



جامعة الكوفة
كلية الإدارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية

تمويل الشركات

المرحلة الثالثة

الاستاذ المساعد الدكتور
علي عبد الامير الفتلاوي

تطلب من مكتب
أوراس للطباعة والاستنساخ
كلية ادارة والاقتصاد

2023

2022

1

الفصل الأول

الإدارة المالية : نظرة عامة

Financial Management , FM :An Overview

1-1- الإدارة المالية , FM Financial Management

1-1- حقل الإدارة المالية Financial Management Field

الإدارة المالية حقل معرفي كبير من الحقول المعرفية للحقل المعرفي الواسع إدارة الأعمال. وهي إحدى الوظائف الرئيسية لمنشآت الأعمال Business Firms* ، التي تشمل إدارة الموارد البشرية، الإدارة المالية، إدارة العمليات، وإدارة التسويق. تتخذ الإدارة المالية وتنفذ مجموعة من القرارات المالية الرئيسية وهي قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، وقرارات مقسوم (توزيع) الأرباح. واتخاذ هذه القرارات يتطلب مراعاة وفهم لأهداف المنشأة.

وتسمى الإدارة المالية Financial Management كذلك بالإنكليزية Managerial Finance ، Corporate Finance ، Business Finance. والإدارة المالية هي عملية اتخاذ القرارات التي تتعلق بالتخطيط، الحصول، والاستخدام للأموال بطريقة تمكن من تحقيق الأهداف المطلوبة للمنشأة، وتشمل هذه العملية التقويم للموجودات، والمطلوبات، وحق الملكية.

تهتم كل منشأة أياً كانت كبيرة أم صغيرة، هادفة للربح من عدمه بالإدارة المالية، وأن نجاحها أو فشلها يعتمد في جزء كبير منه على نوعية القرارات المالية. لهذا فإن

* سوف تستخدم المصطلحات التالية: منشآت الأعمال ، شركات الأعمال، منظمات الأعمال، مؤسسات الأعمال، شركة، منشأة ، مؤسسة، منظمة، للدلالة على نفس المعنى.

الإدارة المالية مجال حاسم في إدارة المنشأة. وتقريباً أي قرار رئيسي يتخذ من قبل المدراء في المنشأة ينطوي على مضامين مالية مهمة. ويواجه المدراء يوماً التساؤلات التالية:

ماهية الاستثمارات المرشحة للمنشأة؟ من أين تمول هذه الاستثمارات؟ هل التمويل المتوفر لدى المنشأة كافي من عدمه؟ ما هو نوع الائتمان؟ ما هو مقدار المخزون؟ ما هو مقدار الأموال التي ستوزع على المساهمين؟ أية محاولة لاتخاذ الإدارة المالية قرارات أفضل؟ وكيف ينبغي أن تتم المبادلة بين المخاطرة والعائد The Risk-Return Tradeoff.

2- الإدارة المالية وحقول المعرفة الأخرى FM and Other Disciplines

لا تتخذ الإدارة المالية قراراتها بمعزل عن حقول المعرفة الأخرى، بل تعتمد هذه القرارات في كثير من نواحيها على هذه الحقول، وأكثرها أهمية هي المحاسبة، الاقتصاد الجزئي والكمي والقياسي، لها أهمية خاصة. وكل من التسويق، وإدارة العمليات، والأساليب الكمية.

2-1- المحاسبة: يرجع المدراء الماليون إلى البيانات المحاسبية التي تساعد في اتخاذ القرارات، إذ يعد ويطور المحاسبون التقارير المالية التي تساعد المدراء الماليين في تقدير الأداء في الماضي والتوجه نحو مستقبل المنشأة. فدور المحاسبين هو تطوير للكشوفات المالية كشف الميزانية العمومية وكشف الدخل.

2-2- الاقتصاد: هناك مجالين أساسيين في الاقتصاد هما، الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي. يتعامل الأول مع القرارات الاقتصادية للأفراد والمنشآت، والثاني ينظر للاقتصاد بشكل كلي.

2-3- الحقول الأخرى: تشمل الحقول الأخرى التسويق، العمليات، والأساليب الكمية. ينبغي أن يأخذ المدراء الماليين أثر المنتجات الجديدة وتطويرها، وما يتطلب ذلك من طاقات إنتاجية، وانعكاس ذلك في شكل نفقات مالية (كلف) وتساعد الأساليب الكمية في تقدير وحساب الإيرادات والتكاليف.

3- خلفية تاريخية مختصرة عن حقل الإدارة المالية

تطور حقل الإدارة المالية كثيراً ، خلال فترة الثلاثينيات من القرن العشرين أتمس الحقل بالمناقشات الوصفية للأسواق المالية والاستثمارات التي تتداول في تلك الأسواق. لهذا فإن الإدارة المالية كحقل دراسي ركز تقليدياً على جانب المطلوبات (الخصوم) ومعنى ذلك كيفية الحصول على التمويل، ولهذا كان ينظر الى المدير المالي كـ As A Financer. لقد مرت على هذا الحقل تغيرات مهمة إبان فترة الكساد العظيم خلال الثلاثينيات، لذلك تركز الاهتمام على النواحي القانونية التي تبحث عن الإفلاسات الكبيرة وإعادة تنظيم المنشآت، والتعليمات الحكومية.

أستمر تدريس الإدارة المالية بشكل وصفي ونوعي خلال الأربعينيات والى الخمسينيات. وحصلت خلال الخمسينيات تطورات مهمة على الحقل، إذ توسع دور واهتمام المدير المالي ليهتم بالأصول (الموجودات) بالإضافة الى المطلوبات أي الاهتمام بقرارات الاستثمار بالإضافة الى قرارات التمويل. وأخذت البحوث المالية بالاهتمام بتكاليف رأس المال، الموجودات المالية، وكذلك التقدم الذي حصل في إطار الموازنة الرأسمالية (قرارات الاستثمار). وفي الستينيات استخدمت الأساليب الكمية (النماذج الرياضية والإحصائية) لتخصيص الموجودات، ومن الستينيات الى السبعينيات تم التوجه نحو إدخال المزيد من النظريات والنماذج والأساليب الكمية في الإدارة المالية ونماذج تعديل العائد بالمخاطرة لغرض تعظيم قيمة المنشأة (تعظيم ثروة المساهمين).

وخلال السنوات التي أعقبت السبعينيات تطور هذا الحقل كثيراً، فالإدارة المالية اليوم تتمتع بمعرفة علمية وعملية واسعة للأساليب المالية الحديثة. وتعددت حقولها لتشمل، المصارف، الاستثمارات، محافظ الاستثمار، الهندسة المالية (المشتقات المالية) وغيرها.

1-2- المدير المالي Financial Manager

الإدارة المالية هي وظيفة المدير المالي، لذا يكون من المفيد أن نسلط الضوء على تساؤلين رئيسيين هما: من هو المدير المالي وما هي مسؤولياته؟ وكيف ننظر الى دوره في إدارة أموال الشركة وتأمين احتياجاتها التمويلية من السوق المالية. ورغم أن البداية

تتطلب من تحديد مسؤوليتين للمدير المالي والتي يمكن صياغتها بالسؤالين التاليين هما: ما هي الاستثمارات التي يتعين على الشركة قبولها؟ وكيف يمكن تمويل تلك الاستثمارات؟ بيد أن الإجابة عليهما يقتضي ابتداءً تناول مسؤولية ودور المدير المالي .

1- مسؤولية المدير المالي Financial Manager Responsibility

المدير المالي هو من يضطلع بمسؤولية اتخاذ القرارات المالية في الشركة . وعلى الرغم من وجود المتخصصين في مجال التمويل فإن الإدارة العليا تتدخل باستمرار في القرارات المالية. ولا يقف الأمر عند هذا الحد وإنما المهندس الذي يقوم بتصميم المنتج الجديد يؤثر في القرار المالي طالما يحدد التصميم نوع الموجودات الحقيقية التي يتعين شراؤها من قبل الشركة . ومدير التسويق الذي يوصي بإقامة حملة إعلانية واسعة أيضاً هو الآخر يصنع قرار استثماري مهم . فالحملة هي استثمار في موجودات غير ملموسة التي تتعكس نتائجها في زيادة المبيعات والعوائد في المستقبل .

ينقسم المسؤوليات المالية في الشركات المساهمة الكبيرة كل من المدير المالي (Treasurer) والمراقب المالي (Controller) ويُلخص الجدول (1-1) بعض المسؤوليات النموذجية للمدير المالي والمراقب المالي .

جدول (1-1)

مسؤوليات المدير المالي والمراقب المالي

المراقب المالي Controller	المدير المالي Treasurer
(1) الحسابات	(1) تنظيم العلاقات المصرفية مع البنوك
(2) أعداد القوائم المالية السنوية	(2) إدارة النقد
(3) التدقيق الداخلي	(3) الحصول على التمويل اللازم للشركة
(4) أعداد جداول الرواتب	(4) إدارة الائتمان
(5) المحافظة على السجلات المحاسبية	(5) توزيع مقسوم الأرباح على المساهمين
(6) أعداد الموازنات التخطيطية	(6) التأمين على ممتلكات الشركة
(7) أعداد الحسابات الضريبية	(7) إدارة التقاعد

The Role of the Financial Manager

2- دور المدير المالي

تحتاج الشركات المساهمة على الدوام الى تنويع الموجودات الحقيقية (Real Assets) التي تقسم عادة الى موجودات متداولة، وموجودات ثابتة. تحتاج الشركة الى النقد (السيولة) لغرض شراء واقتناء تلك الموجودات ، والذي تلجأ عادة الى توفيره من خلال بيع الموجودات المالية (الأسهم والسندات) أو ما تسمى بالأوراق المالية (Securities). وهذه الأوراق تمثل قيمة لأنها تشكل التزامات على الموجودات الحقيقية للشركة. وبالتالي يتوجب على الموجودات الحقيقية للشركة أن تولد نقد يكفي لتأمين أو تسديد الديون (السندات). أن المدير المالي يقف بين عمليات الشركة والسوق المالية عندما يمسك المستثمرون بالموجودات المالية المصدرة من قبل الشركة .

تُكمن مسؤولية المدير المالي في تقديم الحلول للمساهمين الذين هم عادة مالكي الشركة. ينبغي أن يكون المساهمين أكثر غنى Better off عند أي قرار مالي من شأنه أن يزيد من قيمة استثماراتهم في الشركة. وهكذا يمكن القول أن قرار الموازنة الرأسمالية الجيد يكمن في شراء الموجودات الحقيقية التي تدر أعلى عائد مالي يزيد على كلفتها. أي الموجودات التي تخلق صافي مساهمة الى القيمة Net Contribution to value .

3-1- قرارات الإدارة المالية Financial Management Decisions

تتمثل القرارات الرئيسية للإدارة المالية بأربعة قرارات رئيسية هي قرارات التمويل، قرارات الاستثمار، قرارات رأس المال العامل، وقرارات مقسوم الأرباح، وبذلك فإن القرارات الأساسية للإدارة المالية التي تتخذ في إطار هذه الوظائف هي قرارات تمويل، واستثمار، ومقسوم أرباح.

1- قرارات التمويل - الهيكل المالي Financing Decisions-Financial Structure

يعرف قرار التمويل بأنه الحصول على الأموال بالشكل الأمثل، أي تحديد مزيج مناسب للتمويل يتكون من تمويل قصير الأجل، وتمويل طويل الأجل، وتمويل بالملكية وتمويل بالدين، يجعل كلفة التمويل في حدها الأدنى وبما يعظم ثروة المساهمين أي (تعظيم قيمة المنشأة Firm Value Maximization). وهو دوماً الهدف الأساسي لكل

قرار من قرارات الإدارة المالية. وبالتالي فإن أي قرار تمويلي يجب أن يحافظ على الأقل على القيمة الجارية للمنشأة (الشركة). وهذا يتطلب المعرفة والدراسة بالأسواق المالية التي من خلالها يتم الحصول على الأموال. ولهذا يتوجب على المدراء الماليين عند اتخاذهم لقرارات التمويل أن يأخذوا بعين الاعتبار أن هناك عدداً كبيراً من المصادر البديلة التي يمكنهم الحصول منها على الأموال ويترتب على استخدام كلاً منها عائد ومخاطرة، فالعائد هو ما يزيد عن كلفة التمويل والمخاطرة هي المخاطرة المالية Financial Risk .

أن قرار التمويل يتعلق باختيار الهيكل المالي للشركة، ويعني ذلك تحديد نسبة التمويل من تمويل قصير الأجل Short Term ومن التمويل طويل الأجل Long Term، وكذلك تحديد المزيج المناسب للتمويل من التمويل بالدين Debt والتمويل بالملكية Equity. ويعني التمويل بالملكية احتجاز أرباح الشركة وإعادة استثمارها وهو تمويل داخلي Internal، وإصدار الأسهم العادية وهو تمويل خارجي External والتمويل بالملكية هو تمويل طويل الأجل Long Term بينما التمويل بالدين هو تمويل خارجي بأكمله وجزء منه تمويل قصير الأجل المتمثل بالائتمان التجاري والقروض المصرفية قصيرة الأجل، والجزء الآخر تمويل طويل الأجل الذي يشمل القروض المصرفية طويلة الأجل والسندات.

يحدد الاختيار ما بين تمويل ممتلك ومقترض المخاطرة المالية للشركة التي تعرف بأنها درجة التقلب في الأرباح الناجمة عن عدم إمكانية الشركة بتسديد أعباء التزاماتها المالية (الفوائد على السندات والقروض المصرفية)، وهي مخاطرة مصاحبة لقرارات التمويل، وكلفة التمويل Cost of Financing فإذا كانت الشركة تحصل على معظم تمويلها من القروض المصرفية قصيرة الأجل وتسهيلات الموردين فإن ذلك سيؤدي إلى عائد عالي نسبياً (ربحية) لكن سيولة الشركة ستكون متدنية. والسبب في ذلك أن كلفة التمويل القصير الأجل تكون عادة أقل من كلفة التمويل طويل الأجل، لذلك فإن مساهمة، في ربحية الشركة تكون أكبر، ولكن القروض قصيرة الأجل يجب سدادها في آجال قريبة مما يضع ضغطاً على سيولة الشركة.

أن استعمال المزيج الأمثل للتمويل بالدين والملكية يخفض كلفة تمويل الشركة الى الحد الأدنى ويعظم قيمتها، والمطلوب هو تخفيض كلفة التمويل حتى يتاح للشركة عدد أكبر من فرص الاستثمار الربحية، فتنمو أرباحها وتزداد قيمتها. ولكن إذا أفرطت الشركة باستخدام الدين في هيكلها المالي فسيؤدي ذلك الى رفع كلفة تمويلها وزيادة مخاطرتها المالية. يستنتج من ذلك أن قرارات تمويل الشركة المتعلقة باختيار نسبة التمويل قصير الأجل الى التمويل طويل الأجل، واختيار مزيج التمويل بالدين والملكية، واختيار نسبة توزيع الأرباح على المساهمين، تحدد كلفة تمويل الشركة ومخاطرتها المالية.

2- قرارات الاستثمار-الموازنة الرأسمالية

Investment Decisions-Capital Budgeting

الاستثمار هو تخصيص أو توزيع أموال الشركة في هيكل استثماراتها، ويعني اختيار هيكل استثمارات الشركة كيفية توزيع هذه الاستثمارات بين استثمارات قصيرة الأجل (الموجودات المتداولة) واستثمارات طويلة الأجل (الموجودات الثابتة)، وهو ما يمكن قياسه بنسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة. يعتبر هذا الاختيار ذو أهمية كبيرة لتأثيره على سيولة وربحية الشركة. فالسيولة هي المقدرة على تحويل الموجود Asset إلى نقد بسرعة وبدون خسارة. فإذا كانت الموجودات المتداولة تشكل نسبة كبيرة من الهيكل الاستثماري للشركة فهذا يعني أن سيولة الشركة عالية إلا أن ربحيتها ستكون محدودة. ويحصل العكس عندما تكون الموجودات الثابتة تشكل النسبة العالية من مجمل موجودات المنشأة عندها تزداد ربحية الشركة ولكن سيولتها ستكون متدنية.

أن قرار توزيع استثمارات الشركة ما بين موجودات متداولة وثابتة يحدد العائد المتوقع على إجمالي محفظة الاستثمارات والمخاطرة المصاحبة لذلك العائد، فاختيار محفظة استثمارات الشركة يحدد مجرى (تدفق Flow) العوائد المستقبلية المتوقع الذي سينتج عن هذه الاستثمارات ومخاطرة هذه العوائد. ويقصد بالمخاطرة هنا درجة التقلب في العوائد الناجمة عن تغير الأوضاع الاقتصادية وأحوال سوق الصناعة التي تعمل بها الشركة وتسمى هذه المخاطرة بمخاطرة الأعمال Business Risk وهي المخاطرة المصاحبة لقرارات الاستثمار.

3- قرارات رأس المال العامل Working Capital Decisions

رأس المال العامل هو الموجودات المتداولة للمنشأة ويشمل (النقد، الأوراق المالية، الحسابات المدينة، والمخزون) . ويشكل نسبة كبيرة من مجموع موجودات الشركة، بالرغم من اختلاف مستوى رأس المال العامل من صناعة الى أخرى، إلا أن عموم الشركات الصناعية تحتفظ برأسمال عامل يزيد على نصف مجموع موجوداتها، وأن هذه الموجودات في تغير وتقلب مستمرين، لذلك يكرس المدير المالي معظم قراراته لإدارة هذه الموجودات. يستنفذ المدير المالي معظم وقته في إدارة رأس المال العامل، إذ يخصص وقتاً أكبر للقرارات التشغيلية اليومية، المتمثلة بإدارة رأس المال العامل. هناك علاقة مباشرة بين نمو الشركة والحاجة الى زيادة رأس المال العامل، فنمو الشركة ممثلاً بزيادة حجم مبيعاتها يتطلب مستويات عالية من رأس المال العامل لدعم هذا النمو في الإنتاج والمبيعات. والتأثير المباشر لرأسمال العامل على السيولة والربحية، فالمزيج المناسب من مكونات رأس المال العامل يحافظ على سيولة الشركة، من حيث إمكانية تحويل هذه المكونات الى نقد دون خسائر. وبنفس الوقت يؤثر في ربحية الشركة، حيث ان تمويل الزيادة في رأس المال العامل تحمل الشركة بتكاليف التمويل والفوائد.

4- قرارات مقسوم الأرباح Dividend Decisions

يحدد كل من قرار التمويل والاستثمار معاً التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المساهمون الحصول عليها جراء استثماراتهم في الأسهم العادية للشركة، والمخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية، والتدفقات النقدية هذه هي صافي الدخل الذي تحققه الشركة والذي يعود بأكمله للمساهمين. وهنا يأتي دور الوظيفة المالية الثالثة أو القرار المالي الثالث المهم ألا وهو قرار المقسوم، فقرار المقسوم هو توزيع صافي الدخل الذي حققته الشركة أو جزءاً منه على المساهمين، ويعتبر قرار المقسوم أحد أهم القرارات المالية في الشركة نظراً لعلاقته المباشرة بالمساهمين وانعكاساته على سعر السهم في السوق المالية، من حيث التوزيع أو الاحتجاز، استقرار المقسوم أو النمو فيه، توزيع نقدي أو بأسهم. فقرار المقسوم الى أرباح موزعة على المساهمين Dividend أو أرباح محتجزة Retained Earnings له ضروراته وأهميته الخاصة.

تمثل الأرباح الموزعة التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون كعائد على استثماراتهم في أسهم الشركة. أن هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلاً جارياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين، لذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة وتغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق المالية. يتضح من ذلك أن قرار توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر واحد من أهم قرارات الإدارة المالية في الشركة، كما أن الوجه الآخر لهذا القرار أي احتجاز الأرباح يرتبط بقرارات التمويل والاستثمار في الشركة. أما المحتجزة فهي أحد مصدري التمويل بالملكية، وكلفتها تقل كثيراً عن كلفة إصدار الأسهم العادية، كما أن التمويل بالأرباح المحتجزة يعني ضمناً أن لدى الشركة استثمارات رابحة، وأن هذه الاستثمارات سينتج عنها أرباح أعلى في المستقبل، أي أنه توجد لدى الشركة آفاق وفرص للنمو وأنها تمول هذا النمو باحتجاز الأرباح الأمر الذي ينعكس إيجابياً على سعر السهم في السوق المالية.

1-4- العلاقة بين العائد والمخاطرة

تمثل العلاقة بين المخاطرة والعائد الحجر الأساس في الإدارة المالية، كما أن المهمة الأساسية التي تعد الشغل الشاغل للمدير المالي هي كيفية التوفيق الأفضل بين المخاطرة والعائد لتعظيم ثروة المالكين. وتركز اهتمام التحليل المالي التقليدي للقرارات المالية على العوائد المتوقعة لتلك القرارات دون الأخذ بنظر الاعتبار المخاطرة الناجمة عنها، أو في أحسن الأحوال يحسب كلاً من العائد والمخاطرة على إنفراد ومن ثم المقارنة بينهما. ويوصف هذا التحليل المالي (الذي استخدم لعقود عديدة كأساس في القرارات المالية) بأنه ما هو إلا خدش في السطح (Scratching the Surface). فالمنظار الجديد في اتخاذ القرارات المالية هو ذلك الذي يتم بإطار القياس الكمي للعلاقة بين العائد والمخاطرة . أن العلاقة بين المخاطرة ومعدل العائد المتوقع يعبر عنها بالمعادلة التالية:

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطرة + علاوة المخاطرة

يتبين من هذه المعادلة بأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار يتكون من جزئين هما : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ، وعلاوة المخاطرة . تستخدم العلاقة بين العائد والمخاطرة في أغلب قرارات الإدارة المالية المهمة.

لقد أصبحت الموازنة بين العائد والمخاطرة أساس للمفاضلة بين الهياكل المالية البديلة لأن الجمع بين المخاطرة والعائد تجعل أساس المفاضلة أكثر موضوعية. الاستخدام الآخر للمبادلة بين العائد والمخاطرة هو في مجال قرارات الاستثمار (الأنفاق الاستثماري)، لأن قرار قبول أو رفض الاقتراح الاستثماري يتوقف على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لذلك الاقتراح . أي أنه يتوقف على حجم التدفقات النقدية المتولدة عنه وعلى كلفة الأموال التي سوف تستخدم في التمويل ، ويعاب على الطريقة التقليدية في حساب صافي القيمة الحالية أنها لم تأخذ أثر المخاطرة بنظر الاعتبار، وقد تلافى نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM , Capital Assets Pricing Model هذا الخلل الكبير فيها .

5-1- أهداف الإدارة المالية Financial Management Objectives

1- تعظيم أجمالي الأرباح Gross Profits Maximization

تعظيم أجمالي الأرباح هو الهدف التقليدي للإدارة المالية، ألا أن هذا الهدف لم يعد كافياً للتعبير عن مصلحة المساهمين، حيث أنه بدأ في القرن التاسع عشر، وأن كثير من خصائص الشركة تغيرت خلال القرن العشرين، ولهذا فإن هدف تعظيم الأرباح يعاني من المحددات التي هي: كونه هدف غامض Ambiguous أي هناك عدد من المفاهيم للربح، فيما إذا ربح تشغيلي أم صافي، قبل الضريبة أو بعد الضريبة، ربح قصير الأجل أم لأجل أطول. يتجاهل توقيت التدفقات النقدية، أي متى تحققت هذه التدفقات، بالإضافة إلى تجاهله لعامل المخاطرة، فالمالك ربما يقبل بعائد أقل ولكن مؤكد.

2 - تعظيم ربحية السهم الواحد Earnings Per Share (EPS)

بالرغم من أهمية الأرباح الإجمالية للشركة، ألا أنه يتوجب على المدير المالي أن يركز اهتمامه على ربحية السهم الواحد بدلاً من الأرباح الإجمالية، أي ينبغي أن يأخذ بعين الاعتبار ربحية السهم الواحد بمقابل الأرباح الإجمالية للشركة. لأن ربحية السهم الواحد تدل بشكل أفضل على مصلحة المساهمين من الأرباح الإجمالية وأصبحت واحدة من المؤشرات المالية المهمة في الأسواق المالية التي يستدل منها على نجاح الشركة.

مثال 1-1 : شركة رأسمالها 500000 دينار وموزع إلى أسهم عادية (القيمة الاسمية للسهم العادي الواحد تساوي دينار واحد). حققت صافي دخل مقداره 1000000 دينار. أرادت هذه الشركة تنفيذ مشروع جديد بتمويل مقداره 500000 دينار تم الحصول عليه بزيادة رأس المال أي إصدار 500000 سهم عادي جديدة. وترتب على هذا المشروع زيادة صافي الدخل (الأرباح الإجمالية) إلى 1500000 دينار.

الحل :

يتبين للوهلة الأولى بأن الأرباح الإجمالية للشركة (صافي الدخل) قد أزداد من 1000000 دينار إلى 1500000 دينار، معنى ذلك أن الشركة قد زادت أرباحها بنسبة 50% وهذا مؤشر إيجابي لتعظيم الأرباح الإجمالية. ولكن ما إذا تم استخدام مؤشر ربحية السهم الواحد في التقييم ستكون النتائج كما يلي:

$$\text{ربحية السهم في الحالة الأولى} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \frac{1000000}{500000} = 2 \text{ دينارين}$$

$$\text{عدد الأسهم في الحالة الثانية} = 500000 + 500000 = 1000000 \text{ سهم}$$

$$\text{ربحية السهم في الحالة الثانية} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \frac{1500000}{1000000} = 1.5 \text{ دينار}$$

يتضح من ذلك بأن ربحية السهم قد انخفضت من 2 دينارين للسهم الواحد إلى 1.5 دينار ونصف للسهم وبالرغم من زيادة إجمالي الأرباح من 1000000 دينار إلى 1500000 دينار. يستنتج من ذلك بأن هدف تعظيم ربحية السهم الواحد هو هدف أكثر أهمية من هدف تعظيم إجمالي الأرباح.

يتبين من ذلك بأن تعظيم ربحية السهم هدف يزيد في أهميته على تعظيم إجمالي الأرباح، ولكنه أيضاً يعاني من مسألة توقيت العوائد (أي الفترة الزمنية التي تتحقق خلالها العوائد). أفترض بأن الشركة السابقة تدرس إمكانية تنفيذ مشروعين وتجد بأن المشروع

الأول سيزيد في ربحية السهم 4 دنانير سنوياً ولمدة 5 سنوات (أي 20 دينار زيادة إجمالية)، وبأن المشروع الثاني سيكون عديم الأثر على ربحية السهم في السنوات الأربعة الأولى ولكنه سيزيدها في السنة الخامسة بمقدار 20 دينار. فإذا تمت المقارنة بين المشروعين على أساس ربحية السهم وحدها فيظهر بأن المشروع الثاني هو الأفضل ولكن هذا غير صحيح لأن الزمن له قيمة مالية، ذلك أن توقيت ربحية السهم في المشروعين يختلف. الأمر الذي يتطلب معرفة أي المشروعين سيؤدي إلى زيادة أعلى في قيمة أسهم الشركة، وهذا بدوره يتطلب معرفة القيمة الزمنية للنقود، ولهذا فإن التوقيت يعتبر سبباً للتركيز على الثروة مقاسه بسعر السهم بدلاً من التركيز فقط على العوائد.

المسألة الأخرى التي يجب أخذها بالاعتبار وتقويمها هي المخاطرة. أفترض أن ربحية السهم 10 دنانير وهو أمر مؤكد، وربحية السهم الآخر 15 دينار ولكن بمخاطرة عالية، فأيهما أفضل يتوقف على درجة تجنب المستثمرون للمخاطرة. فإذا كان المساهمون يتجنبون المخاطرة، فالسهم الأول هو المفضل بالنسبة إليهم بالرغم من أن ربحية السهم الثاني المتوقعة أكبر.

3- تعظيم قيمة المنشأة Firm Value Maximization

الهدف المعاصر للإدارة المالية والأكثر أهمية من الأهداف الأخرى هو تعظيم قيمة المنشأة (زيادة أسعار الأسهم) في السوق المالية. يتبين مما سبق بأن كل من التوقيت والمخاطرة تجعل الاعتماد على ربحية السهم لوحدها كمقياس لتحقيق المنفعة القصوى للمساهمين لا يفي بالغرض، لذا يجب على المدراء الماليين أن يركزوا على قيمة (أسعار) أسهم الشركة في السوق المالية كمقياس للمنفعة والثروة القصوى للمساهمين. والسبب في ذلك هو أن هذه الأسعار تعكس نتائج تقويم السوق للعوائد (الربحية) المتوقعة للشركة خلال الزمن وللمخاطرة المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة ولعوامل أخرى كثيرة. ويسعى المدراء الماليين الذين يهتمون بالمنفعة القصوى للمساهمين إلى تحقيق الحد الأقصى لقيمة الأسهم العادية للشركة. وكلما ازدادت نسبة أدائهم في هذا الصدد كلما ارتفعت أسعار أسهم شركاتهم في السوق المالية. فأسعار الأسهم هي المقياس الذي من خلاله يقدر المساهمون مدى إنجازات وكفاءة إدارة الشركة.

4- أهداف المدراء مقابل أهداف المساهمين

يرى عدد من المتخصصين في حقل الإدارة المالية بأن المدراء يضعون أهدافهم ومصالحهم الخاصة قبل أهداف ومصالح المساهمين الذين هم ملاك الشركة. وحثهم في ذلك بأن المدراء يعرفون عن الشركة أكثر من المساهمين وبأنهم يتحكمون بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي يسيطرون على هذا المجلس الذي يفترض فيه ولو نظرياً أنه يمثل المساهمين، وترى وجهة النظر هذه أيضاً بأن المدراء يهتمون بتوسيع وتضخيم الشركة لأن رواتبهم والتعويضات الأخرى لهم مرتبطة بحجم وكبر الشركة. أما وجهة النظر الأخرى بهذا الخصوص التي تتبنى مبدأ المصلحة القصوى للمساهمين ترى بأن المدراء يعملون لصالح مساهمي شركتهم، وأن المكافآت التشجيعية التي تدفعها الشركة لهم تعتمد على الأرباح التي يحققونها للشركة وأن حقوقهم الامتيازية لشراء أسهم الشركة مرتبطة بمدى ارتفاع قيمة الأسهم العادية في السوق المالية. كما أن السلطة النهائية لعزل وتغيير المدراء هي بيد المساهمين، وبمجرد التهديد باستخدام هذه السلطة يكفي لإبقاء المدراء مخلصين لمصالح ملاك الشركة.

لقد نصت نظرية الوكالة Agency Theory للعلاقة بين المدراء وملاك الشركة على أن مشاكل الإدارة تنشأ عندما يكون المدراء يملكون أقل من مجموع الأسهم العادية؛ فهذه الملكية الجزئية تؤدي إلى التهرب من المهام، وإلى تبذير صرف أموال الشركة على شراء الكماليات التي لا ضرورة لها. والسبب هو تكلفتهم بجزء فقط من تكاليف هذه الكماليات، حيث يتكف المالكين الآخرين بالجزء الآخر، بينما يتمتع المدراء بالمنفعة الكاملة من استعمالها لنشاطهم الاستهلاكي ويتحملون جزء فقط من التكلفة. وتفترض هذه النظرية حلولاً لهذه المشاكل الإدارية، وتتضمن هذه الحلول وجوب:

- 1- وضع أنظمة لتدقيق حسابات الشركة لتقييد هذا النوع من سلوك الإدارة.
- 2- الحصول على أنواع مختلفة من التعهدات من المدراء بعدم ممارسة إساءات كهذه.
- 3- أحداث تغييرات في أنظمة الشركة للحد من قدرة المدراء على القيام بالممارسات غير المرغوبة.

وتحقيق هذه الحلول يتطلب تحميل الشركة بنفقات إضافية تسمى تكاليف الإدارة. وفي الحياة الواقعية هناك فرصة للمدراء للبرهنة على اهتمامهم بالمصلحة القصوى للشركة. وأحد هذه المقاييس لهذا هو درجة الأداء الاستثماري للشركة وقيمة الأسهم في السوق المالية. وأن أسواق العمل الإداري تعزز الضغوط على المدراء من خلال تقويماتها المستمرة بطاقتهم (كرأس مال بشري) على أساس العلاقة بين قدرتهم الكامنة على الإنجاز وإنجازهم الفعلي.

5- أهداف المساهمون والدائنون Owners Versus Creditor Goals

تؤثر قرارات الاستثمار للشركة في درجة المخاطر المحيطة بتدفقات دخلها. فالمشروع الاستثماري المحفوف بمخاطر عالية ينفع المساهمين على حساب الدائنين (حاملِي السندات على وجه التحديد). والسبب في ذلك هو أن حاملِي السندات يشترون مديونية الشركة بالسعر والعائد اللذين يعكسان في نظرهم نسبة ودرجة المخاطرة المحيطة في مشاريع استثمار الشركة. فإذا بدلت الشركة هذه المشاريع بمشاريع أخرى أكثر مخاطرة في المستقبل، فإن معدل العائد المطلوب من هذه السندات في السوق سيرتفع مسبقاً في ذلك انخفاضاً في أسعارها الحالية في السوق. ولكن إذا حدث ونجحت المشاريع الأكثر مخاطرة في المستقبل فإن عوائد حاملِي السندات ستبقي على ما هي عليه دون ارتفاع بينما منفعة المساهمين ستزداد.

هناك عاملين يضمنان هيمنة مبدأ (تحقيق القيمة القصوى للشركة) كهدف لها. وهذان العاملان هما : التخوف من احتمال الاستيلاء على الشركة من الأطراف الخارجية وضغوط التقويم المستعملة من قبل الأسواق. فإذا تبنت الشركة قاعدة مختلفة عن مبدأ تحقيق القيمة القصوى للشركة فإن قيمة سنداتها وقيمة أسهمها ستكون أقل نسبياً. أن قيمة السندات ستكون أقل للاعتقاد بأنها ستخف في المستقبل نتيجة لتغيرات مشاريع استثمار الشركة. وقيمة الأسهم العادية ستكون أقل لأن قيمة الشركة إجمالاً ستكون أقل لاعتقاد السوق بأن الشركة يمكن أن تقوم بتغيرات في استراتيجيات الاستثمار في المستقبل. ووفقاً لذلك فإن حاملِي السندات Bond holders سيطلبون عوائد أكبر كتعويض لمخاطر احتمال التغيير في خطط الاستثمار للشركة. وعندئذ تستطيع

الأطراف الخارجية التي تصمم على أتباع هدف تحقيق القيمة القصوى للشركة شراء الأسهم العادية ورفع أجمالي قيمة الشركة (قيمة أسهمها العادية).
إذا كان الهدف هو تحقيق أقصى قيمة أجمالية للشركة، فإن قيمة أسهمها وسنداتها تزيد الى الحد الأقصى أيضاً. وعندما يحدد الهدف كتحقيق الحد الأقصى لقيمة الشركة يفترض بأن الإدارة تتصرف كوكيل مسؤول (وموثوق به) للمساهمين وأصحاب السندات معاً.

6- المسؤولية الاجتماعية Social Responsibility

تتمثل وجهة النظر الأخرى التي تستحق أن تؤخذ بالاعتبار هي المسؤولية الاجتماعية للشركات، وفيما إذا كانت تركز كل همها نحو منفعة المساهمين، أم أنها مسؤولة أيضاً (الى حد ما) عن رفاهية ومنفعة المجتمع. فلا شك بأن الشركات يجب أن تأخذ بعين الاعتبار تأثير سياساتها وأنشطتها على المجتمع ككل، فلا تستطيع الشركات وخاصة الكبيرة منها أن تتجاهل واجباتها ودورها في المجتمع. وبالإضافة الى ذلك، فإن الشركات التي تقوم بمساهمات كبيرة من أجل المنفعة الاجتماعية، تكتسب سمعة جيدة في المجتمع، وبالتالي تستطيع تحقيق أقصى ثروة لمساهميها في الأجل الطويل. والأهم من ذلك أن بقاء واستمرار النظام الاقتصادي يتطلب بعض المسؤولية الاجتماعية من الشركات.

لكن هناك بعض المشاكل فيما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية للشركات، من حيث ماهية الأفضل للمجتمع، ومن أية مصدر تستمد الشركة حقها في توزيع الموارد المالية بالاستناد الى مفهومها الخاص بالمنفعة الاجتماعية، هذا فضلاً إذا ما قامت الشركة بمسؤوليتها الاجتماعية ونتيجة لذلك ارتفعت تكاليفها بشكل كبير، فإذا لم تتخذ الشركات الأخرى بنفس الحدو، فإن هذه الشركة ستتكدب خسارة كبيرة، وبالتالي ستتوقف عن المساهمة الاجتماعية.

وهذه المشاكل يمكن أن تحل عن طريق القانون، فيجب على الحكومة أن تصبغ معظم البرامج الاجتماعية ذات التكاليف العالية وأن تجعلها إلزامية بقانون. وهذا سيضمن تحميل نفقات البرامج الاجتماعية على جميع الشركات بالتساوي. أنه لمن المهم جداً أن

تتعاون الحكومة والشركات في وضع قواعد قانونية لسلوك الشركات، وأن تتبع وتطبق الشركات هذا القانون بحذافيره. وهكذا فإن هذه القواعد القانونية تأتي بالتعقيدات، وأن الشركات يجب أن تسعى لتحقيق أقصى ثروة للمساهمين ضمن حدود هذه القيود القانونية.

1-6- تنظيم منشآت الأعمال الشركات المساهمة Corporations Firms

تواجه جميع شركات الأعمال سواء الفردية Sole Proprietor Ships أو التضامن Partner ship أو المساهمة Corporations Firms مشكلة حول ما هي الاستثمارات التي يتعين على الشركة اتخاذها؟ وكيف يتم الصرف عليها؟ وهذه القرارات في الشركات الكبيرة (الشركات المساهمة Corporations Firms) تكون أكثر تعقيداً وتختلف عن الشركات الفردية أو التضامن. فالشركة المساهمة شخصية معنوية تتميز قانونياً عن المالكين تؤسس وفق قانون يحدد أغراض الشركة وتحدد الأسهم Shares التي تصدرها ولأغراض قانونية تعتبر الشركة المساهمة مقيم Resident تستطيع إقراض واقتراض الأموال كما أنها تدفع الضرائب المترتبة على النشاط. المسؤولية القانونية المحددة Limited Liability وهذا يعني مسؤولية المساهمين بمقدار مساهمتهم في رأس مال الشركة.

وعلى الرغم من أن المساهمين يملكون الشركة بيد أنهم لا يديرونها أن فصل الملكية عن الإدارة هي من المزايا البارزة للشركة المساهمة على العكس من الشركات الفردية والشركات التضامنية وهذا يمنح الشركة مرونة أكبر في تقييم المشروعات من خلال التنظيم كشركة مساهمة تستطيع الإدارة أحداث تنوع في المستثمرين فقد يكون من بين المساهمين أفراد ربما يملكون سهم واحد ولهم صوت واحد أو يكون من بين المساهمين شركات مثل التأمين وصناديق التقاعد التي تستثمر بملايين الدولارات.

عندما تؤسس الشركات المساهمة لأول مرة فإن الأسهم ربما جميعها تملك من قبل مدراء الشركة وعدد قليل من المضاربيين Backers الذين يعتقدون بأن الشركة تنمو باستثمارات مربحة ان أسهم الشركات التي لا تتداول بين الجمهور تعرف هذه الشركات بالشركات المساهمة المغلقة (شركات مساهمة خاصة) Closely Held وعلى العكس فالشركات عندما تنمو وتطرح أسهم جديدة للاكتتاب لتحقيق رأس المال إضافي فأسهمها

يتم تداولها بصورة واسعة وهذا النوع من الشركات يعرف بالشركات المساهمة العامة .
فالشركات المساهمة تستطيع زيادة النقد من خلال بيع أسهم جديدة كما تستطيع تخصيص
النقد من خلال القيام بتوزيع مقسوم أرباح.

7-1 - مشكلة الوكالة وحاكمة المنشأة

The Agency Problem and Corporate Governance

1- مشكلة الوكالة The Agency Problem

تكمُن مشكلة الوكالة في احتمالية الصراع على الأهداف الموجودة في العلاقة بين
المساهمين والمدراء، فالمساهمين هم مالكي المنشأة والمدراء يعملون بوصفهم وكلاء لهم
وحيث أن الملكية مستقلة عن السيطرة الإدارية ، فإن مشكلة الوكالة تظهر وذلك بسيطرة
المدراء على المنشأة والعمل على إرضاء مصالحهم الشخصية بدلاً من مصلحة
المساهمين. أن سعي أطراف الوكالة وراء تعظيم مصالحهم الشخصية ، والقيام بتصرفات
تؤثر سلبياً في مصلحة الطرف الآخر ، ومن ثم في قيمة المنشأة واستمرارها . أن كل
طرف يعترف بأن رفاهيته الشخصية تعتمد على ديمومة واستمرار المنشأة ولكن في
الوقت نفسه له الحافز على اتخاذ الأفعال التي تقلل من قيمة المنشأة وفرصة الاستمرار،
وهذا يتطلب استخدام الوسائل المنسوبة التي تمكن الموكل (المساهمين) من متابعة الوكيل
(المدير) والتأكيد على مدى التزام الوكيل بالكلف المحددة بموجب عقد الوكالة من خلال
أسلوب الرقابة الداخلية والرقابة الخارجية باستخدام التقارير المحاسبية ، ونظم قياس
الأداء والحوافز وتحديد الحدود العليا للأنفاق من خلال الموازنات ... الخ .

وكلف الوكالة هي الكلف التي تترتب على حالة الصراع المحتملة بين المدراء
ومالكي المنشأة والدائنين، وتعرف بأنها كلف إعادة حل مشكلات الصراع بين حاملي
الأسهم وحاملي السندات والمدراء والتي تتضمن كلف توفير الحوافز للمدراء لتعظيم ثروة
حاملي الأسهم وكذلك مراقبة سلوكيات المدراء وكلف حماية حاملي السندات من حاملي
الأسهم. المقصود بكلف الوكالة هي كلف فقدان الكفاءة (سوء الإدارة) + كلف المراقبة
والمتابعة ، ولأن وجود هذه الكلف يزيد من كلف الاقتراض للمنشأة التي تؤدي الى تقليل

مزايا استخدام الرافعة المتمثلة بالوفورات الضريبية. وهناك اعتقاد من أن الفصل بين الملكية والإدارة من شأنه أن يخلق معلومات غير متماثلة والتي بسببها تنشأ مشكلة الوكالة. تظهر علاقة الوكالة عندما يستخدم الطرف الأول (الموكل) طرفاً ثانياً (الوكيل) لأداء خدمة ، ثم يفوضه بسلطة لاتخاذ القرار بدلاً عنه ، وقد استخدمت نظرية الوكالة كأساس للتنبؤ بسلوك الأطراف المختلفة (الموكل - الوكيل) داخل المنشأة والتي تعتمد على العلاقات القانونية (التعاقدية) التي تحكم أطراف عقد الوكالة ، إذ يلتزم الوكيل بتمثيل ورعاية مصالح الموكل وعلى هذا الأساس فإن كلف الوكالة تنشأ من خلال مراقبة سلوك الوكيل والقرارات التي يتخذها. وقد أستعمل الباحثون الماليون علاقات الوكالة لتفسير المشكلات المتعلقة بهيكل الملكية، لعدم اكتمال النظرية الحالية للمنشأة. ومن نظرية الوكالة يظهر أثر القرارات التي يتخذها الوكيل فيما يتعلق بالتمويل والاستثمار والمقسوم دون الأضرار بمصلحة المساهمين والدائنين، وأن أطراف عقد الوكالة قد تتضمن المساهمين والمدراء أو الدائنين والمساهمين، وتفترض نظرية الوكالة أن الموكل هو شخص يتصرف بشكل رشيد وأن الوكيل يفضل مصلحته الشخصية وأن المعلومات غير متماثلة والأسواق كفوءة. وتصنف كلف الوكالة الى كلف الوكالة للملكية و كلف الوكالة للدين .

1-1- كلف الوكالة للملكية

تحاول العديد من المنشآت الاستثمار في فرص النمو المتاحة لها باستخدام مصادر التمويل الداخلي والتمويل الخارجي، وفي حالة اكتفاء المنشأة بتمويل تلك الفرص باستخدام التمويل الداخلي والمتمثل باحتجاز الأرباح فأنها تلجأ الى مصدر التمويل الخارجي المتمثل بإصدار الأسهم، عند ذلك فان المنشأة تواجه حالة الصراع المحتملة بين المساهمين (الموكل) وبين المدراء (الوكيل) بسبب عدم تماثل المعلومات ، وقد أوضحت الدراسات المعاصرة في نظرية الوكالة بأن مشكلة الوكالة تبلغ ذروتها بسبب عدم تماثل المعلومات والتي تعود بالدرجة الأساس الى عدم قدرة الموكل على ملاحظة أداء الوكيل بصورة مباشرة فضلاً عن أن المعلومات التي يمتلكها المدير (الوكيل) عن المنشأة هي أكثر من المعلومات التي لدى المساهم (الموكل) .

وتقل كلف الوكالة للملكية عندما تتوفر لدى المنشأة السيولة المالية Financial Slack والمتمثلة (بالنقد والأوراق المالية القابلة لتحويلها للنقد) إذ أنها تساعد المنشأة في التخلص من التمويل الخارجي وكذلك عرقلة قرارات الاستثمار في الصراع المحتمل بين حاملي الأسهم القدامى والجُدد ، ولا سيما عندما تضطر المنشأة الى إصدار الأسهم بافتراض أن حاملي الأسهم الحاليين لا يقومون بموازنة محافظتهم الاستثمارية عندما تعلن المنشأة عن قرار الاستثمار في فرص النمو. وتستطيع المنشأة إصدار الأسهم عندما تكون السيولة المالية غير كافية لتغطية نفقات الاستثمار بدلاً من خسارتها الفرض الاستثمارية المتاحة ، ولا سيما إذا قام حاملو الأسهم الحاليين بشراء الأسهم الجديدة (أي قبول الموجودات الجديدة في محافظهم ، وبشكل معاكس، عند رفض المساهمين الحاليين شراء الأسهم الجديدة وبظهور المساهمين الجدد تنشأ حالة الصراع .

1-2- كلف الوكالة للدين

عند عدم اكتفاء المنشأة بالتمويل من مصادر التمويل الداخلي في تمويل الفرص الاستثمارية، فإنها تستخدم مصدر التمويل الخارجي ذو الكلفة الأقل والمتمثل بالدين، عندها تمتد مشكلة الوكالة الى العلاقة بين المساهمين والدائنين (بافتراض أن الإدارة تعمل لصالح المساهمين) ، ويظهر نوعاً آخر من كلف الوكالة وهي كلف الوكالة للدين. والتي تزداد بزيادة مستوى المديونية ، وذلك بسبب كلف التدابير الوقائية (القيود التحوطية) (Restrictive Covenants) التي يضعها الدائن ، فضلاً عن كلف مالكي المنشأة (المساهمين)، فعندما تستخدم المنشأة التمويل المقترض فإن الدائن يهتم بالتعرف على المخاطرة المالية ومخاطرة الأعمال وكذلك التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل. يستخدم حملة الأسهم في الغالب استراتيجيات هي ليست في مصلحة الدائن كاستراتيجية نقل المخاطرة ، عندها سيدفع المساهمون معدلات فائدة عالية مما يدفعهم الى عقد اتفاقيات مع الدائنين على أمل تخفيض معدلات الفائدة لهذه الاتفاقيات تسمى بعقود الحماية (Protective Covenants) وهي تنقسم الى عقود حماية سلبية وعقود حماية ايجابية فالسلبية تتمثل بوضع القيود على حجم المقسوم الذي يجب دفعه الى المساهمين وكذلك عدم الاندماج مع شركات أخرى وعدم بيع أو تأجير موجوداتها بدون موافقة الدائنين

وكذلك عدم إصدار ديون إضافية طويلة الأجل، أما عقود الحماية الايجابية فتتمثل في الاتفاق بالمحافظة على مستوى رأس المال العامل المنخفض وأن تزود الدائنين بكشوفاتها المالية.

كما تزداد كلف الوكالة للدين عندما يتصرف المدير المالي وفق مصلحة حاملي الأسهم ويتخذ قرار الاستثمار ذات المخاطرة العالية ، ويفترض أن يكون الاقتراض مقتصرًا على تلك المستويات التي يكون فيها دين المنشأة مضموناً ، وقد تلجأ المنشأة الى الاقتراض الإضافي والذي يؤدي الى زيادة كلف الوكالة للدين مما يؤدي الى تقليل القيمة السوقية الحالية للمنشأة ولهذا فإن بعض القيود التي يضعها الدائنون لمعالجة الاقتراض الإضافي تتمثل في منع البيع أو التوقف عن الأنفاق الاستثماري الكبير إلا بعد موافقة الدائن وقد يتم استخدام نسبة تغطية الفوائد (العوائد Earnings الى كلف الفائدة) كمقياس لإمكانية الاقتراض في المستقبل والتوقف عن إصدار أية ديون طويلة الأجل إضافية إلا إذا تجاوزت نسب عوائد المنشأة الى كلف الفائدة عن 2.

يسيطر مالكو المنشأة على استراتيجيات الاستثمار والتشغيل ، وقد يركزون على مصالحهم المباشرة وذلك عن طريق الاستثمار في مشاريع قد تؤدي الى تقليل القيمة السوقية للمنشأة ، إذ يقوم بعض المالكين والمدراء بعد إصدار السندات والاقتراض من المصارف بإعادة هيكلة موجوداتها وذلك ببيع موجوداتها ذات المخاطرة المنخفضة واكتساب الموجودات ذات المخاطرة العالية والذي من المتوقع أن يكون له معدل عائد عالي. فإذا جرت الأمور بشكل جيد فإن من يستلم المكافأة هم حاملي الأسهم (الملاك)، وفي حالة فشل الاستثمارات ذات المخاطرة العالية فإن الخسارة يتحملها كل من حاملي الأسهم والسندات . وللد من هذا النوع من السلوك الإداري يصر الدائنون على وضع بعض الشروط في عقد الوكالة وذلك لحماية مصالحهم الخاصة، وقد تتضمن هذه الشروط مثلاً تحديد نسبة الأسهم العادية الى القروض، ونسب المقسوم، ونسب السيولة وغيرها، وفي حالة تجاوز النسب المذكورة عن حدودها تكون المنشأة قد خرقت العقود وقد تتعرض الى عقوبات مالية وتزداد نسب المديونية بزيادة نمو المنشأة مما يخلق حافزاً قوياً لدى المدراء لنقل المخاطرة ومن ثم ارتفاع كلف الوكالة للدين ، فالزيادة في مستوى المديونية

يخلق حافزاً إضافياً لنقل المخاطرة وبهذا فإن كلف الوكالة للدين تزداد أيضاً . ومن ثم فإن ارتفاع كلف الوكالة للدين تؤدي الى انخفاض قيمة المنشأة .

وبالمقابل فإن استخدام الدين في تمويل فرص النمو قد يخفض من كلف الوكالة للملكية ويضاف الى ذلك أن استخدام الدين في هيكل رأس المال قد يقلل من الكلف الكلية للوكالة ويعرض المنشأة للمراقبة والتدقيق الخارجي ، حيث أن الدائنون قبل أن يزودوا المنشأة بالأموال فإنهم يحللون مركزها المالي وكذلك تقييم المخاطر التي تتعرض لها، وهذا يخفض من الكلف الكلية للمالكين والتي هي كلف الرقابة والسيطرة على مدراءها، وكذلك تشجيع المدراء ليتصرفوا بطريقة أكثر انسجاماً مع تعظيم ثروة المساهمين وبهذا فإن التمويل المقترض قد يكون له على الأقل بصورة غير مباشرة تأثير مفيد على القيمة السوقية للمنشأة .

2- حاكمية (حوكمة) المنشأة Corporate Governance

تعود بداية نشأة حاكمية (حوكمة) المنشأة الى الفصل بين الملكية والإدارة ففي الشركات المساهمة الكبرى في الولايات المتحدة والذي يعرف بمشكلة الوكالة كما تبين من الفقرة السابقة، ويترتب عن هذا الفصل إمكانية سلب حقوق صغار المساهمين من قبل المدراء الذين يعملون على التملص من أية رقابة، وهو ما أدى الى تدخل المشرع في الولايات المتحدة لحماية صغار المساهمين عن طريق إنشاء لجنة الأوراق المالية (Securities And Exchange Commission, SEC) ثم لجنة عمليات البورصة فيما بعد، كما أن بداية النقاش حول حاكمية الشركات سببه منع مدراء الشركات من الاستيلاء على الأرباح وذلك على حساب المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين (Stakeholders).

يعود مصطلح حاكمية الشركات الى توزيع الحقوق والمسؤوليات بين مختلف المشاركين في الشركة مثل مجلس الإدارة والإدارة وحاملي الأسهم وأصحاب المصالح الآخرين، وتنبثق عنها إجراءات اتخاذ القرارات وإدارة شؤون الشركة، ويكون التركيز على ممارسة العمل الإداري ونوعية المعايير على ضوء المعاملة المتساوية والعدالة لما فيه مصلحة حاملي الأسهم. أن العدالة والشفافية والمسؤولية والمساءلة هي القيم الأساسية لمفهوم حاكمية الشركات، وفي ضوء الأزمات المالية التي حدثت مؤخراً قفز مفهوم

حاكمية الشركات الى صدارة الموضوعات وأضحى قضية رئيسة بالنسبة الى الأعمال في أي اقتصاد من الاقتصادات الآخذة في العولمة بصورة متزايدة، وقد أخذت مجتمعات الأعمال في تعلّم وإعادة تعلّم درس مفاده أنه لا يوجد أيُّ بديل يُغني عن وضع الأنظمة الأساسية للأعمال والإدارة موضع التنفيذ لكي تُصبح تلك الأعمال ذات قدرة على المستوى الدولي ولكي تجذب الاستثمارات.

وتتعامل حاكمية الشركات في مستواها الأساسي مع القضايا التي تنشأ عن فصل الملكية والإدارة، ولكن حاكمية الشركات تتعدّى حدود مجرد إقامة علاقة شفافة ومسؤولة بين مديري الشركات ومالكيها فوجود معايير قوية لحاكمية الشركات يؤمّن فرص أكثر للحصول على رأس المال وبالتالي يُساعد التنمية الاقتصادية، كما أن الحاكمية الجيدة للشركات تجذب المستثمرين وذلك بضمان بأن بيئة الأعمال عادلة وشفافة وبأن الشركات يمكن أن تخضع للمساءلة وبإمكانية حماية الاستثمارات وتنفيذ العقود.

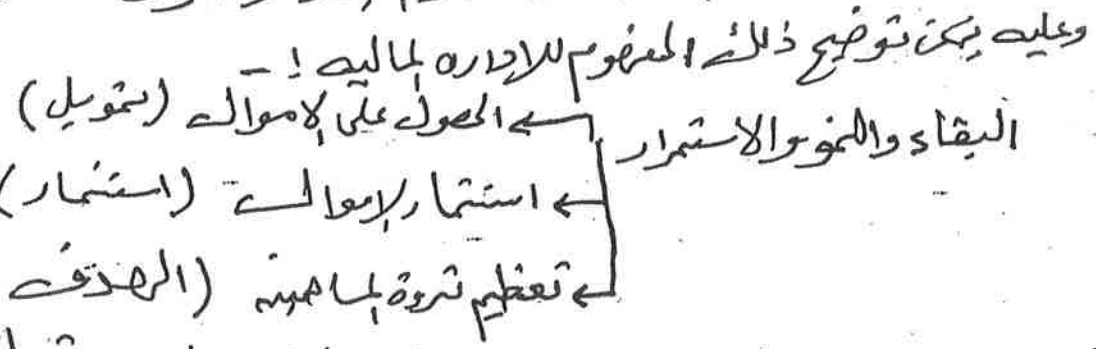
أسئلة الفصل الأول

- 1- عرف بطبيعة حقل الإدارة المالية، وماهية أهميته لمنشآت الأعمال ؟
- 2- فرق بين المفاهيم الآتية :
أ. الإدارة المالية ب. التمويل ج. تخصيص الأموال .
- 3- أشرح قرارات الإدارة المالية .
- 4- وضح علاقة الإدارة المالية بمجالات المعرفة الآتية :
أ. الاقتصاد ب. المحاسبة ج. إدارة العمليات والتسويق د. الأساليب الكمية.
- 5- أشرح دور المدير المالي في تحقيق أهداف المنشأة .
- 6- ما هو الهدف الرئيس للإدارة المالية ؟ كيف يمكن تحقيقه ؟ كيف يمكن قياسه؟
- 7- أشرح أهداف المدراء مقابل أهداف المساهمين .
- 8- ماهية التغيرات التي حصلت في مجال الإدارة المالية ؟ أشرحها .
- 9- أشرح مشكلة الوكالة ، مبيناً بالشرح المفصل كلف الوكالة لكل من الملكية والدين .
- 10- أشرح حاكمية المنشأة بشكل مفصل .

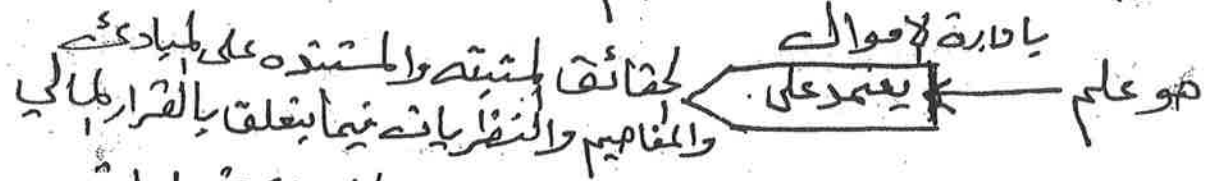
١ - الشؤ بالامتيازات المالية - تحصيل ما

الإدارة - حور وبيته لإدارة المالية :-

١- مفهوم لإدارة المالية :- تعني عملية اتخاذ قراراته المتعلقة بالحصول على الأموال بالشكل الأفضل واستثمار هذه الأموال بكفاءة فيما يكفل لتعظيم القيمة لوفيه للشركة أو تعظيم ثروة المساهمين وبالتالي تحقيق الهدف لإستمرار الشركة هو البقاء والنمو والاستمرار.



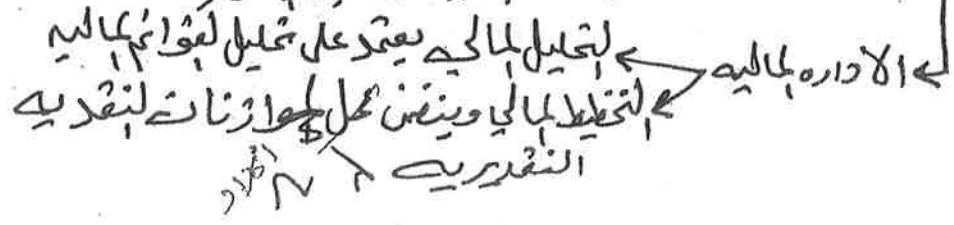
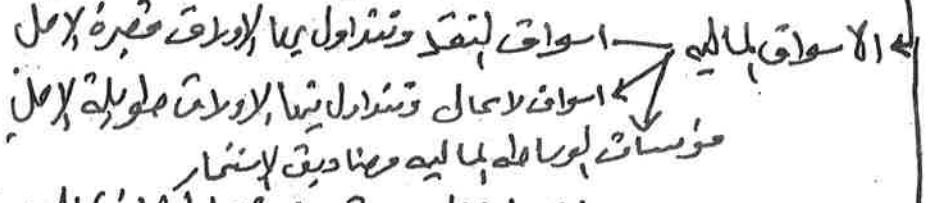
ثانياً - مفهوم لتمويل (Finance) :- هو العلم والوقت الذي يتعلق



هو فن ← يعتمد على إظهار المهارات والإبداع في إدارة الأموال

وإذا جمع العلم مع الفن وبالشكل الصحيح نتحقق لإهداف والقرارات تصبح صائبة أو صحيحة

مجالات علم التمويل ← الاستثمار ← عائد ومخاطر الأصل ← عائد ومخاطر حفضة استثمار



حاشاً - مفهوم تمويل الشركات : هو فرع من فروع علم التمويل الذي يتعامل مع إقرارات مالية التي تتخذها الشركات لتمويلها، وإحداث التحليل التي تتخذها في صناعة هذه الإقرارات، وبكيفية لهدف رئيسي لتمويل الشركات من تعزيز قيمة الشركة وإدارة مخاطرها المالية.

رأى أ.د. اشكال قانونية لشركات الأعمال :

١- شركات فردية يمتلكها فرد أو شخص واحد هو المالك نفسه
وهي شركة صغيرة والمالك له تحريمه بأكمله بالإدارة والعمل واتخاذ القرار وبملاكه كل أسرار العمل وله الحرية الكاملة في اتخاذ القرار
٢- شركات لاشخاص : تختلف من لاول عن صيغة عدد الأشخاص لأن ملكيتها تعود لأكثر من شخصاً (شركاء)

٢- شركات أعمال : هيئة اختيارية لها هيئة قانونية وملك نفسه
قوة لاشخاص من صيغة أنها يمكن ان تقاضى او تقاضى او تمتلك عقارات
(أصول) باسمها، ويكون كل شريك مسؤولاً فقط بقدر حصته في الأعمال
الشركة، ولا اسمها قابلية لتداول، ولا تحمل الشركة بصوت أو اقتباس
إحدى اشخاصها
شركة باسمه : مملوكة للأهلية ولها طابعها القانوني وعليه آثارها

أ.د. وظائف المدير المالي :

- ١- استخدام اموال بأحسن طريقة ممكنة (تحقق ارباح) من حيث
- ٢- دقة كفاءة ادارة المنفعة
- ٣- الطلب على منتجات الشركة
- ٤- التنبؤ بالتي نفرضها لاداء تلك مقدار الربح
- ٥- التنبؤات التي تظن ان من مقويات لإسعار
- ٥- التنبؤات لتصرفاتنا

- ٦- المحافظة على قوة المركز المالي للشركة عن حيث
- ٧- تحليل إحتياجات مالية للشركة وتبني إيجابيات لتفسير الطويل
- ٨- اعداد الجوانب التي لتقديره المتعلقة بالإيرادات والمصاريف
- ٩- دراسة وتطبيق الخطط المالية التي تؤمن الحصول على نسبة ودية

الشركات القابضة هي شركة صاحبه عاليه يظهر

تتألف من تلك الشركات من رأسمال شركات اخرى -
تعمل في قطاعات لاقتناء مختلفه ، على ان تبلغ هذه الحصة
القدر الكافي من اهل سيطره على شركات بنائيه
غير التحكم في مجالس ادارتها وتحديد توجهاتها .

وتدير معظم TNCs (الام) فروعها لدوليه والشركات
الثابته لها من العالم من خلال شركات قابضه اقليميه تحكم
في شركات لعامله في منطقتهم وتقوم على ادارتها ، لماليه
وتسويق عملياتها ، مما يقتصر عملها على الجوانب الماليه ولا تقوم
بالعمليات التاجيره او صناعيه او خدميه بتعمل مباشره ويخضع
رأس المال بشكل كامل للمساهمه في رأسمال شركات اخرى من خلال
شراء اسهم او حصص في ملك الشركات ولا يهدف للشركات
الثابته تملك حصص او جزء من رأسمال شركة قابضه .

وتدار الشركات سيطره اداريه وماليه على شركات بنائيه ومُحتكر
سلطة اتخاذ القرارات الإستراتيجيه وتحديد التوجهات لشركاتها
الثابته وترك الامر لمتفذيها لمجالس الشركات بنائيه انما الشركة
القابضه هي تدرج لسيطه ماليه لتي يجب انياتها والتي تتعلق
بسيطه لتحويل رأسمال لفرعها او غيرها لتوحيد لعدد منها
اليوم بيدل حبل التفاوض وحققت نجاحات في قطاع الانشاءات
والعقار والاتصالات مثل شركة متاريس الكويتي القابضه

شركات التماص وعوامها الامتياز اي لشخصيه لشريل ، لا يثار
الاشكاليه فيها مبينه عن اشتغالها بين الامتياز ونفسه الشركات
التماص ، وشركات لتوجيه لسيطه
شركات لاصول : - هنا الامتياز لاول مجال لسيطه لاشغالها وانواعها (شركة صاحبه محدوده) شركة
التوجيه بالاسهم ، الشركة ذات السوالبه المحدوده

- ١- المحافظة على سيولة تقديم الشركة لمواجهة الإحتياجات والالتزامات
- ٢- تطوير أعمال الشركة
- ٣- إدارة هيكل أصول الشركة عن هبة
- ٤- تحديد حجم الاستثمارات في كل سنة لإسهول المتداوله والثابتة
- ٥- المحافظة على السيولة لإقتل لكل عنصر من عناصر أصول

- ٦- إدارة هيكل تمويل الشركة عن هبة
- ٧- تحديد حجم المزايج الاعطاء الأكثر ملائمة من تمويل قير وولاية لإيلاء
- ٨- تحديد مصدر التمويل هل هو على شكل (ديون) أم ملكية (أسهم)
- ٩- قرارات توزيع الأرباح من خلال التسيق مع مجلس الإدارة
- ١٠- التسيق مع الادارات لإضراء في الشركة للقيام بالعمل بشكل فعال
- ١١- التداخل مع إسواق المالية وهي إسوق لتقديم (فيرة إيل) وسوق لاس بالمك
- طويلة الأجل

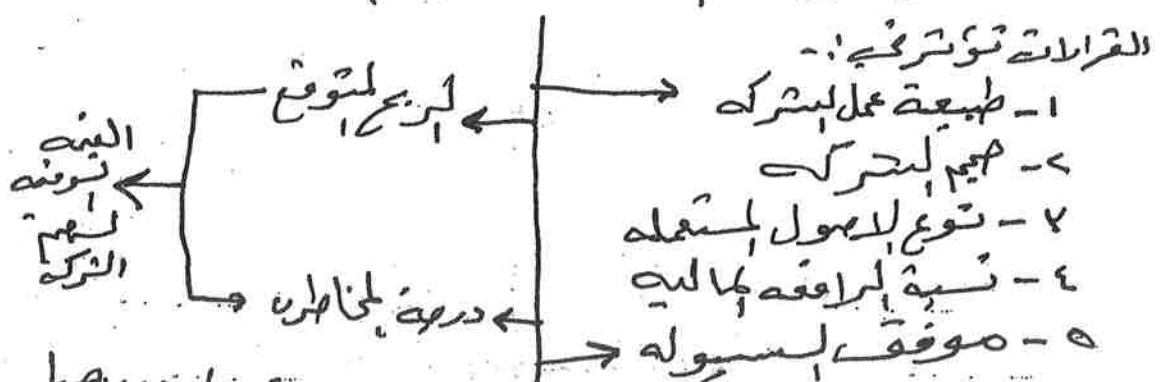
أهداف إدارة المالية:

- ١- أنها تتدخل في جميع نشاطات الشركة
- ٢- أنه اتخاذ أي قرار مالي هو قرار ملزم للشركة ولا يمكن الرجوع عنه إلا بحذر
- ٣- أن بعض القرارات المالية الكبيرة هي قرارات مصيرية
- ٤- أن نتائج القرارات المالية لا تظهر مباشرة بل تحتاج إلى بعض الوقت

أهداف إدارة المالية:

- ١- تعظيم الأرباح وتقليل المخاطره
- ٢- أنه لربح يحتل لتقدير الاقتصادي
- ٣- استثمارية أي شركة في حياة اقتصادية كما أنه يمثل مؤشراً مهماً لتقييم الأداء الاقتصادي، بالإضافة إلى كونه مصدراً مهماً من مصادر التمويل الداخلي (التمويل الذاتي) وبالتالي كما في مختلف هذا الهدف والدعوة إلى تعظيمه مما يعبر عن فاعلية قرارات المالية للإدارة المالية

منه بلزقاته والبيوت في عقل لإداره بلاليه هدفه تنظيم الترويه كهدف
 حركتريه وانصر اتيجي للإداره بلاليه او قد عرفت النظر يات هذا الهدف
 ولاحتة عانده كبيره عن قبل تركاته لإعمال والمدلاذ بالمكسب أنفهم
 وهذا الهدف لم يحصل من غرض بل هناك ما يبرره من خلال عدة عوامل :-
 ١ - انه تنظيم لبيعه لوقت ان تكون لبيعاته لتتقبله للشركه كثر
 كفاءة واقل خلفه وان نتيج ليع وقدمانه وجوده عاليه ومقابل إحصار
 ٢ - ان تنظيم الترويه منطلي لتجديد والتحديثه ليع لنتيجه وبما بلاليه
 رغبانه واذ عاقق المستللكيه
 ٣ - ان تنظيم الترويه منطلي لتوافر خدمات ما بعد البيع ووجود مخزون كافيه
 من السلع وتواجد متافذ توزيع في أفضل الموانع
 انه قاعليه لقراراته بلاليه (قراراته لإستثمار والتحويل) تؤتير على
 العبه لوقتيه من خلال تأثيرها على كل من لبيعاته والمخاطره
 والشكل الثاني يوضح لبيعاته بلالترويه من لبيعه لوقتيه لسهم الشركه
 اثر القرارات بلاليه على ثمنه لسهم



ما يتكاد نلاحظ انه قراراته التمويل لإستثمار تؤتير بلاليه لسهم لوقتيه من خلال خبرتها
 في إنشائه على لبعاد (الربح) المتوقع ودرجه المخاطره ، والعلاقه بين لبيعاته المتوقع
 ودرجه المخاطره طرديه ، فزيادة الرباع لا تتحقق الا من خلال زياده
 المخاطره او عليه فالقرارات بلاليه والتي تتوزع في طبيعة عمل الشركه وحجمها
 ونوع اصولها المستعمده في لبيعاته لتتقبله والمودن لذي تقدم فيه
 الفروض يجب هيكل تمويل الشركه وموقف سيوله ، هذه لبيعاته تتاثر
 على الربح المتوقع ودرجه المخاطره ،

فزيادة الاعتماد على القروض لغرض تمويل التوسعات الإستراتيجية سوف
 يؤدي لزيادة الأرباح المتوقعة، لكنه أيضاً يزيد من درجة المخاطرة التي
 قد تتعرض لها الإدارة المالية بسبب إقتراضها. كما أن زيادة السيولة
 داخل الشركة مما شأنها تخفيف المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها
 الإدارة المالية، إلا أنه في نفس الوقت سبب انخفاض الأرباح المتوقعة
 بسبب زيادة الاستثمارات غير التشغيلية، وكل ذلك يؤثر على القيمة السوقية
 للشركة. وعليه وبسبب هذه العلاقة المترددة بين سيولة
 الإدارة المالية إن نجاح الكفقرات المالية لضمان نوع من التوازن
 بين الربح المتوقع ودرجات المخاطرة وبالكل الذي يزيد من قيمة الشركة ويقيم ثروه الملاك.

ثالثاً: هدف سيولة :- فإذ امتت إقرارات المالية التي تتخذ داخل الشركة
 يكون لها أثر على التدفقات النقدية المتوقعة، وعليه يجب أن يكون المدير المالي
 قادر على معرفة تأثير تلك الإقرارات على التقديرات التي تتصل في سيولة الشركة
 أي قدرتها على الإلتزام بجزء من استثمارات الشركة ككل ارضه من الإصول
 السائلة وسبب ذلك نكه نصت كما لقدرة على تديد التزاماتها المتخفة
 من تواريجها وبالكل الذي لا يعرضها للخطر المالي وتضمن لها تحريك
 الدورة التشغيلية.

مشكلة الوكالة :- يجب تقاضى المصالح بين الملاك
 والمديرين لتتفقد بينة ائمة كجمل قد يتصرف المديرين بالشركة وأموالها
 على ضوء مصالحهم الخاصة بتروية الماهية. وعليه نشأ المشكلة

وسائل تحقيق المشكلة

- ١- قيام مجلس الإدارة بواجباته اتجاه الملاك ومن خلال مراقبه أعمال المديرين لتتفقد له
- ٢- قيام الإضفاء بالتقلوت والمحاسيون والمراجعة بدم البائل وسيراميه
- ٣- ربط مزايا ومقبات المديرين لتتفقد بين وفقاً لأداء الشركة لوقية
- ٤- التدقل لها شرم من خلال الماهية (مقصودهم)
- ٥- التفاتيه والإصاح من جميع الماهيات التشغيلية والمالية للشركة من قبل مجلس الإدارة
- ٦-

التبؤ بالامتیاجات المالیة :- هناك السلویات السیئة کثیرة اتخذت لهما :-

- ① طريقة نسب المیزانیه الی المبیعات
 - ② طريقة تحلیل الاتحاد ونعم لم یکنه لیسیم الهندس والاسلوب لیسیم
- انما استخدام ای السلویة فیها یطلب توقیر عدد وقت الشرط ویدونها یفقد
السلویة قیمتہ كأداة للتبؤ ومن هذه الشرط نواقر علاقہ وعبسہ
بیت المبیعات لیسیمه ثم بالسلویة وبشکل فامر لعلاقہ لیسیمه وعلاقہ
الاستقرار والشیات .

① طريقة نسب المیزانیه :- تعتمد هذه الطريقة للتبؤ بالامتیاجات
المالیة للشركة عاداته من الی علاقہ موهوبه وایسے
۱- مبیعات لیسیمه
۲- عناصر المیزانیه
یو عناصر المیزانیه مہیہ (عناصر الموهودات (امول) وعناصر
المطلویات (مقوم) .

جانب الموهودات :- ان لزیادہ فی مبیعاته تطلب زیادہ لانتاج
وهذا یطلب زیادہ فی جانب الی اصوله بلند اوله (المتروتہ - لیسیمه - لتقدیه
الحایات لمہینہ (الارزاق لیسیمه))

علامتہ مہیہ :- هناك عناصر فی جانب الی اصوله من مبیعات لیسیمه
تتغیر بصورہ مباشرہ مع تغیر المبیعات مہیہ (التقدیه لیسیمه
المالیہ)

الحایات لمہینہ - المتروتہ)
وهناك عناصر فی اصول لیسیمه لا تتغیر بصورہ مباشرہ
مع تغیر المبیعات (الموهودات لیسیمه)

س :- فامو سبب عدم تغیر الموهودات لیسیمه :- لانه لوحدت زیادہ
فی طلب علی سلعة لیسیمه فی سوقه وکانت لایها طاقہ انتاجیه
فانضه لتقلدوت طاقمها لانتاجیه) فمعالی لیسیمه هنا الا ان ترید

التشوي بالاهتمامات الخاصة
 ① طريقة تشوي لميزانية المبيعات
 ② طريقة تحليل الانحدار

① طريقة تشوي لميزانية المبيعات
 تعتمد هذه الطريقة للتشوي بالاهتمامات الخاصة بالجهة المحاسبية للشركة
 على ان هناك عناصر عارضة هو صريح بدين
 أ - مبيعات السنة
 ب - عناصر ميزان منفرد
 وعناصر ميزان منفرد → مبيعات مطلوبات
 صف الملائمة

حياتية لموجودات - ان لزيادة في مبيعات
 تتطلب زيادة في انتاج وبالتالي زيادة في اموال لعل
 جميع بنوده من [تشوي - لزم المبيعات - مخزون
 الاستهلاكات

بمقتضى ان هناك عناصر في جانب الموجودات تتغير
~~طبيعية~~ بصورة مباشرة مع تغير المبيعات
 تشوي - ذمم - مخزون
 كما ان هناك عناصر لا تتغير بصورة مباشرة مع تغير المبيعات
 (الثابتة)

① سبب: لو زاد اطلب من الشركة وكان لدى شركة
 طاقة انتاجية فائضة (لا تقبل بكمال طاقاتها)
 تستطيع الشركة تعويض اطلب وزيادة انتاج
 ولا تتغير الثابتة ولا المتغيرة منها
 ② اما لو كانت الشركة كمثل بامتنا، انتاجها فيها الشركة تحتاج
 ان استهلاكها من اموال يتزايد معها لزيادة في
 المبيعات تتطلب زيادة في الموجودات الملائمة

منه معدل الإنتاج باستقلال تلك لطافته وهنا لا يحتاج إليه خصائص
 رأسمالية وإنما تعامل معاملة الموهوبات التي تتغير مباشرة مع زيادة المبيعات
 أما إذا كانت لشركة تعمل بكل طاقتها الإنتاجية فهذا يحتاج إلى
 استثمارية رأسمالية وتوسيع ورفع لطافة الإنتاجية لزيادة
 الإنتاج (الالات - مكائن - ارضيات - تقنيات - الآلات) التي يستويح المملوك
 وفي هذه الحالة لزيادة في المبيعات تعني لزيادة في الموهوبات لتأمينه

وصف الملكية
 جانب الموهوبات - ان عناصر الموهوبات التي تتغير مباشرة مع
 تغير المبيعات هي (مديونية لشركة للموردية - لدايتون - لتأخرات من
 الاصول مؤثرات اخرى - الآلة) - تصرف قصيرة الاجل
 أما القروض قصيرة الاجل والطويلة الاجل والارباح المحتجزه وصف
 الملكية لا تتغير مع تغير المبيعات بحوره مباشرة ومحدده لبيانات
 الترتيب للشركة
 الخلاصة: لفرض تحديد الاحتياجات للمويل لا بد من تحديد
 العناصر في كل من الموهوبات والمطلوبات التي لها علاقة مباشرة
 وتتغير مع زيادة المبيعات والعناصر التي لا ترتبط بشكل مباشر
 من اصول وكهجوم مع الزيادة في المبيعات والبيانات توضح التي من قلال
 هذه الميزانية للموهوبات لشركه معينة وهذا الخطوه اول حل لها
 الميزانية للموهوبات

الموهوبات	المطلوبات
موهوبات متداوله	حقوق قصيرة الاجل (مديونيه)
نقدية (مباشرة)	صايات دائنه (مباشرة)
اوتوفا حاليه (مباشرة)	دايتون (مباشرة)
صايات مديونه (مباشرة)	تأخرات (مباشرة)
محتجزات (مباشرة)	قروض قصيرة الاجل (غير مباشر)
موهوبات ثابتة -	حقوق طويله الاجل
الالات	- موهوبات طويله الاجل (غير مباشر)
مكائن	- ارباح محتجزه (غير مباشر)
صايات	- احتياطات (صه صايات لشركه) (غير مباشر)
	مخزونات (غير مباشر)

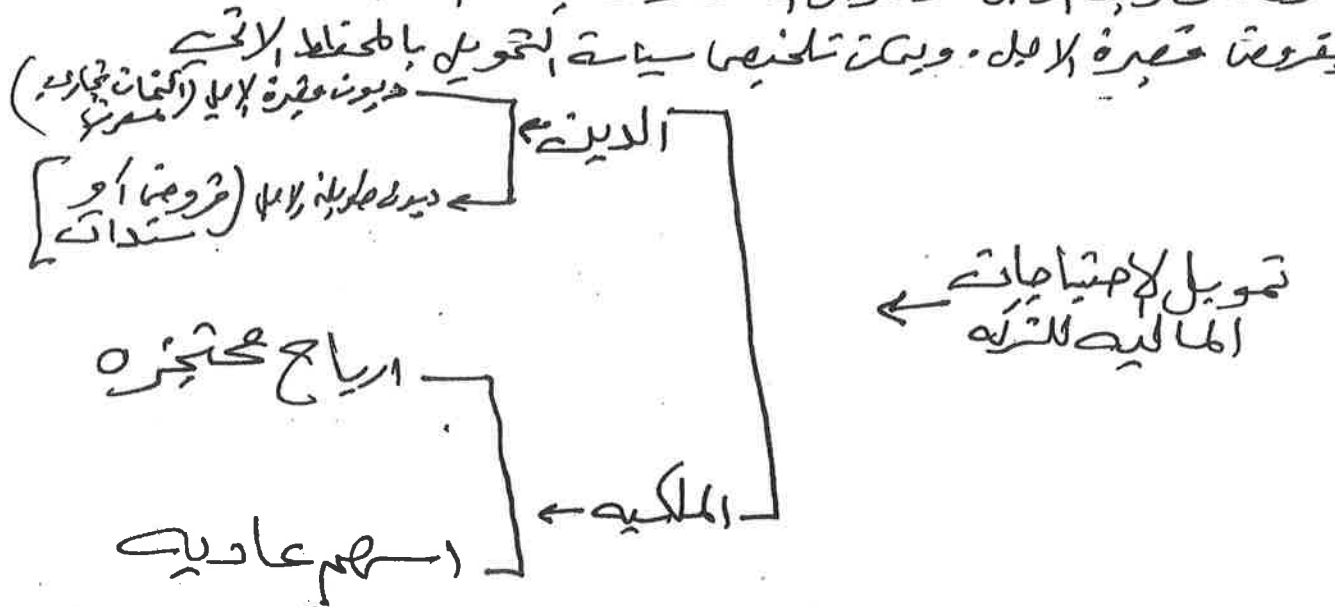
الارباح المحتجزة = ح * م * معدل امتياز الارباح (1-)

ح = هامش الربح الصافي

م = ارباح المتوقعة

ت = نسبة التوزيع للتوزيعات على ارباح الشركة

أما احتياجات التمويل بالدين فيتم الحصول على قروض قصيرة الاجل أو قرضاً طويلية الاجل وذلك حسب نسبة استثمارات الشركة، وبنسبة التمويل الكمية تمويل الاستثمارات طويلة الاجل بقروضاً وطويلة الاجل، وتمويل الاستثمارات من ارباح المال العامل (مضرة للاجل) بقروضاً قصيرة الاجل. ويمكن تلخيص سياسة التمويل بالمخطط الاتي



مثال :- خلقت عبيات شركة لعربي للمواد الاستهلاكية وليون دينار لعام 1990 ويتوقع طبعات الشركة ان تزداد الى مليون ونصف دينار لعام 1997، واذا علمت :-

- 1- كانت ارباح الشركة لعام 1990 هي 50000 دينار وزعت منها 20000 على المساهمين حسب سياسة توزيع الارباح لدى الشركة
- 2- نسبة التمويل بالدين هي سياسة تمويل الشركة 50% بالدين و 50% بالملكية
- 3- بالنسبة لتمويل بالديون ترغب الشركة الحصول على 18% عنه بقروضاً قصيرة و 11% طويلة الاجل
- 4- تحقق الشركة هامش ربح صافيه 5%
- 5- ظهرت عراضة الشركة لعام 1990 كما يلي
- 6- الاستثمارات كبرىه لنقطه النوع 150000 دينار
- 7- تعمل الشركة بكل طاقتها لانتاج



اسم المادة : تمويل الشركات
عنوان المحاضرة : التنبؤ بالاحتياجات المالية
اسم المحاضر : د. سمير اليارا

التنبؤ بالاحتياجات المالية

يتيح التنبؤ المالي الفرصة للتعرف على الاحتياجات المالية المستقلة والاستعداد لها مسبقاً ، كما يتيح الفرصة للتعرف على ما سيكون عليه المركز المالي وربحية الشركة في المستقبل واتخاذ الاجراءات التصحيحية اذا لزم الامر . فعندما تتوقع الشركة زيادة مبيعاتها بعد القيام بعدة بحوث في السوق ومقارنة هذه الزيادة المتوقعة بإمكانياتها المالية والمادية والبشرية ، فهذه الزيادة في المبيعات اكيد ستعمل على تغيرات كبيرة في الميزانية العمومية فضلاً عن ضرورة التنبؤ بالاحتياجات المالية التي تقابل هذه الزيادة لكي تستعد لها وبالتالي نجاحها في زيادة مبيعاتها وزيادة ارباحها .. وهناك طريقتين في التنبؤ بالاحتياجات المالية وهي :

اولاً : التنبؤ بالاحتياجات المالية باستخدام اسلوب النسب المئوية للمبيعات .

يعتبر هذا الاسلوب من اساليب التنبؤ بالاحتياجات المالية المستقبلية والتي تقوم على افتراض وجود علاقة مباشرة وثابتة بين المبيعات وبين بعض بنود الميزانية العمومية ومن ثم يمكن التنبؤ بما ستكون عليه تلك البنود اذا ما توافرت بيانات عن المبيعات المتوقعة .

وللوصول الى التنبؤ بالاحتياجات المالية على وفق هذا الاسلوب نأخذ المثال الاتي :

مثال : بلغت قيمة مبيعات شركة الكوثر لانتاج المياه المعدنية ما قيمته (500 000) دينار في عام ٢٠١٤ وتتوقع ان تزداد مبيعاتها خلال عام ٢٠١٥ بنسبة (٤٠ %) ، وقررت الشركة ان تستمر بنفس سياستها السابقة فيما يخص هامش الربح وتوزيعات الارباح ، علما ان هامش ربح الشركة تبلغ (١٠ %) ونسبة التوزيعات (٦٠ %) ، كما قررت الشركة ان توزع احتياجاتها المالية مناصفة بين القروض قصيرة الاجل والسندات علما ان الشركة تستخدم كامل طاقتها الانتاجية . وكانت شكل الميزانية العمومية للشركة وللعام ٢٠١٤ كالآتي :

الميزانية العمومية لشركة الكوثر في ٢٠١٤/١٢/٣١

المبالغ بالالف

المطلوبات وحق الملكية	الموجودات
10 الحسابات الدائنة	20 نقد
30 قروض قصيرة الاجل	30 مخزون
45 سندات	15 حسابات مدينة
80 اسهم عادية	150 موجودات ثابتة
50 ارباح محتجزة	
215 اجمالي المطلوبات وحق الملكية	215 اجمالي الموجودات

المطلوب : تحديد الاحتياجات المالية الخارجية للشركة .

للتوصل الى الاحتياجات المالية على وفق طريقة النسب من المبيعات يجب اتباع الخطوات الاتية :

١- كخطوة اولى يجب استخراج قيمة المبيعات المتوقعة ، وبدقة لان اي خطأ في استخراج قيمتها ستكون قيمة الاحتياجات المالية خطأ حتما . وطريقة استخراج قيمة المبيعات المتوقعة هو بضرب المبيعات الحالية بنسبة الزيادة واطافة النتيجة الى المبيعات الحالية . وفي مثالنا هذا تكون قيمة المبيعات المتوقعة كالاتي :

$$500000 \times 40\% = 200000 \text{ دينار .}$$

$$200000 + 500000 = 700000 \text{ دينار .}$$

٢- تصنيف بنود الميزانية الحالية الى مجموعتين الاولى البنود التي لها علاقة مباشرة بالمبيعات اي البنود التي تتغير مع تغير المبيعات في جانب الموجودات وجانب المطلوبات مثل النقد والمخزون والحسابات المدينة في جانب الموجودات والحسابات الدائنة في جانب المطلوبات (وحسب مثالنا اعلاه) وهناك بعض البنود التي تتغير في بعض الاحيان ولا تتغير في احيان اخرى مثل الموجودات الثابتة التي تتغير في حالة استخدام الشركة كامل طاقتها الانتاجية ولا تتغير اذا لم تستخدم الشركة كامل طاقتها وهذه ملاحظة مهمة يجب الانتباه اليها عند حل اي سؤال عن الاحتياجات المالية وفي مثالنا اعلاه فان الموجودات الثابتة سوف تتغير بتغير المبيعات كون شركة الكوثر تستخدم كامل

طاقنتها الانتاجية .. واوراق الدفع التي تتغير في بعض الاحيان لذلك يجب النظر الى السؤال ويتم ذكر ملاحظة حولها اي قد يذكر السؤال تاثيرها او عدم تاثيرها .. والمجموعة الثانية هي البنود التي ليس لها علاقة مباشرة بالمبيعات اي تلك التي لا تتغير مع تغير حجم المبيعات مثل السندات او الاسهم العادية اما الارياح المحتجزة فانها تتغير في نهاية الامر وكما سنشرحها لاحقاً .

٣- بعد ان تم تصنيف بنود الميزانية فيتم ايجاد النسبة المئوية لكل بند من البنود التي لها علاقة مباشرة بالمبيعات والتي تم تحديدها في الخطوة الاولى من قيمة المبيعات الحالية .. وعلى وفق مثالنا فان النسب تكون كالآتي :

بالنسبة لجانب الموجودات :

النقد : $20 / 500 = 4\%$ نسبة النقد من المبيعات الحالية

المخزون : $30 / 500 = 6\%$ نسبة المخزون من المبيعات الحالية

حسابات مدينة : $150 / 500 = 3\%$ نسبة الحسابات المدينة من المبيعات الحالية

موجودات ثابتة : $150 / 500 = 30\%$ نسبة الموجودات الثابتة من المبيعات الحالية

اما في جانب المطلوبات فان الحسابات الدائنة هو البند الوحيد الذي يتغير بتغير المبيعات ونسبته تكون :

الحسابات الدائنة : $10 / 500 = 2\%$.

٤- بعد استخراج نسبة البنود التي تتغير من المبيعات الحالية .. نقوم بضرب تلك النسب بالمبيعات المتوقعة لاستخراج قيمتها الحالية وذلك على افتراض ان تلك النسبة لا تتغير مهما تغيرت قيمة المبيعات وهذا هو اساس هذه الطريقة . وحسب مثالنا تكون القيم كالآتي :

جانب الموجودات :

- النقد : $700 \times 4\% = 28$ دينار

- المخزون : $700 \times 6\% = 42$ دينار

- الحسابات المدينة : $700 \times 3\% = 21$ دينار

- الموجودات الثابتة : $700 \times 30\% = 210$ دينار

جانب المطلوبات :

- الحسابات الدائنة : $700 \times 2\% = 14$ دينار

٥- بعد استخراج القيم الجديدة والتي تمثل قيم البنود التي لها علاقة مباشرة بتغير المبيعات والتي تمثل قيم الميزانية الجديدة والخاصة بالعام ٢٠١٥ اي بالنسبة للمبيعات المتوقعة .. نرسم الميزانية الجديدة باضافة القيم الجديدة بالنسبة للبنود التي تغيرت ونفس القيم القديمة بالنسبة للبنود التي لا تتغير (قيم ميزانية عام ٢٠١٤) ... وكالاتي :

ميزانية شركة الكوثر لعام ٢٠١٥

المبالغ بالالف

الموجودات	المطلوبات وحق الملكية
النقد	٢٨
الحسابات المدينة	٢١
المخزون	٤٢
الموجودات الثابتة	٢١٠
	٨٠
	٥٠
مجموع الموجودات	٣٠١
	٢١٩
	مجموع المطلوبات وحق الملكية

٦- بعد رسم الميزانية العمومية للشركة لعام ٢٠١٥ اي بالنسبة للمبيعات المتوقعة ، ننظر الى مجموع كل من الموجودات والمطلوبات وحق الملكية ونحسب الفرق بين المجموعين . فاذا كانت قيمة مجموع الموجودات اكبر من مجموع المطلوبات فان الشركة بحاجة الى احتياجات مالية اضافية وذلك لان الموجودات تعد استخدامات الاموال والمطلوبات مصادر الاموال فاذا كان الاستخدامات اكبر من المصادر فان من البديهي ان تكون الحاجة الى اموال اضافية لتتساوى المصادر مع الاستخدامات .. اما اذا كانت المطلوبات اكبر من الموجودات فان الشركة لاحتياج الى اموال اضافية ونفس الحالة اذا كان المجموعين متساويين . ومن خلال الميزانية اعلاه (لعام ٢٠١٥) نلاحظ ان الفرق بين مجموع الموجودات والمطلوبات قد بلغ (٨٢ دينار) (٣٠١ - ٢١٩) اي ان الاحتياجات المالية الكلية للشركة قد بلغت (٨٢ دينار) .

٧- القيمة التي تم استخراجها (٨٢ دينار) تمثل الاحتياجات الكلية اي بدون قيمة الارباح المحتجزة التي سوف تزداد حتما بسبب زيادة قيمة المبيعات والتي تؤدي الى زيادة الارباح الصافية ولثبات نسبة هامش الربح والبالغة (١٠ %) وثبات نسبة التوزيعات البالغة (٦٠ %) حسب مثالنا اعلاه . لذلك يجب ان نستخرج قيمة الارباح المحتجزة بالنسبة للمبيعات المتوقعة ويتم استخراجها كالاتي :

- في البداية نستخرج قيمة الارياح الجديدة وذلك من خلال ضرب نسبة هامش الربح بقيمة المبيعات
 $70000 \times 10\% = 70000$ دينار
- استخراج قيمة الارياح المحتجرة .. من خلال المثال نلاحظ ان نسبة التوزيعات تبلغ (60%) اي ان نسبة الاحتجاز تبلغ (40%) لان (نسبة الاحتجاز + نسبة الاحتجاز = 100% اي 1) .. ولاستخراج قيمة الاحتجاز نضرب قيمة الارياح (70000 دينار) في نسبة الاحتجاز
 $70000 \times 40\% = 28000$ دينار .
- اضافة قيمة هذا المبلغ (28000 دينار) الى قيمة الارياح المحتجرة القديمة (50000 دينار) لتكون الارياح المحتجرة في ميزانية عام 2015 (78000 دينار) (28000 + 50000) وهذا يعني ان الاحتياجات المالية والتي بلغت (82000 دينار) سوف تتخفض بقيمة الاضافة الجديدة للارياح المحتجرة اي ان الاحتياجات المالية الخارجية ستبلغ (54000 دينار) (82000 - 28000 = 54000 دينار) .

٨- بعد تحديد قيمة الاحتياجات المالية الخارجية .. والتي بلغت في مثالنا (54000 دينار) نفكر في كيفية تمويل تلك الاحتياجات ، وفي مثالنا يكون التمويل مناصفة بين السندات والقروض قصيرة الاجل .. اي ان (27000 دينار سوف يتم تمويلها من القروض قصيرة الاجل) و (27000 دينار من السندات) ($54000 \div 2$) .. اي ان قيمة القروض قصيرة سوف تزداد بقيمة (27000 دينار) لتصبح قيمتها (57000 دينار) (27000 + 30000) و قيمة السندات ستزداد الى (72000 دينار) (27000 + 45000) . لتكون ميزانية عام 2015 اي للمبيعات المتوقعة والتي قيمتها (700000 دينار) كالآتي :

الميزانية العمومية لشركة الكوثر للعام 2015

المبالغ بالالف

الموجودات	المطلوبات وحق الملكية
النقد	٢٨
الحسابات المدينة	٢١
المخزون	٤٢
الموجودات الثابتة	٢١٠
	٧٨
مجموع الموجودات	٣٠١
	٣٠١

الموازنة النقدية

تعتبر الميزانية النقدية (Cash Budget) احدى ادوات التخطيط المالي ، اذ توضح النمط الذي ستكون عليه التدفقات المستقبلية . ويعتبر هذا النوع من الميزانيات ذات اهمية قصوى للمدير المالي ، اذ يزوده بمعلومات مفيدة عن حجم الفائض او العجز النقدي المتوقع وتوقيت حدوثه . فاذا ما ظهرت الميزانية عدم كفاية النقدية للوفاء بالالتزامات عندما يحين موعد استحقاقها ، فانه يصبح من الضروري البحث مقدماً عن المصادر المحتملة لتمويل ذلك العجز حتى لاتتعرض الشركة لمخاطرة العسر المالي . اما اذا كشفت الميزانية عن فائض نقدي متوقع فان الامر قد يقتضي ضرورة التخطيط مقدماً لاستثماره . وبالطبع ينبغي المفاضلة بين المصادر البديلة لتمويل العجز او الفرص البديلة لاستثمار الفائض وذلك على ضوء الهدف الاساسي الذي تسعى الادارة المالية الى تحقيقه وهو تعظيم ثروة الملاك . وهذا يعني ان الموازنة النقدية تعتبر وسيلة لتخطيط السيولة في الشركة حيث تعني بتوفير المستويات اللازمة من النقد لتأمين استمرارية العمليات .

وتعرف الموازنة النقدية على انها عبارة عن تقرير يبين المقبوضات النقدية والمدفوعات النقدية المتوقعة وبالتالي الفائض او العجز النقدي لفترات قصيرة من الزمن وعادة ما تكون شهرياً .

ان حجر الاساس في اعداد الموازنة النقدية هو وجود تنبؤ بالمبيعات لكل شهر من اشهر الموازنة النقدية ، وكذلك تقدير للمشتريات ولكل عنصر من عناصر الانفاقات النقدية الاخرى . كما انها تتطلب تحديداً لمستوى النقد الامثل اي حجم النقد الواجب توافره دوماً لدى الشركة لتسيير عملياتها . لتوضيح الموازنة النقدية سناخذ المثال الاتي .

مثال : دعنا نفترض ان الشركة العامة لتجارة الجلود بصدد اعداد ميزانية تقديرية نقدية عن الثلاث شهور الاولى من عام ٢٠١٢ ، وتشير سجلات الشركة الى ان (٣٠ %) من مبيعاتها نقدية وان المبيعات الاجلة يتم تحصيلها كما يلي : (٤٠ %) من تلك المبيعات يتم تحصيلها في الشهر الذي تم فيه البيع ، (٥٠ %) في الشهر التالي ، ١٠ % في الشهر الذي يليه (الشهر الذي بعد التالي) . اما بالنسبة للمشتريات فتتم في الشهر السابق لبيعها وتبلغ قيمة المشتريات (٦٠ %) من قيمة المبيعات ، ويتم سداد قيمة البضاعة المشتراة في الشهر التالي لشريها ومن المتوقع ان تبلغ الاجور والرواتب (١٥٠٠٠٠ ، ١٢٦٠٠٠ ، ١٦٠٠٠٠ دينار في الثلاثة شهور على التوالي) كما يتوقع ان تبلغ المصروفات البيعية والادارية (٥٠٠٠٠ دينار) شهرياً . وهناك

مصروفات اخرى متوقعة قدرها (١٥٠٠٠ ، ٢٠٠٠٠ ، ٤٢٠٠٠) دينار على التوالي . ويتم دفع الاجور والمصروفات البيعية والادارية والمصروفات الاخرى في ذات الشهر الذي تستحق .
ومن المتوقع ان تقوم الشركة بدفع مبلغ (٥٠٠٠٠٠ دينار) لهيئة الضرائب خلال شهر ك ٢ وان تقوم بشراء مبنى جديد في ذات الشهر تبلغ قيمته ١٩٥٠٠٠٠ دينار وسوف قيمة الاندثار السنوي عنه ٧٨٠٠٠ دينار كما تتوقع الشركة بيع بعض الاوراق المالية في شهر اذار بمبلغ ٢٥٠٠٠٠ دينار كما تتوقع وتشير التقديرات الى ان الرصيد النقدي في اول شهر ك ٢ ٥٥٠٠٠٠ دينار ، وان سياسة الشركة تقضي بان لا يقل الحد الادنى للرصيد النقدي عن ٥٠٠٠٠٠ دينار ويوضح الجدول الاتي المبيعات الفعلية عن شهري تشرين الثاني وكانون الاول والمبيعات المتوقعة في الاشهر الاربعة من عام ٢٠١٢ .

مبيعات الشركة العامة لتجارة الجلود

من تشرين الثاني ٢٠١١ الى مايس ٢٠١٢

بالاف

المبيعات	الشهر
٨٠٠	تشرين الثاني
٧٠٠	كانون الاول
٩٠٠	كانون الثاني
١٠٠٠	شباط
٨٠٠	اذار
٨٥٠	مايس

الحل :

- في بداية الحل يجب التركيز على كافة المعطيات بصورة دقيقة وعمل ميزانية اضافية على شكل ورقة عمل اضافية للتدفقات النقدية الداخلة والمتمثلة في المبيعات والخارجة والمتمثلة بالمشتريات وكما يأتي :

الاشهر	ت ٢	ك ١	ك ٢	شباط	اذار	مايس
المبيعات	٨٠٠	٧٠٠	٩٠٠	١٠٠٠	٨٠٠	٨٥٠
المبيعات الاجلة	٥٦٠	٤٩٠	٦٣٠	٧٠٠	٥٦٠	٥٩٥
متحصلات مبيعات نفس الشهر			٢٥٢	٢٨٠	٢٢٤	
متحصلات عن مبيعات شهر سابق			٢٤٥	٣١٥	٣٥٠	
متحصلات مبيعات شهرين سابقين			٥٦	٤٩	٦٣	
متحصلات المبيعات الاجلة			٥٥٣	٦٤٤	٦٣٧	
مشتريات اجلة	٥٤٠	٦٠٠	٤٨٠	٥١٠		
مدفوعات للموردين			٥٤٠	٦٠٠	٤٨٠	

- السطر الاول من الحل يمثل المبيعات الكلية للشركة وهو ما معطاة في السؤال .
- السطر الثاني يمثل المبيعات الاجلة والتي قدرها ٧٠ % كون ان المبيعات النقدية تمثل (٣٠ %) كما مذكور في السؤال وعليه فان شهر ت ٢ ظهرت مبيعاتها الاجلة ($٧٠\% \times ٨٠٠ = ٥٦٠$ دينار) و شهر ك ١ ($٧٠\% \times ٧٠٠ = ٤٩٠$ دينار) وهكذا بالنسبة لكل الاشهر .
- السطر الثالث يمثل متحصلات المبيعات (مقبوضات قيمة المبيعات الاجلة) والتي تمثل ٤٠ % من قيمة المبيعات الاجلة .. ف شهر ك ٢ باعت الشركة ما قيمته ٦٣٠ دينار بالاجل ، لذلك فان المتحصلات في نفس الشهر يكون ($٦٣٠ \times ٤٠\% = ٢٥٢$ دينار) وفي شهر شباط باعت الشركة مبيعاتها بالاجل بقيمة ٧٠٠ دينار لذلك فان متحصلات تلك المبيعات في نفس الشهر بلغت ($٧٠٠ \times ٤٠\% = ٢٨٠$ دينار) وهكذا بالنسبة لشهر اذار ($٥٦٠ \times ٤٠\% = ٢٢٤$ دينار) .
- السطر الرابع يمثل المقبوضات عن مبيعات الشهر السابق والتي تبلغ ٥٠ % (ذكر في السؤال ان ٥٠ % من المبيعات الاجلة يتم استلامها في الذي يليه) .. بما ان قيمة المبيعات الاجلة لشهر ك ١ كانت ٤٩٠ دينار اي ان ٥٠ % من قيمة هذه المبيعات سوف يستلمها في الشهر الذي يليه اي في شهر ك ٢ لذلك فان قيمتها ظهرت في شهر ك ٢ ($٤٩٠ \times ٥٠\% = ٢٤٥$) وشهر اذار تمثل ٥٠ % من المبيعات الاجلة لشهر ك ٢ ($٦٣٠ \times ٥٠\% = ٣١٥$) وهكذا بالنسبة لشهر مايس ($٧٠٠ \times ٥٠\% = ٣٥٠$) .

- السطر الخامس .. تمثل ١٠% من المبيعات الاجلة لشهرين سابقين ، اي ان قيمتها في شهر ك ٢ تكون ١٠% من المبيعات الاجلة لشهر ت ٢ ($٥٦ = ١٠\% \times ٥٦٠$) ولشهر شباط تكون ١٠% من المبيعات الاجلة لشهر ك ١ ($٤٩ = ١٠\% \times ٤٩٠$) ولشهر اذار تمثل ١٠% من قيمة شهر ك ٢ ($٦٣ = ١٠\% \times ٦٣٠$) .
- السطر السادس والتي تمثل مجموع المتحصلات (المقبوضات) للاسطر الثلاثة التي قبلها فمتحصلات شهر ك ١ ($٥٥٣ = ٥٦ + ٢٤٥ + ٢٥٢$) وهكذا بالنسبة للاشهر الباقية (تم ذكر معطيات ثلاثة اشهر وهي ك ١ وشباط واذار لان الموازنة النقدية المطلوب هي لتلك الاشهر فقط) .
- اما بالنسبة للسطر السابع .. فتمثل قيمة المشتريات الاجلة والتي تمثل ٦٠% من قيمة المبيعات ، وبما ان المشتريات يتم شرواها لبيعها في الشهر التالي ، لذلك فان قيمة المشتريات تكون ٦٠% من قيمة المبيعات للشهر التالي اي ان مشتريات شهر ك ١ تمثل ٦٠% من مبيعات شهر ك ٢ ($٩٠٠ = ٦٠\% \times ٩٠٠$) ولشهر ك ٢ تمثل ٦٠% من مبيعات شهر شباط ($٦٠٠ = ٦٠\% \times ١٠٠٠$) ولشهر شباط تمثل ٦٠% من مبيعات شهر اذار ($٤٨٠ = ٦٠\% \times ٨٠٠$) ولشهر اذار تمثل ٦٠% من مبيعات شهر مايس ($٥١٠ = ٦٠\% \times ٨٥٠$) .
- السطر الثامن .. تمثل المدفوعات للموردين (قيمة المشتريات) ، فيتم دفعها في الشهر التالي ، اي قيمة المشتريات لشهر ك ١ تدفع في شهر ك ٢ ومشتريات شهر ك ٢ في شهر شباط وهكذا .

وهكذا انتهى ورقة العمل وسوف تحول الى الميزانية النقدية التقديرية والتي تكون كالآتي :

الميزانية النقدية التقديرية للشركة العامة لتجارة الجلود ف ٢٠١٢/١٢/٢١

المبالغ بالاف الدنانير

ادار	شباط	ك ١	المقبوضات النقدية
٢٤٠	٣٠٠	٢٧٠	مبيعات نقدية
٦٣٧	٦٤٤	٥٥٣	مقبوضات مبيعات اجلة
٢٥	---	---	مبيعات اوراق مالية
٩٠٢	٩٤٤	٨٢٣	مجموع التدفقات النقدية الداخلة

المدفوعات النقدية			
٤٨٠	٦٠٠	٥٤٠	مدفوعات للموردين
١٦٠	١٢٦	١٥٠	اجور ومرتببات
٥٠	٥٠	٥٠	مصرفوات بيعية وادارية
٤٢	٢٠	١٥	مصرفوات اخرى
---	---	٥٠	مدفوعات لمصلحة الضرائب
---	---	١٩٥	شراء مباني
٧٣٢	٧٩٦	١٠٠٠	مجموع التدفقات النقدية الخارجة
١٧٠	١٤٨	(١٧٧)	صافي التدفقات النقدي
٢٦	(١٢٢)	٥٥	النقدية اول المدة
١٩٦	٢٦	(١٢٢)	النقدية في نهاية الشهر
٥٠	٥٠	٥٠	الحد الادنى لرصيد النقدية
١٤٦	(٢٤)	(١٧٢)	الفائض (العجز)

شرح الجدول :

- المقبوضات النقدية :
- تمثل المقبوضات النقدية ما قيمتها (٣٠%) من قيمة المبيعات الشهرية (كما مذكور في السؤال) ، لذلك فان شهر ك ١ ظهرت قيمتها ($٣٠\% \times ٩٠٠ = ٢٧٠$) وشهر شباط ($٣٠\% \times ١٠٠٠ = ٣٠٠$) ، وشهر اذار ($٣٠\% \times ٨٠٠ = ٢٤٠$) .
- قيمة المقبوضات الاجلة (من المبيعات الاجلة) ظهرت في ورقة العمل السابقة وهي (٦٤٤ ، ٥٥٣ ، ٦٣٧) على التوالي .
- اما مبيعات الاوراق المالية فانها تعد تدفقات نقدية داخلية ، وظهرت قيمته (٢٥ دينار) في شهر اذار فقط وهو ما مذكور في السؤال .

- مجموع التدفقات النقدية الداخلة فهبي مجموع ما ذكر اعلاه ، في شهر ك ١ ظهرت قيمة التدفقات النقدية الداخلة (٨٢٣ دينار) وهذه القيمة مجموع كل من (٢٧٠ + ٥٥٣ = ٨٢٣ دينار) وهكذا بالنسبة لباقي الاشهر .
- اما المدفوعات النقدية : مدفوعات الموردين تم اخذها من ورقة العمل اعلاه وحسب الاشهر .
- اما باقي المدفوعات النقدية فانها مأخوذة من السؤال وحسب الاشهر المذكورة .
- مجموع التدفقات النقدية الخارجة هي مجموع الفقرات اعلاه (فقرات المدفوعات النقدية) .
- اما فقرة صافي التدفقات النقدية فهي متاتية من طرح مجموع التدفقات النقدية الخارجة من التدفقات النقدية الداخلة ، لذلك ظهر صافي التدفقات النقدية لشهر ك ١ (- ١٧٧) (٨٢٣ - ١٠٠٠ = - ١٧٧ دينار) وشهر شباط (٩٤٤ - ٧٩٦ = ١٤٨ دينار) وشهر اذار (٩٠٢ - ٧٣٢ = ١٧٠ دينار) .
- ذكر في معطيات السؤال ان النقد في اول المدة يبلغ (٥٥ دينار) لذلك ظهر هذا الرقم في شهر ك ٢ ضمن فقرة النقدية في اول المدة ، وبما ان العجز قد ظهر في شهر ك ٢ بقيمة (١٧٧ دينار) ، فان هذا الرقم (١٧٧) سيتم تغطيته برصيد اول المدة والبالغ (٥٥) لينخفض العجز الى (١٢٢) وهذا ما ظهر في نقدية اول مدة في شهر شباط (١٧٧ - ٥٥ = ١٢٢) ، وظهر في شهر شباط فائض بقيمة (١٤٨ دينار) وبما ان رصيد اول المدة هو عجز بقيمة (١٢٢) فان الفائض سيغطي العجز ويبقى فائض قيمته (٢٦) (١٤٨ - ١٢٢ = ٢٦) وهذا الفائض سيرحل الى شهر اذار تحت فقرة رصيد نقدية اول المدة .
- النقدية في نهاية الشهر يكون مجموع صافي التدفقات النقدية و رصيد النقدية اول المدة ، لذلك كان نقدية نهاية الشهر لشهر ك ١ (١٢٢) (- ١٧٧ + ٥٥ = ١٢٢) وهكذا بالنسبة الى الشهرين التاليين .
- ذكر في السؤال ان الحد الادنى لرصيد النقدية يجب ان (٥٠) وهذا يعني ان الشركة يجب ان تحتفظ بهذه القيمة طيلة مدة الموازنة النقدية . لذلك ظهر هذا الرقم في جميع الاشهر .
- واخيراً لحساب الفائض والعجز في الموازنة النقدية التقديرية فيجب طرح الحد الادنى من رصيد النقدية من رصيد نهاية الشهر ، فظهرت النتيجة لشهر ك ١ (- ١٢٢ - ٥٠ = - ١٧٢) اي ان الشركة في موضع العجز في ك ١ ... اما شهر شباط فان رصيد نهاية الشهر كان (٢٦) وان على الشركة ان تحتفظ بقيمة (٥٠ دينار) لذلك ظهرت النتيجة (٢٦ - ٥٠ = ٢٤ دينار) اي عجز ايضا بقيمة

(٢٤ دينار) . وشهر اذار فان رصيد نهاية الشهر بلغ (١٩٦ دينار) وانها يجب ان تحتفظ بقيمة
(٥٠ دينار) كرصيد فان الفائض سيبقى (١٩٦ - ٥٠ = ١٤٦ دينار) .

وهنا يظهر لنا قيمة الفائض والعجز لدى الشركة وهذا سيفيدها في التخطيط لاستثمار الفائض او البحث
عن البدائل لتغطية العجز ، فان لم تقم الشركة بالموازنة النقدية فانها ستتفاجا اثناء حصول العجز وهذا
ما سيؤثر على كفاءة الاداء .

الفصل الثاني

التمويل (قصر رُجل / سوس رُجل / طویل رُجل)

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات؛ لذا يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في:

(١) تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.

(٢) يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني.

(٣) يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات.

(٤) يعتبر التمويل كونه سريعا تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي.

(٥) المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية (ويقصد بالسيولة توفير الأموال الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة).

ونظرا لأهمية التمويل، فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن تعتنى بها المؤسسة كونها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثلا لما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطرة مما يساعد على بلوغ الأهداف المنشودة، وأن قرار اختيار طرق التمويل يعتبر أساس السياسة المالية حيث يرتبط بهيكل رأس المال وتكلفته إذ يختار البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن.

إن الهدف من التعرف على أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لكل منها هو إمكانية المفاضلة والاختيار من بينها بأفضل الشروط والوصول إلى هيكل التمويل الذي يتحقق معه الهدف الأساسي للإدارة المالية وهو تعظيم قيمة المنشأة.

في الغالب يتم تقسيم مصادر التمويل وفقا للأساسين الآتيين:
(أولا) وفقا لطبيعة مصدر التمويل:

(١) مصادر داخلية (أرباح واحتياطيات). (٢) مصادر خارجية (أسهم عادية، ممتازة، ديون).

هذا التقسيم ينظر للمنظمة بأنها شخصية اعتبارية وتمارس أنشطتها بعيدا عن مالكيها أي يستند على انفصال الملكية عن الإدارة وبالتالي ينظر إلى حملة الأسهم كأطراف خارجية عن المنشأة.

(ثانيا) وفقا لمدة مصدر التمويل:

(١) قصيرة الأجل: (الائتمان التجاري، الائتمان المصرفي).

(٢) متوسطة الأجل: (القروض المصرفية، الشراء بالتقسيط، التمويل المحول).

(٣) طويلة الأجل:

أ - حق الملكية (أسهم، احتياطيات، أرباح محتجزة).

ب - حسابات دائنة (سندات، قروض طويلة الأجل).

سيتم التركيز على تقسيم مصادر التمويل وفقا لمدة مصدر التمويل

للأسباب الآتية:

(١) لأنه أكثر شمولاً.

(٢) انه يتسع ليشمل مصادر التمويل الداخلية والخارجية بأجلها المختلفة.

(٣) يصلح لكافة الشركات وعدم اقتصره على شركات المساهمة التي

تتفصل فيها الإدارة عن الملكية.

أما التقسيم الأول فيركز على الشركات المساهمة فقط.

وفي هذا الفصل سيتم استخدام هذا التقسيم مع التركيز فقط على مصادر التمويل القصيرة والطويلة الأجل لشيوعها في الحياة العملية؛ لذلك يتجه هذا الفصل إلى توضيح أهم المصادر المختلفة لهذه الأموال بنوعها القصيرة والطويلة الأجل.

مالية

ببيرة

حول

لجميع

م

ها

لى

(١) الائتمان التجاري:

يمكن تعريف الائتمان التجاري على إنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع بغرض إعادة بيعها وحسب هذا التعريف يستبعد من الائتمان التجاري كل من:

الائتمان التجاري الطويل والمتوسط الأمد الذي يمنحه بائعو الأصول الثابتة للمنشآت المشتريّة.

ب- الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط أي الائتمان الذي يمنحه تجار التجزئة للمستهلكين.

والائتمان التجاري كمصدر للأموال الجارية يلعب دورا عظيم الأهمية في تمويل كثير من المشروعات وخاصة تلك التي لا تستطيع استخدام المصادر الأخرى بسهولة وبعبارة أخرى يمكن الائتمان التجاري الشركة من شراء وتدبير احتياجاتها من المواد الأولية والمستلزمات السلعية والآلات والمعدات... الخ من شركة الأخرى على أن يتم سداد قيمة الشراء في فترة اللاحقة وتظهر قيمة هذه المشتريات وتعامل في دفاتر الشركة المشتريّة محاسبيا كحساب الدائنين (الموردين).

ويمكن تقسيم الائتمان التجاري المقدم من طرف الموردين إلى قسمين هما:

أ- الائتمان التجاري المجاني: إذا ما استفادت الشركة المشتريّة من خصم الدفع النقدي وسددت قيمة مشترياتها مطروحا منها ذلك الخصم في نهاية فترة السماح (شهر مثلا) فتكون بذلك قد حصلت على الائتمان التجاري بدون تكلفة.

ب- الائتمان التجاري بتكلفة: يتم عند عدم قيام الشركة المشتريّة بدفع قيمة المشتريات في نهاية فترة السماح ويجب على الإدارة المالية بهذه الشركة تقدير هذه التكلفة الضمنية والمتمثلة في تكلفة الفرصية البديلة.

ورغم أن المنشآت الصناعية قد لا تعتمد اعتماداً كبيراً على هذا النوع من الائتمان مقارنة مع منشآت تجارة الجملة والتجزئة. ويعتبر منح الائتمان التجاري في جميع المراحل من المنتج إلى المستهلك أحد المظاهر المهمة للنظام التجاري الحديث الذي يعتمد على القروض المصرفية بأنواعها المختلفة لتمويل هذه العمليات إلا أن للائتمان التجاري دوراً كبيراً في أهميته وخاصة بالنسبة للمشروعات الصغيرة الحجم ويعود ذلك لعدة أسباب منها:

- * عامل التكلفة.
- * عدم وجود بديل آخر للتمويل (المصدر الوحيد المتاح).
- * سهولة الحصول عليه (شروطه ليست ك شروط القروض).
- * مرونته.

٢) التسهيلات الائتمانية المصرفية:

التسهيلات الائتمانية هي اتفاقيات مصرفية ائتمانية تلتزم البنوك بموجبها بتقديم قروض قصيرة الأجل بحد أقصى لا تتعداه، ويحدد هذا الحد الأقصى للقروض على ضوء المركز المالي للشركة وقدرتها الاقتراضية واحتياجاتها التمويلية و التدفقات النقدية المتوقعة للشركة وظروف أسواق النقد وفي حالة عدم ملائمة إحدى العوامل السالفة الذكر يمكن للبنك رفض تقديم القروض المطلوبة للشركة وهناك نوعان من التسهيلات الائتمانية هما:

أ- التسهيلات الائتمانية المتجددة: وفيها تكون التسهيلات المتفق عليها قابلة للتجديد لسنة إضافية بموافقة الطرفين بشرط سداد ما يتم استخدامه من القرض، إن وضع هذا الشرط يضع الشركة في موقف حتمي لاستخدام القرض في تمويل احتياجاتها قصيرة لأجل وعدم اعتباره مصدر تمويل طويل الأجل.

ب- التسهيلات الائتمانية المحدودة: وفيها يلتزم البنك بتقديم قروض لأجل على حد ما الأقصى ويختلف هذا النوع من التسهيلات عن سابقه

في أنه يمثل اتفاقاً قانونياً ملزماً للبنك بتقديم القرض المتفق عليه في أي وقت تطلب الشركة ذلك، بينما النوع الأول غير ملزم خاصة إذا تغيرت ظروف هذا الاتفاق ومقابل ذلك يتوجب على الشركة دفع رسم الارتباط على الجزء الغير محسوب من الحد الأقصى للقرض ويتراوح هذا الرسم ما بين ٢٥% - ٥٠% ويعتبر تعويضا للبنك مقابل التزامه بتقديم الأموال المتفق عليها.

(٣) الأوراق التجارية:

الأوراق التجارية عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها الشركات الكبيرة المعروفة ذات المراكز المالية الكبيرة وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمر النهائي المتمثل بالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي يوجد لديها فائض سيولة.

في الدول التي تتواجد فيها أسواق نقد متطورة يمكن لبعض الشركات الحصول على تمويل قصير الأجل باللجوء إلى أدوات سوق النقد كالأوراق التجارية - بشكل عام - بين شهرين وسنة واحدة مع متوسط الاستحقاق قدره ٥ أشهر. إن معدلات الفائدة على الأوراق التجارية الجيدة (أي الصادرة عن الشركات ذات القدرات المالية العالية بعبارة أخرى ذات مخاطر ائتمانية صغيرة جدا) تتغير من وقت إلى آخر ولكن تكون بشكل عام نحو ٥% أقل من معدلات الفائدة التفضيلية وبما أن الورقة التجارية لا تطالب بإبقاء أرصدة معوضة فيكون معدل الفائدة الحقيقي عليها أقل من ذلك.

وتتميز الأوراق التجارية بإمكانية التداول على نطاق واسع وتسمح للجهات المصدرة لها بالحصول على أموال كثيرة وبتكلفة أقل من مصادر التمويل الأخرى وتجنب الشركة كل شروط الضمانات والتكاليف التي تفرضها الجهات المقرضة غير أنه يعاب عليها كمصدر تمويل "احتمال عدم توفر النقدية لدى الشركات المستثمرة لشراء الورقة التجارية في الوقت الذي

المالية

من

مان

ظام

مويل

سبة

بنوك

الحد

اضية

سواق

رفض

هما:

عليها

تخدامه

تخدام

طويل

روض

سابقه

(٢) القابلية للتسويق.

(٣) مدى الاستقرار في أسعارها.

ونتيجة للعامل الأخير: "يطلب المقرض هامش أمان للحماية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للبضاعة موضع الرهن وكذلك لتغطية أي تكلفة يتحملها إذ ما تقرر بيع هذه البضاعة، ويتراوح مبلغ القرض ما بين ٥٠% إلى ٩٠% من التكلفة أو القيمة السوقية للمخزون أيهما أقل، مع ذلك يأخذ العميل في حسابه أولاً المقدرة الاقتراضية للمقرض، فإن لم يستطع سداد هذا القرض في الظروف الطبيعية لا يتوقع له الحصول على قروض أخرى.

وتوجد طريقتين أساسيتين لاستخدام المخزون كضمان للقرض وهما:

١- قد يحتفظ المقرض بكمية المخزون.

٢- أن يوضع المخزون تحت إدارة طرف ثالث (مخازن طرف ثالث).

وتكون تكاليف التمويل بضمان المخزون عالية جداً لذا فإن هذا النوع من التمويل لا يلاءم الشركات الصغيرة جداً وتتضمن تكاليف هذا الضمان كل من:

* تكلفة إنشاء المخزن أو استئجاره.

* تكلفة نقل البضاعة المخزونة من وإلى الشركة.

* تكلفة القرض من البنك التي يكون معدلها أعلى من معدل الفائدة

التفضيلي الجاري

وعليه فالعيب الرئيسي في استخدام المخزون يتمثل في التكاليف العالية

نسبياً والتي تجعل هذا النوع من التمويل غير ملائم للشركات الصغيرة.

(٤) المستحقات:

تشير المصروفات المستحقة إلى الالتزامات الناتجة عن الخدمات التي تحصل عليها الشركة ولكنها لم تقوم بسداد تكاليفها. وهي نسبة كبيرة من إجمالي مصادر الاقتراض قصيرة الأجل التي تلجأ إليها المنشآت، حيث تمثل الأموال التي تم الحصول من هذا المصدر أموالاً مجانية وليست بتكلفة، ومن

المالية
شأنه

سرفية
حسابيا
خاطر
سحب
لهذا
فترة
وقف
ة على
يات
نسبة

أجل
ركات
من
سها
أموال
كم في

أكثر أنواع المصرفيات المستحقة شيوعاً الأجور والضرائب. وللأسباب السابقة فإن من المرغوب فيه أن تقوم المنشأة بهذا المصدر التمويلي كلما استطاعت ذلك لأطول فترة ممكنة على أن لا يكون لذلك أية آثار ضارة غير منظورة (كأن تنخفض درجة رضا العاملين لعدم حصولهم على أجورهم).

(٧) قروض المقاولين:

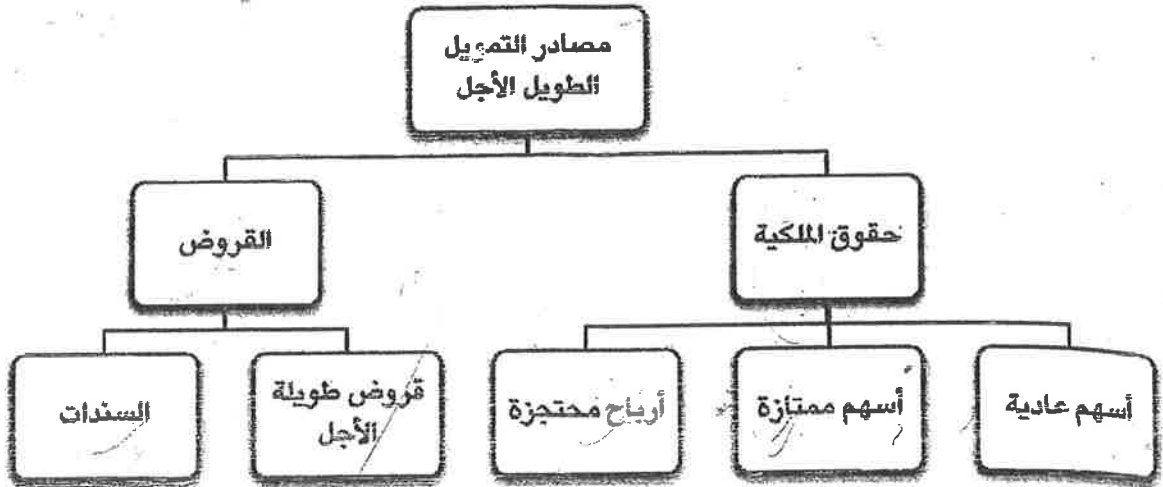
توفر البنوك التجارية للمقاولين قروضا لتمويل مراحل (أعمال) محددة من مشروعات الأعمال المتعاقدين عليها، وهي أعمال محددة القيمة والوقت اللازم للتنفيذ ويكون في استطاعة المقاولين تسديد القروض على أقساط من الدفعات التي يستلمونها مقابل كشوفات إنجاز مراحل المشروع.

(٨) التمويل بضمان الحسابات المدينة:

وهنا يمكن للشركة أن تقترض من البنك بضمان حساباتها المدينة حيث تقوم بتخصيص متحصلاتها من هذه الحسابات لصالح البنك، وفي نفس الوقت تظل هذه الشركة ملتزمة تجاه البنك بتسديد أية حسابات مدينة تتخلف عن الدفع، ومن المعلوم أن البنك لا يقرض إلا بنسبة (٨٠% مثلا) من قيمة الحسابات المدينة المرهونة وهناك بديل آخر لهذا النوع من التمويل وهو قيام الشركة ببيع فاتورة هذا الحساب المدين للبنك المقرض ويسمى هذا البديل ببيع الفواتير، حيث يتم البيع بخضم من قيمتها الاسمية عوضاً من رهنها لأمره، بذلك تصبح الملكية القانونية لهذه الحسابات عائداً للمصرف وليس للشركة ولكن يلاحظ أن تكاليف التمويل في ظل البديل الأخير قد تكون مرتفعة إذ تتضمنه من خطر الحسابات المدينة، فضلا عن مقابل معدل - الفائدة المحسوب.

مصادر التمويل طويلة الأجل:

وتنقسم إلى قسمين أساسيين تبعا لمصادر الحصول، كما في الشكل (٣):



الشكل (٣) تقسيم مصادر التمويل طويلة الأجل تبعا لمصادر الحصول

أولاً: التمويل عن طريق حقوق الملكية:

وينقسم هذا النوع من التمويل كما هو موضح في الشكل السابق إلى: التمويل بالأسهم الممتازة، والتمويل بالأسهم العادية، والتمويل بالأرباح المحتجزة.

(١) الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية (التي لا تتضمن الأسهم الممتازة) مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.

القيمة الاسمية: هي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقانونها الأساسي والتي تظهر بوضوح على قسيمة السهم وقد يكون هناك مبلغ معين يحدده القانون يمثل الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم.

القيمة الدفترية: وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة، وتمثل تكلفة شراء هذا الأصل ناقص الاندثاران المتراكمة، وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند اندثاره بالكامل ولكن لا تزال له قيمة اقتصادية لأنه مازال منتجاً.

وتساوي القيم الدفترية للشركة إجمالي الموجودات ناقص المطلوبات وتتضمن حقوق المساهمين وحسابات رأس المال، علاوة الإصدار، الاحتياطات والأرباح المحتجزة. أما القيمة الدفترية للسهم العادي فتساوي قيمة رأس المال على عدد الأسهم، وتعكس هذه القيمة ما قدمه المساهمون مباشرة " رأس المال المدفوع والعلاوات " أو غير مباشرة من خلال احتجاز الأرباح لتمويل استثمارات الشركة لكنها لا تعكس القوة الإيرادية لهذه الاستثمارات.

القيمة السوقية: هي السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق، فبالنسبة إلى السهم العادي، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم، وذلك في ضوء ربحية الشركة. ففي بداية أعمال الشركة، من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية، وذلك لعدم وجود سجل لأداء لشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح، وحين تحقق الشركة أرباحاً عالية ومنتامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم.

على أي حال إن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم. السهم هو سند الملكية لحامله، ويتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية

العمومية، وحق الاطلاع على دفاتر المؤسسة، والمشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسؤوليتها محدودة حسب حصته في رأس المال. وحملة الأسهم العادية يتحملون أضرار المخاطر وبالتالي يطلبون معدل عائد مرتفع لأنهم آخر من يأخذ حصته (بعد الدائنين وحملة الأسهم الممتازة). ومن جهة أخرى، بالنسبة للشركة بالفوائد تطرح من الوعاء الخريبي، بينما توزيعات الأسهم لا تعفى من الدريبة.

مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية:

من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها الأسهم العادية:

١- يعطي للمؤسسة مصادرا متنوعه من التمويل مما يمكنها من مواجهة التغير في الظروف الاقتصادية.

٢- ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد، ولا يلزم المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد.

٣- المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت وتم اتخاذ قرار بتوزيعها كلها أو جزء منها.

٤- رفع حجم الأموال من الأسهم العادية يدني نسبة حجم الأموال من القروض ضمن الأموال الدائمة وهذا كون بمثابة ثقة وضماني في منسرة المؤسسة على زيادة الموارد المالية من اقتراض فتشجع الدائنين على سدها بالمزيد من القروض.

عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية:

من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نذكر:

١- ارتفاع تكلفة أموال الأسهم العادية، فإقبال الأفراد على الأسهم العادية يكون بعد توقعهم الحصول على معدلات أعلى من معدلات فوائد السندات ومعدلات أرباح الأسهم الممتازة، وارتفاع التكلفة يعود إلى عنصر المخاطرة وارتفاع تكلفة الإصدار وباقي المصاريف المرتبطة بالاكنتاب.

٢- على عكس السندات والقروض، فالأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية تخضع للضريبة قبل التوزيع مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة.

٣- اتساع حجم الأموال من الأسهم العادية و تزايد المساهمين وبما يحق لهم من المشاركة في مجلس الإدارة، يحد من حرية استقلالية القرار الإداري خاصة في أمور قد تكون الإدارة هي أدرى من غيرها بها.

إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتتاً أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن العيب قد يكون التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.

٢) الأسهم الممتازة:

السهم الممتاز مستند ملكية لحامله، ويتمتع حامل السهم الممتاز بنفس المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي (ما لم يكن هناك نص مخالف لذلك) وللشهم الممتاز أيضاً قيمة اسمية، وقيمة دفترية أو محاسبية (حقوق الملكية الممتازة ÷ عدد الأسهم الممتازة)، وقيمة إصدار قد تفوق القيمة الاسمية (الحصول على علاوة الإصدار) أو تقل عنها (تتحمل المؤسسة خصم الإصدار)، وتختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في:

- ١- لحامل السهم الممتاز الحق في استرجاع قيمة أسهمه عند التصفية.
- ٢- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت (إلا في الحالات القصوى).
- ٣- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بالوضع المالي للمؤسسة.
- ٤- لحامل السهم الممتاز الحق في تحويل أسهمه إلى أسهم عادية.
- ٥- لإدارة المؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها (خاصة عندما تنخفض أسعار الفائدة).
- ٦- لحملة الأسهم الممتازة حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

أنواع الأسهم الممتازة:

هناك أنواع عديدة من الأسهم الممتازة كل نوع يختلف في طريقه الدفع والامتيازات.

١- الأسهم التراكمية: أي حصة أرباح مستحقة لا يعلن عنها على أنها تراكمية ويجب دفعها مثل الإعلان عن حصة أرباح السهم العادي.

٢- الأسهم الغير تراكمية: على العكس مما سبق فإن أصحاب الأسهم الممتازة الغير تراكمية يخسرون حصص أرباحهم عن أي فترة لا يعلن أعضاء مجلس الإدارة خلالها عن حصة أرباح.

٣- أسهم المشاركة: وهنا يتم دفع حصة أرباح إضافية تفوق حصة الأرباح المذكورة إذا تجاوزت حصة أرباح الأسهم العادية المبلغ المذكور.

٤- الأسهم القابلة للتحويل: يمكن استبدال هذه الأسهم (تحويلها) إلى عدد معين من الأسهم العادية بسعر محدد. ولأسباب معروفة فإن قيمة هذه الأسهم تميل إلى الارتفاع والانخفاض مع سعر الأسهم العادية ويطلق مصطلح "سعر التماثل" على الأسهم العادية التي يتم تسليمها بدلاً من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل. وسعر التماثل هو السعر الذي يكون عنده سعر السهم العادي مساوياً في القيمة للسهم الممتاز. وعند مبادلة السهم الممتاز القابل للتحويل إلى سهمين عاديين فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي نصف سعر السهم الممتاز. وبصوره عامة فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي سعر السوق للسهم الممتاز مقسوماً على سعر تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي.

٥- الأسهم الممتازة القابلة للمناداة: وهي أسهم تحتفظ الشركة لنفسها بالحق في استعادتها، نقصد بذلك شرائها مرة أخرى بسعر ما "سعر الإصدار". وهذه الخصائص يمكن أن تكون مختلطة. فمثلاً فإن شخص ما قد يكون لديه أسهم ممتازة قابلة للتحويل وتراكمية وأسهم مشاركة. فإذا

أصدرت شركة ما فئات عديدة من الأسهم الممتازة فإنه سيطلق عليها اسم أسهم الفئة الممتازة "أ" والفئة "ب" ويكون لأسهم الفئة "أ" الأولوية في حصص الأرباح وعند التصفية.

مزايا التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بإصدارها الأسهم الممتازة:

١- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة، ولا حق الاشتراك في العمل الإداري، إلا في الحالات المنصوص عليها في عقد إصدار هذه الأسهم.

٢- ليس للأسهم الممتازة تاريخ سداد، إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار، وهذا يمنح للمؤسسة ميزة استبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفوائد في السوق المالية.

٣- زيادة حجم أموال الأسهم الممتازة ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.

٤- تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات والقروض في حالات العسر المالي، إذ المؤسسة ليست ملزمة بدفع النسب المحدد من الربح، وان توقفها عن الدفع لا يؤدي إلى الإفلاس.

عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

من مساوئ اللجوء إلى التمويل بإصدار الأسهم الممتازة:

١- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.

٢- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجرى فيها التوزيع وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات.

(٣) التمويل بالأرباح المحتجزة:

وتمثل الأرباح المحتجزة مصدرًا داخليًا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل للمنشأة وتمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح التي يتم الاحتفاظ به داخل المنشأة بغرض استثماره وتعتبر من أهم المصادر لتمويل عمليات النمو والتوسع كما تستخدم في حالة المنشآت التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة وفي ظل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة.

وإذا نجحت المنشأة وحقت أرباحًا تقوم بإعادة بتوزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء الآخر ليكون مصدرًا لتمويل نمو المنشأة، وفي المؤسسات الناجحة يكون هذا المصدر على مدى سنوات أهم من رأس المال المقدم من طرف المساهمين.

مزايا احتجاز الأرباح:

- ١- توفر للإدارة الحرية في استعمال الأموال لمواجهة حاجاتها المالية وتجنبها البحث عن أموال خارجية ذات تكلفة عالية.
- ٢- تكلفة هذه الأموال تعد أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى كما أنها لا ترتب على الشركة أي التزامات تجاه الآخرين كما هو الحال عند إصدار أسهم عادية أو ممتازة أو الحصول على الأموال عن طريق القروض.
- ٣- إن الأرباح المحتجزة تساعد المنشأة على زيادة ربحية رأس المال الخاص دون أن يترتب عليها زيادة في عدد الأسهم وبالتالي زيادة عائدات الأسهم.
- ٤- إن الأرباح المحتجزة ترفع من قدرة المنشأة في الحصول على قروض جديدة أي إنها تزيد من كمية الوفر الضريبي وبالتالي تخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر.

٥- دور مخصصات الاندثار في التمويل طويل الأجل: إن لمخصصات

الاندثار وظيفتين أساسيين هما:

أ - استرداد الأموال التي استثمرت بقصد تجديد القدرة الإنتاجية للمنشأة أي أن الغاية الأساسية هي عدم فقدان رأس المال المستثمر.

ب - إن إعادة استثمار مخصصات الاندثار يساهم مساهمة فعالية في زيادة القدرة الإنتاجية للمنشأة.

ومن خلال الوظيفتين لسابقتين، نستطيع القول إن مخصصات الاندثار

تحافظ على رأسمال المنشأة من جهة وتزيد من قدرة المنشأة الإنتاجية من

جهة أخرى، وإذا اعتبرنا مخصصات الاندثار كعنصر من عناصر تكلفة

السلعة المنتجة فإن هذه المخصصات ترافق عملية بيع السلع وتتدفق يوميا

على صندوق المنشأة لتزيد من قدرتها على التمويل الذاتي كما إن هذه

المخصصات لا تخضع للضريبة وبالتالي يمكننا القول بأنه كلما زادت

مخصصات الاندثار انخفضت مطروح الضريبة وأدى ذلك إلى تدعيم قدرة

المنشأة على التمويل الذاتي

وعلى الرغم من المزايا عديدة التي يحققها استخدام الأرباح المحتجزة

كمصدر لتمويل إلا أن الإدارة المالية للشركة عليها أن تراعي في سياسة توزيع

الأرباح تحقيق مصالح كل من الشركة وكذلك المساهمين، وعليه فالإدارة

مطلوبة عند رسمها لسياسة توزيع الأرباح الإجابة على سؤالين هامين هما:

أولاً: هل توزيع الأرباح على المساهمين (أي التوزيعات النقدية على

المساهمين) يعتبر عملاً سليماً من الناحية القانونية؟ أي هل يتماشى هذا الدفع

مع ما ينص عليه القانون الخاص بالشركات المساهمة والقانون النظامي

للشركة؟

ثانياً: هل هذا التوزيع يعتبر عملاً سليماً من الناحية المالية؟ وإذا كان

كذلك فما هو مقدار الأرباح المقترح توزيعها؟

رغم أن السؤالين السابقين يدوران حول الأرباح التي ستوزع على

المساهمين، إلا أن الإجابة عليهما تحدد في نفس الوقت مقدار الأرباح المحتجزة التي تعتبر المصدر الرئيسي للتمويل الذاتي، بعبارة أخرى ما هي:

السياسة المثلى لتوزيع الأرباح؟

إن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي تعظم ثروة الملاك، وقد حدد هذه السياسة من خلال المقارنة بين الاستثمارات المتاحة للمنشأة وبين الفرص المتاحة للملاك خارج المنشأة لإعادة استثمار الأرباح التي يحصلون عليها في شكل توزيعات من المنشأة، فإذا كان معدل العائد على استثمار هذه الأرباح المحتجزة بواسطة المنشأة يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر لو قام هو نفسه باستثمار ما يحصل عليه من توزيعات نجد أن المستثمر يفضل قيام المنشأة بحجز هذه الأرباح وإعادة استثمارها بدلاً من توزيعها، فمثلاً لو استطاعت المنشأة استثمار هذه الأرباح بمعدل ٢٥% في حين أن أحسن عائد يمكن للمستثمر الحصول عليه في حالة الأرباح الموزعة هو ١٥% فطبعاً يفضل حجز هذه الأرباح داخل المنشأة والعكس صحيح. ويعود القرار في الأساس إلى حالة المنشأة فإذا ما كانت ذات معدل نمو متزايد وأمامها فرص استثمارية مربحة تحقق عوائد أكبر من أن فرص خارجها فهنا يكون الاتجاه نحو عدم إجراء توزيعات، وإذا ما كان معدل النمو ثابت والعائد مساوي لما يمكن الحصول عليه في حالة استثمار التوزيعات خارجها فهنا لا توجد نسبة مثالية للتوزيع، أما إذا كان معدل نموها متناقص أي أن المنشأة لا تتوفر على فرص استثمارية مربحة فهنا الاتجاه يكون نحو التوزيع الكلي للأرباح بنسبة ١٠٠%، فالقيمة السوقية للسهم ترتفع كلما زادت نسبة التوزيعات.

ثانياً: القروض

وتتمثل جزءاً من التمويل طويل الأجل الذي يكون مصدره من

المنشأة ويقسم إلى قسمين أساسيين هما: القروض طويلة الأجل والسندات.

(١) التمويل بالقروض طويلة الأجل:

تتكون القروض محددة الأجل التي تحصل عليها المنشآت بشكل مباشر من القروض ذات الفترة المحددة التي يكون استحقاقها لأكثر من سنة واحدة ولكن أقل من خمسة عشر سنة، والتي يتم تسديدها على دفعات متساوية ومنتظمة (أي يتم استنفادها) خلال فترة هذه القروض، أما الإصدار الخاص فيمثل قروضا مباشرة من مصادر خاصة باستحقاقات أكثر من ١٥ سنة، ويتكون جزء كبير منها من سندات أذنيه طويلة الأجل، والجدير بالذكر إن التمييز بين هذين النوعين من القروض هو تمييز حكمي، إذ أن الإصدار الخاص يختلف عن القروض محددة الأجل فقط في طول فترة الاستحقاق الذي تم تحديده بشكل حكمي، وبالإضافة إلى ذلك فإن هذا التمييز يصبح أقل وضوحا حينما نعلم بأن بعض عقود قروض الإصدار الخاص تفرض على المنشآت تسديد جزء كبير من هذه القروض ما بين خمس إلى عشر سنوات من تاريخ منحها، ولهذا فإن قروض الإصدار الخاص والقروض المحددة الأجل تمثل تقريبا نفس النوع من التمويل المباشر.

وتتصف كل من قروض الإصدار الخاص والقروض محددة الأجل (قروض المدة) وبما يلي:

- ١- استهلاك الدين: والذي يعني السداد التدريجي خلال مدة القرض.
- ٢- بالنسبة للقروض لأجل المدنوحة من طرف البنوك التجارية فهي ذات تاريخ استحقاق خلال خمس سنوات أو أقل، أما بالنسبة للقروض التي تمنحها شركات التأمين فتتراوح ما بين خمس وخمس عشرة سنة.
- ٣- الضمان: حيث غالبا ما يتطلب هذا النوع من القروض ضمانا وذلك بتقديم أحد الأصول (كالعقارات أو الآلات) كرهن.
- ٤- توجد حوافز إضافية تقدم إلى المستثمرين مثل الحق في شراء أسهم

الفصل الث

عادية، ف

لقد

الفائدة ا

المؤسسة

معين من

مزايا ال

يتم

على است

١- ي

الوفورات

نسبيا مر

٢- أن

٣- لي

٤- ت

منخفضا

عيوب ال

ويمد

١- قد

الإفلاس.

٢- يؤ

المخاطر

بنسبة ما

٣- ال

المنشأة ا

عادية، فغالبا ما يكون هذا الحق مرفقا بالسندات التي تحمل مثل هذا الحق. لقد جرت العادة حديثا أن تفرض المؤسسات المقرضة تعويضا (إضافة إلى الفائدة الثابتة) على القروض المباشرة التي تمنحها للمنشآت وتحصل المؤسسة المقرضة على هذا التعويض الإضافي على شكل ضمان بشراء عدد معين من الأسهم العادية بسعر محدد مسبقا خلال فترة معينة.

مزايا القروض كمصدر لتمويل:

يتميز التمويل بالقروض بطول الأجل ببعض المزايا التي تشجع المنشآت على استخدامه وفيما يلي أهم هذه المزايا:

- ١- يعتبر التمويل بالقروض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه وبسبب تعرض المقرضين لصعوبات أقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية والممتازة.
- ٢- أن تكلفة القروض تتمثل في معدل الفائدة ولا تتغير بتغير مستوى الأرباح.
- ٣- ليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية.
- ٤- تعتبر تكلفة التعاقد على القروض مكلفة وتكلفة إصدار السندات منخفضة مقارنة مع تكلفة إصدار الأسهم.

عيوب القروض كمصدر لتمويل:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية:

١- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المنشأة إلى الإفلاس.

٢- يؤدي الاقتراض إلى تعرض المنشأة إلى نوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر المالية: ففي حالة وجود القروض يترتب عليها انخفاض المبيعات بنسبة معينة وانخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر.

٣- القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق، ومن ثمة ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين

عندما يحل أجله.

٤- قد يعطي عقد الاقتراض الحق للمقرض في فرض القيود على المنشأة، ومن أمثلة تلك القيود منع الحصول على قروض جديدة وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو على الأقل تخفيض نسبتها.

٥- لا يعد الاقتراض طويل الأجل متاحا للعديد من المنشآت فالمنشآت الصغيرة، وبل بعض المنشآت الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.

(٢) التمويل عن طريق السندات:

السند هو مستند مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات، يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية، وللسند أرباحا رأسمالية، كما قد يتحمل خسائر رأسمالية، وتتحدد القيمة السوقية حسب درجة المخاطرة التي يواجهها حامله، والتي تعتمد هي أيضا على الوضعية المالية للمؤسسة وعلى الظروف الاقتصادية المحيطة وكذلك مستوى أسعار الفائدة في السوق.

عند إصدار سندات قد تشترط المؤسسة المصدرة أحقية استدعاء السندات أي إعادة شرائها. ويحصل حامل السند في العادة مقابل إعادة الشراء على قيمة تفوق القيمة الاسمية، فالفرق يسمى علاوة الاستدعاء (والعكس يدعى خصم الاستدعاء)، وتلجأ المؤسسات إلى ذلك حتى تستفيد من فرصة انخفاض أسعار الفائدة في السوق فتصدر سندات جديدة بمعدل فائدة أقل تعويضا للسندات السابقة ذات معدل الفائدة المرتفع.

أنواع السندات:

يمكن للمؤسسة أن تصدر عدة أنواع من السندات كما يمكن أن تقتصر على نوع واحد فقط. ففي العشرين سنة الأخيرة استحدثت أنواع جديدة من

الفصل ١

السند

والسند

لشراء

لصاحب

يمكن

*

يسجل

التنازل

وجوده

*

الأصول

ووضما

*

دورية

يمثل ف

المؤسس

لحاملته

*

يكون ا

المعدل

وهذا

لاحظ ا

وهناك

استرجع

السندات التي لا تحمل كوبونا. والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك، والسندات ذات الدخل (الإيراد)، وسندات منخفضة الجودة بإصدار القروض لشراء جزء من الأسهم المتداولة في السوق، وسندات المشاركة التي ليس لصاحبها الحق في الفوائد الدورية وإنما جزء من أرباح المؤسسة. وعلى العموم يمكن أن تصنف السندات إلى ما يلي:

* **من حيث الملكية:** هناك سندات اسمية وسندات لحاملها، فالأولى يسجل اسم صاحبها (حاملها) عليها وتقييد في السجلات المحاسبية ويتم التنازل عنها كتابيا عند بيعها في السوق المالية وعلى عكس الثانية التي يمثل وجودها عند حاملها سندا لامتلاكها.

* **من حيث درجة الضمان:** هناك سندات مضمونة برهن أصل من الأصول لضمان استرجاع قيمة السند مع الفائدة، وسندات غير مضمونة وضمانها الوحيد هو المركز الائتماني للمؤسسة محل الاستثمار.

* **من حيث نوع الإيراد المتحصل عليه:** هناك سندات عليها فائدة ثابتة دورية مدونة في عقد الإصدار. وسندات تتضمن إيرادا غير ثابت فجزء من الإيراد يمثل فائدة دورية بمعدل ثابت، وجزء متغير حسب الأرباح التي تحققها المؤسسة. وهذا يتماشى إلى حد كبير مع احتياجات البنوك الإسلامية، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحا.

* **من حيث امتيازات الحامل:** هناك سندات قابلة للتبديل بسندات، وقد يكون التبديل بطلب من الحامل للسند أو من المصدر، فتستبدل السندات ذات المعدل الثابت للفائدة بمعدل متغير.

وهناك سندات قابلة للتحويل إلى أسهم، حيث يلجأ حامل السند إلى ذلك؛ إذا لاحظ أن حملة الأسهم يحصلون على إيراد أعلى بكثير من إيراد السندات وهناك من السندات ذات العلاوة وهو ما يطلبه حاملها من مصادرهما عند استرجاعها مضافا إلى القيمة الاسمية. ومن السندات ما يحمل القسيمة صفر،

نشأة،
وشراء

غيره،

لحامله

عطيه

لسند

سوقية

أعلى

توى

سندات

أعلى

دعى

فاض

يضا

ر على

من

فلا يحصل حاملها بموجب العقد على الفوائد ولكن يحصل على علاوة تعويض عند تاريخ استحقاق السند:

*** من حيث سعر الفائدة المحدد:** هناك سندات تقليدية وهي التي يكون فيها معدل الفائدة ثابتا طيلة القرض. وهناك سندات بمعدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة في السوق وحسب الظروف الاقتصادية المحتملة. وهناك سندات بمعدل فائدة متحرك بموجب عقد الإصدار، إذ تراجع الفائدة عند تاريخ استحقاق هذه السندات حسب معدل الفائدة في السوق المالية، وهذه ظهرت في نهاية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدى إلى ارتفاع معدلات الفائدة، وما يترتب عليها من انخفاض القيمة السوقية للسندات خاصة السندات طويلة أجل فيلحق بحملتها خسائر رأسمالية كبيرة.

*** حسب طبيعة التسديد:** هناك من السندات ما يتضمن عقد الإصدار كيفية تسديدها عند ميعاد استحقاقها، وأخرى يحق للمؤسسة تسديدها قبل موعد الاستحقاق لغرض التقليل من الديون على المؤسسة، وثالثة يمكن للمؤسسة تسديد السند إلى ما بعد تاريخ الاستحقاق.

*** حسب الجهة المصدرة:** هنا نميز بين السندات الحكومية التي تصدرها الحكومات لغرض تمويل مؤسسات ذات مصلحة عامة، والسندات الخاصة التي تصدرها الشركات المساهمة لغرض الحصول على موارد التمويل.

عوامل اللجوء إلى إصدار السندات:

تعد السندات من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات المساهمة من الحصول على ما يلزمها من الأموال الدائمة ولكننا نعلم أن الشركة يمكنها الحصول على تلك الأموال أيضا عن طريق إصدار الأسهم بنوعيتها، وبالتالي ما هي الأسباب التي تدفع شركات المساهمة إلى إصدار السندات بدلا من الأسهم؟ هناك عوامل متعددة تدعو الشركات المساهمة إلى إصدار السندات ومن أهم

هذه العوامل ما يلي:

١- المتاجرة بالملكية: يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها فإذا افترضنا أن الشركة تحقق ١٥% عائد على أصولها، فلو أصدرت سندات بفائدة ٤% فإن الفرق بين المعدلين يؤدي إلى زيادة معدل الأرباح التي يمكن توزيعها على ملاك الشركة

٢- التكلفة: عادة ما تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم، فالمستثمرون لا يقدمون على شراء الأسهم إلا إذا كان احتمال الربح أكبر بكثير من الفائدة بالسندات، فمثلا حملة السندات يرغبون في استثمار أموالهم إذا كان سعر الفائدة ٥% بينما حملة الأسهم يتوقعون على الأقل ١٠% ربح قبل إقدامهم على شراء أسهم جديدة.

٣- الميزة الضريبية: ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبية نظرا لأن سعر الفائدة على السندات يعتبر من النفقات التي تؤخذ في الحساب قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة، بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعيتها توزيعا للأرباح وليست من النفقات.

٤- استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة: إن إصدار السندات يمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من الأموال اللازمة من الغير دون إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت، أو الاشتراك في إدارة الشركة، ومن ثم عزوف ملاك الشركة المساهمة بطريقة أو بأخرى عن رغبتهم في الأسهم الجديدة كون التمويل عن طريق إصدار السندات أفضل لحماية مصالحهم.

٥- زيادة موارد التمويل المتاحة لشركة: يعتبر إصدار السندات وسيلة للوصول إلى طبقات معينة من المستثمرين التي لا توفرها الأسهم، وبالتالي إصدار السندات يمكن الشركات من الوصول إلى هذا النوع من المستثمرين الذين لا يمكنها الوصول إليهم إذا أصدرت أسهمها.

ولكن بالرغم من أن السندات تعتبر الأداة الرئيسية في عملية المتاجرة

بالملكية وقد تكون سببا في زيادة الأرباح وعاملا من عوامل الاستقرار والنجاح لبعض الشركات إلا أنها قد تكون السبب الرئيسي في فشل وانهيار بعض الشركات الأخرى وبالتالي يجب عليها الاهتمام بأهم العوامل التي تحد من استعمال السندات وكالتالي:

١- يفضل استخدام هذا النوع من الاقتراض في الحالات التي تتصف بها إيرادات الشركة بالثبات النسبي والاستقرار، فثبات الإيرادات من سنة إلى أخرى يعزز قدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات، أما الشركات التي تتقلب إيراداتها من سنة إلى أخرى فقد تعجز عن الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات مما يؤدي إلى إشهار إفلاسها.

٢- الإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة، وهذا يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة المدفوع إلى أن يصل إلى الحد الذي يصبح خطرا على الشركة.

٣- قد تنص القوانين المنظمة للشركات المساهمة على نسبة معينة من السندات التي لا يمكن للشركة تجاوزها.

٤- وجود بعض الالتزامات التعاقدية التي تحد من الاستدانة بكل أشكالها، أو في إصدار السندات، فقد تجد الشركة نفسها عاجزة عن إصدار سندات جديدة بسبب اتفاقية خاصة بعقد قرض مع أحد البنوك أو عقد إصدار السندات قديمة ينص على عدم السماح بإصدار سندات جديدة.

مزايا التمويل عن طريق السندات:

من المزايا التي تحصل عليها المؤسسة بلجوئها إلى إصدار سندات:

- ١- سهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات.
- ٢- قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والأسهم الممتازة.
- ٣- في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة، وهذا يعطي مرونة أكبر في عمل المستثمرين.

الفصل الثالث

مصادر و تكلفة التمويل Cost of Capital

مصادر التمويل

مصادر التمويل النادر ونكادسها :

ليس بالأمر النادر أن تقع المؤسسات وشركات الأعمال في عجز مالي مؤقت، حيث تجد نفسها مضطرة إلى اللجوء إلى مصادر التمويل القصيرة الأجل، لتمويل الاحتياجات الضرورية الطارئة، وتستخدم مصادر التمويل هذه لتمويل الأصول التي تمتاز بسرعة دورانها ، كونها واجبة السداد في فترة أقصاها سنة واحدة غالباً.

نستعرض فيما يلي أهم مصدرين من مصادر التمويل قصيرة الأجل والأكثر استخداماً من قبل مؤسسات الأعمال على مختلف أنواعها وهما : الائتمان التجاري والائتمان المصرفي ، موضحين مفهوم كل منهما ، وكيفية حساب تكاليفهما .

الائتمان التجاري Trade Credit

الائتمان التجاري من أهم مصادر التمويل قصيرة الأجل التي تعتمد عليه المنشآت بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي ، أو غيره من المصادر الأخرى القصيرة الأجل ، وتحصل عليه المنشأة من الموردين ، ويتمثل هذا النوع من التمويل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع بهدف المتاجرة، أو بهدف استخدامها في عملية التصنيع وغيرها.

الائتمان التجاري قد يكون المصدر الوحيد القصير الأجل متاح لبعض المنشآت ، ومن مزايا هذا النوع من التمويل أنه يكون متاحاً بالقدر المناسب وفي الوقت المناسب ، كما أنه يتم دون أية تعقيدات أو إجراءات رسمية. عادة ما تلجأ مؤسسات الأعمال إلى شراء بضائع (سلع وخدمات) على

الحساب أي أنها تلتزم بالدفع مستقبلاً، ما يشكل مصدراً من مصادر التمويل. وهذه العملية تتم بالتراضي بين الشركة و مورديها.

(الائتمان المصرفي (Short-term Bank Loans)

تلجأ المنشأة إلى البنوك والمؤسسات المالية للحصول على قروض قصيرة الأجل . وهذا ما يسمى ائتمان مصرفي، وتأتي أولوية اعتماد المنشآت عليه كمصدر للتمويل في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري .

يتميز هذا النوع من التمويل بأنه أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالة عدم استفادة المنشأة من الخصم، كما أنه مصدر لتمويل بعض العمليات الجارية التي تعجز المنشأة عن تمويلها بتمويل خاص أو بعض الأصول الثابتة التي تعاني المنشأة من مشكلات في تمويل هذه الأصول من المصادر الطويلة الأجل، هذا علاوة على أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري لكونه في صورة نقدية .

عادة ما تضع البنوك شروطاً للائتمان المصرفي بصورة تجعله غير متاح لبعض المنشآت، إلا بشروط منها ما يتعلق بظروف المنشأة كمركزها المالي أو بشروط تهدف لضمان السداد كتقديم رهونات، وجود ضمان شخصي، أو تسديد الفائدة بشكل مسبق و غيرها من الشروط التي تؤثر على تكلفة التمويل الذي تحصل عليه المنشأة من هذا المصدر.

مصادر التمويل طويلة الأجل وتكاليفها

بالعودة إلى ميزانية أي شركة نلاحظ ببساطة؛ أن مزيجاً من حقوق الملكية (مساهمات ملاك الشركة) و من حقوق المديونية (الديون بمختلف آجالها) يستخدم لتمويل نشاطات هذه الشركة. وقبل أن نناقش قرار الشركة المتعلق بنوع التمويل طويل الأجل الأفضل لا بد لنا من التعرف عن ميزات وخصائص كل من حقوق الملكية والمتمثلة بالأسهم وكذلك حقوق الدين أي السندات.

في هذا الفصل ، نناقش بداية أدوات الدين عارضين أنواعها أولاً وأهم خصائصها ومحدداتها مثل الفائدة والاستحقاق والقيمة الاسمية وغيرها، فبالنسبة للمستثمر تلعب هذه الخصائص دوراً هاماً

في تحديد صيرورة التدفقات النقدية ومقدار عدم اليقين (الخطر) المرافق لها والتي ستعكس على تكلفة التمويل بالنسبة للشركة المصدرة التي عليها السعي لجعل أدوات الدين هذه جذابة للمستثمرين وذات تكلفة أقل في نفس الوقت مع الحفاظ على إمكانية تعديل هيكل رأس المال في المستقبل. بعد ذلك سنناقش أدوات حقوق الملكية بمختلف أنواعها عارضين خصائصها ومميزاتها.

في الواقع، المشاريع التوسعية التي تخطط لها مؤسسات الأعمال تولد حاجة إلى إيجاد مصادر تمويل طويلة الأجل. وهذا النوع من التمويل؛ كما يشير اسمه، يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن العام الواحد، وغالباً ما يستعمل لتمويل الاستثمار في الأصول الثابتة. ومن هنا تبدو الأهمية الكبيرة لهذا النوع من التمويل، والذي غالباً ما يحدد سرعة واتجاه نمو المنشآت، كما أن مهمة تدبيره تعد من المهام الأساسية للمدير المالي، وذلك لتلبية احتياجات المنشأة من الأموال المطلوبة سواء لعملياته الحالية، أو لأغراض التوسع والتحسينات.

وفيما يلي عرض لأهم أنواع مصادر هذا التمويل، وتكاليفها.

القروض المقرضه على الأجل

لتلبية الاحتياجات المالية للمشروعات التي تحتاج إلى مدة طويلة للتنفيذ، قد تلجأ الشركات إلى البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى، للحصول على قروض طويلة الأجل. وتلتزم سداد هذه القروض وفوائدها على عدد معين من السنوات يصل في العادة إلى 15 سنة. وقد يتم الاتفاق على تسديد هذه القروض على دفعات، حسب علاقة الجهة المقرضة بالجهة المقرضة وتقديرها لظروفها. ولذلك يمكن للجهة المقرضة أيضاً السداد لقيمة هذا القرض على شكل دفعات متساوية أو غير متساوية، وتسمى طريقة السداد هكذا بالسداد التدريجي. ويتم حساب قيمة الدفعة وفقاً لهذه الطريقة باستخدام الأساليب الكمية حيث يتم حساب معامل السداد حسب حالة الدفعة.

سداد القرض على دفعات متساوية
طريقة السداد هذه، تعني أن المقترض سيقوم بدفع مبلغ دوري ثابت بغض النظر عن مبلغ
الفائدة أو قسط سداد الدين الأساسي.

حساب المبلغ الدوري المتوجب الدفع عن كل فترة، ينطلق من الفكرة القائلة بأن القيمة المستقبلية
لمبلغ القرض تساوي مجموع القيمة الحالية لدفعات السداد مطروحاً منها مبلغ القرض. وهو ما يعبر
عنه بالمعادلة التالية.

$$L \times (1 + i)^N = pmt \times \left(\frac{(1 + i)^N - 1}{i} \right) - L$$

حيث أن L يمثل مبلغ القرض، pmt الدفعة الدورية، i معدل الفائدة و N هو عدد دفعات سداد
القرض.

مما سبق وعلى أساس أن القرض ما هو إلا وديعة بفائدة معينة ومطلوب استردادها خلال مدة
معينة، فإنه من المفضل استخدام المعادلة التالية لحساب مقدار الدفعة الدورية:

$$pmt = L \times \frac{i}{1 - [1/(1 + i)^N]}$$

ولتوضيح ذلك ، نفترض المثال التالي :

بهدف تمويل عملية شراء لخط إنتاج جديد. قامت الشركة الحديثة للصناعات النسيجية باقتراض
مئة ألف ليرة سورية من أحد البنوك، ونص الاتفاق على أن تقوم الشركة بسداد القرض بدفعات
سنوية متساوية ولمدة 10 سنوات و على أن سعر الفائدة على هذا القرض هو 7%.

والمطلوب : تحديد مقدار الدفعة السنوية الواجب على المنشأة دفعها للبنك حتى تنتهي من سداد
قيمة القرض والفائدة في نهاية العشر سنوات.

لحساب مقدار الدفعة السنوية نستخدم المعادلة الأخيرة على الشكل التالي:

$$pmt = 100,000 \times \frac{7\%}{1 - [1/(1 + 7\%)^{10}]} = 14,237.75$$

وبذلك في حالة سداد المنشأة لمبلغ 14,237.75 ل.س سنوياً ولمدة 10 سنوات ، فإنها تكون قد دفعت أصل القرض والبالغ مئة ليرة سورية بالإضافة إلى فائدة القرض والبالغة 42,377.5 ل.س.

الجدول التالي يوضح كيفية سداد القرض بجوانبها المختلفة.

الدفعة	الرصيد	الدفعة	الفائدة	سداد القرض	رصيد آخر المدّة
	1	2	$7 \times 1 = 3\%$	$3 - 2 = 4$	$4 - 1 = 5$
1	100000	14237.75	7000	7237.75	92762.25
2	92762	14237.75	6493.36	7744.39	85017.86
3	85018	14237.75	5951.25	8286.50	76731.36
4	76731	14237.75	5371.19	8866.56	67864.80
5	67865	14237.75	4750.54	9487.21	58377.59
6	58378	14237.75	4086.43	10151.32	48226.27
7	48226	14237.75	3375.84	10861.91	37364.36
8	37364	14237.75	2615.50	11622.25	25742.11
9	25742	14237.75	1801.95	12435.80	13306.31
10	13306	14237.75	931.44	13306.31	0.00
المجموع		0142377.5	42377.50	100000.00	

سداد القرض على دفعات غير متساوية

سداد القرض بدفعات غير متساوية، يتطلب حساب دفعة سداد مبلغ القرض الأساسي من خلال قسمة مبلغ القرض على عدد الدفعات، ثم حساب الفائدة المتوجبة على رصيد القرض في أول المدة وإضافتها إلى دفعة سداد القرض. في مثالنا السابق لو أن الاتفاق نص على سداد القرض بدفعات غير متساوية فإن الدفعة الأولى ستكون 17,000 ل.س وهي تتكون من 10,000 ل.س كقسط سداد لأساس القرض و7,000 ل.س فائدة على رصيد القرض في بداية السنة. أما الدفعة الثانية فهي 16,300 ل.س (10 آلاف قسط سداد و6,300 فائدة على رصيد أول المدة أي 90,000 ل.س) وهكذا حتى نهاية العشر سنوات حيث ستكون الدفعة الأخيرة مساوية لقسط السداد مضافاً إليه مبلغ الفائدة على رصيد القرض في بداية السنة العاشرة والذي يساوي 700 ل.س، أي إن الدفعة الأخيرة تساوي 10,700 ل.س وهكذا نلاحظ كيف أن قيمة الدفعة السنوية تتناقص بمرور الزمن، وذلك نتيجة تناقص رصيد القرض بمرور الزمن وكنشيجة لدفع أساط السداد.

غالباً ما تجد الشركات في إصدار السندات، مصدراً هاماً لتمويل عملياتها الاستثمارية و التوسعية. وتشكل السندات وثائق أو صكوك مديونية، تلتزم من خلالها الشركة المصدرة (المقترضة) بسداد المبلغ المقترض، وفق الشروط التي نص عليها عقد المديونية. من الناحية القانونية يعد السند عقداً بين مصدره وحامله، يلتزم من خلاله الأول دفع الفائدة والمبلغ الأساسي للسند مع الالتزام بالشروط الأخرى المنصوص عليها في عقد الدين. بيع السندات يتطلب وجود ضمانات لحقوق المقرضين (حملة السندات) ووكيل أو وصي لضمان هذه الحقوق. هذا الوصي يعد المسؤول عن تنفيذ بنود العقد.

مما سبق يمكن تعريف السندات على أنها أوراق مالية تمثل حق مديونية و تحقق لحاملها فائدة ثابتة ودورية (Coupon) أي عن كل فترة محددة (سنة، ستة أشهر .. إلخ) من تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو تاريخ استعادتها (في حال كانت قابلة للاستدعاء) حيث يحصل حامل السند على القيمة الاسمية.

يختلف السند عن باقي أنواع القروض الأخرى طويلة الأجل ، من حيث أنه يباع إلى فئات مختلفة (الأشخاص الطبيعيون ، ومؤسسات مالية) ، بينما يتم الحصول على القروض المصرفية من مصادر معينة ومحدودة كالمصارف والمؤسسات المالية الأخرى. كما أن مشتري السند له حق بيعه لجهة أخرى حسب رغبته ، في حين أن القروض المصرفية لا يجوز (إلا في حالات محددة) تحويلها لجهات أخرى ، كذلك يتم إصدار السندات بأسعار موحدة.

تصدر السندات بأشكال مختلفة، أكثرها شيوعاً هي السندات التي تصدر بحسم (Zero-Coupon) وهي سندات تبيعها الشركة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويحصل حاملها على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق. ويمثل الفرق بين القيمتين الفائدة التي تدفعها الشركة المصدرة لقاء حصولها على التمويل المطلوب. النوع الآخر هي السندات التي تعطي الحق لحاملها بالحصول على مبلغ ثابت ودوري (Coupon).

فيما سبق، وردت العديد من المصطلحات، التي سنعمد إلى توضيحها فيما يلي:

أ- القيمة: يمكن التمييز بين أنواع مختلفة لقيمة السند الواحد نوجزها في ما يلي:

- للسند قيمة اسمية (Par or Face-Value): تمثل هذه القيمة، السعر الذي ينص عليه صك السند أو سعر الإصدار أي المبلغ الذي سيقوم المصدر بدفعه في موعد استحقاق السند. فسند ما يحمل قيمة اسمية بمقدار \$1,000 يعني من حيث المبدأ أن الشركة المصدرة ستقترض \$1,000 مقابل كل سند تصدره وتلتزم بدفع هذا المبلغ في تاريخ لاحق.

- القيمة السوقية (Market-Value): وهي سعر تداول السند في سوق السندات.
- القيمة المتوجبة (Intrinsic Value)، كأى أصل مالي؛ هي القيمة السند في حال أخذ بعين الاعتبار؛ خصائص السند لناحية كالدخل الذي يولده وغيرها من العوامل التي تترك أثرها على قيمته. بمعنى آخر، هذه القيمة هي القيمة الاقتصادية للسند وهنا نشير إلى أن

القيمة السوقية ستتحرك في نطاق ضيق حول القيمة الاقتصادية في حال كانت السوق كفاء.

تجدر الإشارة إلى وجود علاقة بين القيمة السوقية للسند ، وسعر الفائدة السائد في السوق . ففي حالة ارتفاع أسعار الفوائد المعمول بها في السوق إلى حد تفوق تلك يقدمها السند ، فإن القيمة السوقية لها الأخير تميل إلى الانخفاض وذلك لاتجاه المستثمرين إلى بيع السندات للحصول على الأرباح الكبيرة في السوق . أما في حالة انخفاض الفوائد السائدة في السوق بدرجة أقل من الفائدة التي يحملها السند ، فإن القيمة السوقية للسند تميل إلى الارتفاع ، وذلك لإقبال المستثمرين على شراء السند ، أي أن العلاقة عكسية بين القيمة السوقية للسندات وأسعار الفوائد الجارية .

ب- الكوبون (Coupon): ويعبر عن مبلغ الفائدة الدوري الذي يحصل عليه حامل السند.

ج- تاريخ الاستحقاق: وهو التاريخ المحدد و الذي يلتزم به مصدر السند دفع القيمة الاسمية لحامل السند.

يمكن تصنيف السندات حسب الضمان، معدل الفائدة، و الخصائص الأخرى. فيما يلي نوضح الأنواع المختلفة للسندات:

من حيث الضمانات، نميز بين:

السندات المضمونة :

أكثر أنواع السندات انتشاراً، وتشير إلى السندات التي تصدرها المنشأة إما برهن بعض أو كل أصول المنشأة ، أو غير ذلك من الضمانات. والهدف هو ضمان حقوق حملة السندات في حالة إفلاس الشركة، فيجوز لهم بيع هذه الأصول المرهونة واستعادة أموالهم.

السندات غير المضمونة :

وهي السندات التي يتم إصدارها بدون رهن أو ضمانات. هذا النوع من السندات متاح فقط للشركات ذات الربحية العالية، والتي تتمتع باستقرار مالي. وتحمل هذه السندات فوائد أعلى من فوائد

السندات المضمونة، لتحفيز الأفراد والمؤسسات على شراءها؛ نظراً لما فيها من عنصر المخاطرة
الناجم عن عدم وجود ضمانات.

من حيث الفائدة، يمكن التمييز بين:

السندات المؤبدة أو الدائمة (Perpetual Bonds):

هي سندات ليس لها تاريخ استحقاق. أصدرتها لأول مرة الحكومة البريطانية بعد ما يعرف
بحروب نابليون وذلك بهدف دعم الخزينة. من الأمثلة على هذه النوع من السندات نذكر الكونسول
البريطاني (British Consol) وهو سند تلتزم الحكومة البريطانية من خلاله بدفع مبلغ ثابت إلى
الأبد.

السندات ذات القسائم (Nonzero-Coupon):

وهي سندات لها تاريخ استحقاق محدد وتمنح حاملها فائدة دورية تمثل نسبة ثابتة من القيمة
الاسمية.

السندات التي تصدر بحسم (Zero-Coupon):

وهي سندات لها تاريخ استحقاق محدد لكنها لا تمنح حاملها فائدة دورية كما هو الحال في
سابقها بل تباع بحسم من قيمتها الاسمية.

من حيث الخصائص الأخرى، يمكننا التمييز بين:

السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

وهي التي تعطى لحاملها حرية استبدال ما يحمله من سندات بأسهم عادية من أسهم المنشأة ،
وفى الغالب يتم تحديد وقت التحويل أو الاستبدال بالأسهم ، كما يتم تحديد عدد الأسهم لكل سند
عند الاستبدال . حامل هذا النوع من السندات يتمتع بنفس الحقوق التي يتمتع بها حملة الأنواع
الأخرى من السندات ، من حيث الضمانات وأولوية الدفع عند تصفية المنشأة ، وذلك في حال عدم
رغبته في تحويل ما يحمله من سندات إلى أسهم .

تجدر الإشارة، إلى أنه ومن الناحية القانونية لا يعد حامل السند مالاً للمنشأة، بل هو دائن لها بمبلغ محدد ويسدد في فترة معينة ، وبالتالي فلا يحق لحامل السند المطالبة بالاشتراك في الإدارة أو التصويت طالما أن المنشأة ملتزمة بالسداد بانتظام. أما في حالة الإفلاس ، فيجوز لحملة السندات التدخل في شؤون المنشأة لضمان حقوقهم .

السندات القابلة للاستدعاء :

هي سندات تحتفظ الجهة المصدرة بحق سدادها قبل حلول موعد الاستحقاق لها ، وذلك في الوقت الذي تراه مناسباً ، ويجوز للمصدر سداد بعض أو كل السندات التي تحمل صفة الاستدعاء قبل موعد استحقاقها .

وهذا النوع من السندات ، يتيح للجهة المصدرة الحصول على تمويل بتكلفة أقل ، خاصة في حالة انخفاض أسعار الفوائد، حيث يمكنها تمويل عملية الاستدعاء من خلال مصادر تمويل أقل تكلفة كالقروض المصرفية أو من خلال إصدار سندات جديدة بمعدل فائدة أقل. بالمقابل لا تقوم المنشأة باستدعاء السندات، في حال ارتفعت أسعار الفوائد في السوق، ففي ذلك خسارة للمنشأة نتيجة لزيادة تكلفة الدين.

يعد هذا النوع من الأسهم من أكثر الأنواع شيوعاً ، وهو عبارة عن حصة في ملكية المنشأة تخول لصاحبها الحصول على الأرباح بعد سداد الالتزامات للآخرين ، كما أن لحامل السهم العادي حق المشاركة في إدارة المنشأة . وتعتبر هذه الأسهم مصدراً أساسياً للتمويل وتكوين رأس المال خاصة في مرحلة التأسيس ، حيث يتم تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية في شكل أسهم يتم طرحها للجمهور مرة واحدة ، كما قد تتغير قيمة السهم العادي تبعاً لتغير ظروف المنشأة المالية والظروف الاقتصادية عامة .

ويمكن للسهم أن يتقلب مع الزمن بين قيم ثلاث هي : القيمة الاسمية ، والقيمة السوقية ، والقيمة

الدفترية على النحو التالي :

أ- القيمة الاسمية : وهي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس المنشأة ، وعلى أساسها يتم توزيع الأرباح كنسبة مئوية منها . وكثيراً ما تنص التشريعات القانونية على إلزام المنشآت بحد أدنى كقيمة اسمية للسهم .

ب- القيمة السوقية : وهي التي يتم التعامل بها في السوق المالية (البورصة)، وتعتبر قيمة كثيرة التذبذب بالمقارنة بالقيمة الاسمية التي تظل ثابتة . وقد تزيد القيمة السوقية على القيمة الاسمية ، وحينئذ يحقق حملة الأسهم أرباحاً رأسمالية إذا ما أقدموا على بيع أسهمهم . أما في حالة انخفاضها عن القيمة الاسمية ، فإنهم سيحققون خسارة لكونهم لا يستردون قيمة ما دفعوه ثمناً لهذه الأسهم . وللظروف الاقتصادية والسياسية وتوقعات المستثمرين ، دور هام في التأثير على القيمة السوقية للسهم .

ج- القيمة الدفترية : وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمنشأة ، وتحسب هذه القيمة بالعلاقة التالية :

$$BV = \frac{E}{N}$$

حيث أن Bv (Book Value) تمثل القيمة الاسمية، E (Equity) هي حقوق الملكية و N هي عدد الأسهم العادية المصدرة.

تشمل حقوق الملكية كلاً من رأس المال المدفوع ، والاحتياطيات ، والأرباح المحجوزة. وتتغير القيمة الدفترية للسهم باستمرار ، وتعتمد على ربحية المنشأة بشكل عام ، كما تعطي هذه القيمة فكرة جيدة عن القيمة الحقيقية للسهم ، ومن ثم فهي تساهم في التوصل لقرار رشيد حول شراء الأسهم المتداولة في السوق المالية .

حقوق ومزايا حملة الأسهم العادية :

يتمتع حملة هذه الأسهم بحقوق ومزايا في مقابل احتفاظهم بالأسهم ، وهذه الحقوق والمزايا تزيد عن تلك التي يتمتع بها حملة السندات والأسهم الممتازة ، وأهمها :

الحق في التصويت : حيث يحق لحامل السهم العادي التصويت في مجالس الإدارة ، وأية اجتماعات تعقدها المنشأة بحضور حملة الأسهم . ويكون لكل سهم صوت واحد ، ومن ثم يتحدد تأثير المساهم على كمية الأسهم التي يملكها .

الحق في المشاركة في الربحية : فلكل مساهم في المنشأة حق الحصول على حصته من الأرباح إذا ما تم توزيعها ، وذلك بعد سداد المنشأة لالتزاماتها تجاه حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة والدائنين . وبالطبع لا يجوز لحملة الأسهم العادية المطالبة بتوزيع الأرباح إذا لم تحقق المنشأة أرباحاً كافية ، أو إذا لم تكن هذه الأرباح كافية لدفع الالتزامات للآخرين .

المشاركة في أصول المنشأة : ففي حالة تصفية المنشأة ، يتم سداد الالتزامات تجاه حملة السندات والأسهم الممتازة والدائنين ، ثم يتم توزيع الباقي بعد ذلك على حملة الأسهم العادية . وعند عدم كفاية المبالغ المتبقية ، فإن حملة هذه الأسهم سيتعرضون لخسارة مؤكدة ، حيث أن الأولوية في التوزيع لهذه المبالغ تكون لحملة السندات والأسهم الممتازة والدائنين كما أوضحنا .

الحق في بيع وشراء الأسهم : حيث يكون لحملة الأسهم العادية حق بيعها أو شراء المزيد منها في أي وقت ، كما يجوز لهم المطالبة بحق الأولوية في حالة إصدار أسهم جديدة للمحافظة على النسبة المئوية لمساهماتهم .

يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطاً بين الأسهم العادية والسندات ، وتتسم ببعض خصائص ومميزات كل منهما ، فهي تشبه الأسهم العادية لكونها حصة في ملكية المنشأة ، كما يحق لحاملها

المطالبة بحصته . وتشبه السندات لكونها تمثل أرباحاً محددة في الغالب ، حيث تضمن المنشأة حداً أدنى أو أعلى من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة ، كما أن حملة هذه الأسهم لا يشتركون في التصويت كحملة السندات ، ولهم الأولوية بعد حملة السندات في استرداد حقوقهم عند التصفية للمنشأة . وتجمع هذه الأسهم بعض الشروط التي تصدر على أساسها السندات ، كقابلية إلى التحويل لأسهم عادية ، أو القابلية للاستدعاء في الوقت الذي تحدده المنشأة المصدرة لهذه الأسهم . هذا وتعد الأسهم الممتازة من أقل مصادر التمويل طويلة الأجل شيوعاً ، ويمكن الاستغناء عنها بإصدار الأسهم العادية أو السندات .

التمويل بالبرامج المحتجزة :

تتميز الأرباح المحتجزة عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل ، من حيث كونها مصدراً داخلياً للتمويل . فالمنشآت التي تحقق أرباحاً، لديها الخيار بين توزيعها كاملة في نهاية العام أو توزيع جزء منها، والاحتفاظ بالفرق بين الأرباح الصافية وتلك الموزعة ، هذا إضافة إلى وجود تشريعات قانونية تلزم المنشآت بالاحتفاظ باحتياطيها إلزامي كنسبة مئوية من الأرباح السنوية المحققة . ملكية هذه الأرباح المحتجزة تعود للمساهمين ، وتعد جزءاً من حقوق الملكية، و تتأثر كمية هذه الأرباح بسياسة توزيع الأرباح في المنشأة . ونشير هنا، إلى أن الأرباح المحتجزة تؤدي إلى زيادة القيمة الدفترية للسهم ناجمة عن زيادة حقوق الملكية، وذلك يترجم من خلال وجود علاقة إيجابية بين حجم هذه الأرباح المحتجزة والقيمة الدفترية للسهم.

تكلفة التمويل

يقصد بتكلفة رأس المال بأنها كلفة جميع مصادر التمويل الدائمة (الطويلة الأجل) التي يستخدمها المشروع في تمويل استثماراته. أي الأموال الخاصة (حقوق الملكية) والديون المتوسطة والطويلة الأجل. وتمثل تكلفة رأس المال الحد الأدنى (العتبة الدنيا) للعائد المطلوب من استثمار معين. فإذا كان العائد من مشروع استثماري أقل من تكلفة مصادر تمويله، فيجب عدم تنفيذ هذا المشروع لكونه غير مجدي اقتصادياً، وإلا سيتعرض المشروع لخسائر ومن ثم تخفيض لقيمه. من

هنا تتضح الأهمية الكبيرة لهذه التكلفة ودورها المحوري في صناعة القرارات الاستثمارية والتمويلية في الشركات. وسوف نقوم في هذا الفصل بدراسة هذه التكلفة بشيء من التفصيل، وأول ما سنقوم بطرحه سيكون مدخل إلى تكلفة رأس المال، بعدها سنتعرف على مصادر التمويل المتعددة لرأس المال. ومن ثم سوف نبحث في طرق قياس تكلفة كل مصدر من هذه المصادر. وأخيراً سنقوم بتبيان كيفية الاستفادة من التكاليف السابقة في حساب التكلفة المتوسطة المرجحة (Weighed Average Cost of Capital).

1-مدخل إلى تكلفة رأس المال:

ترتبط تكلفة رأس المال بتكلفة مصادر التمويل المستخدمة من قبل المشروع لتمويل استثماراته. وتتبع أهمية دراسة تكلفة رأس المال من خلال دورها في تحديد الجدوى الاقتصادية للمشاريع الاستثمارية، هذا من جهة، وأيضاً من خاصية الندرة للموارد المتاحة وأثر ذلك في تحديد الهيكل الأمثل لرأس المال.

وتختلف هذه التكلفة بحسب كل مصدر من مصادر التمويل وذلك حسب درجة الخطر المرافقة. حيث أنه هناك بديهية استثمارية تفيد: إن العلاقة طردية بين العائد المطلوب من استثمار وبين خطورة هذا الاستثمار. انطلاقاً من ذلك، يُعتبر مصدر التمويل بالاستدانة، خصوصاً عن طريق السندات، أخص مصادر التمويل لكونه الأقل خطراً، وتعتبر الأسهم العادية المصدر الأكثر خطراً.

2 - تكلفة الأسهم العادية Cost of Common Stock:

تعتبر السهم العادية أحد أهم مصادر التمويل بالملكية. ويتم إصدارها بقيمة اسمية، ولها العديد من القيم، القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية، القيمة التصفوية، القيمة العادلة. وهذه القيم تختلف فيما بينها مما يولد اختلافاً في تكلفة التمويل بإصدار الأسهم العادية بين شركة وأخرى. وتتمثل تكلفة السهم العادية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الأسواق المالية للإقبال على الاستثمار في هذه الأسهم. تعتمد تكلفة التمويل بواسطة إصدار الأسهم العادية على جملة من المتغيرات من أهمها ما يلي :

- سعر إصدار السهم العادي.
- السعر السوقي للسهم.
- حجم الأموال المطلوبة لتنفيذ الاستثمار.
- الأرباح المتوقعة لكل سهم.
- تكاليف الإصدار والعمولات.

ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية كما يلي:

$$C = \frac{r}{P(1-f)} + g$$

r الأرباح المتوقعة للسهم

p القيمة السوقية للسهم

f كلفة الإصدار للسهم

g الزيادة المتوقعة في الأرباح للسهم

مثال 1: يبلغ سعر سهم إحدى الشركات في السوق المالي \$200 ، وترغب الشركة في إصدار أسهم عادية جديدة بهدف زيادة رأس مالها بمقدار \$1000000 ، و من المتوقع أن يكون العائد لكل سهم مباع يساوي للقيمة السوقية للسهم وبلغت تكاليف الإصدار 4% ، وكانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار \$6 وتوقع أن تزيد أرباحها بنسبة 3% سنوياً بعد تنفيذ الاستثمار الجديد.

المطلوب: استخراج كلفة التمويل بالأسهم العادية؟

بالتعويض في المعادلة التالية:

$$C = \frac{r}{P(1-f)} + g$$

نحصل على ما يلي:

$$C = \frac{6}{200(1-0.04)} + 0.03 = 6\%$$

مثال 2 :

عكس

يبلغ سعر سهم إحدى الشركات في السوق المالي \$200 ، وترغب الشركة في إصدار أسهم عادية جديدة بهدف زيادة رأس مالها بمقدار \$1000000 ، و من المتوقع أن يكون العائد لكل سهم مباع يساوي للقيمة السوقية للسهم وبلغت تكاليف الإصدار 4% ، وكانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار \$6 وتوقع أن تزيد أرباحها بنسبة 3% سنوياً بعد تنفيذ الاستثمار الجديد.

المطلوب: استخراج كلفة التمويل بالأسهم العادية؟

6

الحل:

$$\text{كلفة الأسهم العادية} = \frac{6}{(0,04-1)200} + 0,03 = 6\%$$

مثال 3:

اشترى أحد المستثمرين أسهم إحدى الشركات بقيمة \$ 200 للسهم الواحد، ويُتوقع أن توزع الشركة أرباحاً بمقدار \$ 20 للسهم وبأن يتحسن ~~سعر~~ السهم خلال سنة ليصل إلى ~~(25\$)~~ فإذا علمت أن بنك الاستثمار يتقاضى نسبة 10% كعمولة مقابل أتعاب خدمات تمويلية. المطلوب: ما هي تكلفة الأسهم العادية؟

$$\text{الحل: كلفة الأسهم العادية} = \frac{0,25}{(0,10-1)200} + 0,25 = 36,11\%$$

3- تكلفة الأسهم الممتازة Cost of Preferred Stock:

إن تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر لقاء الاستثمار في هذه الأسهم. وهي مصدر من مصادر التمويل بالملكية. لأغراض التحليل قد يتم معاملتها كمصدر من مصادر الدين. حيث أنها تجمع خصائص كل من الأسهم العادية والسندات.

فهي من جهة تمثل أوراق مالية ليس لها تاريخ استحقاق محدد (Perpetuel)، ولها نسبة ثابتة من الأرباح من جهة أخرى. هذه النسبة الثابتة هي عبارة عن نسبة محددة وثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز يتم تحديدها في شروط الإصدار. ومن أهم صفات الأسهم الممتازة هي الأولوية في الحصول على الأرباح عندما يتخذ القرار بالتوزيع وذلك قبل حملة السهم العادية. كما ان حملة الأسهم الممتازة يحصلون على حقوقهم عند تصفية الشركة قبل حملة السهم العادية.

يمكن استخراج كلفة السهم الممتازة وفق المعادلة التالية:

$$C_p = \frac{D_p}{P_i(1-f)}$$

C_p : تكلفة السهم الممتازة

D_p : الأرباح السنوية

P_i : السعر السوقي للسهم الممتاز (بعلاوة أو بخصم)

f : تكاليف إصدار السهم الممتاز.

مثال 1: ترغب إحدى الشركات إصدار أسهم ممتازة بقيمة اسمية \$1000 بنسبة ربح 8% سنوياً. وتتحمل الشركة نفقات إصدار بنسبة 4% من سعر البيع.

المطلوب: استخراج تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة وفق البدائل التالية:

- 1 إذا تم البيع للسهم الممتاز بالقيمة الاسمية \$1000
- 2 إذا تم بيع السهم الممتاز بزيادة مقدارها 10% عن القيمة الاسمية
- 3 إذا تم بيع السهم الممتاز بخصم مقداره 8% عن القيمة الاسمية.

الحل:

1- في حال تم البيع بـ \$1000 فإن التكلفة = $80 \div 960 = 8,3\%$.

2- في حال تم البيع بعلاوة ، عندئذ تكون التكلفة = $80 \div 1056 = 7,5\%$

3- إذا تم البيع بخصم ، تكون التكلفة = $80 \div 883,2 = 9\%$.

مثال 2:

ترغب إحدى الشركات إصدار أسهم ممتازة بقيمة اسمية \$1000 بنسبة ربح 8% سنوياً. وتتحمل الشركة نفقات إصدار بنسبة 4% من سعر البيع.

المطلوب: استخراج تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة وفق البدائل التالية:

- 1 إذا تم البيع للسهم الممتاز بالقيمة الاسمية \$1000
 - 2 إذا تم بيع السهم الممتاز بزيادة مقدارها 10% عن القيمة الاسمية
 - 3 إذا تم بيع السهم الممتاز بخصم مقداره 8% عن القيمة الاسمية.
- الحل : 1- في حال تم البيع بـ \$1000 فإن التكلفة = $80 \div 960 = 8,3\%$.

2- في حال تم البيع بعلاوة ، عندئذ تكون التكلفة = $80 \div 1056 = 7,5\%$

3- إذا تم البيع بخصم ، تكون التكلفة = $80 \div 883,2 = 9\%$.

مثال 3:

يتقاضى أحد بنوك الاستثمار 5% كأتعاب وساطة على كل سهم ممتاز قيمة الاسمية \$ 100 .
يدفع السهم أرباحاً موزعة بنسبة 10% من قيمة الإصدار. والسعر السوقي للسهم يبلغ \$ 90 .
المطلوب: احسب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وبين رأيك في هذه التكلفة إذا كان العائد على
الاستثمار المتوقع 11% ؟

الحل: من خلال تطبيق العلاقة السابقة يتبين أن تكلفة الأسهم الممتازة = 11,7% .

وبما أن العائد المتوقع على الاستثمار يساوي 11% وتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تساوي
11,7% . إذا فهي أكبر من العائد مما يجعلنا نرفض التمويل بالأسهم الممتازة ونبحث عن بديل
آخر .

4 - تكلفة الدين Cost of Debt

وهي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين لقاء إقراض المشروع. وقد تكون هذه
القروض محددة بفترة زمنية أو قروض مستمرة.

أ- كلفة القروض المستمرة Ongoing Loans Cost

وهي الديون، التي تبقى بذمة المنشأة بشكل دائم ولا تُسدد خلال الحياة الإنتاجية للمنشأة. ويمكن
حساب تكلفتها من خلال العلاقة التالية:

التكلفة بعد الضريبة

$$Cd = \frac{I}{P} 100$$

$$Cd = \frac{I}{P} (1 - T)$$

حيث:

Cd: تكلفة الديون

I: الفوائد المدفوعة سنوياً P: سعر بيع السند T: نسبة الضريبة

مثال:

حصلت إحدى الشركات على قرض مستمر قيمته \$200000 ويسعر فائدة 10 %، الضريبة المطبقة على هذه الشركة = 50 %.

المطلوب: ما هي تكلفة القرض على فرض أنه تم إصدار السندات بموجب الأسعار التالية:
السعر الاسمي، سعر الخصم 10%، علاوة 10 %، علماً أنه لا توجد نفقات إصدار لذلك القرض؟

الحل:

1+الإصدار بالسعر الاسمي:

$$\text{تكلفة القرض قبل الضرائب} = (200000 \div 20000) \times 10 = 10\%$$

$$\text{تكلفة القرض بعد الضرائب} = (200000 \div 20000) \times (1 - 0,50) = 5\%$$

2+الإصدار بسعر خصم 10%:

$$\text{تكلفة القرض قبل الضريبة} = (200000 \div 20000) \times 11,1 = 11,1\%$$

$$\text{كلفة القرض بعد الضريبة} = 11,1\% \times (1 - 0,50) = 5,5\%$$

3 +الإصدار بعلاوة 10 %:

$$\text{كلفة القرض قبل الضريبة} = 20000 \div 220000 \times 100 = 9\%$$

$$\text{كلفة القرض بعد الضريبة} = 9\% \times (1 - 0,50) = 4,5\%$$

ب - تكلفة القروض المستردة Time-Specific Loans

وهذا النوع من القروض يشكل التزاماً على المنشأة ويجب تسديده خلال فترة زمنية محددة. و يمكن حساب تكلفة القروض المستردة وفقاً للعلاقة التالية:

$$Cd = \frac{I + \frac{Dt - P}{N}}{\frac{Dt + P}{2}}$$

حيث:

Dt: القيمة الاسمية للسند

P: القيمة السوقية للسند، ويمكن الاستعاضة عن هذه القيمة ب القيمة الصافية للسند.

N: عدد السنوات حتى الاستحقاق

مثال 1: أصدرت إحدى الشركات 100000 سند بقيمة اسمية \$1000 للسند وتستحق بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 10% من قيمة السند الاسمية، وتحملت الشركة نفقات إصدار قدرها 5% من القيمة الاسمية، فإذا كانت نسبة ضريبة الدخل 40%

المطلوب: حساب تكلفة هذه السندات؟

الحل:

$$Cd = \frac{I + \frac{Dt - P}{N}}{\frac{Dt + P}{2}}$$

$$\text{مبلغ الفائدة} = 1000 \times 10\% = \$ 100$$

$$\text{نفقات الإصدار} = 1000 \times 5\% = \$ 50$$

$$\text{القيمة الصافية للسند} = 1000 - 50 = \$950$$

وبعد تطبيق العلاقة السابقة ينتج أن هذه التكلفة قبل الضريبة = 10,77

$$\text{تكلفة السند بعد الضريبة} = (1-0,4)10,77 = 6,46\%$$

مثال 2:

أصدرت إحدى الشركات 200000 سند بقيمة اسمية \$2000 للسند وتستحق الإطفاء بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 10% من قيمة السند الاسمية، وتحملت الشركة نفقات إصدار قدرها 4% من القيمة الاسمية، فإذا كانت نسبة ضريبة الدخل 40%

المطلوب: حساب تكلفة الإصدار؟

الحل: نستخدم العلاقة السابقة:

$$Cd = \frac{I + \frac{Dt - P}{N}}{\frac{Dt + P}{2}}$$

$$Cd = \frac{200 + \frac{2000 - 1920}{10}}{\frac{2000 + 1920}{2}} = 10,6\%$$

وتكون كلفة السند بعد الضريبة 10,6% (0,40 - 1) = 6,3%

ملاحظة: يمكن للسند أن يُباع في السوق بعلاوة Premium وليس بخصم كما في المثال السابق.

مثال (3):

يُباع سند قيمته الاسمية \$1000 بخصم في السوق حيث يبلغ سعره في السوق \$ 950. يدفع السند فائدة سنوية مقدارها \$ 60 ويستحق بعد 20 سنة من الآن. المطلوب :

1 + حسب تكلفة التمويل بالدين؟

2 + جب على الطلب الأول في حال كان السند يُباع في السوق بسعر \$1100 ؟

الحل:

1 جعد تطبيق المعادلة نجد أن العائد على السند يساوي 6,41%، أي أنه أكبر من معدل الفائدة الاسمي على السند والبالغ 6%.

2 في حال كان السند يُباع بعلاوة (أي سعر السوق أكبر من السعر الاسمي) فإنه يمكن استخدام المعادلة التالية:

$$Cd = \frac{I - \frac{R}{n}}{\frac{P + Dt}{2}}$$

حيث: R : تمثل العلاوة.

وبالتطبيق في العلاقة السابقة ينتج ما يلي:

العائد على السند = 5,24 %.

5 - تكلفة الأرباح المحتجزة Cost of Retained Earning

نقصد بالأرباح المحتجزة تلك الأرباح التي لا يتم توزيعها على حملة الأسهم من قبل الشركة. وقد يكون ذلك لعدة أسباب منها: التطور والنمو، دغم المركز المالي، للتحوط ضد مخاطر مستقبلية. قد تتعرض لها الشركة. كما و تعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة تكاليف ضمنية مساوية من الناحية النظرية إلى تكلفة الأسهم العادية، لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبصورة عامة إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي أقل من تكلفة الأسهم العادية وذلك للسببين التاليين:

- أن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها فهي لا تخضع للضريبة.
- أن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء، أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمون مبلغ إلى الوسطاء، عند تنفيذ عمليات الاستثمار، بينما عندما تقوم الشركة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء (دريد آل شبيب، مرجع سابق).

ويمكن حساب كلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية:

$$C_e = C_s(1 - T)(1 - B)$$

حيث:

Ce: تكلفة الأرباح المحتجزة

B: نسبة عمولة الوساطة

Cs: تكلفة التمويل بالأسهم العادية

T: الضريبة

مثال 1: تبلغ قيمة السهم العادي لإحدى الشركات في البورصة \$40 وترغب الشركة بزيادة رأس مالها بمبلغ \$100000 وتحمل تكاليف إصدار على السهم العادي بمقدار \$2، فإذا كانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار \$3,25 وتتوقع أن ترتفع أرباحها بمقدار 5% سنوياً، وكانت الضريبة على الدخل 40% ومقدار العمولة 2%.

المطلوب: حساب تكلفة الأرباح المحتجزة؟

الحل:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = 0,05 + (38 \div 3,25) = 13,5\%$$

باستخدام القانون السابق فإن تكلفة الأرباح المحتجزة

$$C_e = C_s(1 - T)(1 - B)$$

$$8\% =$$

تبلغ قيمة السهم العادي لإحدى الشركات في البورصة \$40 وترغب الشركة بزيادة رأس مالها بمبلغ \$200000 وتحمل تكاليف إصدار على السهم العادي بمقدار \$4، فإذا كانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار \$6,5 وتتوقع أن ترتفع أرباحها بمقدار 5% سنوياً، وكانت الضريبة على الدخل 40% ومقدار العمولة 2%.

المطلوب: حساب تكلفة الأرباح المحتجزة؟

الحل: باستخدام القانون السابق فإن تكلفة الأرباح المحتجزة

$$13,5\% = (0,02 - 1) (0,40 - 1) \times 5\% + (36 \div 6,5) =$$

مثال 2:

يُباع السهم العادي لإحدى الشركات بمبلغ \$100. وترغب الشركة في إصدار أسهم جديدة بفصد زيادة رأس مالها بمبلغ \$ 100000. ومن المتوقع أن يكون عائد كل سهم مباع مساوياً لقيمتها السوقية، وكلفة الإصدار تبلغ 5%. فإذا كانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار 4,75 \$، ومن المتوقع أن تزيد الأرباح المتوقعة بنسبة 6 % سنوياً، علماً أن معدل الضريبة المطبق على المساهمين هو 30%، ومسبة العمولة للوسطاء الماليين هي 3%.

المطلوب: 1- احسب تكلفة الإصدار الجديد للأسهم العادية؟

2- احسب تكلفة الأرباح المحتجزة؟

الحل: 4,75

1- تكلفة السهم العادية = $0,06 + 0,11 = 0,17$.

$100(1 - 0,05)$

2- تكلفة الأرباح المحتجزة = $11\% (1 - 30\%) (0,03 - 1)$

$= 0,11 \times 0,70 \times 0,97 = 7,5\%$.

6- التكلفة المتوسطة المرجحة :

و هي تعني هيكل التمويل للمشروع. وتُحسب على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر في هيكل تمويل الشركة. ويتم ذلك عن طريق إعطاء وزن نسبي لكل عنصر من المصادر وضربه بالكلفة المقابلة. ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال التالي:

مثال: تقوم إحدى الشركات بتنفيذ مشروع جديد بقيمة \$200000 وبمعدل عائد 10%، ولغرض توفير المال اللازم للاستثمار الجديد اقترح المدير المالي مصادر التمويل التالية:

مصادر التمويل	القيمة	التكلفة
قروض مصرفية	60000	2,5%
الأسهم الممتازة	20000	6%
الأسهم العادية	40000	10%
الأرباح المحتجزة	80000	10%

المطلوب: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مبيناً رأيك بمصادر التمويل مقارنة بالعائد على الاستثمار.

الحل:

مصادر التمويل	القيمة	التكلفة	×	الوزن النسبي	=	الأهمية النسبية
قروض مصرفية	60000	2,5%		30%		0,0075
الأسهم الممتازة	20000	6%		10%		0,006
الأسهم العادية	40000	10%		20%		0,02
الأرباح المحتجزة	80000	10%		40%		0,04
التكلفة المرجحة						7,53%

تقوم إحدى الشركات بتنفيذ مشروع جديد بقيمة \$100000 وبمعدل عائد 10%، ولغرض توفير المال اللازم للاستثمار الجديد اقترح المدير المالي مصادر التمويل التالية:

مصادر التمويل	القيمة	التكلفة
قروض مصرفية	30000	2,5%

الأسهم الممتازة	10000	6%
الأسهم العادية	20000	10%
الأرباح المحتجزة	40000	10%

المطلوب: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مبيناً رأيك بمصادر التمويل مقارنة بالعائد على الاستثمار.

الحل:

مصادر التمويل	القيمة	التكلفة	×	الوزن النسبي	=	الأهمية النسبية
قروض مصرفية	30000	2,5%		30%		0,0075
الأسهم الممتازة	10000	6%		10%		0,006
الأسهم العادية	20000	10%		20%		0,02
الأرباح المحتجزة	40000	10%		40%		0,04
التكلفة المرجحة						7,53%

وعند المقارنة بين معدل العائد والذي يساوي 10% وبين تكلفة التمويل والبالغة 7,53. نلاحظ بأن هذه التشكيلة تعتبر مجدية.

تمرين (12):

واجهت إحدى الشركات مشكلة تمويل استثمار بقيمة \$1000000. وقد اقترح المدير المالي في الشركة المصادر التالية لأجل تمويل هذا الاستثمار:

مصادر التمويل	المبلغ	التكلفة
سندات	300000	4,8%
أسهم عادية	400000	10,5%
أسهم ممتازة	200000	14,6%
أرباح محتجزة	100000	14%

والمطلوب: بفرض أن العائد على الاستثمار = 10%، فما هو متوسط التكلفة المرجحة، وما هو رأيك في تشكيلة هذه المصادر؟

7- التكلفة الحدية لرأس المال Marginal Cost of Capital:

يُقصد بالتكلفة الحدية لرأس المال بأنها تكلفة التمويل الإضافي، أي تكلفة الدولار الإضافي من التمويل. وتزداد هذه التكلفة مع الزيادة في حجم الاستثمارات الإضافية التي ترغب الشركة في تمويلها، تسمى هذه الزيادة بالإنكسارات. ويمكننا حساب حجم التمويل الإجمالي الذي تحدث عنده الإنكسارات في التكلفة الحدية وفق المعادلة التالية:

$$T_{FB} = \frac{T_{FM}}{w}$$

حيث:

T_{FB} : حجم التمويل الإجمالي الذي تحدث عنده الإنكسارات في التكلفة الحدية.

T_{FM} : إجمالي التمويل بالمصدر الأقل تكلفة.

w : الوزن النسبي الأمثل للمصدر نفسه (الأقل كلفة).

وكمثال على ذلك، قيام الشركة بالانتقال في تمويل استثماراتها الجديدة من التمويل بواسطة الأرباح المحتجزة إلى التمويل بواسطة الأسهم العادية، أي من المصدر الأقل كلفة إلى المصدر الأعلى كلفة.

مثال:

يتألف الهيكل الأمثل لرأس مال إحدى الشركات من مايلي:

30% ديون، 10% أسهم ممتازة، 60% أموال خاصة. وتحتجز هذه الشركة \$24000000 سنوياً

من أرباحها لتمويل التوسع في استثماراتها. وتتاح لها مصادر التمويل التالية:

أ - التمويل بواسطة الاقتراض: وفق الشرائح التالية:

- حتى \$15000000 بفائدة 12%.

- من \$16000000 - \$20000000 بفائدة 13%.

- أكثر من \$20000000 بفائدة 15%.

ب - التمويل بواسطة الأسهم الممتازة:

- حتى \$5000000 بمعدل ربح 13%.

- من \$5000000 وحتى \$10000000 بمعدل ربح 14%.

- أكثر من \$10000000 بمعدل ربح 16%.

ج - التمويل بالملكية: إن تكلفة التمويل بالملكية للشركة هي 18%، وتستطيع الشركة أن تمول حتى الـ \$20000000 من الأسهم العادية بـ 18% + 5% نفقات الإصدار، وأن تمول المبالغ التي تتجاوز الـ \$20000000 من الأسهم العادية بـ 18% + 10% نسبة نفقات الإصدار.

المطلوب: 1- احسب الحجم الإجمالي للتمويل الذي تنكسر عنده التكلفة الحدية لرأس المال؟

2 - احسب التكلفة الحدية لحجم (أحجام) التمويل المقابلة للانكسارات؟

3 وضح ذلك بالرسم البياني.

الحل:

$$1- \text{من خلال التعويض في العلاقة التالية } T_{FB} = \frac{T_{FM}}{w}$$

تكلفة الدين:

$$\$50000000 = 0,3 \div 15000000$$

$$\$66660000 = 0,3 \div 20000000$$

تكلفة الأسهم الممتازة:

$$\$50000000 = 0,1 \div 5000000$$

$$\$100000000 = 0,1 \div 10000000$$

تكلفة الأموال الخاصة:

$$\$40000000 = 0,6 \div 24000000$$

$$\$73330000 = 0,6 \div 44000000$$

يتبين لنا مما تقدم بأنه هناك خمسة إنكسارات.

2- التكلفة الحدية:

$$\$40000000 = 0,6 \div 24000000$$

التكلفة الحدية لرأس المال في حال التمويل لأقل من \$40000000

التكلفة الحدية	النسبة	مصدر التمويل
0,0252	%30	دين
0,0130	%10	أسهم ممتازة
0,1080	%60	أموال خاصة
0,1462	المجموع	

التكلفة الحدية لرأس المال في حال التمويل عند \$40000000

التكلفة الحدية	النسبة	مصدر التمويل
0,0252	%30	دين

0,0130	%10	أسهم ممتازة
0,1137	%60	أموال خاصة
0,1519	المجموع	

التكلفة الحدية لرأس المال في حال التمويل عند مستوى \$50000000

التكلفة الحدية	النسبة	مصدر التمويل
0,0273	%30	دين
0,0140	%10	أسهم ممتازة
0,1137	%60	أموال خاصة
0,1550	المجموع	

التكلفة رأس المال في حال التمويل عند مستوى \$67000000

التكلفة الحدية	النسبة	مصدر التمويل
0,0314	%30	دين
0,0140	%10	أسهم ممتازة
0,1137	%60	أموال خاصة
0,1592	المجموع	

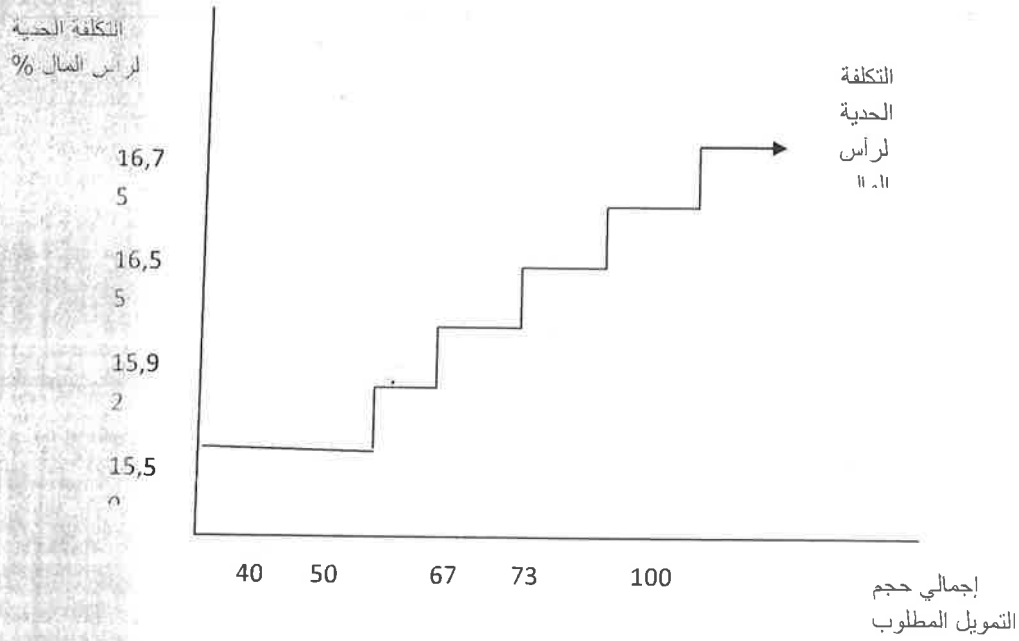
التكلفة الحدية لرأس المال عند مستوى تمويل \$73000000

التكلفة الحدية	النسبة	مصدر التمويل
0,0315	%30	دين
0,0140	%10	أسهم ممتازة
0,1200	%60	أموال خاصة
0,1655	المجموع	

التكلفة الحدية لرأس المال عند مستوى تمويل \$100000000

التكلفة الحدية	النسبة	مصدر التمويل
0,0315	%30	دين
0,0160	%10	أسهم ممتازة
0,1200	%60	أموال خاصة
0,1675	المجموع	

ملاحظة: إن التكلفة الحدية لرأس المال عند كل مستوى هي عبارة عن التكلفة المتوسطة المرجحة لهذا المستوى.



3

الفصل الرابع
تحليل الأداء المالي

Analyzing Financial Performance

3-1- مراجعة الكشوفات المالية Review of Financial Statements

يعد الرجوع الى الكشوفات المالية ضرورة لأجراء التحليل للأداء المالي، فالتحليل المالي هو عبارة عن إجراءات تحليلية مالية لتقييم أداء المنشأة في الماضي وإمكانية الارتقاء به مستقبلاً. وعليه فهو عملية للحكم على تقييم الأداء، وهذه العملية تتطلب فهم مشترك وحكم بالإضافة الى أساليب تحليلية. والحالة النموذجية للتحليل المالي تقتضي التحليل والتفسير للكشوفات المالية والبيانات المالية الأخرى. فالتحليل المالي يُمكن المستفيدين منه من فهم الأرقام الواردة في الكشوفات المالية، كما يمكن اعتماده كأساس في اتخاذ القرارات المالية. فهناك عدد كبير من المستفيدين من التحليل المالي، الإدارة، المالكون، الدائنون، المجهزون وغيرهم، ألا أن الإدارة هي المستفيد الأساس من التحليل المالي. وقد تبين من الفصل السابق بأن الكشوفات المالية تتمثل بكشفين رئيسين هما كشف الميزانية العمومية Balance Sheet Statement وكشف الدخل Income Statement.

1- كشف الميزانية العمومية Balance Sheet Statement

هو كشف مالي يبين القيمة المحاسبية للمنشأة في تاريخ محدد. تعكس الميزانية العمومية الوضع المالي للمنشأة في نهاية الفترة التي أعدت عنها. ويبين الجدول (3-1) كشف الميزانية العمومية للشركة الدولية الصناعية المساهمة الذي تم استعراضه في الفصل الثاني.

2- كشف الدخل Income Statement

كشف الدخل هو كشف مالي يلخص أنجاز المنشأة خلال مده من الزمن. أو هو تقرير مالي يلخص إيرادات ونفقات المنشأة، والفرق بين الإيرادات والنفقات من صافي دخل أو خسارة. إذ يتبين منه التدفقات النقدية للإيرادات والتكاليف خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، وأن تفاصيل هذا الكشف ونتائجه مهمة للإدارة المالية، فالإيرادات هي تدفقات داخله Inflows ناجمة عن بيع السلع أو الخدمات، والنفقات Expenses هي تكاليف Costs ناجمة عن إنتاج الإيرادات. والجدول (2-3) يبين صيغة كشف الدخل للشركة الدولية الصناعية المساهمة. تبين بأن كشف الدخل هو كشف مالي يلخص أنجاز المنشأة خلال مده من الزمن. وربما يقيس كشف الدخل أنجاز المنشأة لأكثر من فتره خلال الوقت كأن تكون فصل أو سنه. ومعادلة كشف الدخل:

$$\text{الإيرادات} - \text{التكاليف} = \text{صافي الدخل}$$

وعادة ما تكون الإيرادات والتكاليف الناجمة عن نشاط المنشأة الرئيس أي النشاط التشغيلي. والمفردة الأخيرة في كشف الدخل هي صافي الدخل. وغالباً ما يعبر عن صافي الدخل بربحية السهم الواحد (Earning Per Share (EPS)).

جدول (2-3)

كشف الدخل للشركة الدولية الصناعية المساهمة (مليون دينار)

في 31 / 12 / 2009 و 2010

المفردات	2010	2009
الإيرادات (صافي المبيعات)	14966	13685
تطرح : تكلفة البضاعة المباعة	11143	10191
المصاريف الأخرى	1925	1786
الائتثار	885	898
الأرباح قبل الفوائد والضرائب EBIT	1013	810
تطرح الفوائد I	349	310
ناقص : ضريبة الدخل	232	211
صافي الدخل	432	289

أداء الشركة، وهذه المجموعات هي نسب السيولة، نسب المديونية أو الرافعة المالية، نسب النشاط أو أدارة الموجودات، نسب الربحية، نسب التقويم، ونسب النمو. وسنجري تحليل النسب المالية للشركة الدولية الصناعية المساهمة لسنة 2010.

مجموعة المؤشرات (النسب) المالية

1- مؤشرات السيولة

نسبة التداول = الموجودات المتداولة / المطلوبات المتداولة
النسبة السريعة = الموجودات المتداولة - المخزون / المطلوبات المتداولة

2- مؤشرات الرافعة المالية

نسبة المديونية (الاقتراض) = مجموع المطلوبات / مجموع الموجودات
نسبة الديون (حق الملكية) = مجموع المطلوبات / حق الملكية
مضاعف الملكية = مجموع الموجودات / مجموع حق الملكية
و = I + الديون / حق الملكية
نسبة تغطية الأرباح للفوائد = الأرباح قبل الفوائد والضرائب / الفوائد

3- مؤشرات الكفاءة التشغيلية

دوران الحسابات المدينة = صافي المبيعات الآجلة / الحسابات المدينة
معدل فترة التحصيل = 360 / دوران الحسابات المدينة
دوران المخزون = كلفة البضاعة المباعة / المخزون، أو = صافي المبيعات / المخزون
دوران الموجودات الثابتة = صافي المبيعات / صافي الموجودات الثابتة
دوران مجموع الموجودات = صافي المبيعات / صافي الموجودات

4- مؤشرات الربحية التشغيلية

نسبة هامش صافي الدخل = صافي الدخل / صافي المبيعات
معدل العائد على الاستثمار = صافي الدخل / مجموع الموجودات
معدل العائد على حق الملكية = صافي الدخل / حق الملكية

5- مؤشرات السوق المالية

ربحية السهم الواحد = صافي الدخل / عدد الأسهم العادية المصدرة
نسبة السعر إلى الربحية = سعر السهم في السوق المالي / ربحية السهم
القيمة الدفترية للسهم = حق الملكية / عدد الأسهم العادية المصدرة
القيمة السوقية إلى الدفترية = القيمة السوقية للسهم / القيمة الدفترية للسهم
المقسوم النقدي للسهم = مجموع المقسوم النقدي للأسهم العادية / عدد الأسهم العادية المصدرة

اولاً:- نسبة السيولة:-

١- نسبة التداول:

تحسب بتقسيم الموجودات المتداولة على المطلوبات المتداولة، وتقيس قدرة الشركة على تسديد التزاماتها قصيرة الاجل من خلال موجوداتها المتداولة. وان انخفاض النسبة يدل على صعوبة دفع الشركة لالتزاماتها، في حين ارتفاع النسبة يشير الى تضحية الشركة بالعوائد بسبب تقييدها لرأسمال كبير في الموجودات المتداولة.

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \frac{4830}{4034} = 1.20 \text{ مرة}$$

(1.2)

٢- النسبة السريعة :-

وتقيس هذه النسبة سيولة الشركة قصيرة الاجل بعد تنزيل الموجودات الاقل سيولة منها وهي المخزون ، وان القيمة المقبولة للنسبة هي واحد (1:1).

ويطرح المخزون من الموجودات المتداولة:-

$$\text{النقد} + \text{الاستثمارات القابلة للتداول} + \text{الحسابات المدينة} = \frac{2241+195+75}{4034} = 0.62 \text{ مرة}$$

المطلوبات المتداولة

ثانياً: تحليل مؤشرات الرافعة المالية :-

تبين مقدار الأموال المقترضة، التي اعتمدها الشركة الى جانب اموال الملكية لتمويل موجوداتها ويفترض ان يترتب على استخدام التمويل المقترض ، ارتفاع ربحية السهم الواحد ومن ثم معدل العائد على حق الملكية.

١- نسبة المديونية (الاقتراض):

تقيس النسبة المئوية من مجموع الموجودات التي مولت بتمويل مقترض وان ارتفاع النسبة تعني ان اكثر موجودات الشركة مولت بتمويل مقترض نسبة الى التمويل الممتلك.

$$\text{نسبة المديونية} = \frac{\text{مجموع المطلوبات}}{\text{مجموع الموجودات}} = \frac{11322}{17836} = 0.63 \text{ مرة}$$

ثالثاً: نسبة النشاط او ادارة الموجودات (الكفاءة التشغيلية):

تقيس نسب النشاط او ما تسمى بإدارة الموجودات، وهي الكفاءة التي تستخدم بها الشركة موجوداتها او الموارد المتاحة لها وذلك بأجراء مقارنة ما بين المبيعات ومستوى الاستثمار في عناصر الموجودات. لذا فان نسبة النشاط تعتبر مهمة لكل من له اهتمام بكفاية الاداء والربحية للشركة على المدى الطويل.

١- دوران الحسابات المدينة:

يشير دوران الحسابات المدينة الى عدد مرات تحصيل الحسابات المدينة خلال السنة. والدوران العالي للحسابات المدينة يدل على كفاءة تحويل الحسابات المدينة الى نقد، وكذلك يعني سياسة ائتمانية متشددة.

$$\text{دوران الحسابات المدينة} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{الحسابات المدينة}} = \frac{14966}{2241} = 6.68 \text{ مرة}$$

المعيار الصناعي = 15.4 مرة ان انخفاض النسبة بالمقارنة مع المعيار الصناعي تأتي من انخفاض المبيعات وارتفاع الحسابات المدينة، وهذا يدل على السياسة الائتمانية المتساهلة بالمقارنة مع الشركات الاخرى.

٢- معدل فترة التحصيل:

ان معدل فترة التحصيل الى عدد الايام اللازمة لتحويل الحسابات المدينة الى نقد. وتستخدم هذه النسبة لتقييم سياسة الائتمان والتحويل للشركة

$$\text{معدل فترة التحصيل} = \frac{360 \text{ يوم}}{\text{دوران الحسابات المدينة}} = \frac{360}{6.68} = 54 \text{ يوم}$$

المعدل الصناعي = 30 يوم وان طول المدة مقارنة مع المعدل الصناعي، يدل على مشكلة محتملة اما بإدارة الائتمان او بتحصيل الحسابات المدينة.

٣- دوران المخزون:

يقيس هذا المؤشر المالي كفاءة الشركة في ادارة وبيع المخزون. فارتفاع الدوران يدل على ممارسات بيع ممتازة، ويحسن السيولة والربحية لان الاموال المستثمرة في المخزون قليلة. وارتفاع المخزون يسبب مشكلة تحمل الشركة كلف نقاذ البضاعة والمواد وعدم كفاءة ادارة المخازن. علماً ان المعيار الصناعي 6 مرة

$$\text{دوران المخزون} = \frac{\text{كافة البضاعة المباعة}}{\text{المخزون}} = \frac{11143}{2075} = 5.4$$

دوران مخزون الشركة 5.4 بالمقارنة مع المعيار الصناعي 6 يدل على الاستثمار العالي للشركة في المخزون بالنسبة للمبيعات قياساً بالشركات المماثلة.

٤- دوران الموجودات الثابتة:

يقيس هذا المؤشر كفاءة الإدارة في ادارة الموجودات الثابتة، فاذا كان مرتفعاً فانه يدل على استخدام الفعال للطاقة الإنتاجية المتاحة، اما انخفاضه فانه يدل على عدم وجود توازن ما بين المبيعات والاستثمارات في الموجودات الثابتة. علماً ان المعيار الصناعي 1.5 مرة

٣- معدل العائد على حق الملكية (ROE):

يقيس معدل العائد المتحقق عن استثمارات اموال المالكين، ويكشف عن اداء الادارة، ولهذا فان ارتفاع معدل العائد على حق الملكية هو دليل لأداء الادارة الكفؤة.

$$\text{معدل العائد على حق الملكية} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{حق الملكية}} = \frac{432}{6514} = 0.066 \text{ أو } 6.6\%$$

علماً ان المعدل الصناعي = 10%، وان معدل العائد على حق الملكية للشركة يقل عن المعدل العائد، ولكن ليس بقدر ما هو الانخفاض في معدل العائد على الاستثمار.

خامساً:- مؤشرات السوق المالية:-

وتسمى كذلك نسب التقييم، وتعتبر هذه النسب ذات اهمية لحملة الاسهم، للمستثمرين المحتملين في الاسهم، لمحلي الاوراق المالية، لمصارف الاستثمار، للدائنين. فحملة الاسهم والمستثمرين يهمهم معرفة تأثير اداء الشركة على الدخل الناتج عن استثماراتهم في اسهم الشركة. علماً ان المعدل الصناعي = 3.5 دينار.

$$\text{١- ربحية السهم الواحد} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{عدد الاسهم العادية المصدرة}} = \frac{432}{124.9} = 3.46 \text{ دينار}$$

يظهر ان الشركة حققت ربحية للسهم الواحد تقارب ربحية السهم في صناعتها وعلى العموم تتأثر هذه النسبة بمقامها، اي عدد الهم المصدرة.

٢- نسبة السعر الجاري للسهم في الاسواق الى ربحية السهم:-
تقيس هذه النسبة السعر الذي يكون المستثمر في السوق المالي مستعداً لدفعه بالدينار الواحد لربحية السهم.

$$\text{نسبة السعر الى الربحية} = \frac{\text{سعر السهم في السوق المالي}}{\text{ربحية السهم}} = \frac{75.375}{3.46} = 21.8 \text{ مرة}$$

المعدل الصناعي = 25 مرة ان سعر السهم للشركة في السوق المالية 75.375 دينار، وان نتيجة الحساب تدل على ان السوق على استعداد لدفع (21.8) دينار بالدينار الواحد من ارباح الشركة، في حين مستعداً لدفع 25 دينار لأرباح الشركات الاخرى في الصناعة.

$$\text{٣- القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{عدد الهم العادية المصدرة}} = \frac{6514}{124.9} = 52.153 \text{ دينار}$$

$$\text{٤- القيمة السوقية / القيمة الدفترية} = \frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{القيمة الدفترية للسهم}} = \frac{75.375}{52.153} = 1.44$$

$$2- \text{ نمو الدخل الصافي} = \frac{\text{الدخل الصافي للسنة الحالية}}{\text{الدخل الصافي للسنة السابقة}} \times 100 - 100 = \frac{432}{289} \times 100 - 100 = 49.48 = 49.5\%$$

معايير التحليل المالي:-

- 1- معايير تاريخية:- مؤشرات مالية لسنوات سابقة، فمثلاً يتم مقارنة نسبة السيولة للسنة الحالية مع نسبة السيولة لأعوام ماضية (لنفس المنشأة).
- 2- معايير مستهدفة:- معايير تعتمد على الخطط المستقبلية والتي تمثل الموازنات التخطيطية من قبل الإدارة والمحلل للتأكد من مدى نجاح الخطط الموضوعية.
- 3- معايير صناعية:- وهو معيار يوضع ضمن صناعة معينة سواء ضمن صناعة واحدة محلية أو اقليمية أو دولية، طبقاً لما هو متعارف عليه في الأسواق، أو مع المعايير التي توضع من قبل مختصين (إداريين، اقتصاديين، محللين، استشاريين) لمقارنة أداء المنشأة وتحديد الانحراف للمعالجة.
- 4- معايير مطلقة:- وتعني وجود خاصية مشتركة تأخذ قيمة ثابتة بين المنشآت مثل نسبة التداول 2 مرة.
- 5- معايير قطاعية:- وتمثل معدل الاداء (متوسط، وسيط، منوال) في القطاع أو فروعاً ضمن المنشأة، ويعتمد على التصنيف المعياري الذي تعده هيئة الأمم المتحدة.

اهمية التحليل المالي:-

تتبع اهمية التحليل المالي من اهمية الدراسات الاقتصادية والإدارية والمحاسبية التي تعتمد، إذا ان توسع المنظمات وتباعد مراكزها وفروع هذه المنظمات جغرافياً فضلاً عن توسع وتعقد العمليات الاقتصادية في العالم.

وبصورة عامة فإن اهمية التحليل المالي تتحدد بالاتي:-

- 1- يمثل اداة من ادوات الرقابة الفعالة وهو أشبه بجهاز الانذار المبكر والحارس الأمين إذا ما استعمل بفاعلية.
- 2- يمكن استعماله في تقييم الجدوى الاقتصادية لإقامة المشاريع وتقييم الأداء.
- 3- يمثل اداة من ادوات التخطيط، إذ انه يساعد في توقع المستقبل للوحدات المستقبلية.
- 4- يمثل اداة من ادوات اتخاذ القرارات الاستراتيجية لا سيما ما يخص قرارات الاندماج، التوسع، التخفيض والتجديد.

استعمالات التحليل المالي:-

يمكن استعمال التحليل المالي لخدمة أغراض متعددة من أهمها الآتي:-

- 1- التحليل الائتماني (من قبل المقرضين) لمعرفة الاخطار عند منح القرض.
- 2- التحليل الاستثماري (تقييم الاسهم والسندات وتقييم المؤسسات) بصورة عامة.
- 3- تحليل الاندماج والتملك للشركة المراد شرائها أو الاندماج من اجل الوقوف على وضع المنشأة وتحديد موقعها في السوق.
- 4- تحليل الاداء (الإدارة، المستثمرون، المقرضون)، وذلك لتقييم المؤسسات من جهات عدة.
- 5- التخطيط (وضع تصور لأداء المنشأة المتوقع من خلال الاسترشاد بالأداء السابق لنفس المنشأة).

الفصل الخامس

معدل العائد على الاستثمار ROI

العائد على الاستثمار (Return On Investment (ROI) أداة قياس تستخدم لتقييم كفاءة الاستثمار، أو لمقارنة كفاءة عدد معين من الاستثمارات. تقيس هذه الأداة العائد على استثمار معين بالمقارنة مع تكلفة الاستثمار نفسه. يوضح هذا المقياس مدى فعالية وكفاءة أموال الاستثمار المستخدمة لتوليد الأرباح. ويتيح للمستثمرين تقييم ما إذا كان وضع الأموال في استثمار معين خياراً حكيماً أم لا، ويمكن استخدامه لأي نوع من الاستثمارات مثل الأسهم والسندات، ويسهل التعبير عنه بصيغة نسبة مئوية مقارنة بسهولة مع عوائد الاستثمارات الأخرى، ما يتيح قياس مجموعة متنوعة من الاستثمارات ومقارنتها ببعضها البعض. نستمر للحصول على عائد إما في شكل دخل منتظم (مثلاً شراء أصل وتأجيرها) أو زيادة في رأس المال (مثلاً شراء أصل وإعادة بيعه). وقبل الدخول في أي استثمار، نحتاج إلى تقييمه ودراسة جدواه. وهناك العديد من الطرق لقياس أداء الاستثمار، إلا أن أكثرهم شعبية هما معدل العائد على الاستثمار والذي غالباً ما يشار إليه بالرمز ROI اختصار لعبارة Return On Investment).

و أن معدل العائد على الاستثمار هو أحد أشهر المصطلحات الاقتصادية، وأكثر أدوات القياس المالية في عالم الاستثمار. هو أداة قياس الربحية من خيار استثماري معين، أو المقارنة بين عدة خيارات استثمارية. ويعبر عن النسبة المئوية لزيادة أو نقصان الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، فكلما ارتفعت النسبة المئوية للعائد على الاستثمار كان ذلك لصالح الاستثمار. وهدف حساب عائد الاستثمار، كما يوحي الاسم، هو تحديد مدى جدوى الاستثمار. سيساعد هذا الدليل على معرفة مفهوم عائد الاستثمار وأهميته بالإضافة للعوامل التي يجب أن يأخذ بها بعين الاعتبار أثناء حسابه.

طريقة حساب معدل عائد الاستثمار ROI :

نقيس ROI عن طريق طرح قيمة كلفة الاستثمار الإجمالية أو القيمة الأولية للاستثمار (Cost of investment) من القيمة النهائية للاستثمار (Final investment) أو Total revenue ثم قسمة الناتج على كلفة الاستثمار الإجمالية]. بخلاف المعتقد السائد، معدل عائد الاستثمار هو معادلة حسابية بسيطة وسهلة، تمنح للمستثمرين فكرة عن العائد الذي قد يدره أي

استثمار. بالنسبة لغير المحاسبين، قد يبدو هذا مربكاً وصعباً للوهلة الأولى، ولكن الأمر أسهل من ذلك بكثير و تحتاج فقط لفهم هذه المعادلة البسيطة:

قانون معدل العائد على الاستثمار ، معادلة معدل العائد على الاستثمار أو بصيغة أخرى من خلال المعادلات الآتي: العائد = ROI = صافي الربح / إجمالي تكاليف الاستثمار صافي الربح = إجمالي إيرادات الاستثمار - إجمالي تكاليف الاستثمار نسبة العائد على الاستثمار (%) = { صافي الربح / إجمالي تكاليف الاستثمار } × ١٠٠ } مثال لتبسيط عملية حساب معدل العائد على الاستثمار : لنفترض قيمة استثمار تم في البداية بمبلغ ٥٠٠ دولار، وهو الآن بقيمة ٧٠٠ دولار. ستكون معادلة العائد كالتالي:

$$= 100 \times \left[\frac{700 - 500}{500} \right] = 40\%$$
 هذا الحساب يعمل لأي فترة زمنية، ولكن هناك مخاطر في تقييم عوائد الاستثمار طويلة الأجل مع عائد الاستثمار - فمثلا عائد الاستثمار بقيمة ٨٠٪ تبدو كبيرة للاستثمار لمدة خمس سنوات ولكن ليست كبيرة جداً للاستثمار ٣٥ عاماً.

أهداف قياس ROI :

١. الكشف عن مدى الربحية في نشاط تجاري : يظهر العلاقة بين القيمة المصروفة على الاستثمار وهامش الربح المتحقق في كل عملية بيع، كما شرحنا سابقاً، ولكن يمكن أن يتم تطبيقه واستثماره لحساب وتفسير العائد المتحقق على كل استثمار قمت به على نحو منفصل، كما في حالة المصروفات التي أنفقتها على التسويق مثلاً.
٢. عائد الاستثمار كمؤشر لمكونات الأداء الأخرى يعتبر مؤشر ROI أهم مقاييس أداء الربحية ، حيث يتضمن جوانب أداء أخرى لوحدة أعمال. ويعني تحقيق عائد استثمار أفضل أن يحقق مركز الاستثمار نتائج مرضية في مجالات الأداء الأخرى مثل إدارة التكلفة والاستخدام الفعال للأصول واستراتيجية أسعار البيع والاستراتيجية التسويقية والتروجية الخ

٣. التحليل المقارن: يساعد عائد الاستثمار في إجراء مقارنة بين وحدات العمل المختلفة من حيث الربحية واستخدام الأصول. ويمكن استخدامه لإجراء مقارنات بين الشركات ، شريطة أن تكون الشركات التي يتم مقارنتها نتائجها مماثلة وحجم الصناعة نفسها. عائد الاستثمار إجراء جيد لأنه يمكن مقارنته بسهولة مع تكلفة رأس المال ذات الصلة لتحديد اختيار فرص الاستثمار.

حساب العائد على الاستثمار:

يُحسب العائد على الاستثمار من خلال إيجاد الفرق بين القيمة الحالية للاستثمار والتكلفة الأولية له، ثم قسمة هذا الفرق على التكلفة الأولية، ويعبر عن النتيجة بصيغة مئوية، وذلك على النحو التالي:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{القيمة الحالية للاستثمار} - \text{تكلفة الاستثمار الأولية}}{\text{تكلفة الاستثمار الأولية}}$$

لنفترض أن مستثمر ما استثمر مبلغ ١٠,٠٠٠ دولار أميركي في شركة متخصصة في بيع الأجهزة الإلكترونية في عام ٢٠١٧، وباع أسهمه بمبلغ إجمالي وقدره ١٢,٠٠٠ دولار أميركي بعد عام واحد، وعليه لحساب العائد على الاستثمار يقسم الفرق (١٢,٠٠٠ - ١٠,٠٠٠) = ٢,٠٠٠ على تكلفة الاستثمار (١٠,٠٠٠)، ويكون العائد على الاستثمار (٢,٠٠٠ / ١٠,٠٠٠) = ٢٠%، وبالتالي من الممكن أن يقارن استثماراته في هذه الشركة مع شركات أخرى * ١٠٠ = ٢٠%، وبالتالي من الممكن أن يقارن استثماراته في هذه الشركة مع شركات أخرى

العوامل المؤثرة على العائد على الاستثمار (ROI):

يتأثر معدل عائد الاستثمار بعدد من العوامل تؤدي إلى زيادته أو نقصانه، لذلك يجب على المستثمر أخذ ذلك في الاعتبار. ويأتي في مقدمة هذه العوامل التكلفة و النتائج و رأس المال.

١. التضخم:

على المدى الطويل ، يمكن أن يكون لمعدلات التضخم تأثير على الاستثمار. يميل التضخم المرتفع والمتغير إلى خلق مزيد من عدم اليقين والارتباك ، مع عدم اليقين بشأن تكلفة

الاستثمار. إذا كان التضخم مرتفعًا ومنقلبًا ، فستكون الشركات غير متأكدة من التكلفة النهائية للاستثمار ، وقد تخشى أيضًا أن يؤدي ارتفاع التضخم إلى حالة من عدم اليقين الاقتصادي وتراجع في المستقبل. البلدان ذات فترة طويلة من التضخم المنخفض والمستقر شهدت في كثير من الأحيان معدلات أعلى من الاستثمار.

٢. الاقتصاد العام:

تؤثر الظروف الاقتصادية الكلية على معدلات عائد الاستثمار. الاقتصاد المتنامي يعني أن المزيد من الناس لديهم وظائف ، مما يعني أنهم ينفقون أكثر. بالنسبة للشركات ، يؤدي هذا إلى زيادة في المبيعات والأرباح والاستثمارات في الموظفين الجدد والمعدات. ومع ذلك ، يمكن أن يؤدي النمو الاقتصادي السريع إلى ارتفاع أسعار الفائدة. وهذا يجعل الائتمان أكثر تكلفة ، مما يقلل من الإنفاق الاستهلاكي والاستثمارات التجارية. التباطؤ الاقتصادي يؤدي إلى انخفاض العمالة ، وهو ما يعني عادة انخفاض الأرباح وأسعار الأسهم. يمكن أن يؤدي الضعف الناجم عن ذلك في أسواق الأسهم إلى تحسين أسعار السندات حيث يحول المستثمرون الأموال إلى الأمان النسبي للسندات.

٣. مخاطر الاستثمار:

قد يتأثر معدل العائد على الاستثمار بمخاطر متعددة خارجة عن سيطرة الإدارة، وتشمل مخاطر الأعمال ومخاطر المشروع ومخاطر السوق. تشير مخاطر الأعمال إلى الضغوط التنافسية ومخاطر الصناعة والمخاطر الدولية. تشمل مخاطر الصناعة بيئة تنظيمية متغيرة وتقنيات متطورة وخطر ارتفاع أسعار المواد الخام. تنطوي المخاطر الدولية على عدم الاستقرار السياسي وتقلبات العملة. تعني مخاطر السيولة أن الشركة قد تواجه صعوبة مالية خطيرة وتنفد من النقد. معدل العائد المطلوب يكون أعلى عندما تكون المخاطر عالية ، وأقل عندما تكون المخاطر منخفضة.

٤. العوامل الحكومية والسياسية:

تؤثر السياسة المالية واللوائح والاستقرار السياسي على معدلات عائد الاستثمار. العجز المالي الكبير يقلل من مرونة الحكومة وقد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض للشركات. يخلق الاستقرار السياسي ثقة المستثمرين والأعمال لأن هناك وضوح أكبر في عوائد الاستثمار.

٤

اعداد كشف مصادر واستخدامات الاموال

يسمى بكشف التغير بالموقف المالي او قائمة حركة الاموال وهي اداة من ادوات التحليل المالي ويعد على اساس صافي راس المال العامل او على اساس نقدي وللكشف اهمية نابعة من اهمية راس المال العامل باعتباره مقياس لحد الامان او لضمان الذي تتمتع به الشركة لحماية الدائنون للأجل القصير أي ان الكشف يعكس قدرة الشركة في التسديد ولكونه صافي راس المال العامل أي خالي من أي التزام وان الزيادة فيه اموال يمكن استثمارها .

كما يظهر لنا شكل النشاط الاستثماري والمالي للشركة خلال الفترة المالية واداة مهمه في تحليل طرق تمويل الشركة ومجالات استعمال الاموال واستخدامها.

اعداد الكشف هو اجابة للأسئلة الآتية اذا عد على اساس راس المال العامل

- ١- كيف تم التصرف بالربح المتحقق
- ٢- لماذا لم يكن مقسوم الارباح كبير
- ٣- لماذا تم اقتراض الاموال طويلة الاجل
- ٤- لماذا انخفضت موجودات الشركة

مصادر الاموال:

١- انخفاض الاصول

٢- زيادة الخصوم

استخدامات الاموال

١- زيادة الاصول

٢- انخفاض الخصوم

هذه هي القاعدة العامة في اعداد الكشف مثلا لو كانت الذمم المدينة ١٠٠٠٠٠ الف واصبحت في العام التالي ١٣٠٠٠ الف فهي زادت بمقدار ٣٠٠٠ الف وهذه الحركة حسب القاعدة تسجل استخدامات في الكشف. وهكذا لجميع بنود الموجودات والمطلوبات.

الارباح المحتجزة دائما مصدر

الاندثار او مخصص الهلاكات ايضا دائما مصدر

ضرائب ٢٠٠٠	ثابتة ٥٠٠٠
م اخرى ٣٠٠	طويلة ٢٠٠٠
امحتجزة ٧٠٠	
نقدية (٢٠٠)	
مجموع ١١٠٠٠	مجموع ١١٢٠٠

١١٢٠٠

ملاحظة: عندما نعد القائمة على اساس نقدي نهمل النقدية لفترة فاذا لم تتوازن الكشف نرجع عليها ونحسب حركتها وهنا لم يتوازن الكشف فنحسب تغير النقدية وهو انخفاضها (٢٠٠) وانخفاض الاصول هو مصدر ثم نرجع للكشف ونوازنه

اعداد القائمة على اساس صافي راس المال العامل:

- ١- نهمل الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة لفترة
- ٢- نقيس حركة بقية البنود
- ٣- نعمل الكشف حسب القاعدة
- ٤- اذا لم تتوازن نجد صافي راس المال العام
- ٥- صافي راس المال العامل = صافي راس المال العامل ٢٠٠٨ ناقص صافي راس المال العامل لعام ٢٠٠٧
- ٦- صافي راس المال العامل = الموجودات المتداولة - المطلوبات المتداول

المصادر	الاستخدامات
مخصص الهلاكات ٢٠٠٠	ثابتة ٥٠٠٠
امحتجزة ٧٠٠	ق طويلة ٢٠٠٠
صافي راس المال العامل (٤٣٠٠)	
مج ٢٧٠٠	مج ٧٠٠٠

٧٠٠٠

لم يتوازن الكشف نحسب راس المال العامل:

$$\begin{aligned} &= 2008 \text{ صافي راس المال العامل} \\ &- (38000 + 20000 + 18000 + 25000) \\ -62300 &= (23000 + 7000 + 15000 + 9000) \\ &29000 = 33300 \end{aligned}$$

ثم نحسب صافي راس المال العامل لعام 2007
نجده = 33300

$$\text{نجد الصافي} = 29000 - 33300 = 4300$$