لإدارة الشركة، وتكون تلك التوصيات بمثابة آليات لدعم القرار. وتعتمد تلك التوصيات على نتائج تحليل **Altman** بشأن موقف الشركة من الإفلاس مُستقبلاً. وهنا ينبغي التنوية إلى أن الشركة محل التحليل ووفقًا لنموذج **Altman** تقع في منطقة من ثلاث مناطق هي منطقة الأمان وهنا يقدم المحلل المالي توصيات إيجابية لتلك الأطراف وقد تقع الشركة في منطقة الفشل وهنا يقدم المحلل المالي توصيات تحذيرية وقد تقع الشركة في منطقة الإفلاس وهنا يقدم المحلل المالي توصيات سلبية.

وينبغي التنوية إلى أن توصيات المدير أو المحلل المالي لإدارة الشركة قد تظهر نقاط القوة وتطالب بدعمها وتظهر نقاط الضعف وتطالب بالنغلب عليها وذلك في حالة وقوع الشركة في منطقة الأمان. وقد تكون تلك التوصيات بمثابة أعضاء كاشفة توضح أن الشركة تمر بأحد المراحل المبكرة للفشل المالي وهنا تكون التوصيات متعلقة بإعادة هيكلة سياسات الشركة أو إعادة الجدولة وربما تصل إلى التعويم. أما إذا كانت الشركة في مرحلة متأخرة من مراحل الفشل فإن توصيات المدير أو المحلل المالي قد تمتد إلى رسملة ديون الشركة أو مطالبة دائني الشركة باسقاط جزء منها أو تسهيل جزء من أصول الشركة وربما يكون قبول إدارة الشركة بدمجها في شركة أخرى أو الرضوخ لرغبة الاستحواذ عليها من قبل شركة أخرى البديل الأخير للهروب من الفشل أو للخروج من السوق سواء كان ذلك اختياريًا أو إجباريًا.

تطبيقات

السؤال الأول:

فسر سبب صحة أو خطأ كل فقرة من الفقرات التالية:

1. في دورة حياة فشل الشركات تُعد ظاهرة انخفاض مؤشرات السيولة أحد ملامح مرحلة الفشل الاقتصادي.
2. من الاستراتيجيات العلاجية للفشل المالي والتي تدعم حقوق ملكية الشركات استراتيجية التعويم.
3. طلب الشركة من الدائنين فترة سماح لحين تعافي موقفها المالي يُقصد به رسملة الديون.
4. عندما تزيد التزامات الشركة عن أصولها فإن ذلك يُعد ملامح لمرحلة العسر الفني من مراحل فشل الشركات.
5. في نموذج Altman للتنبؤ بموقف الشركات من الإفلاس يُشير مؤشر رأس المال العامل لإجمالي الأصول إلى موقف السيولة بالشركة.
6. استطاع Altman تخلص نمودجه للتنبؤ بموقف الشركات من الإفلاس من أثر حجم الشركة بإدراج إجمالي الأصول في معظم مؤشرات التنبؤ النموذج.
7. أوضحت نتائج أبحاث Altman في مجال التنبؤ بموقف الشركات من الإفلاس أن مؤشر الأرباح المحتجزة لإجمالي الأصول هو المؤشر الأكثر تأثيراً في التنبؤ بموقف الشركات من الإفلاس.
8. من خصائص مرحلة بؤادر فشل الشركات عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات.
9. سعى الشركة للحصول على ائتمان مصرفي جديد بشروط ميسرة يُقصد به إعادة الجدولة.
10. تحقيق الشركة معدل عائد على استثماراتها أقل من المتوسط المرجح لتكلفة هيكل تمويلها يُعد فشل اقتصادي.

السؤال الثاني:

توفرت لديك البيانات التالية عن الشركة العقارية السعودية:

- سعر سهم الشركة في السوق المالية السعودية 22.5 ريال.
- عدد الأسهم المصدرة 10,000 سهم.
- الشركة العقارية السعودية هي شركة مساهمة تنتمي للقطاع الصناعي، وأن قيمة Z لهذه الفئة من الشركات تُحسب بالمعادلة التالية:

$$Z = 1.2T_1 + 1.4T_2 + 3.3T_3 + 0.6T_4 + 0.999T_5$$

وكانت قائمة الدخل وقائمة المركز المالي للشركة كما يلي:

قائمة الدخل

البيان	القيمة
صافي المبيعات	1,000,000
إجمالي التكلفة الصناعية	600,000
مجمل الربح	400,000
إجمالي التكلفة التسويقية والإدارية والعمومية	250,000
الربح التشغيلي	150,000
إيرادات أخرى	100,000
مصروفات أخرى	50,000
صافي الربح قبل الفوائد والضرائب	200,000
الفوائد	50,000
صافي الربح قبل الضرائب	150,000
الضرائب [20%]	30,000
صافي الربح	120,000

قائمة المركز المالي

المبالغ	الالتزامات وحقوق الملكية	المبالغ	الأصول
100,000	قروض قصيرة الأجل	50,000	النقدية
70,000	الموردون	100,000	الاستثمارات المؤقتة
80,000	أوراق الدفع	110,000	العملاء
60,000	عملاء دفعات مقدمة	90,000	أوراق القبض
40,000	مصروفات مستحقة	40,000	مصروفات مدفوعة مقدمًا
350,000	الالتزامات المتداولة	70,000	المخزون
100,000	قروض طويلة الأجل	40,000	موردون دفعات مقدمة
100,000	سندات	500,000	الأصول المتداولة
200,000	أسهم ممتازة	600,000	الأصول طويلة الأجل
400,000	الالتزامات طويلة الأجل	100,000	مجمع الإهلاك
160,000	الأسهم العادية	500,000	صافي الأصول طويلة الأجل
40,000	الاحتياطيات		
50,000	الأرباح المحتجزة		
250,000	حقوق الملكية		
1,000,000	الالتزامات وحقوق الملكية	1,000,000	الأصول

المطلوب:

1. استخدم نموذج Altman في تحليل موقف الشركة من الإفلاس مستقبلاً.
2. تقديم التوصيات اللازمة لإدارة الشركة.

السؤال الثالث:

1. تناول بالشرح مراحل دورة حياة فشل الشركات مبيِّناً مفهوم وملامح كل مرحلة من تلك المراحل؟
2. ميز بين خروج الشركات من السوق اختياريًا والخروج إجباريًا؟
3. تناول بالشرح وصفات علاج الفشل المالي؟
4. تناول بالشرح ملامح نموذج Altman في التنبؤ بموقف الشركات من الإفلاس؟
5. تناول بالشرح قيمة التصفية وآلية حسابها؟

الفصل السابع عشر

الاندماج والاستحواذ

استهدف المؤلف من هذا الفصل إكساب القارئ العزيز:

- معرفة غايات الشركات.
- معرفة مفهوم الاندماج وأشكاله
- معرفة مفهوم الاستحواذ وأشكاله
- تفسير ظاهرة الاندماج باستخدام النظريات المختلفة.
- مهارة تقييم الشركات لأغراض الاندماج أو الاستحواذ.
- معرفة أهم العوامل المفسرة لظاهرة فشل عمليات الاندماج أو الاستحواذ.

الفصل السابع عشر

الاندماج والاستحواذ

يرى **Peter Drucker** أستاذ الإدارة وأحد أبرز علماء الإدارة والمُهتمين بفلسفة الإدارة أن المنظمات لا تسعى إلى تحقيق غاية وحيدة وإنما تسعى لتحقيق غايات متعددة. وحدد ست غايات تسعى المنظمات لتحقيقها وهي:

- البقاء والاستمرار.
- التطوير والتحديث.
- الحصول على الموارد.
- تحقيق الكفاءة والإنتاجية.
- الربحية.
- المسؤولية الاجتماعية.

وأضافت دراسة أخرى لتلك الغايات غايات أخرى مثل:

- النمو التنظيمي.
- احتلال مكانة الصدارة في الصناعة.
- تحقيق رفاهية العاملين.
- تحقيق رفاهية المجتمع.

ومن ذلك يتضح أن نمو الشركات أحد أهم الغايات التي تسعى الشركات إلى تحقيقها وقد يكون تحقيق تلك الغاية عن طريق التوسع سواء بزيادة الطاقة الإنتاجية أو بإنشاء فروع جديدة للشركة في مناطق جديدة، كما يُمكن للشركات تحقيق تلك الغاية من خلال دمج شركة قائمة أو

الاستحواذ عليها. ولعل تلك الغاية تم رصدتها في ممارسات مجالس إدارة الشركات وإداراتها التنفيذية وهو جعل فريق من كُتاب الإدارة المالية يميلون إلى تبني تعظيم حجم الشركة كهدف للإدارة المالية.

مفهوم الاندماج وأشكاله

يُمكن تعريف الاندماج Merger بأنه عملية مزج كيانين أو أكثر في كيان واحد جديد، وذلك بغرض إحداث نوع من التكامل بين نقاط القوة والتغلب على نقاط الضعف في أحد أو كلا الكيانين أو تنويع العمليات أو زيادة الحصة السوقية والحد من المنافسة.

ويميز فريق من الباحثين بين صيغ مختلفة للاندماج من حيث الشكل فيُصنفون عمليات الاندماج إلى:

1. الاندماج أفقي

الاندماج الأفقي Horizontal Merger هو صيغة تندمج فيها شركتين يعملان في نفس النشاط كأن يكون الاندماج بين بنك وآخر أو بين شركة أسمنت وأخرى ويشير ذلك إلى أن الاندماج الأفقي يحدث بين شركتين ينتميان لنفس الصناعة وغالبًا ما يقدمان نفس السلعة أو الخدمة وهو ما يعني أنهما شركتين متنافستين قبل حدث الاندماج ويشيع هذا النمط من الاندماجات في الصناعات التي تتسم بقلة عدد الشركات العاملة فيها واحتدام المنافسة فيما بينها ويكون الغرض من الاندماج في تلك الحالة الحد من المنافسة أو تحقيق وفورات في التكاليف أو زيادة الحصة السوقية أو مزيج منها. ويعني ذلك أن الشركات تسعى من وراء ذلك النوع من الاندماج إلى تحقيق ما يُطلق عليه الاقتصاديون اقتصاديات الحجم وما ينتج تلك الصيغة من وفورات متنوعة.

2. الاندماج الرأسي

الاندماج الرأسي **Vertical Merger** هو صيغة تندمج فيها شركة مع أخرى تعمل في نشاط مكمل لنشاط الشركة ويكون ذلك في اتجاه المورد أو في اتجاه العميل والمثال على ذلك أن تندمج شركة لصناعة الإطارات مع أخرى تُنتج سيارات، أو تندمج شركة أسمنت مع شركة عقارية. ويشير ذلك إلى أن الشركتين المندمجتين يُنتجا أجزاء مختلفة ولكنها متكاملة في ضوء ما يُطلق عليه سلسلة الإمداد ويكون الاندماج الرأسي بغرض جعل عملية الإنتاج أكثر كفاءة أو جعل التكلفة أكثر فعالية.

3. الاندماج المختلط

الاندماج المختلط **Conglomerate Merger** هو اندماج بين شركتين يعملان في مجالات أو أنشطة مختلفة بغرض تحقيق منافع للكيان الجديد نتيجة مشاركة الأصول أو تخفيض مخاطر الأعمال وبالرغم من ذلك قد ينجم عن ذلك النوع من الاندماج زيادة مخاطر الشركة نتيجة ظهور مصادر جديدة للمخاطرة أو أن الشركة الجديدة تصبح غير قادرة على العمل بنجاح مثلما كانت عليه الشركتين قبل الاندماج.

مفهوم الاستحواذ وأشكاله

يُعرف الاستحواذ **Takeover** بأنه عملية سيطرة شركة على شركة أخرى غالبًا ما تكون أصغر منها وذلك من خلال شراء أكثر من 50% من حقوق التصويت في تلك الشركة. وللاستحواذ صيغ مختلفة، فيُصنف الاستحواذ من حيث طريقة إتمام الصفقة إلى استحواذ ودي وآخر عدائي، وفيما يلي مفهوم هذين الاصطلاحين.

الاستحواذ الودي **Friendly Takeover** هو عملية استحواذ شركة على شركة أخرى وذلك بعد تفاوض الفريق الإداري مُمثلاً في مجلس الإدارة وموافقة المساهمين على شروط مُعينة لاتمام صفقة الاستحواذ.

أما الاستحواذ العدائي **Hostile Takeover** فهو عملية استحواذ شركة على شركة أخرى بالرغم من عدم موافقة أو مقاومة مجلس إدارة الشركة المُستحوذ عليها، وفي تلك الحالة تقوم الشركة المُستحوذة بتقديم عرض استحواذ مباشر لحاملي الأسهم المُستهدفين أو تسعى للحصول على موافقتهم للاطاحة بأعضاء مجلس الإدارة الذين يقاومون عملية الاستحواذ.

كما يُصنف الاستحواذ من حيثُ طريقة دفع قيمة الصفقة إلى استحواذ نقدي أو غير نقدي. والاستحواذ النقدي **Cash Takeover** هو نوع من الاستحواذ تقوم فيه الشركة المُستحوذة بشراء أسهم المساهمين في الشركة المُستحوذ عليها نقدًا. أما الاستحواذ غير النقدي فيتم من خلال قيام الشركة المستحوذة بعملية استبدال أسهم ملاك الشركة المستحوذ عليها بأسهم في الكيان الجديد.

ولذا يري البعض أن الاستحواذ النقدي يظهر فقط عندما يُبدي المساهمون في الشركة المُستحوذ عليها عدم رغبتهم في المشاركة في الكيان الجديد الناجم عن عملية الاستحواذ. ولذلك فإن الاستحواذ لا يعني بالضرورة استبعاد المساهمين في الشركة المستحوذ عليها من الشراكة في الكيان الجديد الناجم عن تلك العملية.

تفسير ظاهرة الاندماج

سعى العديد من الباحثين إلى تفسير ظاهرة الاندماج أو الاستحواذ وفي سبيل ذلك ظهرت العديد من النظريات التي حاولت تفسير تلك الظاهرة ونظرًا لتعدد تلك النظريات فسوف نتناول البعض منها في ضوء معيار الانتشار ومعيار قوة النظرية وحُجيتها وذلك في الفقرات التالية.

1. نظرية تعظيم القيمة

تقوم نظرية تعظيم القيمة على فرضية أساسية ألا وهي أن الدافع الرئيسي لعمليات الإندماج أو الاستحواذ هو تعظيم قيمة الشركة التي تظهر نتيجة حدوث الإندماج بين الكيانين قبل الإندماج. ويبرر مؤيدو تلك النظرية حدوث تعظيم في قيمة الكيان الجديد نتيجة حدوث وفورات مالية حيث تتزايد قدرة الكيان المندمج على الحصول على الأموال بتكلفة أقل وذلك نتيجة زيادة متانة المركز المالي، كما أن حالات الاندماج قد تؤدي إلى تنوع أنشطة الكيان الجديد وهو ما يؤدي بدوره إلى تخفيض مستوى المخاطرة التي يتعرض لها ذلك الكيان الجديد.

كما يبرر مؤيدو تلك النظرية تعظيم القيمة بتعظيم الاستفادة من الخبرات والمهارات المتنوعة لدى الموارد البشرية بالكيانين قبل الإندماج وكذلك الاستفادة من توحيد جهود الترويج وتكاملها والاستفادة من جهود البحوث والتطوير. وقد يؤدي الاندماج إلى حدوث وفورات ومنافع إدارية نتيجة تطبيق أساليب إدارية تتسم بمزيد من الفعالية وهو ما يعكس بدوره على الفعالية التنظيمية.

فعندما تُقبل شركتان على قرار الاندماج أو الاستحواذ فإن الكيان الجديد قد يحقق كفاءة التكلفة وذلك نظرًا لأن عمليات الاندماج أو الاستحواذ تؤدي إلى خلق ما يُمكن تسميته "وفورات الحجم" حيث يزداد حجم الإنتاج وهو ما يؤدي بدوره إلى تخفيض متوسط تكلفة الوحدة من المنتج ويُمكن تفسير ذلك بوجود التكلفة الثابتة ضمن هيكل التكاليف والتي ينخفض نصيب الوحدة منها مع كل زيادة في حجم الإنتاج.

وقد يكون تعظيم القيمة من خلال الاندماج وذلك عندما يتم الاندماج بين شركتين متنافستين حيث يؤدي الاندماج في تلك الحالة إلى الحد من المنافسة وهو ما يؤدي بدوره إلى مزيد من سيطرة الكيان المندمج على السوق وربما يؤدي إلى حدوث ظاهرة احتكار القلة وبالرغم

من ما لتلك الظاهرة من نتائج سلبية على العملاء والمستهلكين إلا أنها تحقق مزايا للمنتجين من خلال السيطرة على السوق وتحقيق أرباح طائلة.

كما يبرر مؤيدو تلك النظرية تعظيم القيمة بما يتوفر لدى المديرين من معلومات بأن قيمة الشركة المستهدفة بالإندماج أكبر من توقعات المستثمرين وأن دمج تلك الشركة سوف يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للكيان الذي يظهر نتيجة الإندماج.

2. نظرية العولمة

العولمة تعني التحرك على مستوى العالم نحو التكامل الاقتصادي والتجاري والمالي، وتعني العولمة فتح الحدود المحلية والإقليمية بما يسمح بحرية حركة رؤوس الأموال والسلع والخدمات عبر الحدود الوطنية ولكنها لا تشمل حرية حركة الأيدي العاملة والتي يري الاقتصاديون ضرورة تضمينها. وبالرغم من ذلك قد يكون للعولمة آثار سلبية على بعض الاقتصادات الهشة في حالة تطبيقها بشكل عشوائي.

وفي هذا السياق أيد فريق من الباحثين فلسفة مؤداهما أن موجات الاندماج والاستحواذ كانت بمثابة ردة فعل تجاه ظاهرة العولمة والتي استهدفت القضاء على موانع حركة الشركات في الأسواق العالمية وهو ما يعنى احتدام المنافسة بين الشركات الوطنية والشركات الأجنبية الداخلة للأسواق المحلية بمناسبة البدء في تطبيق اتفاقيات العولمة وما نتج عنها من قواعد. ولذا سعت الشركات المحلية لظاهرة الإندماج أو الاستحواذ بغرض دعم إمكانياتها ومواردها لتُصبح قادرة على مواجهة المنافسة الشرسة الناتجة عن ظاهرة العولمة.

3. نظرية الاستجابة للتحليل البيئي

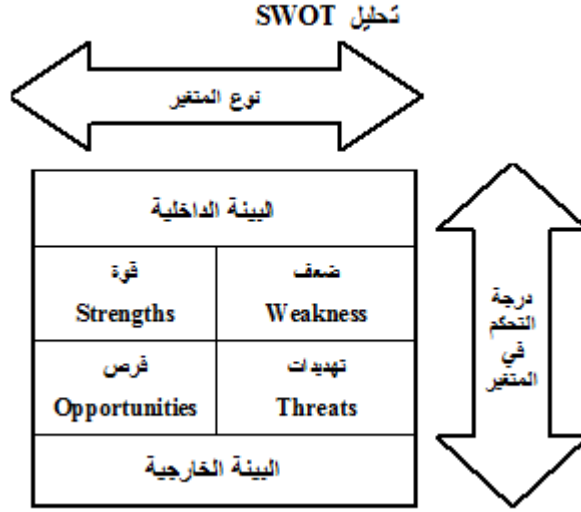
يقصد ببيئة الشركة كافة العوامل التي تؤثر على عمليات الشركة، وذلك بالنظر للشركة على أنها نظام مفتوح يؤثر في البيئة ويتأثر بها. فالشركات تستمد مدخلاتها من البيئة المحيطة

وتدفع بمخرجاتها إلى البيئة المحيطة. وتمثل مدخلات الشركة في كافة الموارد التي تحتاجها من موارد مالية ومادية وبشرية ومعلوماتية وتمثل مخرجات الشركة في الخدمات أو المنتجات التي تُقدمها لعملائها.

وفي إطار عملية توفير الموارد تتعامل الشركة مع العديد من الأطراف الداخلية كالمديرين والعاملين والعديد من الأطراف الخارجية مثل العملاء والموردين. كما أنها تعمل في ظل عوامل اقتصادية واجتماعية وسياسية وقانونية وثقافية وديموغرافية. وهذه العوامل ليست ثوابت ولكنها متغيرات جزء منها يخضع لسيطرة الشركة والجزء الآخر لا يخضع لسيطرتها وهذا ما يفرض على الشركة أن تتسم بالمرونة والقدرة على التكيف لتتمكن من البقاء والاستمرار في بيئة تتسم بالتغيرات العديدة والمتسارعة.

ويتطلب تحليل بيئة الشركة دراسة كافة الأطراف التي تتعامل معها وكافة العوامل البيئية التي تؤثر عليها. ويتم دراسة تلك المتغيرات في إطار زمني من حيث سلوكها في الماضي وفي الوقت الحالي وتوقع سلوكها مستقبلاً، لتتمكن الشركة من تكوين رؤية عن تلك المتغيرات تساعد في تحديد الأهداف الممكنة تحقيقها.

ويتوقف نجاح الشركة إلى حد كبير على مدى دراسة العوامل البيئية المؤثرة فيها سواء كانت عوامل مرتبطة بالبيئة الداخلية أو بالبيئة الخارجية، وهو ما يُطلق عليه تحليل SWOT. وفي هذا الصدد ينبغي التركيز أولاً على تحديد تلك العوامل، ثم تحديد درجة تأثيرها على الشركة. وعلى الشركة أن تستعد لتجنب نقاط الضعف وتعظيم الاستفادة من نقاط القوة ومواجهة التهديدات واقتناص الفرص. وقد يكون ذلك عن طريق الاندماج أو الاستحواذ ويمكن استيعاب بيئة الشركة وتأثيرها من خلال الشكل التالي:



يستعرض الشكل السابق بيئة الشركة والتي تنقسم إلى البيئة الداخلية والبيئة الخارجية، وبشكل عام يشير مصطلح البيئة إلى كافة العوامل أو المتغيرات التي تؤثر على عمليات الشركة وأنشطتها، وهذه العوامل تتفاوت من حيث سرعة معدلات تغيرها وكذلك من حيث قدرة الإدارة على السيطرة عليها أو التحكم فيها. وينتج عن تحليل بيئة الشركة أما موقف إيجابي وذلك في حالة ظهور نقاط قوة أو فرص أمام الشركة أو موقف سلبي وذلك في حالة ظهور نقاط ضعف أو مخاطر تهدد الشركة.

والبيئة الداخلية **Internal Environment** هي خصائص وسمات الشركة التي تدعمها أو تمنعها من تحقيق أهدافها، أو هي كافة العوامل التي تؤثر على عمليات الشركة وأنشطتها وتتبع تلك العوامل من داخل الشركة. ومن أمثلة متغيرات البيئة الداخلية الإدارة والعاملين ونوع التكنولوجيا المستخدمة وتوافر الموارد المالية وتوافر نظم معلومات فعالة.

والبيئة الخارجية **External Environment** هي خصائص البيئة التي تعمل فيها الشركة والتي تدعمها أو تمنعها من تحقيق أهدافها، أو هي العوامل والمتغيرات التي تنبع من خارج

الشركة وتؤثر علي أدائها. ومن أمثلة تلك المتغيرات مدي الاستقرار السياسي والإنفاق الحكومي ومعدلات الضرائب ومعدلات التضخم ودرجة المنافسة والتركيبة السكانية ومعدلات الدخل ومستويات التعليم وأذواق المستهلكين.

4. نظرية الهروب من الإفلاس

يري البعض أن اندماج الشركة التي تمر بحالة من الفشل مع شركة أخرى ناحجة أو حتي استجابتها للاستحواذ عليها من قبل شركة أخرى قد يكون حل للهروب من ظاهرة الفشل أو حدث الإفلاس ويرجع ذلك لما تتمتع به الشركة الدامجة أو المستحوذة من نقاط قوة سواء في النواحي الإدارية أو الموارد المالية أو النواحي الفنية والتقنيات الإنتاجية والأبحاث والتطوير إلى غير ذلك من العوامل. وهو ما يسهم في التغلب على نقاط الضعف والمشكلات التي تعاني منها الشركة الفاشلة.

ولذلك يمكن أن تكون عمليات الاندماج أو الاستحواذ مفيدة للشركة التي تعاني من مشاكل أو صعوبات مختلفة أو تُصبح غير قادرة على التغلب على تلك الصعوبات. وذلك في حالة الاستحواذ عليها من قبل شركة أخرى قوية أفضل لها من قرار التصفية أو الخروج من السوق. ففي تلك الحالة قد تكون الشركة الجديدة أكثر فعالية وأكثر قدرة على المنافسة وبهذا تحقق عملية الاندماج أو الاستحواذ فوائد للشركة المستهدفة تتمثل في الخروج من الوضع الصعب كما تحقق منافع للشركة الدامجة أو المُستحوذة تتمثل في الحصول على حصة أكبر من السوق.

تعاني الشركات التي تمر بأحد مراحل الفشل المالي من زيادة درجة الرفع المالي بمعنى زيادة درجة المخاطرة المالية التي تتعرض لها الشركة وذلك نتيجة اعتماد الشركة بشكل كبير على مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة، وهو ما يعرضها لمخاطر مالية مقارنة بالشركات التي تعتمد على التمويل بالملكية.

ومن المعروف أن التكلفة التمويلية الثابتة هي الفوائد التي تدفعها الشركة على قروضها أو الكوبونات التي تدفعها لحاملي سندات الشركة، أو التوزيعات الثابتة التي تدفعها الشركة لحاملي الأسهم الممتازة؛ حيث أن مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة تشمل: القروض، والسندات، والأسهم الممتازة. وتدرج الأسهم الممتازة ضمن مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة لالتزام الشركة بتوزيعات دورية ثابتة تجاه حاملوها. ولهذا قد يسهم قرار الاندماج في تحسين درجة الرفع المالي.

تقييم الشركات لأغراض الاندماج

يُقصد بتقييم الشركة تحديد قيمة الشركة المستهدفة بالاندماج أو الاستحواذ ويتم تقييم الشركات بأسلوب القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية ويعتمد ذلك على تقدير التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للشركة المستهدفة، ثم حساب التدفقات النقدية الصافية ثم حساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية وذلك بمعدل خصم يوازي معدل العائد الذي يطلبه المستثمر وهو في تلك الحالة الشركة الدامجة أو المستحوذة. ويُمكن التعبير عن ذلك الأسلوب بالمعادلة التالية:

$$\text{قيمة الشركة} = \frac{\text{الربح التشغيلي (1 - معدل الضرائب)}}{\text{معدل العائد المطلوب}} + \frac{\text{الفوائد السنوية} \times \text{معدل الضرائب}}{\text{معدل الفائدة}}$$

مثال

إذا كانت مبيعات شركة المراعي للصناعات الغذائية 2,000,000 ريال وتكلفة المبيعات 1,500,000 ريال وتخضع الشركة للضرائب بمعدل 20٪، وتدفع الشركة تكاليف تمويل بالمديونية 100,000 ريال. فإذا كان سعر الفائدة السائد في السوق 10٪ وترغب الشركة الراغبة في الدمج في تحقيق عائد على استثماراتها بمعدل 16٪.

المطلوب: حساب قيمة الشركة

الحل

يتم حساب الربح التشغيلي وذلك بالمعادلة التالية:

$$\text{الربح التشغيلي} = \text{صافي المبيعات} - \text{تكلفة المبيعات}$$

أي أن

$$\text{الربح التشغيلي} = 2,000,000 - 1,500,000 = 500,000 \text{ ريال}$$

نُستخدم المعادلة التالية في حساب قيمة الشركة:

$$\text{قيمة الشركة} = \frac{\text{الربح التشغيلي (1- معدل الضرائب)}}{\text{معدل العائد المطلوب}} + \frac{\text{الفوائد السنوية} \times \text{معدل الضرائب}}{\text{معدل الفائدة}}$$

وبالتعويض في تلك المعادلة يتضح أن:

$$\text{قيمة الشركة} = \frac{500,000 (\%20 - \%100)}{\%16} + \frac{\%20 \times 100,000}{\%10} = 2,700,000 \text{ ريال}$$

وهنا ينبغي على الشركة تنفيذ عملية الدمج أو الاستحواذ على شركة المراعي إذا كانت

قيمة الصفقة أقل من أو تساوي 2,700,000 ريال أما إذا كانت قيمة الصفقة أكبر من تلك القيمة

فلا ينبغي تنفيذها لكونها لن تكون في صالح الشركة الدامجة.

فشل عمليات الاندماج

أوضحت نتائج الدراسات أن نسبة تتراوح من 40% إلى 80% من عمليات الاندماج

والاستحواذ كانت نتائجها مخيبة للآمال حيثُ تدهورت قيمة أسهم الشركة في الأسواق المالية.

ولذا ينبغي التعرف على دوافع قرار الاندماج أو الاستحواذ التي تسهم في نجاح تلك العملية فهناك

اعتقاد سائد بأن الاندماج بين شركتين يؤدي إلى زيادة إنتاجية الكيان الجديد وذلك نتيجة ما يُطلق

عليه وفورات الحجم، إلا أن هذه الزيادة في الإنتاجية لا تتحقق دائماً.

وهناك عدة أسباب لفشل عمليات الاندماج والاستحواذ يُمكن إيجازها فيما يلي:

- إذا تم التخطيط لصفقات الاندماج أو الاستحواذ بالاعتماد فقط على الظروف السائدة في سوق الأوراق المالية ففي أغلب الأحيان تكون تلك الصفقات محفوفة بمستويات مرتفعة من المخاطر.
- عندما يكون قرار الاندماج أو الاستحواذ بغرض بناء المجد لشخص مُعين أو حتي للفريق الإداري دون مراعاة أهداف الشركة واحتياجاتها ومصالحها، فكثيرًا ما يحقق قرار الاندماج أو الاستحواذ نوعًا من الرضا لكبار المسؤولين.
- عندما يكون قرار الاندماج أو الاستحواذ إجراءً دفاعي لتجنب الآثار السلبية للعولمة أو لبيئة الأعمال.
- اختلاف الثقافة التي تنتمي إليها كل شركة قد يحول دون تحقيق أهداف قرار الاندماج أو الاستحواذ.

وفي هذا السياق ينبغي التنويه إلى أن التخطيط الاستراتيجي السليم يمكن أن يحمي عمليات الاندماج والاستحواذ من الفشل. ولذا تُعد استراتيجيات الاندماج والاستحواذ غاية في الأهمية وذلك بغرض تحقيق أقصى منافع ممكنة من عملية الاندماج أو الاستحواذ، وفي هذا السياق يُمكن للشركات المُقبلة على اتخاذ قرار بشأن الاندماج أو الاستحواذ الاستفادة من عمليات الاندماج والاستحواذ التي جرت في السوق بين شركات أخرى وثبت نجاحها، وذلك من خلال تحليل ودراسة العديد من عمليات الاندماج والاستحواذ.

وقد تبين أن هناك بعض القواعد الذهبية التي يمكن أن تعامل على أنها استراتيجيات تدعم نجاح صفقة الاندماج أو الاستحواذ وهي:

- قبل الدخول في أي صفقة اندماج أو استحواذ ينبغي دراسة أداء عدة شركات وتحديد مكانتها في السوق واختيار الشركة المستهدفة وفقاً لمعايير محددة وتحديد القيمة الصحيحة للصفقة.
- تحديد الفرص المستقبلية ودراسة اتجاهات السوق ورد فعل العملاء تجاه منتجات الشركة وذلك بغرض تقييم إمكانات النمو للشركة المستهدفة مستقبلاً.
- تحديد الوقت المناسب لبدء عملية الاندماج.
- ينبغي دراسة استراتيجية تشغيل وإدارة الشركة المستهدفة ورسم استراتيجية مناسبة للتكامل بين الشركتين وذلك لتفادي حدوث مشكلات بعد اتمام صفقة الاندماج.
- إذا كانت الشركة الدامجة تعتمد إعادة هيكلة الشركة المستهدفة ينبغي إعلان خطة إعادة الهيكلة.
- ينبغي مراعاة إدارة الشركة الدامجة لطبيعة بيئة العمل وثقافة القوى العاملة في الشركة المستهدفة وذلك أثناء وضع استراتيجيات عمليات الدمج وذلك لا يشعر العاملون بالشركة المستهدفة بأنهم معرضون لخطر فقدان وظائفهم ما ينعكس بالسلب على الروح المعنوية.

تطبيقات

السؤال الأول:

فسر سبب صحة أو خطأ كل فقرة من الفقرات التالية:

1. من أشكال الاندماج الأكثر شيوعاً في الصناعات التي تتسم بقلة عدد الشركات العاملة فيها واحتدام المنافسة نمط الاندماج الرأسي.
2. في حالة سعي الشركات إلى تحقيق ما يُطلق عليه الاقتصاديون اقتصاديات الحجم فإنها تلجأ إلى نمط الاندماج الأفقي.
3. في حالة رغبة الشركة في الاندماج في اتجاه العميل أو المورد فإنها تلجأ إلى نمط الاندماج المختلط.
4. عندما يحدث الاندماج في في ضوء ما يُطلق عليه سلسلة الإمداد **Supply Chain** فإنه يُعد اندماج رأسي.
5. مزج كيانين أو أكثر في كيان واحد جديد بغرض إحداث نوع من التكامل في الأنشطة يُعد اندماج أفقي.
6. عندما يحدث الاندماج بين شركتين يعملان في مجالات أو أنشطة مختلفة بغرض تحقيق منافع للكيان الجديد نتيجة مشاركة الأصول أو تخفيض مخاطر الأعمال يُعد اندماج مختلط.
7. استحواذ شركة على شركة أخرى بتقديم عرض استحواذ مباشر لحاملي الأسهم المُستهدفين استحواذ نقدي.
8. يظهر الاستحواذ النقدي فقط عندما يُبدي المساهمون في الشركة المُستحوذ عليها رغبتهم في عدم المشاركة في الكيان الجديد الناجم عن عملية الاستحواذ.
9. الاستحواذ ظاهرة تعني استبعاد المساهمين في الشركة المستحوذ عليها من الشراكة في الكيان الجديد الناجم عن تلك العملية.

10. يبرر أصحاب نظرية تعظيم القيمة ظاهرة الاندماج في ضوء تحرك الأسواق من ظاهرة المنافسة الكاملة في اتجاه ظاهرة الاحتكار.
11. يبرر أصحاب نظرية العولمة ظاهرة الاندماج بتحقيق وفورات تزيد من قدرات الكيان الجديد.
12. يبرر أصحاب نظرية الهروب من الإفلاسي ظاهرة الاندماج بدعم إمكانيات وموارد الشركات لتصبح قادرة على مواجهة المنافسة الشرسة.
13. في ضوء دراستك لظاهرة الاندماج والاستحواذ، تسمع ظاهرة العولمة بحرية حركة رؤوس الأموال والسلع والخدمات والأيدي العاملة عبر الحدود الوطنية.

السؤال الثاني:

إذا علمت أن الربح التشغيلي لشركة المراعي للصناعات الغذائية مليون ريال وتخضع الشركة للضرائب بمعدل 20٪، وتدفع الشركة فوائد سنوية 100,000 ريال. وسعر الفائدة السائد في السوق 10٪ وترغب الشركة السعودية في الاستحواذ على شركة المراعي فإذا كانت الشركة السعودية تطلب عائد على استثماراتها بمعدل 16٪.

المطلوب: حدد القيمة التي ينبغي أن لا تتجاوزها صفقة الاستحواذ.

السؤال الثالث:

قارن بين الثنائيات التالية:

1. الاندماج والاستحواذ.
2. الاندماج الرأسي والاندماج الأفقي.
3. الاستحواذ الودي والاستحواذ العدائي.
4. الاستحواذ النقدي وغير النقدي.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

أمير شوشة (2012)، "الإدارة المالية والاستثمار: النظرية والتطبيق"، الجهاز المركزي لنشر وتوزيع الكتاب الجامعي، جامعة المنصورة.

أمير شوشة (2014)، "التحليل المالي من النظريات العلمية إلى الممارسات التطبيقية"، مكتبة المتنبى، الدمام، المملكة العربية السعودية.

أمير شوشة (2014)، "التخطيط المالي الشخصي"، مكتبة المتنبى، الدمام، المملكة العربية السعودية.

أمير شوشة (2014)، "مبادئ الإدارة المالية: النظريات العلمية والممارسات التطبيقية"، مكتبة المتنبى، الدمام، المملكة العربية السعودية.

أمير شوشة (2014)، "مقدمة في الأسواق المالية والمحافظ الاستثمارية"، مكتبة المتنبى، الدمام، المملكة العربية السعودية.

أمير شوشة (2011)، "إدارة المشروعات الصغيرة" الجهاز المركزي لنشر وتوزيع الكتاب الجامعي، جامعة المنصورة.

أمير شوشة (2012) "إدارة المنشآت المالية: الأسواق المالية النظرية والتطبيق"، الجهاز المركزي لنشر وتوزيع الكتاب الجامعي، جامعة المنصورة.

البورصة المصرية (2008)، "كتاب الإفصاح: الخمسين شركة الأكثر نشاطاً"، الإصدار الخامس.

جمال الدين محمد المرسي وأحمد عبدالله اللحج (2010). الإدارة المالية مدخل اتخاذ القرارات. الدار الجامعية، جمهورية مصر العربية.

جودة عبد الرؤوف محمد زغلول (2006)، "تعزيز آليات حوكمة الشركات باستخدام نظام إدارة الأداء الإستراتيجي للجيل الثالث لمقياس الأداء المتوازن"، مجلة التجارة والتمويل العدد الثاني، صفحة 1-62.

حسين الماحي (2001)، "الشركات التجارية"، دار النهضة العربية القاهرة.

دريد كامل آل شبيب (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري. دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع عمان الأردن.

رفيق يونس المصري (2112). التمويل الاسلامي. دار القلم دمشق الطبعة الأولى، سوريا.

زياد رمضان ومروان شموط (2010). الأسواق المالية. الشركة العربية المتحدة القاهرة جمهورية مصر العربية.

سعد عبد الحميد مطاوع (2008)، "الإدارة المالية مدخل حديث"، الجهاز المركزي لنشر وتوزيع الكتاب الجامعي، جامعة المنصورة.

سعد عبد الحميد مطاوع (2008)، "الأسواق المالية"، الجهاز المركزي لنشر وتوزيع الكتاب الجامعي، جامعة المنصورة.

عبد القادر محمد أحمد عبدالله وخالد بن عبد العزيز السهلاوي (1433 هـ) أساسيات الإدارة المالية. الطبعة الثالثة.

عبد الناصر يراني أبوشهد (2012). إدارة المخاطر في المصارف الاسلامية. دار النفائس الأردن.

قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة الصادر بالقانون رقم 159 لسنة 1981.

محمد البغدادى (1996) "الإدارة المالية فى منظمات الأعمال: الجزء الأول قرار التمويل"، الجهاز المركزى لنشر وتوزيع الكتاب الجامعى، جامعة المنصورة.

محمد البغدادى (1996)، "الإدارة المالية فى منظمات الأعمال: الجزء الثانى قرار الاستثمار"، الجهاز المركزى لنشر وتوزيع الكتاب الجامعى، جامعة المنصورة.

محمد البغدادى (2010)، "إدارة المؤسسات المالية المعاصرة"، الجهاز المركزى لنشر وتوزيع الكتاب الجامعى، جامعة المنصورة.

محمد البوعبيدي (1435 هـ). مالية المنشأة. مكتبة المتنبى الدمام المملكة العربية السعودية.

محمد سعيد عبد الهادي (2008). الإدارة المالية: الاستثمار والتمويل، التحليل المالى، الأسواق المالية الدولية الحمد للنشر الطبعة الأولى الأردن.

محمد مطر وفايز تيم (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل للنشر الطبعة الأولى، الأردن.

محمد أمين بارودي (2008). الوساطة المالية أبرز التطبيقات المعاصرة. دار النوادر ، لبنان.

مركز المديرين التابع لوزارة الاستثمار (2006)، "دليل مبادئ حوكمة شركات قطاع الأعمال العام بجمهورية مصر العربية".

مصطفى الكرداوى "مبادئ الإدارة المالية والاستثمار"، 2010 الجهاز المركزى لنشر وتوزيع الكتاب الجامعى، جامعة المنصورة.

مصطفى الكرداوى وأمير شوشة (2010) "الاتجاهات الحديثة فى إدارة المنشآت المالية"،
الجهاز المركزى لنشر وتوزيع الكتاب الجامعى، جامعة المنصورة.

مصطفى الكرداوى وأمير شوشة (2010) "الإدارة المالية"، الجهاز المركزى لنشر وتوزيع
الكتاب الجامعى، جامعة المنصورة.

منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية (2004)، "مبادئ منظمة التعاون الاقتصادى والتنمية فى
مجال حوكمة الشركات"، ترجمة مركز المشروعات الدولية الخاصة.

منير شاكىر محمد واسماعيل اسماعيل وعبد الناصر نور (2008). التحليل المالى مدخل
صناعة القرار. دار وائل للنشر الطبعة الثالثة.

مؤسسة التمويل الدولية (2002)، "تعريف استرشادى لعضو مجلس الإدارة المستقل"،
ترجمة مركز المشروعات الدولية الخاصة.

نظير رياض محمد الشحات (2004)، "الإدارة المالية والعولمة"، المنصورة، المكتبة العصرية.

نظير رياض محمد الشحات (2007)، "إدارة محافظ الأوراق المالية فى ظل حوكمة
الشركات"، المنصورة، المكتبة العصرية.

نعيم نمر داود (2012). التحليل المالى دراسة نظرية تطبيقية. دار البادية الطبعة الأولى.

الهيئة العامة لسوق المال (2006)، "مشروع القواعد التنفيذية لحوكمة الشركات المقيدة
بيورصتى القاهرة والإسكندرية".

الهيئة العامة لسوق المال (2008)، "قرار رقم 2 بشأن تعديل قواعد قيد واستمرار قيد
وشطب الأوراق المالية".

المراجع باللغة الأجنبية:

- Aksu, Mine H. (2006), " Transparency & Disclosure in the Istanbul Stock Exchange: Did IFRS Adoption and Corporate Governance Principles Make a Difference?". Working Paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com>.
- Brigham Eugene F. & Ehrhardt Michael C. (2005). Financial Management: Theory and Practice. Business School Edition, Thomson South-Western.
- Bruno, Valentina G. & Claessens, Stijn (2007). Corporate Governance and Regulation: Can There Be Too Much of a Good Thing? Finance Working Paper, No.142, available at SSRN: <http://ssrn.com>.
- Cadbury A. (1992). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. London Gee Publishing.
- Chhaochharia Vidhi & Grinstein Yaniv (2005), "Corporate Governance and Firm Value the Impact of the 2002 Governance Rules", The World Bank, Cornell University.
- Chhaochharia, Vidhi & Laeven, Luc (2007), "The Invisible Hand in Corporate Governance", Finance Working Paper, No.165. Available at SSRN: <http://ssrn.com>.
- Durnev A. & Kim E. H. (2005), "To Steal or not To Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation", Journal of Finance 60, 1461-1493.
- Durnev A. (2003), " Addressing the Endogeneity Problem in the Relation between Governance ITS Determinants and Firm Performance", Working Paper, New York University.

Durnev A. ; Morck R., & Yeung B. (2003), "Value Enhancing Capital Budgeting and Firm-Specific Return Variation", Journal of Finance, Forthcoming.

Jensen Michael C. & Meckling William H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, pp305-360.

John K. & Senbet L. (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", Journal of Banking & Finance.

Kanagaretnam, Kiridaran; Lobo, Gerald J. & Whalen, Dennis J. (2007). Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements? Journal of Accounting and public policy, Forthcoming available at SSRN: <http://ssrn.com>.

La-Porta, Rafael ; Lopez-de-Silanes , Florencio ; Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (1997), "Legal Determinants of External Finance ", Journal of Finance 52 , 1131-1150.

La-Porta, Rafael ; Lopez-de-Silanes , Florencio ; Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (2000), "Investor Protection and Corporate Governance", Journal of Financial Economics 58 , 1147-1170.

Miguel de Alberto; Pindado Julio & la Torre de Chabela (2002), "Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System", Working Paper, Universidad de Salamanca, Spain.

Miguel de Alberto; Pindado Julio & la Torre de Chabela (2003), "How does Ownership Structure Affect Firm Value? A Comparison Using Different Corporate Governance Systems", Working Paper, Universidad de Salamanca, Spain.

**Organization for Economic Co-operation and Development
Principles of Corporate Governance (2004).**

**Shleifer A. & Vishny R. (1997). Survey of Corporate Governance.
Journal of Finance.**

**Sternberg E. (1998). Corporate Governance: Accountability in
Market Place. Institute of Economic Affairs, London.**

**Wheelen, Thomss L. (2006). Strategic Management and Business
Policy, Concepts and Cases. Pearson Prentice Hall, Upper
Saddle River, NJ 07458.**

Willim Son O. (1984), "Corporate Governance", Yale Law Journal.

تم بحمد الله وتوفيقه
في ديسمبر 2015