

اساسيات التمويل والاستثمار

الاستاذ الدكتور/ احمد عبدالوهاب حسن
استاذ ادارة الاعمال - عميد كلية السياسة والاقتصاد
جامعة بنى سويف

د. احمد حسين يوسف	د. احمد فاروق الياس	د. خالد عبدالقادر محمد
مدرس ادارة الاعمال-	مدرس ادارة الاعمال-	مدرس ادارة الاعمال
كلية التجارة - جامعة بنى سويف	كلية التجارة - جامعة بنى سويف	كلية التجارة - جامعة بنى سويف

2024

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ

الرَّحِيمِ

هُوَ الَّذِي جَعَلَ لَكُمُ الْأَرْضَ ذُلُولًا "
فَامْشُوا فِي مَنَاكِبِهَا وَكُلُوا مِن رِّزْقِهِ ۚ
وَالَيْهِ النُّشُورُ " . الآية (15) ، سورة
الملك.

تمهيد:

تعتبر الادارة المالية احدى الادارات الاساسية فى المنشآت الاقتصادية، وتتم فى هذه الادارة عمليات دراسة وتحليل الوضع المالى للمنشأة، وكذلك تحليل السياسات المالية المرتبطة بأوجه النشاط المختلفة فى المنشأة.

وقد مرت الادارة المالية بمراحل متعددة من التطور، ففى المراحل الاولى كانت مسئولية المدير المالى الاساسية هى الحصول على الاموال التى تحتاجها المنشأة، وقد تأثر ذلك بدور الادارة المالية فى ظل الظروف الاقتصادية التى مر بها العالم فى فترة الكساد العظيم فى الفترة ما بين 1929 و 1933 ، حيث كان الاهتمام الاساسى فى هذه الفترة بتكوين وتوفير راس المال اللازم لتأسيس المشروعات والمنشآت.

ومع بداية فترة الخمسينات اصبح الحديث عن مفهوم (تدفق الاموال) لا يخلو من اى حديث بين المختصين فى مجال الادارة المالية. واصبح ينظر الى التدفق المالى على انه أداة لتحليل كفاءة ادارة المنشأة.

وفى مرحلة تطور مغايرة، امتد نطاق التمويل الى السياسات والقرارات التى لها تاثير على قيمة المنشأة، على اعتبار أن قيمة المنشأة او المشروع ، تتحدد فى ضوء عاملين اساسيين ، العامل الاول هو الايرادات التى تحققها المشروع على مدار الزمن المستقبلى، والعامل الثانى هو درجة الخطر المرتبطة بتحقيق هذه الايرادات فى المستقبل. ولا يخفى علينا تاثر هذان العاملان بعوامل اخرى، مثل حجم المشروع، طبيعة منتحات المشروع، ونوع الاصول التى يمتلكها المشروع، موقف السيولة لدى المشروع، وكذلك مدى استخدام القروض فى تمويل عمليات وانشطة المشروع او (الرافعة المالية).

وعلى ذلك فقد خططنا هذا الكتاب على ان يتضمن عشرة فصولاً، تناول فى الاول منها مدخل للإدارة المالية والذي ناقشنا خلاله التطور التاريخي للإدارة المالية: مفهوم التمويل المجالات والفرص، مفهوم الإدارة المالية، وظائف الإدارة المالية، تنظيم الإدارة المالية، أهداف الإدارة المالية، علاقة الإدارة المالية بالعلوم الأخرى، الاشكال القانونية للشركات (اعداد د. احمد فاروق الياس)

بينما تناولنا فى الفصل الثانى الأسواق والمؤسسات المالية من حيث مفهوم وانواع ووظائف الاسواق المالية، الفرق بين سوق

المال المنظم والغير منظم، الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال واهم الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية، مفهوم كفاءة الأسواق، اعضاء البورصة وصناع السوق، أهم الاوراق المالية فى سوق المال المصرى، مفهوم المؤسسات المالية وأنواعها، والمؤسسات المالية وعلاقتها بالنظام المالى والوسطاء الماليين.

فى حين خصصنا الفصل الثالث لدراسة بيانات القوائم المالية وتحليل التدفقات النقدية، وتحليل المصادر والاستخدامات، كيفية استخدام المتخصصين الماليين للمعلومات المحاسبية لتحليل التدفقات النقدية للشركة وادائها المالى، مراجعة موجزة للبيانات المالية التي تتضمنها القوائم المالية الرئيسية الاربعة، كيفية اجراء تحليل للتدفق النقدي، كيفية استخدام قائمة المصادر والاستخدامات لتحليل الاداء المالى للشركة، التعرف علي مفهوم مبدأ التغطية في التمويل ، التعرف علي مفهوم رأس المال العامل وكيفية تمويلة.

وفى الفصل الرابع تناولنا التحليل المالى باستخدام النسب والمؤشرات المالية، من خلال دراسة كيفية استخدام نسب ومؤشرات السيولة لتقدير مدي قدرة الشركة علي سداد التزاماتها ، مراجعة موجزة لكيفية قياس قدرة الادارة وكفائتها في ادارة اصولها وتحقيق مبيعات من خلالها من خلال نسب النشاط، دراسة وتحليل استخدام نسب

المديونية او الرفع المالي لتحديد مدي اعتماد الشركات علي الديون في تمويل استثماراتها، دراسة وتحليل نظام دي بونت لتحليل كلا من معدل العائد علي الاستثمار ومعدل العائد علي حقوق الملكية، دراسة وتحليل النسب والمؤشرات المالية التي تعكس مستوي ربحية الشركة وقدرتها علي الاستمرار والنمو، تحليل المؤشرات التي بناء عليها تحدد كمستثمر مدي رغبتك في الاستثمار في الشركة من خلال نسب ومؤشرات السوق .

بينما تناول فى الفصل الخامس التنبؤ المالي والموازنة النقدية، بدراسة مفهوم واغراض الموازنة النقدية، المدة التى تغطيها الموازنة النقدية، التنبؤ بالمبيعات والموازنة النقدية، خطوات إعداد الموازنة النقدية ، التدريب علي أمثلة مرتبطة بالموازنة النقدية، التعرف علي كيف يمكن التعامل مع عدم التأكد فى الموازنة النقدية.

وخصصنا الفصل السادس لتناول مصادر التمويل التطور التاريخي للإدارة المالية، الهياكل المالية، الأسواق المالية، تقسيمات مصادر التمويل، خصائص مصادر التمويل، مصادر التمويل قصيرة الأجل، مصادر التمويل متوسطة الأجل ، مصادر التمويل طويلة الأجل (اعداد د احمد فاروق الياس).

وتناول الفصل السابع الرافعة المالية والتشغيلية، مفهوم كلا من الرافعة المالية والرافعة التشغيلية والرافعة المشتركة والعلاقة بينهما . تأثير الرافعة المالية والتشغيلية والمشاركة علي مبيعات التعادل ، وعلي الأرباح، وعلي تكلفة الوحدة / متوسط تكلفة الوحدة، اثرا اعتماد الشركات علي الرافعة المالية في تمويل استثماراتنا، تمويل شراء الأسهم بدون الاعتماد علي القروض، الاعتماد علي حق الملكية وبيع الأسهم بخسارة، أثر الإفراط في استخدام الرافعة المالية علي تكلفة الأموال.

وخصصنا الفصل الثامن لتناول دورة النقدية وإدارة الحسابات المدينة، ومن خلاله يتم دراسة مفهوم كلا من دورة التشغيل ودورة التحول النقدي والعلاقة بينهما، مقايضات التكلفة قصيره الأجل في الإدارة المالية ، معايير وشروط الحسابات المدينة، الآثار المتعددة لتغيير معايير الائتمان، الآثار المتعددة لتغيير شروط الائتمان وسياسات التحصيل، الأساليب المتعددة لمراقبة الائتمان.

بينما تناول التاسع العائد والمخاطرة والتعرف علي المفاهيم المختلفة للعائد Return والفرق بين العائد الجاري والرأسمالي ، المخاطرة Risk ، قياس الخطر Measuring Risk ، الموازنة بين العائد والمخاطرة Balance (اعداد د. احمد فاروق الياس).

واخيرا خصصنا الفصل العاشر لتناول المشتقات المالية من خلال التعرف علي المعاملات الفورية (الأنية) Spot Transaction، الصفقات الآجلة Forword Transaction، المعاملات التي تجمع بين المعاملات الفورية والآجلة وهي عمليات المبادلة Swap Transaction، الخيارات Option Transaction، العمليات المستقبلية .

ويأتى هذا الكتاب فى طبعته الاولى فى حاجة الى تبادل الاراء للتعديل والتنقيح، ونعد القارئ العزيز بان نعمل على ذلك فى الطبعات القادمة، باذن الله تعالى . ونامل ان يقدم هذا الكتاب للطلاب المعلومات الاساسية فى مجال الادارة المالية ، بشكل يمثل الاساس لتطوير معارفهم فى المستقبل فى مجال الادارة المالية. وندعوا الله للجميع بالتوفيق، ولمصر ووطننا الغالى الامان والازدهار، وان يحفظها الله بحفظه، انه سبحانه تعالى ولى ذلك والقادر عليه،

المؤلفون

فهرس الموضوعات

الموضوع	الصفحة
الفصل الاول	مدخل للإدارة المالية
الفصل الثانى	الأسواق والمؤسسات المالية
الفصل الثالث	بيانات القوائم المالية وتحليل التدفقات النقدية، وتحليل المصادر والاستخدامات
الفصل الرابع	التحليل المالي باستخدام النسب والمؤشرات المالية
الفصل الخامس	التنبؤ المالي والموازنة النقدية
الفصل السادس	مصادر التمويل
الفصل السابع	الرافعة المالية والتشغيلية
الفصل الثامن	دورة النقدية وإدارة الحسابات المدينة
الفصل التاسع	العائد والمخاطرة
الفصل العاشر	المشتقات المالية

سوق العملات الأجنبية	الفصل الحادي عشر
آلية عمل سوق العملات الأجنبية	الفصل الثاني عشر

الفصل الأول

مدخل للإدارة المالية

بعد دراسة هذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح ملماً
بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- التطور التاريخي للإدارة المالية
- مفهوم التمويل المجالات والفرص
- مفهوم الإدارة المالية
- وظائف الإدارة المالية
- تنظيم الإدارة المالية
- أهداف الإدارة المالية
- علاقة الإدارة المالية بالعلوم الأخرى
- الاشكال القانونية للشركات

تمهيد

يعتبر مجال التمويل مجالا واسعا ومتغيرا وذلك لتأثيره الجوهري على كافة الأنشطة التي تقوم بها المنظمات، بداية من تعيين الموارد البشرية وشراء المواد الخام والآلات والمعدات وحتى مجالات أنشطة التسويق مثل الحملات الاعلانية عن منتجات المنظمة.

ولان هناك العديد من المتغيرات المالية الهامة في كافة مجالات وأنشطة المنظمات فإن هناك العديد من المجالات الوظيفية في الادارة المالية الواجب الاهتمام بها ودراستها جيدا.

وبعد دراسة الموضوعات المختلفة الفصول الكتاب ستجد نفسك ملما بالكثير من الموضوعات المالية التي تمس اعمالك أو دراستك اليومية وهو ما سوف يساعدك على أن تكون مستثمرا جيدا أو مستهلكا ذكيا قادرا على التفكير العلمي السليم في كافة ما يخصك من قرارات مالية واستثمارية.

وعلى النحو الاخر، تعمل منشآت الأعمال اليوم بمختلف أنواعها في بيئة يسودها عدم الاستقرار من النواحي التنظيمية والسياسية والاقتصادية والصحية؛ وهذا يتطلب تطوير المهارات والقدرات اللازمة للتجاوب السريع مع تلك المتغيرات.

وحتى تتمكن إدارة المنظمة من تحمل مسؤولياتها وأداء مهامها المرتبطة بهذه المسؤوليات بكفاءة؛ عليها أن تجتهد في استخدام المعلومات والبيانات والتقارير المالية بصورة جيدة. والجدير بالذكر أن الدور التقليدي للمدير المالي كان يتمثل في الاحتفاظ بالسجلات، وإعداد وتجهيز التقارير المالية التي تعكس الموقف المالي للمنشأة، لتتمكن من الوفاء بالتزاماتها في الأوقات المحددة.

ومع مرور الوقت وتطور منشآت الأعمال وكبر حجمها واتساع عملياتها والتعقيدات التي صاحبت استخدام وسائل التقنية الحديثة تغير دور المدير المالي بصورة ملحوظة، وامتد ليشمل دراسة المشاكل والقرارات المرتبطة بإدارة الأصول ومصادر التمويل. لقد أصبح المدير المالي في الوقت الحاضر أكثر اهتماما بكيفية الحصول على رأس المال وتخصيصه للمشروعات والأنشطة المختلفة وقياس النتائج المالية من هذه المشروعات وغيرها من الموضوعات التي سيتم تناولها في هذا المقرر.

وفي هذا الإطار فإن المدير المالي في حاجة ماسة إلى قاعدة واسعة من المعارف والمهارات لأجل استيعاب مهام الوظيفة المالية، والقيام بها على الوجه المطلوب، متفاعلا في ذلك مع البيئة الداخلية والخارجية للمنظمة. حيث ان التفاعلات البيئية والتطورات المرتبطة

بها تؤثر في ربحية وسيولة المنشأة ممثلة بدورها تحديات كبيرة للمدير المالي توجب عليه التعامل معها بكفاءة وفاعلية.

1/1 التطور التاريخي لمجالات الإدارة المالية

لم يظهر علم الإدارة المالية كعلم منفصل إلا مع بداية القرن العشرين، فقد كان ينظر إليه كجزء من علم الاقتصاد يهتم أساسا بدراسة أدوات التمويل والمؤسسات المالية والجوانب الإجرائية والإدارية المتعلقة بذلك. ولم يكن هناك دور خاص للمعلومات المالية، كما لم تكن هناك قوانين تلزم المنشآت بالإفصاح عن تلك المعلومات وإن كان هناك بعض الاهتمام بالموضوعات الخاصة بالاندماج والاختناء والقوانين التي تحكم إصدار الأوراق المالية.

ومع بداية العشرينيات وأثناء الثورة الصناعية ظهرت الحاجة للبحث عن مصادر للتمويل، واتجه التركيز في الإدارة المالية إلى أهمية توفر السيولة ودراسة المصادر الخارجية لتمويل المشروعات.

وقد شهدت هذه الفترة أيضا انتشار الأسواق المالية وتحول الاهتمام نحو التركيز على طرق وإجراءات الحصول على الأموال من هذه الأسواق. وانتشرت أيضا خلال هذه الفترة مؤسسات الوساطة المالية وزادت أهمية تحليل الاستثمار في الأوراق المالية،

كما زاد الاهتمام بالجوانب القانونية المتعلقة بتكوين الشركات والإجراءات المتعلقة بالاندماج وإصدار الأوراق المالية. ويرجع زيادة الاهتمام بهذا الجانب إلى وجود عنصر المخاطرة الذي يتعرض له المستثمرون والناجم من بدائية أسواق رأس المال، وضعف البيانات، ودخول طبقة المغامرين في هذه الأسواق.

وخلال فترة الثلاثينيات ومع الركود الاقتصادي الذي ساد العالم أصبح تركيز الإدارة المالية منصبا على دراسة الجوانب الدفاعية من أجل بقاء المنشأة. وقد كان هناك اهتمام خاص بدراسة أساليب المحافظة على السيولة وإعادة التنظيم وتجنب الإفلاس، وقد ظهر خلال هذه الفترة بصورة واضحة سوء استخدام الدين في التمويل خاصة بواسطة المنشآت الخاسرة جراء كثرة الاختلالات.

وقد أدى هذا الوضع إلى تدخل الحكومات ومحاولة فرض رقابتها، وتم إصدار قوانين صارمة على هذه المنشآت من أجل إلزامها بزيادة الإفصاح عن المعلومات المالية.

وخلال فترة الأربعينيات والخمسينيات أخذت الإدارة المالية بالأسلوب التقليدي الذي ظهر في فترة العشرينيات والثلاثينيات والذي يقضي بدراسة وتحليل المنشأة من وجهة نظر الممول أو المستثمر الخارجي دون مراعاة كافية لدراسة آلية اتخاذ القرارات داخل المنشأة.

ومع أن دور التمويل الخارجي وأهميته ما زال هو المسيطر في مجال الإدارة المالية إلا أن تركيز مجال الإدارة المالية انصب على تحليل السيولة وإدارتها في ظل استراتيجيات التوسع بعد الأزمة الاقتصادية.

وخلال هذه الفترة ظهرت أهمية الموازنة الرأسمالية والموضوعات المتعلقة بها والمتمثلة في تطبيق الأساليب العلمية في اختيار المشروعات الاستثمارية.

ولقد انتقل دور المدير المالي من التركيز على جانب التمويل إلى التركيز على جانب الاستثمار وأهميته وتخصيصه بين الأصول المتداولة والثابتة.

كما ظهر خلال هذه الفترة أيضا دور الحاسب الآلي ونظم المعلومات الإدارية. وقد ساهم هذا التطور في تزويد المدير المالي بالمعلومات التي تساعد في اتخاذ القرار وحل المشاكل المالية.

وانتشرت أيضا خلال هذه الفترة أساليب بحوث العمليات ونظريات اتخاذ القرار والتي تمثل أدوات هامة في تحليل المشاكل المالية والمساهمة في الوصول إلى الحلول المناسبة.

إن التطورات التي شهدتها علم الإدارة المالية خاصة في الخمسينات جعلت من المحتم على المدير المالي الإلمام بالطرق والأساليب التي يستخدمها المستثمرون في تقييم المنشأة. وقد تم تطوير العديد من نماذج التقييم لاستخدامها في الوصول إلى القرارات المالية السليمة.

ومن بين موضوعات التقييم الأكثر أهمية في الإدارة المالية ما يتعلق بهيكل رأس المال وسياسة توزيع الأرباح وتأثيرها على قيمة المنشأة.

بينما شهدت فترة الستينات والسبعينات اهتماما شديدا بالتحليل والتخطيط المالي ودراسة تكلفة رأس المال وتحديد نسبة المزج المثلى لهيكل رأس المال، وكذلك الحال خلال فترة السبعينات حيث استمر الاهتمام بهذا الجانب على قدم وساق، الأمر الذي تطلب إدخال مفهوم ضرورة معرفة آثار التضخم على حاضر ومستقبل المنظمة وكيفية الحد من آثاره السلبية.

وقد ركزت أدبيات الإدارة المالية في عقد الثمانينيات والتسعينيات والألفية الثالثة على كيفية التعامل في عالم يتسم بالمتغيرات وعدم التأكد وعدم كفاءة سوق رأس المال بالإضافة إلى تأثير الضرائب والتضخم وأسعار الفائدة وبرامج الخصخصة والعولمة

وانتشار أسواق رأس المال وصيغ التمويل المتطورة كالمشتقات المالية بأنواعها وصيغ التمويل الإسلامية.

لذلك فإن دور الإدارة المالية في المنظمة هو دور جوهري وهام وينبغي أن يكون دائم التطور وإن يواكب المتغيرات والمستجدات الحديثة وبما يضمن تحقيق هدفها المحوري المعاصر والذي يتمثل حصرا في تعظيم ثروة الملاك بمختلف الوسائل والسبل المتاحة ، وبما أن الهدف قد كان شبه ثابتا على مدى الأيام فإنه ليس من الجديد أن يكون دورها متغيرا مع تغير الزمن، ولا بد من أن تتلاءم بطبيعتها مع المعطيات والمستجدات الحديثة في مجال المال والأعمال حتى تستطيع أن تحقق أهدافها بأعلى درجات الكفاية والفعالية .

وبناء عليه فإن اختلاف دور الإدارة المالية من وقت لآخر أمرا ليس غريبا ، بل أنه يعد ضرورة من ضرورات الحياة ومستلزم رئيسي من مستلزمات الارتقاء والتطور والتقدم إلى الأمام ، لذلك فإنه من الطبيعي أن يختلف دورها في الوقت الحاضر عن دورها في الوقت الماضي، وكذلك الحال بالنسبة لدورها في الوقت الحالي عن دورها في قادم الأيام، الأمر الذي يفرض على دارسيها وممارسيها درجة عالية من المسؤولية، لا سيما وإن هدف تعظيم ثروة الملاك إذا تم التعامل

معه برشد وموضوعية سوف ينعكس بشكل أو بآخر إيجابا على الاقتصاد الوطني المصري.

والجدير بالذكر، ان الأزمات المالية العالمية وخاصة أزمة كورونا الصحية مؤخرا وما ترتب على ذلك من اتفاقيات وسياسات في مجالات الإدارة المالية المختلفة، كان له تأثير مباشر على تخصص الإدارة المالية وجعل دور المدير المالي بالغ الأهمية بالنسبة للمنشآت؛ لأنها وضعت أعباء إضافية على متخذي القرارات المالية، ويتطلب أداء هذه المهام التسلح بالأدوات والمعارف اللازمة؛ وذلك لأن علم الإدارة المالية تحول :

أولا من مجرد موضوعات وصفية إلى علم يتطلب التحليل الدقيق والشامل وتفهما للنظريات الاقتصادية.

ثانيا من مجرد البحث عن الأموال إلى إدارة الأصول وتوزيع رأس المال وتخصيصه وتقييم المنشأة في السوق ككل،

ثالثا من التركيز على التحليل الخارجي للمنشأة إلى الاهتمام بتحليل القرارات الداخلية التي يتم اتخاذها.

2/1 مفهوم التمويل - المجالات والفرص

يمكن تعريف التمويل بأنه فن وعلم إدارة الأموال، ومن حسن الحظ فإن الأفراد والشركات عادة يكسبون أو يعملون على زيادة أموالهم، وأيضا ينفقون أو يستثمرون أموالهم. ويهتم التمويل بعمليات ومؤسسات وأسواق، وأدواته المرتبطة بنقل الأموال بين الأفراد ورجال الأعمال والحكومات.

ويستفيد دارسو التمويل من خلال مساعدتهم لاتخاذ قرارات التمويل الصحيحة (الرشيدة) وهؤلاء اللذين يعملون في وظائف تمويلية سوف يستفيدون من فهم التمويل من خلال تمكينهم من التفاعل بكفاءة مع العمليات، والإجراءات والأشخاص في التمويل.

المجالات المهمة في التمويل يمكن استنتاجها من خلال مراجعة الفرص الوظيفية المتاحة في التمويل، وهذه الفرص الوظيفية يمكن تقسيمها إلى الخدمات المالية - الإدارة المالية).

(1) الخدمات المالية: وهي الوظائف التي تهتم بتقديم الاستشارات والخدمات المالية للأفراد ومؤسسات الأعمال والحكومات. ويدخل في إطارها فرص وظيفية محفزة وهامة في البنوك والمؤسسات المالية ذات العلاقة بتخطيط التمويل الشخصي والاستثمار والعقارات،

التأمين، والفرص الوظيفية متوفرة في كل مجال من المجالات المشار إليها.

(٢) الإدارة المالية: وهي تهتم بوظائف المدير المالي في المنظمة سواء أكانت تجارية أو صناعية أو خدمية، والمدير المالي عادة يقوم بإدارة القضايا المالية في جميع المنظمات بأشكالها المختلفة سواء أكانت مالية أم غير مالية، خاصة أم حكومية، كبيرة أم صغيرة، منظمات تسعى لتحقيق الربح أم لا تسعى لتحقيق الربح، وهؤلاء يقومون بوظائف مالية متعددة مثل التخطيط، تقديم الائتمان للعملاء، تقييم مقترحات عن عمليات الانفاق الكبيرة، تجميع الأموال لتمويل عمليات المنظمة.

ونتيجة للتغيير الحاصل في البيئة القانونية والاقتصادية خلال السنوات الأخيرة - فقد ازدادت وظائف المدير المالي أهمية وتعقيدا.. ونتج عن ذلك أن معظم مدراء الشركات والمؤسسات اليوم - هم من هؤلاء المتخصصين في مجال التمويل.

وهناك اتجاه حديث له أهميته في مجال التمويل يتمثل بالعوامة، التي أثبتت تأثيرها ليس فقط على الوظائف التمويلية في المنظمات، بل وعلى أنشطتها أيضا، مما أدى إلى زيادة ملحوظة في المبيعات، المشتريات، والاستثمار، وزيادة الأموال في دول أخرى

وكذلك الشركات العالمية التي زادت من أنشطتها أيضا في الدول الأخرى.

وهذا التغيير أدى إلى خلق الحاجة إلى المدير المالي الذي يستطيع أن يساعد المنظمة العالمية في إدارة التدفقات النقدية بالعملة المختلفة وحمايتها من مخاطر العملات والمخاطر الناتجة عن التحويلات المالية الدولية. وهذه الحاجة تتطلب وظيفة مالية أكثر تعقيدا ويمكن أن تقود إلى وظائف ذات عوائد مجزية في شركات عالمية.

3/1 مفهوم الإدارة المالية

إن للإدارة المالية مفهومين: -

مفهوم الإدارة المالية (FINANCIAL MANAGEMENT) وهذا المفهوم يعنى بحصر أفضل أبواب الاستثمار المتاحة وتحديد ما يقابلها من مصادر التمويل الملائمة، ويشارك في وضعه موضع التطبيق الفعلي على ارض الواقع كل من المدير المالي والمدير العام ورئيس مجلس الإدارة وبشكل غير مباشر مدراء الدوائر الأخرى العاملين في المنظمة.

مفهوم الدائرة المالية (FINANCIAL DEPARTMENT) وهذا

المفهوم يعني بالجهة أو الجهاز الفني الذي تقع على عاتقه مسؤولية القيام بالإشراف على الأنشطة المالية التنفيذية داخل المنظمة وتقع مسؤولية إدارته حصرا على المدير المالي.

ومن الجدير ذكره بأن وظيفة الإدارة المالية بمفهومها الفكري والتنفيذي هي نفسها في جميع المنظمات والمؤسسات ، أي أن وظائف الإدارة المالية في مختلف المشروعات القائمة هي واحدة بغض النظر عن حجمها وطبيعة عملها .

لكنها بالطبع تفترق في مدى التنظيم ودرجة تعقيد العمل الذي تقوم بممارسته هذه المنظمة، الأمر الذي يؤدي بالضرورة إلى التطابق في العموميات والتفاوت من حيث التفاصيل الفنية من منظمة إلى أخرى، فالعمل المالي في قطاع البنوك مثلا يختلف من حيث التفاصيل الفنية اختلافا بينا عن العمل المالي في القطاع الصناعي، وهكذا الحال بالنسبة لقطاع الزراعة أو التجارة... والخ.

ويجب علينا هنا ايضا التفرقة بين الادارة المالية كعلم ،

كوظيفة ، كوحدة ادارية :

الإدارة المالية كعلم: هي مجموعة الدراسات التي تهتم بدراسة أفضل السبل للحصول على التمويل وأفضل السبل لاستخدام هذه الأموال من أجل تحقيق الهدف الأساسي لمنشآت الأعمال وهو تعظيم القيمة السوقية للمنشأة، أي أنه الفن والعلم الذي يتعلق بإدارة الأموال.

الإدارة المالية كوظيفة: هي عبارة عن مجموعة الأنشطة التي تقوم بها الوحدة الإدارية من أجل الحصول على الأموال والاستخدام الأمثل لهذه الأموال من أجل تحقيق الأهداف المنشودة أي أنها عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل واستثمار هذه الأموال بكفاءة بما يكفل تعظيم القيمة السوقية للشركة أو تعظيم ثروة المساهمين وبالتالي المساهمة في تحقيق الهدف الأسمى للشركة وهو البقاء والنمو والاستمرار.

الإدارة المالية كوحدة إدارية: عبارة عن مجموعة الأشخاص الذين يقومون بتنفيذ الأنشطة والأعمال المتعلقة بالحصول على الأموال واستخدام هذه الأموال لتحقيق الأهداف المنشودة.

4/1 وظائف الإدارة المالية

تعد الإدارة المالية جزءاً لا يتجزأ من الإدارة الشاملة للمنظمة، ويناط بها عادة مسؤولية إدارة أمورها المالية بالتنسيق مع الوظائف الأخرى للإدارة، وأهم ما تتولاه الإدارة المالية هو التخطيط لتوفير الأموال بالكميات الكافية في المواعيد المناسبة وبالتكاليف المقبولة لغايات الاستثمار القادر على تحقيق العائد المطلوب، بالإضافة إلى تولي الرقابة على سلامة استخدامات الأموال من مصادرها الداخلية والخارجية.

وبناء عليه يمكن تحديد إطار الوظائف التي تقوم بها الإدارة المالية على النحو التالي:

١ - التخطيط المالي (Financial Planning):

تتضمن هذه الوظيفة قيام المدير المالي بالتعرف على الاحتياجات المالية للمؤسسة، الطويلة الأجل منها والقصيرة الأجل، وذلك في ضوء خططها للمستقبل، مستعينا على ذلك بالموازنات النقدية التقديرية، والميزانيات العمومية التقديرية.

هذا ويجب أن لا نترك حالة عدم التأكد (Uncertainty)، بالنسبة للتوقعات المستقبلية، المدير المالي عن الاستعانة بهذه

الأدوات التخطيطية، لكن عليه أن يأخذ احتمالات الانحراف بعين الاعتبار، ويجعل خطته مرنة إلى حد يستوعب مثل هذه الانحرافات، وتعتبر هذه الوظيفة من أهم وظائف الإدارة المالية، وعلى الإدارة المالية ممارستها بالتنسيق مع الإدارات الأخرى.

أن التخطيط يعتبر حاليا من أهم وظائف المدير المالي. ونظرا لأنه كثيرا ما يشترك في رسم السياسات طويلة الأجل الخاصة بالمنشأة كلها، فينبغي على المدير المالي أن يبدأ بالحصول على صورة شاملة للعمليات ونشاط المنشأة التي يعمل بها. فهو يهتم أولا بالخطط طويلة الأجل الخاصة بالتوسع في الأصول الرأسمالية من مبان وعدد وماكينات ... الخ، وهي التي تستلزم بطبيعتها استثمار مبالغ ضخمة فيها.

وعلى أساس معرفته لهذه الخطط طويلة الأجل وأيضا لتقديرات المبيعات في المستقبل القريب ينبغي على المدير المالي أن يقوم بعمل التقديرات المتعلقة بالتدفق النقدي (التدفق الداخل والتدفق الخارج) خلال الفترة الزمنية المقبلة. أي بعبارة أخرى يقوم المدير المالي بتخطيط الاحتياجات المالية للمنشأة سواء الاحتياجات قصيرة الأمد أو الاحتياجات طويلة الأجل.

وعند تصميم هذه التقديرات التي يطلق عليها اسم الميزانيات التقديرية، يجب على المدير المالي أن يأخذ في الحسبان صعوبة التنبؤ بالمستقبل، وعليه أن يعترف باحتمال انقلاب خطته رأساً على عقب نتيجة العوامل وقوى خارجية لا سلطان له عليها.

فمثلاً قد يحدث تطور شامل في المعدات والماكينات مما يجبر المنشأة على استثمار أموال ضخمة لشراء معدات وماكينات جديدة لكي تحتفظ بمركزها في الصناعة.

ولا يعني الاعتراف بوجود مثل هذه الاحتمالات التي لا يمكن التنبؤ بها بدقة أن يفض النظر عن التخطيط وأن تستبعد الميزانيات التقديرية، بل يعني هذا ضرورة تمتع التقديرات المالية بدرجة كافية من المرونة تجعلها قادرة على التمشي مع التطورات غير المتوقعة.

2- الرقابة المالية (Financial Control):

بهدف التأكد من سلامة تنفيذ الخطط المالية لا بد من وجود نظام رقابة مالية فعال، يمكن الإدارة المالية من مقارنة الأداء الفعلي مع الأداء المعياري، وذلك لكي يتم تحديد الانحرافات والعمل على تعزيزها أن كانت إيجابية أو العمل على تصحيحها أن كانت سلبية.

ويجب على المدير المالي عند وضعه لخطته أن يقوم بتصميم نظام للرقابة المالية يمكنه من مراجعة العمليات الفعلية مع الخطط التي سبق له رسمها، وبالتالي وبواسطة تقارير الأداء يمكن اكتشاف الانحرافات غير العادية.

ويستلزم هذا الاكتشاف البحث عن أسباب حدوث هذه الانحرافات ثم تعديل العمليات أو تعديل الخطة نفسها وذلك حسب ما يظهر من البحث والتحليل. ورغم أن الرقابة المالية تكون من المسؤوليات المباشرة للمراقب المالي، إلا أنها عادة تكون تحت الإشراف العام للمدير المالي.

٣- اتخاذ قرارات التمويل (Financing Decisions):

وتشمل هذه الوظيفة جميع القرارات المتعلقة بتقييم أثر استعمال مختلف أنواع التمويل، مثل التمويل قصير الأجل أو طويل الأجل في قيمة المنظمة وربحياتها، وذلك بعد أن تكون الإدارة المالية قد تعرفت على احتياجاتها من الأموال، حيث تبدأ بالبحث عن مصادر التمويل المناسبة لمواجهة هذه الاحتياجات.

وعندما تحدد الإدارة المالية المصدر الذي ستلجأ إليه لتمويل احتياجاتها، عليها أن تراعي الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام وأن تهتم أيضا بالكلفة والزمن والتركيب المناسبة للجانب

الأسر من الميزانية، وكل ذلك يكون في إطار هدفها العام الذي يتمثل حصراً بتعظيم القيمة الاقتصادية للمنظمة.

إذا تبين من التقديرات الموضوعة أن التدفق الخارج للنقدية يفوق التدفق الداخل، وأن الرصيد النقدي لا يكفي لتغطية العجز، فإن المدير المالي يجد من الضروري الالتجاء إلى مصادر خارج شركته للحصول على هذه الأموال اللازمة.

وتأتي هذه الأموال من مصادر مختلفة، كما أنها تعرض تحت أنواع متنوعة من الاتفاقات والشروط ولفترات زمنية متفاوتة. والمشكلة الرئيسية التي يوجهها المدير المالي في هذا المجال في الحصول على خليط أو مزيج من هذه الأنواع بتناسب أكثر من غيره مع الاحتياجات المتوقعة لمنشأته. فأنواع التمويل التي تلقى قبولا أكثر من غيرها نظراً لانخفاض تكلفتها تنطوي في نفس الوقت على التزامات ثابتة.

ومن ثم ينبغي على المدير المالي موازنة التكلفة المنخفضة مع خطر احتمال عدم المقدرة على دفع هذه الالتزامات والأعباء الثابتة. ولذا فعند اختيار أنواع التمويل المناسبة يجب دراسة الحالة المتوقعة لهذه المصادر التمويلية ثم ربطها مع الحالة المالية المتوقعة للمنشأة بعد فترة زمنية مقبلة.

فالمركز المالي الحالي للمشروع لا يعطي مقياس سليمة للحكم على مقدرة المنشأة في الوفاء بالتزاماتها عندما يحين أجلها مستقبلا. وبالتالي نجد أن المدير المالي يقوم بنوعين من التنبؤ: الأول التنبؤ باحتياجات منشأته المالية والتي يقوم بها كجزء من وظيفته كمخطط مالي، والثاني التنبؤ بمستقبل المصادر التي يلجأ إليها للحصول على ما يلزمه من الأموال.

4- اتخاذ قرارات الاستثمار (Investment Decisions):

تشمل هذه الوظيفة جميع القرارات الخاصة باستثمار الأموال في مختلف أنواع اصول المنظمة ، وذلك بعد أن تقوم الإدارة المالية بتحديد احتياجاتها المالية المتوقعة، وحصولها على الأموال اللازمة لتلبية هذه الاحتياجات، ويتوجب عليها أيضا أن تتأكد من أن الموارد المتاحة لها قد وجهت لأفضل استخدام اقتصادي داخل المنظمة وتحقق منه أكبر الفوائد والمنافع الممكنة.

وعندما تحدد الإدارة المالية الاستخدام الذي ستتوجه إليه لتحقيق أهدافها، عليها أن تراعي الملاءمة بين طبيعة الاستخدام وطبيعة المصدر وأن تهتم أيضا بالتكلفة والزمن والتركيبية المناسبة للجانب الأيمن من الميزانية.

المدير المالي يجب أن يحاول الحصول على أكبر الفوائد والمنافع الممكنة من هذه الأموال التي تستمر في الأصول المختلفة للمنشأة. فمثلا إذا كانت الحسابات المدينة (الذمم) بطيئة التحصيل، فلن تتمكن المنشأة من تحقيق أحسن الاستخدامات لهذه الأموال.

فكل أصل من الأصول المتداولة أو الثابتة يمثل استثمارا للأموال التي حصلت عليها المنشأة إما من الدائنين أو من ملاك المشروع. ومن المهم جدا أن تتمكن المنشأة بمرور الوقت من الحصول على أموالها المستمرة في هذه الأصول، فهي تحتاج إلى هذه الأموال لدفع ما عليها من أعباء والتزامات مالية.

وتعتبر النقدية العاطلة، وحسابات الذمم البطيئة، والزيادة التي لا لزوم لها في المخزون السلعي أو في الأصول الثابتة من الأمور غير المرغوبة إطلاقا لأنها تمثل استخدام غير اقتصادي للموارد المالية المتاحة للمنشأة.

5- قرارات توزيع الأرباح (Dividends Decisions):

أن سياسة توزيع الأرباح تتضمن تحديد النسبة التي سيتم دفعها نقدا للمساهمين والأرباح والتي سيتم تدويرها إلى الأعوام القادمة، وكما أنها تتضمن العمل على استقرار معدلات التوزيع على المدى الزمني البعيد، وهذا يرتبط طبعاً بقرارات التمويل والاستثمار،

وذلك لان الأرباح المدورة تعد من بين أهم مصادر التمويل المتاحة وما لها من ميزة إضافية في زيادة قدرة المنظمة على الاقتراض.

6- التسعير:

يعتبر تحديد السعر من أهم العوامل التي تؤثر في ربحية المنشأة؛ وعليه فإن عملية التسعير الخاصة بمنتجات أو خدمات المنشأة يجب أن تكون هدفا مشتركا بين إدارة التسويق والإدارة المالية.

فإدارة التسويق تعمل على توفير المعلومات المتعلقة بتأثير مستوى الأسعار على الطلب على المنتجات والخدمات التي تقدمها المنشأة، أما الإدارة المالية فتعمل على توفير المعلومات الخاصة بالتكاليف المرتبطة بمستويات الإنتاج المختلفة، وهامش الربح اللازم لتنفيذ العمليات الإنتاجية.

7- معالجة بعض المشكلات المالية الخاصة:

تتمثل طبيعة هذه الوظيفة بما يمكن أن تقوم به عند مواجهتها لبعض المشاكل ذات الطبيعة الخاصة التي لا يتكرر حدوثها كثيرا، وذلك مثل عمليات التصفية والاندماج والانضمام، كما يقع

ضمن اختصاصها إجراء التعديلات المالية اللازمة لتصحيح الأوضاع المالية للمنظمة وتجنبها مخاطر الفشل والخروج من الأعمال.

ورغم أن هذه المشاكل الخاصة تتفاوت وتختلف إلا أنها عادة ما تشترك جميعها في مسألة واحدة وهي التقييم - تقويم المنشأة كلها، أو تقويم جزء من أصولها.

فمثلا في حالة الاندماج أو الانضمام تواجهنا مشاكل قانونية وأخرى اقتصادية. ولكن أهم من ذلك مشكلة التقييم التي على أساسها ستتم عملية التجمع هذا في حالة توسع المنشأة ونجاحها.

أما إذا ساءت حالتها وأخذت تواجه الأنواع المختلفة من المشاكل والصعوبات فعلي المدير المالي تقع مسئولية القيام بإجراء التعديلات المالية اللازمة لتصحيح الأوضاع وتجنب فشل المنشأة. أما إذا استفحل الأمر وثبت عدم كفاية وجدوى التعديلات التي تمت وأصبح الفشل مؤكدة، فإن دور المدير المالي لا ينتهي، بل يبقى قائما لكي يشرف على النواحي المالية لعملية التصفية النهائية للمشروع وتوزيع ما يتحقق من التصفية على الدائنين والملاك.

5/1 تنظيم الإدارة المالية

إن المبادئ الحاكمة لتنظيم الإدارة المالية لا تختلف عن تلك الحاكمة لأوجه النشاط الأخرى في المنشأة، ونظرا للآثار البالغة الأهمية للقرارات المالية على حياة المنشأة فنجد أن الاتجاه الغالب لتنظيم الإدارة المالية في المنشآت الضخمة يتجه نحو المركزية المالية، كما يغلب أن تحتل الإدارة المالية موقعة متميزة في الهيكل التنظيمي للمنشأة.

ويمكن القول، أن الاهتمام بتنظيم الإدارة المالية وأداء ذلك بصورة جيدة، سينعكس على كفاءة الأداء لدى أوجه النشاط الأخرى بالمنظمة. ولذا فمن الهام تحديد السلطات والمسئوليات للقائمين على ممارسة الوظائف المالية بجانب تحديد الواجبات المالية لكل منهم، فضلا عن تحديد العلاقات فيما بينهم وبين القائمين بوظائف أوجه النشاط الأخرى بالمنشأة.

وفي واقع الأمر فإن الشركات الضخمة تتفاوت وإلى مدى واسع في تنظيمها للأنشطة المالية، ويمكن إرجاع هذا التفاوت للاعتبارات التالية:

- درجة مساهمة تباين الحاجات المالية (والتي تتوقف على طبيعة النشاط وحجم المنشأة وأنواع تمويل الأنشطة) في تحديد ملامح التنظيم المالي.
- قدرات العاملين بالإدارة المالية، فإذا كانت هذه القدرات مرتفعة ويتوافر لدى الشركة عدد كاف من هؤلاء العاملين، فإن التنظيم سوف يميل إلى الاعتماد على المسؤوليات الفردية في أداء المهام المالية. أما إذا لم يكن العاملون على هذا القدر من الكفاءة، فإن التنظيم يتجه نحو الاعتماد على الروتين المحاسبي والتقارير المالية.
- الفلسفة المالية للمنشأة: حيث نجد أن ساحة الأعمال تشهد تبني بعض المنشآت للمنهج التقليدي في الإدارة المالية، والبعض الآخر يتبنى المنهج الحديث. وتميل بعض المنشآت نحو الاستخدام المكثف للحاسبات الآلية، وبناء نظم معلومات متقدمة، والبعض الآخر يعتمد على الأنظمة الميكانيكية في حفظ السجلات، كما تهتم بعض المنشآت بالتخطيط الطويل الأجل والاستخدام الواعي للبيانات المالية من أجل التنبؤ بظروف المستقبل، في حين تعطي منشآت أخرى أهمية أقل للعمليات التخطيطية، ولا جدال في أن هذه الاعتبارات تؤثر على التنظيم المالي.

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

وفي حالة المنشآت الضخمة، فالاتجاه الغالب هو توزيع الوظائف المالية فيما بين المدير المالي والمراقب المالي واحتمال تبعيتها لنائب رئيس مجلس الإدارة للشئون المالية.

وفي هذه الحالة الأخيرة، فإن نائب رئيس مجلس الإدارة للشئون المالية هو المسؤول الأول عن الأنشطة المالية في المنشأة، ويتمتع بالسلطات التنفيذية والاستثمارية التي تمكنه من أداء المهام المالية. فهو مسؤول عن رقابة الأموال واتخاذ القرارات وممارسة الوظائف الإدارية على مستوى الإدارات التابعة له، كما أنه يعمل بالتعاون الوثيق مع أعضاء فريق الإدارة العليا الآخرين، كي يتسنى تشكيل السياسات واتخاذ القرارات.

كما عليه تقديم النصح، والمشورة لأعضاء المجلس. وفي حالة وجود لجنة مالية عليا تابعة لمجلس الإدارة، فإن نائب الرئيس للشئون المالية يكون عضو بارزة بها.

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

ومن الناحية التاريخية فإن المراقب المالي ظهر في التنظيمات الإدارية باعتباره المسؤول الأول عن الأعمال المحاسبية ومراقبة حسابات مختلف وظائف وأوجه النشاط بالمنشأة، أما المدير المالي فهو المسؤول الأول الذي يعهد إليه بإدارة الأموال.

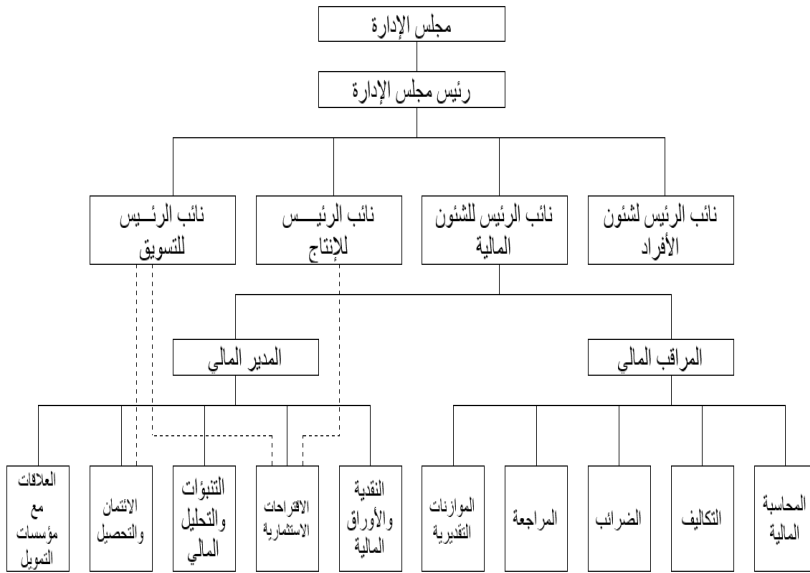
ولكن هذا التمييز لم يدم طويلا، لأن كلا من المركزين يعتني بالأمور المالية، وأصبح هناك تنازع على بعض الوظائف التي تقع في نطاق هذا أو ذاك، فأحيانا يتحرك المراقب المالي من المجال المحاسبي، إلى المساهمة في مجالات التخطيط المالي وإعداد الموازنات والتنبؤات المالية.

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

أما أهم الواجبات التي توكل للمراقب المالي، فهي المحاسبة المالية، والتكاليف، والمراجعة، والضرائب. وفيما يتصل بوظائف التحليل المالي والموازنات التقديرية والتنبؤات المالية وتقييم الاقتراحات

الاستثمارية، فهي قد توكل للمدير المالي أو المراقب المالي حسب الأحوال.

ويمكن تصوير الخريطة التنظيمية التي تبرز المستوى التنظيمي للوظيفة المالية في منظمة كبيرة الحجم، بالشكل المقترح التالي رقم (1/1) :



شكل رقم (١/١)

وينبغي على المدير المالي أن يكون قريب من قمة الهيكل التنظيمي للمشروع. وأحد الأسباب التي تبرر وجوده في أعلى السلم الإداري هو الأهمية الكبرى لعمليات التخطيط والتحليل والرقابة والتي يعتبر المدير المالي مسئولاً عنها.

ومن الأسباب الأخرى لعدم تفويض هذه المسئولية إلى مستويات أقل - أو إتباع أسلوب اللامركزية بخصوصها. هو أن الكثير من القرارات المالية تؤثر على حياة المشروع كله. ولذا نلاحظ أن العديد من المظاهر الهامة للوظيفة المالية تقوم بها الإدارة العليا للمشروع: مجلس الإدارة، رئيس مجلس الإدارة، العضو المنتدب ولجان مجلس الإدارة.

فقد يقوم مجلس الإدارة بناء على نصيحة رئيسه باتخاذ القرارات النهائية في أمور معينة مثل بناء مصنع جديد أو الحصول على قرض طويل الأجل.

وبالتالي، فبالرغم من أن هذه القرارات النهائية في الميدان المالي قد يتخذها مجلس الإدارة، إلا أن المدير المالي ما زال مسئولاً مسئولية هامة بمساهمته الفعالة في عملية الوصول إلى قرارات سليمة في الكثير من الأمور التي تتعلق بالوظائف الأخرى للمشروع.

وتقع على المدير المالي مسؤولية التأكد من أن النواحي المالية المتعلقة بهذه القرارات قد عرضت عرضاً سليماً أمام هؤلاء المسؤولين عن اتخاذ القرارات النهائية، كما أن عليه أن يتأكد من فهمهم لهذه النواحي فهما كاملاً.

6/1 أهداف الإدارة المالية

تتبع أهمية تحديد هدف الإدارة المالية للمنشأة في أنها تعطينا الأسس التي تبنى عليها القرارات وتحدد الوسائل والطرق والمعايير التي يتم بموجبها اتخاذ قرار الاستثمار أو التمويل أو توزيع الأرباح فيتم اختيار الطريقة التي تنسجم مع هدف المنشأة وتعمل على تحقيقه.

إن الأهداف الخاصة بأي قسم وظيفي لدى أي منشأة سواء كان قسم التسويق، أو الإنتاج، أو الإدارة المالية، أو غيرها تنبثق من أهداف المنشأة الأساسية التي يتوجب على مدير ذلك القسم الإلمام بها وفهم طبيعتها. وبما أن تركيزنا في هذا الكتاب على منشآت الأعمال الهادفة للربحية فيمكن حصر أهدافها في هدفين أساسيين هما، تعظيم الربح & تعظيم ثروة الملاك .

أولاً: تعظيم الأرباح Profit Maximization

يعتبر هدف تعظيم الأرباح هدف تقليدية للإدارة المالية وبناء على هذا الهدف تقوم المنشأة باتخاذ القرارات التي تؤدي إلى زيادة الأرباح وبالرغم من أهمية الربحية للمنشأة حيث إنها دليل على الاستخدام الجيد للموارد ومنها يتم التوزيع للملاك.

كما يمكن القول بصفة عامة إن تعظيم الربح هو هدف الإدارة المالية الأكثر انتشاراً في القطاع الخاص فأغلب رجال الأعمال وأصحاب المشروعات الخاصة لديهم الرغبة في تحقيق الأرباح وزيادتها لأقصى مدى ممكن.

أما في القطاع العام فإن تحقيق المنفعة العامة هو الهدف الأساسي للمشروع العام وإن كان ذلك لا يعني أن المشروعات العامة لا تهتم بتحقيق الأرباح وإنما لا يتعين عليها التركيز على تحقيق الأرباح على حساب المنفعة العامة.

وتمتد جذور هدف تعظيم الأرباح إلى النظرية الاقتصادية، إذ يرى الاقتصاديون إن تعظيم الربح يعبر عن الكفاية الاقتصادية للمنشأة ومن ثم يجب توجيه جميع القرارات نحو تحقيق أقصى ربح.

غير أن مفهوم الربح أصبح الآن يثير عدة تساؤلات ومجموعة من الانتقادات بحيث أصبح قاصرا عن أن يكون الهدف الوحيد إذ ظهرت أهداف أخرى مثل تعظيم ثروة الملاك.

كذلك فإن الربح الذي كان يعنيه الاقتصاديون لم يعد هو الربح الذي يعنيه المحاسبون فالمحاسبون يعرفون الربح بأنه الفرق بين قيمة المبيعات وتكلفتها خلال فترة زمنية معينة، أما الربح في المفهوم الاقتصادي فهو المتبقي من الربح المحاسبي بعد استقطاع العائد الاقتصادي الخاص بخدمات عوامل الإنتاج المملوكة لصاحب المشروع والتي تساهم في العملية الإنتاجية.

ويقدر هذا العائد بتكلفة الفرصة البديلة Opportunity لتلك الخدمات أي مقدار أجور العاملين وربع الأرض وفائدة رأس المال التي يمكن الحصول عليها لو أنه قام بتأجير أرضه وأقرض أمواله إلى الغير.

وفي هذا الاتجاه تعمل الإدارة المالية على تحقيق هدفها في الربحية من خلال إجراء تفاعل رشيد بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل (جانبي قائمة المركز المالي أو الميزانية العمومية) التي سبق وإن اتخذتها في الماضي أو تنوي اتخاذها في قادم الأيام، وفيما يلي تعريف مبسط لكل من هذين القرارين:

1. قرارات الاستثمار: وهي القرارات المتعلقة بكيفية استخدام المنظمة للموارد المتاحة أو التي سوف تتاح لديها الأصول المتداولة والثابتة، ويظهر أثر قرارات الاستثمار في الربحية من خلال التوزيع الأمثل للموارد المتاحة للمنظمة على مختلف أنواع الأصول بطريقة توازن بين الاستثمار المناسب في كل بند من بنود الموجودات، ودون مبالغة تؤدي إلى تعطيل الموارد أو شح يؤدي إلى تخفيض العوائد التشغيلية، وذلك بشرط عدم الإفراط بهدف السيولة الذي قد يؤدي إلى الخسارة.

2. قرارات التمويل: وهي القرارات المتعلقة بكيفية اختيار المصادر المتاحة أو التي سوف يتم الحصول عليها (الخصوم وحقوق الملكية)، ويظهر أثر قرارات التمويل في الربحية من خلال التوزيع الأمثل للمصادر المتاحة للمنظمة على مختلف أنواع الخصوم وحقوق الملكية بطريقة توازن بين التمويل المناسب في كل بند من بنود الخصوم وحقوق الملكية، ودون مبالغة تؤدي إلى زيادة التكاليف أو شح يؤدي إلى تخفيض العوائد التشغيلية، وذلك بشرط عدم الإفراط أو التفريط بهدف الربحية الذي قد يؤدي إلى الخسارة أو الإفلاس.

في كثير من الأحيان ينظر إلى هدف تعظيم الربح على أنه هو الهدف الأساسي للمنشأة، وبالتالي يجب على الإدارة التركيز على اتخاذ القرارات التي من شأنها أن تحقق هذا الهدف. وفي هذا الصدد يمكن النظر إلى الربح من زاويتين:

- الأولى: من ناحية المساهمين، وفي هذه الحالة فالربح يعني كل ما يوزع على المساهمين من أرباح سنوية بالإضافة إلى الربح الرأسمالي الناتج من الزيادة في القيمة السوقية لسعر السهم.

- الثانية: من ناحية منشأة الأعمال، وفي هذه الحالة فإن الربح يعني زيادة المخرجات عن المدخلات وهو ما يعبر عنه بالكفاءة الاقتصادية، وهنا يجب على الإدارة اتخاذ القرارات التي تعمل على الاستغلال الأمثل للموارد المتاحة حتى تتمكن المنشأة من زيادة الأرباح الكلية.

ويرجح علماء الإدارة المالية استخدام الزاوية الثانية عند الحديث عن تعظيم الأرباح؛ وذلك لأنها تعبر عن قياس الأداء الكلي للمنشأة.

ففي ظل المنافسة الكاملة تعكس الأسعار القيمة الحقيقية لأسهم المنشأة وتوفر المعلومات لكافة المستهلكين، فإن قرارات

المنشأة في هذا الوضع يفترض أن تؤدي إلى التخصيص الأمثل للموارد وبالتالي تعظيم الرفاهية الاجتماعية.

فالزيادة في الأرباح تؤدي إلى التوسع في الاستثمارات ثم زيادة رفاهية المجتمع. وبالرغم من انتشار استخدام هدف تعظيم الربح كهدف للمنشأة؛ - إما يتمتع به من مزايا تتعلق بالبساطة والمنطقية - إلا أنه يعاني من بعض القصور والانتقادات أهمها ما يلي:

• تعدد مفاهيم الربحية

إن ربحية المنشأة تحتل أكثر من مفهوم ومعنى، فقد تعني الربحية طويلة الأجل، وقد تعني الربحية قصيرة الأجل. فعلى سبيل المثال إذا عمدت إحدى المنشآت إلى استخدام خطوط إنتاجها بمعدلات عالية في السنوات الأولى دون اعتبار للصيانة فإنها تستطيع أن تزيد ربحيتها في المدى القصير.

أما في المدى الطويل فعليها تخصيص مبالغ كبيرة للصيانة عندما تبدأ خطوط الإنتاج في التقادم الأمر الذي يؤدي إلى تدني الربحية. كما أن الربح في المدى القصير يمكن قياسه بسهولة، فهو عبارة عن الإيرادات مطروحا منها النفقات.

أما الربح في المدى الطويل فله عدة مدلولات: هل هو نصيب السهم من الأرباح المحققة؟ أم هل هو العائد على الاستثمار؟ أم هل هو العائد على حقوق الملكية؟

• بتجاهل هدف تعظيم الربح نظرية القيمة الزمنية للنقود

تعتمد نظرية القيمة الزمنية للنقود على مبدأ أساسي هو أن أي مبلغ من المال يتم تسلمه اليوم هو أكبر ويحقق فائدة أعلى مما لو تم تسلمه في المستقبل.

وبمعنى آخر فإن جنيه يتم استلامه اليوم أفضل من جنيه مماثل يتم تسلمه في أي وقت لاحق في المستقبل. هذا التفضيل هو ما يفسر رغبة الجميع ومنهم أصحاب المشروعات الاستثمارية في تأجيل دفع ما عليهم من التزامات مالية إلى أبعد وقت ممكن رغبة منهم في الاستفادة من هذه الأموال واستثمارها في فرص يتوقع أن تحقق لهم عوائد مالية إضافية.

كما يدخل ضمن هذا التفضيل الزيادة التي يمكن أن تحدث في المستوى العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود الذي يفسره الاقتصاديون بالتضخم. من هنا قد يقبل صاحب المال تأجيل تسلم المبلغ إلى نقطة معينة في المستقبل شريطة أن يحصل على عائد إضافي يضاف إلى المبلغ الأصلي.

• بتجاهل هدف تعظيم الربح عنصر المخاطرة

لا شك أن هناك بعض الاستثمارات أكثر مخاطرة من غيرها، وبالتالي فإن الربح من هذه الاستثمارات قد يكون غير مؤكد. ووجود المخاطرة يعني احتمالية عدم تحقيق التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات أو تذبذبها خلال حياة المشروع.

ومن المتعارف عليه أنه كلما زاد تذبذب التدفقات النقدية زادت درجة المخاطرة. إضافة إلى ذلك فإن معظم المستثمرين إن لم يكن جميعهم يفضلون المشاريع ذات المخاطر الأقل ويحاولون دائما تجنب المخاطرة.

• بتجاهل هدف تعظيم الربح بعض الجوانب التي تتعلق

باستراتيجية المنشأة

لا تسعى منظمات الأعمال دائما إلى تحقيق أقصى ربح خاصة في المدى القصير؛ إذ نجد بعض المنشآت تركز على زيادة معدل نمو المبيعات بالرغم من تدني الربحية الحالية في المدى القصير؛ وذلك بهدف الوصول بالمبيعات إلى مستويات عالية والعمل على استقرارها عند تلك المستويات.

كما أن بعض المنشآت تسعى إلى تنويع منتجاتها وأسواقها من أجل تعضيد موقفها التنافسي بالرغم من تدني الأرباح في المدى القصير، وفي ظل مبدأ فصل الإدارة عن الملكية نجد أن الملاك يصرفون النظر عن بعض الممارسات التي يقوم بها رجال الإدارة، وإن كانت هذه الممارسات تقلل ربحية الملاك. ومن أمثلة هذه الممارسات إقدام المنشأة على تقديم بعض الخدمات للمجتمع دون مقابل أو صرف مكافآت الرجال الإدارة العليا أو صرف حوافز للعاملين.

كل هذه الأسباب تبين أن هدف تعظيم الربح ليس مقبولا كهدف أساسي للإدارة المالية وأصبح من الضروري تبني فكرة تعظيم القيمة الحالية للمنشأة الذي يأخذ جميع هذه الأمور بعين الاعتبار.

فهو يهتم بحجم الأرباح وأوقات تدفقاتها والمخاطر المصاحبة لها وتأثير توزيع الأرباح واستبقائها، في سلوك المساهمين كما يهتم بالمحتوى الإعلامي لإعلان التوزيعات وأثر ذلك في القيمة السوقية للأسهم.

ثانيا: تعظيم الثروة Wealth Maximization

المقصود بزيادة قيمة ثروة المنظمة مضاعفة قيمتها أو زيادة صافي قيمتها الحالية، وأي تصرف يؤدي إلى تحقيق ثروة أو قيمة

حالية صافية أكبر من الصفر، فهو تصرف مرغوب فيه، والعكس صحيح.

ويعتبر هدف زيارة ثروة المنظمة أو صافي قيمته الحالية أكثر ملائمة لاستخدامه كمعيار لقياس فاعلية القرارات المالية، لكونه يتلافى صعوبات نواقص هدف زيادة الأرباح، ولا شك أن التزام الإدارة المالية بهدف زيادة قيمة ثروة المنظمة سينعكس على السعر السوقي لأسهم المنظمة في السوق وقيمتها الحالية.

وهذا يتوقف على عدة عوامل، أهمها سياسة توزيع الأرباح وإيرادات الأسهم وسعر الخصم في السوق وبالتالي فإن اهتمام المدير المالي ينصب بالدرجة الأولى على الإيرادات لما لها من تأثير على قيمة ثروة المنظمة وكيفية زيادتها.

وتعظيم ثروة الملاك تعني زيادة قيمة استثماراتهم لأقصى حد ممكن وهو بالنسبة للمساهمين يعني زيادة القيمة السوقية للسهم. من محددات القيمة السوقية للسهم العائد ودرجة المخاطرة.

لحساب العائد يعتمد هدف مضاعفة قيمة المنشأة على مفهوم القيمة الحالية للتدفقات النقدية الواردة والصادرة. إن هدف مضاعفة قيمة المنشأة يأخذ في الاعتبار التوقيت الزمني للمردود ويقاس هذا

المردود بطريقة أكثر موضوعية وذلك الاستخدام التدفقات النقدية بدلا عن الربحية.

على خلاف هدف تعظيم الربح، فإن تعظيم الثروة يتعلق بتأثير الأرباح على القيمة السوقية للمنشأة متمثلة في أسعار الأوراق المالية التي تصدرها تلك المنشأة.

بعبارة أخرى يرمي هدف تعظيم الثروة إلى زيادة القيمة السوقية لأسهم المنشأة، فالقيمة السوقية لأسهم المنشأة هي السعر الذي يكون المستثمر على استعداد لدفعه من أجل الحصول على العائد المادي المستقبلي الناتج من ملكيته لهذا السهم.

علاوة على ذلك يهتم هدف تعظيم الثروة بالمدى الطويل؛ حيث تعكف إدارة المنشأة على تنسيق الخطط والبرامج بالقدر الذي يضمن للملاك أكبر قدر من التوزيعات، وما من شأنه زيادة سعر السهم.

وبالرغم من تفضيل المساهم للعوائد العالية إلا أنه لا يهمل المخاطرة المصاحبة لهذه العوائد فالمساهم عادة يفضل السياسات التي تحقق عوائد مستقبلية أقل مخاطرة.

وفي هذا الصدد يضمن هدف تعظيم الثروة المقارنة بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية (أي بعد خصمها بمعدل خصم مناسب يعكس عنصري الزمن والمخاطرة) وبين التكلفة.

فإذا كان الفرق بينهما موجبا فهذا يدل على أن قيمة المنشأة تزيد بمقدار تلك القيمة الصافية، أما إذا كان صافي القيمة الحالية سالبا؛ فإن ذلك يقلل من القيمة الاقتصادية للمنشأة.

كذلك يمكن القول بأن هدف تعظيم الثروة ما هو إلا امتداد الهدف تعظيم الربحية في عالم تسوده ظروف عدم التأكد وتغلب عليه الاستثمارات ذات الآجال غير القصيرة.

ومن هنا يتضح أن هدف تعظيم الثروة يأخذ في الاعتبار عوامل إضافية إلى جانب الربحية في المدى الطويل. فالقيمة الاقتصادية للمنشأة في المدى الطويل تتأثر بمعدل النمو، ومستوى المخاطرة، وسعر السهم، وسياسة توزيع الأرباح وبالتالي فإن هذا الهدف يجد قبوة أكبر لدى علماء الإدارة المالية.

إن المنشأة التي تسعى إلى تعظيم الثروة عليها أن تتجنب المستويات العالية للمخاطرة، وأن تسعى للمحافظة على اتباع سياسة مستقرة فيما يتعلق بتوزيع الأرباح واتباع السياسات التي من شأنها أن تؤدي إلى زيادة معدل نمو المنشأة والمحافظة على سعر السهم

عند المستوى المقبول لدى المستثمرين من خلال اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل الملائمة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن تبني المنشأة لهدف تعظيم الثروة كما يعكسه سعر السهم قد يثير بعض الجدل والتساؤلات، منها أن أسعار الأسهم تتأثر بعوامل لا تخضع التحكم إدارة المنشأة بالكامل.

كما أن بعض القرارات التي تتخذها المنشأة قد تضر بربحية المنشأة في المدى الطويل. كما يجب أيضا عدم إغفال المسؤولية الاجتماعية لمنشآت الأعمال عند صياغة أهدافها.

ويقصد بالمسؤولية الاجتماعية مشاركة المنشأة في تقديم بعض الخدمات البيئة المحيطة بها، مثل: دعم برامج المحافظة على البيئة، ومكافحة التلوث، وحماية المستهلك، ودعم برامج التدريب والتعليم. ويعتبر موضوع المسؤولية الاجتماعية من الموضوعات المثيرة للجدل؛ حيث ترى المنشأة أن هدفها يكمن في تعظيم رفاهية حملة الأسهم وأن هذا التعظيم من شأنه أن يؤدي في نهاية المطاف إلى التخصيص الأمثل لموارد المجتمع.

وبالتالي فإن أية نفقات من قبل المنشأة لدعم مشاريع خاصة بالمجتمع يحملها تكاليف إضافية تقلل من تعظيم ثروة الملاك. ويرى فريق آخر أن معايير المسؤولية الاجتماعية غير واضحة؛ الأمر الذي

يجعل من الصعب تبني هدف محدد تلتزم به كافة الأطراف ومنشآت الأعمال.

علاوة على ذلك هناك من يعتقد أن الموارد التي يدور حولها موضوع المسؤولية الاجتماعية هي موارد مشتركة بين كافة أطراف المجتمع؛ وبالتالي يجب أن يتحمل الجميع هذه المسؤولية وألا يقتصر ذلك على منشآت الأعمال وحدها.

اهداف أخرى للإدارة المالية

ثالثاً: توفير السيولة الملائمة

أن السيولة تعبر عن مدى قدرة المنظمة على مواجهة التزاماتها القصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها، وسواء كانت متوقعة أو غير متوقعة، وذلك بالدرجة الأولى من خلال التدفق النقدي العادي الناتج من عمليات التشغيل، وبالدرجة الثانية من خلال الحصول على النقد من العمليات غير التشغيلية كزيادة رأس المال أو زيادة حجم الاقتراض أو الاثنين معاً، وللسيولة بالطبع مفهومان هما:

المفهوم الكمي: وهو المفهوم الذي ينظر إلى السيولة من خلال كمية الأصول الموجودة لدى المنظمة والتي يمكن تحويلها إلى نقد في وقت ما خلال الدورة التجارية للمنظمة.

واستنادا إلى ذلك يتم تقييم السيولة من خلال المقارنة بين كمية الأصول الممكن تحويلها إلى نقد وقيمة الاحتياجات النقدية لفترة مالية محددة، ويؤخذ على هذا المفهوم ضيق الأفق، وذلك لاعتماده في تقييم السيولة على كمية الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد وليس على قيمتها، واعتبار القيمة التي يمكن الحصول عليها من الاقتراض وزيادة رأس المال من السيولة.

مفهوم التدفق : وهو المفهوم الذي ينظر إلى السيولة من خلال قيمة الأصول الموجودة لدى المنظمة والتي يمكن تحويلها إلى نقد في وقت ما خلال الدورة التجارية للمنظمة .

واستنادا إلى هذا المفهوم يتم تقييم السيولة من خلال المقارنة بين قيمة الأصول الممكن تحويلها إلى نقد وقيمة الاحتياجات النقدية لفترة مالية محددة ، ويمتاز هذا المفهوم بسعة الأفق ، وذلك لاعتماده في تقييم السيولة على قيمة الموجودات القابلة للتحويل إلى نقد وليس على كميتها، وعدم اعتبار القيمة التي يمكن الحصول عليها من الاقتراض وزيادة رأس المال من السيولة .

واستنادا إلى هذين المفهومين يمكن أن نعرف السيولة على

النحو التالي:

- أن السيولة تعني أن يتوافر النقد عند الحاجة إليه.

- أن السيولة تعني القدرة على توفير النقد بكلفة معقولة.
- أن السيولة تعني القدرة على مواجهة الالتزامات بتاريخ استحقاقها.
- أن السيولة تعني القدرة على تحويل بعض الأصول إلى نقدية دون خسارة تذكر.

أسباب تدني مستوى السيولة في المنظمة:

نتيجة للإخطاء التي قد تحصل في إدارة الموجودات المتداولة أو في تركيبة الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، وذلك جراء عدم التوازن الفني بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات المالية.

فمن الطبيعي أن يتجه مستوى السيولة في المنظمة نحو الانخفاض، الأمر الذي يجعل المنظمة غير قادرة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في أوقاتها المحددة.

وبالتالي فإن تدني مستوى السيولة في منظمة الأعمال يمكن أن يعود لواحد أو أكثر من الأسباب التالية:

- ١- المبالغة بالاستثمار في الأصول الثابتة.
- ٢- تقديم مواعيد السداد على مواعيد التحصيل.

٣- تكرار تحقيق الخسائر التشغيلية السنوية.

4- التوسع في سياسة منح الائتمان التجاري.

ويؤدي استمرار تدني السيولة لدى المنظمة وتطورها إلى عدة نتائج سلبية، حيث انها تؤدي إلى:

- الحد من قدرة المنظمة على اغتنام الفرص المتاحة.
- فوات فرص الحصول على الخصومات النقدية عند الشراء.
- فقدان قدرة المنظمة على البيع الآجل.
- تصفية بعض الاستثمارات والموجودات في الوقت غير المناسب.

أسباب ارتفاع مستوى السيولة في المنظمة:

نتيجة للأخطاء التي قد تحصل في إدارة الخصوم وحقوق الملكية أو في تركيبة الجانب الأيمن من الميزانية العمومية، وذلك جراء عدم التوازن الفني بين طبيعة الاستخدامات وطبيعة المصادر المالية، فمن الطبيعي أن يتجه مستوى السيولة في المنظمة نحو الارتفاع، الأمر الذي يعطل النقدية ويجعل المنظمة غير قادرة على تحقيق أرباح تشغيلية عالية.

وبالتالي فإن زيادة مستوى السيولة في منظمة الأعمال يمكن أن يعود الواحد أو أكثر من الأسباب التالية:

١ - المبالغة في التوسع بالخصوم وحقوق الملكية.

2- تقديم مواعيد التحصيل على مواعيد السداد.

٣- تكرار تحقيق الأرباح التشغيلية السنوية.

4- التشدد في سياسة منح الائتمان التجاري.

المواءمة بين الربحية والسيولة

يخضع هدف الإدارة المالية المحوري والذي يتمثل بتعظيم القيمة الاقتصادية الحالية للمنظمة بشكل كبير لتأثير هدفي السيولة والربحية ، حيث تتحقق ربحية المنظمة من خلال تشغيل أصول المنظمة بفعالية وكفاية عالية ، وتتحقق السيولة من خلال القدرة على إدارة عناصر رأس المال العامل بكفاية وفعالية عالية ، وإيضا في قدرة المنظمة في الحصول على التمويل القصير الأجل والطويل الأجل.

فالسيولة ضرورية لوفاء المنظمة بالتزاماتها وتفادي مخاطر الإفلاس والتصفية إن لم تتوافر السيولة في الوقت المناسب ، وزيادتها عن الحاجة قد تؤدي إلى تخفيض الأرباح. وذلك نتيجة لقيام

المنظمة بتوظيف جزء كبير من أموالها في استثمارات ذات عوائد مالية منخفضة .

والربحية ضرورية لضمان قدرة المنظمة على البقاء والاستمرار في أعمالها ، لان الخسارة المستمرة سوف تؤدي مع الزمن إلى تلاشي حقوق المساهمين والبدء بتهديد حقوق الدائنين ، وهو أمر بالطبع غير مقبول بأي حال من الأحوال وسوف يؤدي إلى التوقف عن مد المنظمة بالتمويل الجديد والعمل على تقليص التمويل القديم .

ولتحقيق الربحية تسعى المنظمات إلى توظيف أكبر قدر ممكن من أموالها في استثمارات ذات عوائد مرتفعة ، الأمر الذي يتعارض بشكل عام مع هدف السيولة سالف الذكر ، وذلك نتيجة لاستحواذ تحقيق أعلى نسبة من الأرباح على تفكير القائمين على الإدارة المالية على حساب توفير الحد الأدنى من القدرة على مواجهة الالتزامات قصيرة الأجل وتشغيل الأصول طويلة الأمد.

إن تحقيق هدف الربحية والسيولة ضروري لبقاء واستمرارية المنشأة وتحقيق هدفها الأساسي وهو زيادة قيمتها الحالية، ولكن التعارض بين الهدفين المتمثل في تحقيق أحدهما سيكون على حساب التضحية بشيء من الآخر أي أن زيادة الاستثمارات في الأصول

بدافع تحقيق الربح لابد أن يكون على حساب تجميد بعض الأموال في صورة سائلة بدافع الخوف من الوفاء بالالتزامات تجاه الغير أو العكس.

هذا الوضع يجعل الإدارة المالية تواجه مشكلة الموازنة بين عوامل الربح وعوامل السيولة، وحيث أنه لا توجد معادلة لتحقيق هذا التوازن فالأمر يعتمد على مهارة المدير المالي في توجيه الأموال نحو الاستثمارات دون المساس بسمعة المنشأة الائتمانية ودون تجميد لا ضرورة له لهذه الأموال.

غير انه يجب الإشارة إلى أن التعارض بين هدفي الربحية والسيولة ليس أمراً حتمية في كل الأحوال، بل قد يحدث أن يتحقق الهدفان معا فتكون الربحية مرتفعة والسيولة مرتفعة أيضاً أو يتحقق أحد الهدفين فتكون ربحية المنشأة مرتفعة ومع ذلك تعاني من أزمة سيولة والعكس قد يكون صحيحاً.

رابعاً: تحقيق الرفاهية لأصحاب المصلحة Stakeholders

Welfare

بالرغم من أن الهدف الأساسي للإدارة المالية هو تعظيم ثروة الملاك الذي أصبح يمثل هدفه أساسية في الآونة الأخيرة، إلا أن

الكثير من المنظمات وسعت تركيزها لكي يشمل أصحاب المصالح الأخرى.

أصحاب المصالح هم مجموعة من الأفراد مثل الموظفين، العملاء، الموردين، الممولين، الملاك وآخرين تربطهم مصلحة اقتصادية مع منتجات المنظمة أو خدماتها. الموظفون يتم الدفع لهم مقابل العمل، العملاء يشترون سلع الشركة، الممولون يقدمون التمويل المطلوب لشراء احتياجات المشروع، وذلك بشروط معينة، الملاك يقدمون الأسهم متوقعين تعويضه أو عائدا عن ذلك. والمنظمة تتجه لحماية مصالح من لهم علاقة بالمنظمة وتتفادي أي إجراء ضار لأصحاب المصالح المرتبطة بالمنظمة.

الهدف ليس تعظيم مصالح من لهم مصلحة بالمنظمة، ولكن الحفاظ عليها. مفهوم المصالح الأخرى مع المنظمة لا يعني تبديل مفهوم هدف تعظيم الثروة، بل هو تطور للمسؤولية الاجتماعية للمنظمة والمتوقع أن تحقق أقصى منفعة على الأجل الطويل لحملة الأسهم من خلال تكوين علاقة إيجابية مع من لهم علاقة مع المنظمة من خلال تخفيض الصراعات والدعاوى القانونية.

خامسا: المسؤولية الاجتماعية

إن هدف الإدارة المالية للمنشأة يجب أن يكون منسجمة مع هدف المنشأة ويبقى التساؤل فيما ينبغي أن يكون هو هدف الإدارة المالية في المنشآت الحكومية أو المنشآت التي لا تهدف للربح.

إن هدف الشركة العامة الحكومية هو تحقيق أهداف الدولة وسياساتها الاقتصادية ويرى البعض أن هدف الإدارة المالية هو تعظيم العائد الاجتماعي.

ويقصد بالعائد الاجتماعي تعميم الفائدة المرجوة من المشروع على المجتمع ككل هذه الفائدة قد تكون تطوير المنطقة أو التوزيع العادل للثروة أو رفع المستوى الاقتصادي.

بالرغم من أن تعظيم العائد الاجتماعي هو الهدف الأساسي للشركات الحكومية إلا أن ذلك لا يعني أن نتجاهل الربحية لأن الربحية تعني الاستمرارية كما أن هدف مضاعفة القيمة يجب أن يكون وارداً أيضاً والا تدهورت قيمة الاستثمارات.

ولكي تحقق منظمات الأعمال تلك الأهداف فإنها تسعى إلى تحقيق بعض الأهداف المساندة مثل:

أ- تحقيق مستوي ملائم من الأرباح، وبما لا يقل عن المستوى الذي تحققه المنظمات المماثلة

ب- تحقيق سيولة نقدية تساعد على عمليات التشغيل وتحمل المصاريف والأعباء النقدية، ومواجهة الالتزامات في مواعيدها.

ج - مواجهة توقعات أصحاب المنظمة.

د - مواجهة توقعات العاملين والمتعاملين مع المنظمة.

7/1 علاقة الإدارة المالية بالعلوم الأخرى

على الرغم من أن الوظيفة المالية تؤدي في أعلى مستويات التنظيم، إلا أن الشخص الذي يصبو إلى الوصول إلى مركز المدير المالي في المشروعات الضخمة عادة ما يبدأ كمحاسب يمارس وظائف محاسبية بحتة.

ولهذا السبب تثار عادة أسئلة كثيرة عن العلاقة بين الإدارة المالية وبين المحاسبة والاقتصاد وغيرهما من ميادين المعرفة في مجال العمليات المتعلقة بإدارة المشروع.

1. المحاسبة والإدارة المالية: يخلط الكثيرون بين المحاسبة والإدارة المالية، فهم يلاحظون أنه يتم استخدام نفس

المصطلحات ونفس القوائم المالية حين التعرض للموضوعين، وبالتالي فهم لا يجدون فرقة بينهما. ولكن الصحيح هو أن المحاسبة تهتم أساسا بعملية جمع البيانات، في حين تهتم الإدارة المالية بتحليل هذه البيانات بغرض اتخاذ القرارات. وعلى الرغم من ازدياد أهمية المحاسبة في الآونة الأخيرة كوسيلة لتزويد المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الرشيدة، فإن رجال الإدارة المالية تقع عليهم المسؤولية الكاملة للتحليل والتخطيط والرقابة.

2. الاقتصاد والادارة المالية: إن الإلمام بجوانب المعرفة المذكورة عالية مطلوب لاتخاذ القرارات المالية الرشيدة، ولكننا نستطيع القول بأن أكثر الجوانب ضرورة وأهمية من وجهة نظر رجال الإدارة المالية هي والمناخ الاقتصادية، ويعرف الاقتصاد عادة أنه دراسة استخدام الموارد المحدودة المقابلة أهداف المجتمع. وإذا نظرنا إلى القرارات التي تتخذ داخل المشروع- سواء كانت قرارات إنتاجية أم تسويقية أم مالية - فإننا نجد أنها تهدف إلى تحقيق نفس الشيء (الاستخدام الأمثل للموارد)، وعلى هذا الأساس فإنه يمكن اعتبار الإدارة المالية جانباً من جوانب النظرية الاقتصادية للمشروع.

3. الأساليب الكمية والعلوم السلوكية والاجتماعية: نتعامل الإدارة المالية مع البيانات والأفراد. وتوفر عملية تحليل البيانات للمدير المالي فرصة استخدام الأساليب الكمية الحديثة مثل البرمجة الخطية والعديّة والديناميكية والمحاكاة ونظرية المباريات. وهذا يستدعي من دارس الإدارة المالية أن يلم بهذه الأساليب. ومن ناحية أخرى فحيث أن تشغيل المشروع يتضمن التفاعل بين الأصول المادية والمعلومات والأفراد، فإن تفهم العلوم السلوكية أصبح ضرورة لرجال الإدارة المالية؛ فلا شك أن إدارة عمليات المشروع تتطلب علاقات سلطة بين الأفراد والجماعات وهي ما تضمنه العلوم السياسية، وكذلك يلعب علم الاجتماع دورا أساسيا في تفهم سلوك الأفراد داخل الجماعات. وأخيرا علم النفس ضروري في التعامل مع الشخصية والمكونات العاطفية للمديرين والمروّسين.

8/1 الاشكال القانونية للشركات

يعتبر الشكل القانوني للمنظمة أحد أهم القرارات التي يجب أن يتخذها المستثمرين قبل البدء في النشاط، حيث يترتب على الشكل القانوني الذي يتم اختياره الكثير من القرارات والالتزامات والقيود التي يجب مراعاتها عند أداء النشاط وفيما يلي نوضح باختصار الأشكال

الثلاثة الرئيسية للمنظمات وهي المنشأة الفردية وشركة التضامن والشركة المساهمة.

1- المنشأة الفردية (Sole Proprietorship)

المنشأة الفردية هي منشأة أعمال يمتلكها شخص طبيعي واحد من اجل تحقيق ربح شخصي لنفسه. ومعظم المؤسسات الفردية صغيرة الحجم مثل محلات البقالة وورش اصلاح السيارات او محلات الملابس والاحذية وخلافة وكافة هذه المنشأة تعمل في مجال تجارة التجزئة، او الجملة، او الخدمات، او الانشاءات.

في معظم الأحيان، يقوم مالك المؤسسة الفردية مع مجموعة من الموظفين بإدارة وتشغيل المؤسسة الفردية. ويقوم المالك بتمويل المؤسسة من أمواله الشخصية أو من خلال الاقتراض بضمان المنشأة وممتلكاته الشخصية وبالتالي تكون القدرة على الاقتراض محدودة جدا.

وغالبا ما يقوم المالك باتخاذ كافة القرارات المالية والادارية والتشغيلية الخاصة بالمنشآت. ويعد هذا الشكل من منظمات الاعمال ملائما لرواد الأعمال Entrepreneurs الذين يفضلون دائما الاستقلالية في العمل.

وتتمثل المشكلة الرئيسية في المنشأة الفردية في المسؤولية الغير محدودة لملاك هذه المنشآت (Unlimited Liability) والتي تعنى ان كافة الالتزامات على المنشأة الفردية هي مسؤولية المالك بأمواله المستثمرة في المشروع وكذلك ممتلكاته الشخصية، وبالتالي فمن حق الدائنين مطالبة المالك بحقوقهم حتى وان اضطر المالك لبيع وتصفية أصول شركته وممتلكاته الشخصية لسداد مستحقات الدائنين.

2- شركة التضامن (Partnership)

تتكون شركة التضامن من مالكين او أكثر يقومون بتمويل المشروع سويا من أجل تحقيق الربح. وتمثل شركات التضامن حوالي 7% من اجمالي عدد المنظمات وهي عادة أكبر حجما من الشركات الفردية.

وعادة ما تعمل شركات التضامن في قطاعات التمويل والتأمين والعقارات. وعادة ايضا ما تكون مكاتب المحاسبة والمحاماة في شكل شركات التضامن. معظم شركات التضامن تؤسس من خلال عقد مكتوب بين الشركاء يكون فيه كل الشركاء متضامنين و مسئوليتهم غير محدودة عن التزامات الشركة سواء بأموالهم المستثمرة بالشركة أو أموالهم وممتلكاتهم الشخصية وقد تكون شركة التضامن ذات مسؤولية محدودة (Limited Liabilities Partnership) .

وهو ما يعني ان كل الشركاء (ما عدا شريك واحد علي الأقل يسمى ال General Partner) مسئولين عن ديون الشركة مسئولية محدودة في حدود أموالهم المستثمرة بالشركة دون الرجوع على ممتلكاتهم الشخصية بينما الشريك الضامن (General Partner) مسؤول عن ديون الشركة بأمواله المستثمرة في الشركة وممتلكاته الشخصية.

3- الشركة المساهمة Corporation

تتمتع الشركة المساهمة بشخصية معنوية وفقا للقانون، وبالتالي يكون من حق الشركة اقامة الدعاوى القضائية أو ان يقام ضدها دعاوى قضائية.

وكذلك يتم اقتناء كافة أصول الشركة باسمها وليس بأسماء المساهمين. وبالرغم من أن شركات المساهمة تقل عن 20% من اجمالي اعداد المنظمات العاملة بالدولة الا ان إيراداتها تفوق 90% من اجمالي إيرادات منظمات الأعمال كافة. وتعمل الشركات المساهمة في كافة القطاعات الخدمية والصناعية والزراعية.

الفصل الثاني

الأسواق والمؤسسات المالية

بعد دراسة هذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح ملماً بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- مفهوم وانواع ووظائف الاسواق المالية
- الفرق بين سوق المال المنظم والغير منظم
- الفرق بين سوق النقد وسوق رأس المال واهم الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية.
- مفهوم كفاءة الأسواق
- أعضاء البورصة وصناع السوق
- أهم الأوراق المالية فى سوق المال المصرى
- مفهوم المؤسسات المالية وأنواعها،
- والمؤسسات المالية وعلاقتها بالنظام المالى والوسطاء المالىين.

تمهيد

يتناول الجزء الأول من هذا الفصل الأسواق المالية من حيث تعريفها، أنواعها ووظائفها، وسنتعرف على تعريف سوق المال، وما يعنيه مصطلح سوق المال المنظم وغير المنظم، و ما يعنيه سوق النقد وسوق رأس المال وأهم الوظائف التي تؤديها الأسواق المالية، كما يتم توضيح مفهوم كفاءة الأسواق.

كما سنقوم بتوضيح السوق الثانوي المنظم وهو بورصة الأوراق المالية، حيث نتعرف على ماهية بورصة الأوراق المالية، ووظائفها الأساسية، وأعضاء البورصة وصناع السوق وعرض أهم الأوراق المالية في سوق المال المصري. أما الجزء الثاني من هذا الفصل فيتناول مفهوم المؤسسات المالية وأنواعها، والمؤسسات المالية وعلاقتها بالنظام المالي والوسطاء الماليين.

1/2 الأسواق المالية

ويشهد العالم في الآونة الأخيرة ظواهر جديدة متلاحقة في عالم المؤسسات المالية من اندماجات وتحالفات، وظهور كيانات ضخمة قادرة على التوسع في خدماتها، فضلا عن عولمة العمليات المالية، وتكامل

رأس المال على المستوى العالمي، وانفتاح المؤسسات المالية بصورة متزايدة، نتيجة التطور الهائل في تكنولوجيا الاتصالات والنقود والتجارة الإلكترونية.

فتعتبر أسواق المال الأحداث نشأة مقارنة بالأسواق الأخرى إلا أنها في نفس الوقت تعتبر الأكثر تطوراً سواء من حيث التنظيم أو الإمكانيات المادية نسبة لضخامة الأموال التي يتم تبادلها في هذه الأسواق أو في مستوى التقنية والنظم الإلكترونية.

1/1/2 مفهوم الاسواق المالية

تمثل الأسواق المالية أهم البيئات التي تؤثر في الأداء المالي للمنظمات والتي من خلالها تستطيع المنظمات تدبير الأموال اللازمة لتمويل عملياتها ومشاريعها الاستثمارية وكذلك استثمار أموالها الفائضة. وتعمل الأسواق المالية أيضاً على المساعدة في تداول الأصول المختلفة وكذلك الالتزامات. فيمكن تعريف السوق المالي على أنه الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق في ظل توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق. بهذا المفهوم يمكن القول بأن الأسواق المالية توجد أينما وجدت الوسيلة التي تسمح بعملية

التبادل بين البائع والمشتري، ويمكن أن تكون هذه الوسيلة مباشرة أو غير مباشرة. كما أنه ليس بالضرورة أن يلتقي البائع والمشتري؛ لأن ذلك يمكن أن يتم عن طريق وسطاء مثل السماسرة والوكلاء. وبفضل التطورات التنظيمية والتقدم في وسائل الاتصال اتسع نطاق السوق المالية وانتشرت على المستوى المحلي والإقليمي والعالمي، وبالتالي فإن الأسواق المالية تلعب أدواراً هامة تتمثل في الآتي:

1. تقليل تكاليف الاستثمار والتمويل، لأنها تجمع بين الراغبين في التمويل والمدخرين أو المستثمرين، ففي غياب هذه السوق سيسعى كل من الراغبين في التمويل والمدخرين للبحث عن بعضهما وفي ذلك تكلفة وجهد. وبما أن المدخر يسعى إلى تقليل المخاطر، فإنه يلجأ إلى التنويع وتوزيع مدخراته على عدد كبير من الفرص الاستثمارية، وهذا يتطلب جمع وتحليل البيانات الخاصة بجدوى كل فرصة استثمارية؛ مما سيؤدي إلى زيادة التكاليف وتخفيض العائد على الاستثمار، وبالتالي التأثير سلباً على قرار الاستثمار وعلى النمو الاقتصادي.

2. وجود وسطاء في سوق الأوراق المالية يساعد كثيراً في التوفيق بين رغبات المقرضين والمقترضين من حيث توقيت الحصول على الأموال وبيان المخاطرة والعائد المتوقع.

3. تعمل الأسواق المالية على تحديد أسعار الأوراق المالية المتداولة، وكذلك معدلات الفائدة؛ الأمر الذي من شأنه المساعدة في عملية تشريد قرارات الاستثمار والتمويل بهدف تعظيم ثروة الملاك.

4. توفر الأسواق المالية السيولة اللازمة بالنسبة للمستثمرين أو المدخرين الذي باستطاعتهم تحويل استثماراتهم إلى نقدية من خلال طرحها في السوق الثانوي.

تمثل الأسواق المالية الوعاء النظامي الذي يحتضن طلبات شراء وبيع الأدوات المالية التي يتم تبادلها وتداولها عبر وكلاء (سماسرة) مرخصين، ووفقاً لضوابط محددة لإتمام العمليات المالية بسرعة ووفقاً لسعر عادل يلبي رغبات الطرفين.

بناءً على ما سبق، يمكن تعريف سوق المال بأنه : المكان المخصص المنظم ، او الآلية الإلكترونية أو التقنية المعتمدة التي يتم من خلالها الجمع بين البائعين والمشتريين للأوراق المالية، لإكمال

عمليات التداول فيما بينهم بشفافية تامة, وفقا لضوابط ونظم محددة بالقانون، ويتميز بتوفر وسائل الإتصال الفعالة ووجود وسطاء مرخص لهم لتتم عمليات التداول من خلالهم.

2/1/2 وظائف الأسواق المالية

تتمثل أهم وظائف الاسواق المالية فيما يلي:

1. تخصيص الموارد: تؤدي الأسواق المالية دوراً هاماً في تخصيص الموارد الرأسمالية حيث يكون للمستثمرين الدور الأكبر في تحديد أي من الشركات سيستمر وأي منها سيختفي. فالاسواق المالية تشجع على توجيه الاستثمارات نحو المشاريع التي تبدو ناجحة لحظة اتخاذ القرار بالاستثمار عبر عدد كبير من المحللين الماليين الذين يحللون أداء الشركات المختلفة ويقدمون نصائحهم بالاستثمار من عدمه.
2. توفير مؤشرات عن الأداء الاقتصادي : حيث تعطي عملياتها في مجموعها مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار والادخار والاستثمار، وتعكس بصورة حقيقية الوضع الاقتصادي في فترات الرواج

والكساد، وهى مؤشرات تساهم في الدراسات الخاصة بالاقتصاد القومي فيما يتعلق بمعرفة أهم القطاعات الاقتصادية، إذ أن أسعار الأسهم في البورصة تعكس نجاح أو فشل المشروعات الإنتاجية. وهى بذلك توفر رقابة على الأداء الاقتصادي للمشروعات الخاصة، وتحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة، وتوفر قاعدة بيانات جيدة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.

3. تنمي الوعي الادخاري: يترتب على نشاطها ورواجها دفع الأفراد إلى توجيه مدخراتهم إلى المشروعات، عن طريق شرائهم أسهم تلك المشروعات، مما يضاعف من حالة الرواج، كما أن تحديد أسعارها وفقا لمبادئ العرض والطلب في سوق متنافسة يؤدي إلى حسن تخصيص الموارد.

4. توزيع المخاطر: تتيح الأسواق المالية للمستثمرين اختيار الاستثمارات التي تتناسب مع مستويات المخاطرة التي يفضلونها كما تمنحهم فرصة توزيع المخاطر على عدد كبير من الأصول المالية.

5. إقامة الشركات كبيرة الحجم (الفصل بين الملكية والإدارة): في سياق تعدد أشكال الإدارة وتنوعها، كانت تتم إدارة كثير من الشركات من قبل الملاك أنفسهم. هذا الشكل من الإدارة هو الشكل الأكثر ملائمة للشركات الصغيرة والأكثر شيوعاً خلال المرحلة التي سبقت الثورة الصناعية. أما في الوقت الحاضر ومع الاتجاه نحو عولمة الأسواق والإنتاج الكبير لم يعد هذا الشكل ملائماً، وبرزت الشركات كبيرة الحجم. ومن الطبيعي أن هذا العدد الكبير من المساهمين لا يستطيعون أن يساهموا جميعاً في عملية إدارة الشركة لذا ينتخبون مجلس إدارة يتولى تعيين إدارة للشركة. هذه الهيكلية تعني أن ملاك الشركة لا يتولون إدارتها وهذا يعطي الاستقرار لهذا النوع من الشركات والذي لا يتوفر في الشركات الفردية. فعلى سبيل المثال، لو رغب احد المستثمرين في بيع حصته في الشركة فإنه يستطيع بيع أسهمه في السوق المالي دون أن يترك ذلك أثراً في إدارة الشركة.

6. الدور المعلوماتي للأسواق المالية (حوكمة الشركات وأخلاقيات الإدارة): حتى تستطيع السوق المالية القيام بدورها في

التخصيص الكفاء للموارد ينبغي أن يتوافر قدر كاف من الشفافية للمستثمرين حتى يتمكنوا من اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة. أما إذا استطاعت الشركات المدرجة في السوق خداع المستثمرين ببيانات مغلوطة عن أدائها المستقبلي فإن الكثير من قرارات المستثمرين ستصبح خاطئة وستفشل السوق في تخصيص الموارد بشكل مناسب. هنا ينبغي على إدارة السوق المالي القيام بدورها في تأمين وصول المعلومات المتعلقة بالشركات إلى المستثمرين بشفافية وصدق بحيث يصبح السوق المالي مصدراً لهذه المعلومات الصحيحة.

7. تمويل الشركات: تساعد السوق المالية الشركات المساهمة على تمويل أنشطتها المتنوعة وتوسعاتها المحتملة من المستثمرين عبر إصدار أوراق مالية بآجال مختلفة. فالسوق النقدي، على سبيل المثال، يتيح للشركات فرصة الاقتراض لفترات قصيرة بينما يوفر سوق رأس المال للشركات فرصة الحصول على المال لفترات طويلة الأجل تساعد على تمويل الأنشطة التوسعية للشركة.

8. توفير السيولة للمستثمرين: تساهم الاسواق المالية في تأمين السيولة للمستثمرين عبر البيع السريع وبأقل قدر من الخسارة أو بربح لمن يرغب في التخلص من أسهمه. مما يجذب أعداداً متزايدة من المستثمرين إلى السوق ويخلصهم من عناء الانتظار والبحث عن مشترٍ حال غياب هذه السوق. وتزداد أهمية هذه الوظيفة لدى المضاربين الذي يرغبون بتحقيق ربح سريع من تداول الأوراق المالية دون الاحتفاظ بها لفترات طويلة حيث يبحثون عن الأسهم التي تكون سيولتها مرتفعة (أحجام تداولها مرتفعة نسبياً) بما يتيح لهم فرصة تحقيق ربح سريع خلال فترة وجيزة.

9. تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية بالمشروعات، وذلك لإصدار الشركات نتائجها المالية بصفة دورية ، وتكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين.

10. تعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق السوق المفتوحة، وذلك ببيع أو شراء الأوراق المالية، لتغيير كمية النقود للقضاء على التضخم أو الانكماش .

3/1/2 الأهمية الإقتصادية للأسواق المالية

تنبع الأهمية الإقتصادية لإنشاء أسواق المال من كونها ترتبط بتحقيق عدة أغراض وأهداف لمصلحة الإقتصاد تشمل مايلي :

(1) تشجيع الإدخار القومي ونشر ثقافة الإستثمار والتوعية بوسائل توفير التمويل من خلال أسواق المال مثلها مثل الوسائل التقليدية للتمويل، ومن ثم قيادة سلوك الاستثمار من خلال ملاحظة الأشخاص للنشاطات التي تجري في الأسواق المالية مما يحفزهم على الاستثمار في هذه الأسواق من خلال قنوات المعلومات والاتصال المختلفة.

(2) تشجيع الشركات للتحويل من مؤسسات وشركات عائلية وخاصة الي شركات مساهمة عامة خصوصا إذا ما قدمت الدولة تشجيعات ضريبية وتمويلية لشركات المساهمة العامة.

(3) السماح للجمهور بالمساهمة في مؤسسات القطاع العام والخاص من خلال اسهم تباع بأسعار في متناول اليد مع سهولة البيع دون التأثير على أوضاع المؤسسة من خلال بيعها في السوق الثانوي.

(4) تمكين الدول من التمويل عبر الصكوك وتسهيل عمليات خصخصة

الوحدات الحكومية عبر ادراجها بالسوق وطرح أسهمها للجمهور.

(5) تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات

الاستثمارية والتشغيلية في إقتصاد أى دولة ، إذ تمثل أداة غير

رسمية للرقابة الخارجية على مستوى أداء الشركات المدرجة فيها،

حيث أن حجم الإقبال على أسهم الشركة يعكس مدى كفاءة

السياسات التي تتبعها إدارتها .

(6) سهولة اجراءات تقييم الشركات المدرجة عن طريق السوق، مع

إمكانية تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية من خلال

تحليل البيانات والمعلومات التي يوفرها السوق والشركات التي

تتعامل معه.

(7) تحقيق مستوى عال من الضبط المؤسسي من خلال رقابة هيئات

أسواق المال وإلزام الشركات بالإفصاح ومراقبة عمليات التبادل

يضمن مناخا استثماريا يتسم بالشفافية مما يجعل البورصة تمثل

المرآة التي تعكس الحالة العامة لإقتصاد الدولة.

(8) تسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأطراف الاقتصادية.

(9) الربط بين النشاطات قصيرة الأجل بالأنشطة الاستثمارية طويلة الأجل مما يسهم في تحقيق المزيد من تراكم المصادر التمويلية.

(10) تمكين سلطات النقد المركزية من إنفاذ السياسة النقدية وإدارة الكتلة النقدية من خلال آليات عمليات السوق المفتوح.

4/1/2 كفاءة الأسواق المالية

تعتمد الية العمل في أسواق المال على توفير المعلومات بكل دقة وشفافية حول الأسهم والصكوك وصناديق الإستثمار المدرجة وحول الجهات المصدرة لها ، وتقاس كفاءة السوق بمدى قدرته على الإستجابة السريعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه. حيث يكون من شأنها تغيير نظرتهم تجاه المنشأة المصدرة للصك أو السهم.

حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة المعلومة التي قد تكون سارة أو غير سارة ، مثل أنباء إقالة أو إستقالة مدير تنفيذي أو رئيس مجلس الإدارة أو إندماج شركات أو تصفيات فروع

الشركة نفسها وغير ذلك من الأنباء التي تبثها وسائل الإعلام المختلفة. وقد تكون المعلومات حالية كنتائج الأعمال السنوية أو الربع سنوية او تطورات سعر الصك أو السهم أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة المحلية أو الدولية وتأثيرها على أداء المنشأة .

Efficient Market كما أن الأسعار في ظل السوق الكفاء
تعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وخطورها وفقا لتحليلاتهم وخبراتهم الخاصة . فالسوفي الكفاء هو السوق الذي حقق التخصيص الكف للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيهها إلى الفرص الأكثر ربحية وذلك من خلال دور السوق المباشر بتوفير بيئة مناسبة للمؤسسة لتسويق صكوكها أو أسهمها المصدرة بتكلفة منخفضة عن وسائل التمويل الأخرى .

كما يلعب السوق دور غير مباشر في تسهيل عمليات تقييم المؤسسات المالية، فبإدراج المؤسسة وإقبال المستثمرين على التداول في صكوكها يعطي مؤشر جيد لملائتها المالية مما يمكنها من التوجه الى مؤسسات التمويل الأخرى للحصول على موارد إضافية أخرى بتكلفة تمويل معقولة.

إن كفاءة السوق التامة تتطلب توافر شروط ضرورية ولازمة

تشمل النقاط الآتية :

1. أن تكون المعلومات عن السوق متاحة لجميع المتعاملين آليا

وبنفس القدر وبدون أية تكلفة مالية.

2. عدم وضع عقبات وشروط تقيد حق المستمر في التداول

بسلاسة ويسر كشرط شهادات خلو الطرف من الضرائب أو

الزكاة.

3. كما في شروط المنافسة الكاملة، لابد هنا أن يوجد بالسوق

عدد كبير من المستثمرين بحيث لا تؤثر تصرفات بعضهم على

أسعار التداول بقصد التلاعب.

4. السلوك الرشيد للمستثمرين ولمصدري الصكوك، بحيث يسعى

الجميع إلى تعظيم المنفعة التي يتم الحصول عليها نتيجة

إصدار الصكوك والأسهم واستغلال الموارد المالية في العمليات

الاستثمارية.

5. لابد من مراعاة الكفاءة الإقتصادية للسوق بحيث تكون هناك

فترة معقولة ما بين وصول المعلومات إلى السوقي وظهور آثارها

على أسعار التداول دون أن يحقق المستمر نتيجتها أرباح غير
عادية على المدى الطويل.

6. القدره على تحقيق الكفاءة الخارجية (كفاءة التسعير) والكفاءة
الداخلية (كفاءة التشغيل) حيث :

كفاءة التسعير (Price Efficiency) هي سرعة وصول
المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فارق زمني أو
تكاليف ماله يذكران، ما جعل الأسعار اداة تعكس كافة المعلومات
المتاحة حيث يكون للجميع فرص متساوية لتحقيق الأرباح، ويقطع
الطريق أمام أي منهم لتحقيق أرباح غير عادلة على حساب الآخرين،
وبهذا فهي تعتمد على كفاءة التشغيل (Operational Efficiency)
التي تشير إلى قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون
أن يتكبد المتعاملين تكلفة عالية ودون أن يتاح للمتخصصين من وكلاء
وشركات وساطة أي فرصة لتحقيق أرباح .

تصنف كفاءة السوق بالقوة (سوق ذو كفاءة عالية) إذا كانت
الأسعار الحالية تعكس تماما كل مايمكن معرفته من بيانات ومعلومات

حيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين استخدامها لتحقيق أرباح غير عادية بصفة منتظمة حتى ولو استعان بخبرة.

افضل المستشارين الماليين حيث لا تتوفر أية فرصة لإحتكار المعلومات حتى تكون فرصة تحقيق أرباح غير عادية تساوي الصغر، لأن الأسعار السائدة في السوق ستعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، مما ينفي الحاجة للإستعانة بمختصين في التحليل المالي.

غير أن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تماما من الناحية العملية إمكانية قدرة البعض على تحقيق بعض الأرباح الاستثنائية ولو في عدد قليل من الصفقات، لقدراتهم الفائقة في الدراسة والتحليل والتنبؤ ، إلا أن هذه الأرباح سيتم فقدانها في الأجل البعيد إذا استمرت هذه الممارسة، بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربات الناتجة عنها.

أما السوق ذو الكفاءة الضعيفة فهو السوق الذي تكون فيه المعلومات والبيانات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في الأسعار أو في حجم التداول في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي يستحيل الاستفادة بها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية، بالتالي هنا تكون

إمكانية تحقيق أرباح إستثنائية من خلال إستخدام معلومات محتكرة أو معلومات خاصة غير منشورة ، أو عن طريق استخدام محللين أكثر كفاءة لتحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق الآخرين.

ويمكن إختبار ضعف كفاءة السوق أو عدمها ، من خلال عدة طرق أهمها طريقة قاعدة التصفية **Filter Rule** حيث يتم من خلالها المقارنة بين عائد المستثمر الذي يقوم بشراء الأوراق المالية ويحتفظ بها، وبين عائد المستثمر الذي يبيع ويشترى باستمرار (بعد خصم العمولات) فإذا كان العائد متقارب فهذا يعني أن السوق كفء بصيغته الضعيفة، أما إذا حقق المستثمر الذي يبيع ويشترى أرباحا أكثر فهذا يعني أن السوق غير كفء.

كما يمكن إستخدام السلاسل الزمنية، لقياس معامل الارتباط بين التغيرات في سعر الورقة خلال فترة زمنية معينة مقارنة بفترة ماضية ومعرفة درجة الارتباط التي يعنى وجودها صحة فرضية السوق الضعيفة.

أما السوقي ذو الكفاءة المتوسطة فتجد فيه أن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كافة المعلومات والبيانات المعروفة والمتاحة للجمهور

أو التوقعات التي تقوم عليها ولهذا لن يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين، إلا بفضل حصوله على بيانات ومعلومات حديثة غير متاحة للآخرين، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة والمتوفرة عن الأسعار نفسها في إطار ظاهرة احتكار المعلومات.

فالسوق الكفوّة هي السوق المالية التي تحدد فيها أسعار الأوراق المالية بشكل عادل يكافئ قيمتها الاستثمارية ، حيث لا يكون هناك تفاوت بين السعيرين كما حدث في الأسواق ضعيفة الكفاءة.

وحتى تصنف السوق المالية بانها سوق كفوة يجب أن تتوفر

فيها الخصائص التالية :

1- السيوّلة: يبحث المستثمر الرشيد عن السوق الذي يتمكن فيه من التصرف في الأوراق المالية في الوقت الذي يناسبه دون التعرض لخسائر في الأصول المالية التي يرغب في بيعها. فالسيولة هنا هي امكانية التخلص من (او بيع) أصول مالية بسرعة ودون خسارة ، وهي تعتبر من أهم محفزات التداول في الأسواق المالية، ومن المؤكد أن المستثمر الرشيد يقبل الخسارة

إن كانت ناتجة عن عوامل لا علاقة لها بسيولة السوق وانعكست سلباً على قيمة الورقة المالية.

2- استقرارية السعر : ترتبط استمرارية استقرار السعر ارتباطاً وثيقاً بعملية السيولة، في حالة ثبات كافة العوامل الخارجية يجب ألا تتغير أسعار الأوراق المالية تغيراً مؤثراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كان هناك معلومات جديدة ومبررات مقبولة تؤدي إلى تغيير السعر.

3- عمق السوق : السوق العميقة هي التي يتوفر فيها عدد كبير من البائعين والمشتريين الذين لديهم الرغبة والقدرة على التداول في الأوراق المالية المعروضة بالسوق بشكل يحقق التوازن بين العرض والطلب ، وبالتالي يتعاملون ببيعاً وشراءً عند حدوث أي إختلال في سعر الورقة لضبط السعر وإعادته إلى وضعه الطبيعي. وبالعكس من السوق العميق Depth نجد أن السوق الضحل Shallow Market وهو تعبير يطلق على السوق التي تكون شبه جامدة ولا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية. نسبة للفوارق الكبيرة في عروض أسعار الشراء والبيع محدودة العدد ، مما يرفع درجة المخاطر بالنسبة

للمتعاملين في السوق ويزيد من فرص تعرضهم للخسائر المحتملة .

بين هذين النوعين (العميق والضحل) يوجد ما يسمى بالأسواق المشتتة **Fragmented Markets** وهي تلك التي يكون فيها عددا كبيرا من أسعار العرض والطلب لا يعلم بها في الوقت المناسب عند إبرام الصفقات والتي تستغرق وقتا أطول وتتميز بالفرق الكبير ما بين أسعار الطالب وأسعار العرض.

4- مدي اتساع السوق : يطلق على السوق المالي بأنه يتصف بصفة الاتساع إذا إرتبط كُبر حجم التداول باوامر العرض والطلب وتنتفى عنها صفة السوق الضيقة التي يكون فيها عدد المتعاملين قليلا، وكان حجم التداول الناتج صغيرا. وبسبب حجم التداول الكبير في الأسواق الواسعة فإن الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض عادة يكون محصورا في نطاق ضيق ومحدود الحركة.

5- حيوية السوق : نسبة لحجم التداول الكبير وضيق نطاق الفرق بين سعر الطلب وسعر العرض في السوق الواسع ، يجب في حالة إختلال التوازن ما بين العرض والطلب في السوق أن

يتغير السعر لإعادة التوازن، فارتفاع عدد الأوامر على السوق بسبب أي تغير طفيف في الأسعار، يدل على حيوية السوق التي تتطلب وجود وسائل اتصالات سريعة ومنخفضة الثمن ليتمكن المتعاملون من إنجاز صفقاتهم بالسرعة المطلوبة التي تضي على السوق الحيوية والنشاط.

6- كفاءة المعلومات (كفاءة التسعير) : تعتمد عمليات التداول بالأسواق المالية اعتماداً كبيراً على توافر المعلومات حول الأوراق المالية والجهات المصدرة لها، وعلى درجة وصول المعلومات إلى الجميع بالسرعة اللازمة وبأسعار منخفضة، حيث أن أي تغير في المعلومات سيؤدي إلى تغير مقابل في الأسعار التي تعتبر المرآة العاكسة للمعلومات. علماً بأن هناك الكثير من الجهات التي تقوم بنشر المعلومات وإصدار المجلات والصحف المتخصصة في أخبار الأسواق المالية والمتابعة لحركة الأسهم فيها.

5/1/2 تصنيف الأسواق المالية

تنقسم أسواق المال الى:

(1) السوق النقدية : وهي السوق الذي يلعب فيها الجهاز المصرفي الدور الأساسي بتحكمه في عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية. من خلال هذه السوق تتم عمليات الاقتراض والاقتراض فيما بين البنوك التقليدية ، وفقا لأسعار الفائدة السائدة للآجال المختلفة، حيث يتحدد سعر الفائدة غالبا بناء على العرض والطلب، مع الأخذ في الاعتبار المؤشرات الاقتصادية والسياسية ومدى تأثيرها على آلية عمل السوق. وتتميز الاوراق المالية المتداولة في السوق النقدي بسيولتها العالية وقصر آجالها التي لا تتجاوز العام غالبا.

أما ادوات الاستثمار في هذا السوقي فتتمثل في شهادات الابداع والاوراق التجارية والاوراق المخصوصة وأذونات الخزنة، وكذلك الودائع والصناديق الاستثمارية قصيرة الأجل، ومن الواضح أن التركيز في هذا السوق يكون على عنصري السيولة والأمان أكثر من عنصر الربحية بسبب القيود التي تفرضها السلطات النقدية وحساسية البنوك تجاه

وضعها السيولي الذي يؤثر مباشرة على عمليات الإستثمار والسحوبات النقدية اليومية والموسمية

(2) سوق رأس المال **Capital Market** : الذي تلعب فيه المؤسسات المالية الكبيرة الدور الرئيسي كمصارف الاستثمار وشركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي ، ويتميز سوق رأس المال بتعامله في الأوراق المالية طويلة الأجل والتي لها فترات استحقاق تزيد عن عام. يعتبر هذا السوق أكثر تنظيماً من السوق النقدي ، كما أن التركيز فيه يكون على عنصر الربحية من قبل المستثمر أكثر من عنصري السيولة والأمان، و يطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة لأن المتعاملين فيه عادة يكونون من المتخصصين المؤهلين والمدربين على هذا النوع من العقود التجارية

(3) سوق الأوراق المالية **Stock Exchange** : حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من الصكوك والأسهم والسندات القابلة للتداول سواء السيادية التي تصدرها الحكومات أو الخاصة التي تصدرها الشركات والبنوك أو غيرها من المؤسسات والهيئات المخول لها

إرتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم بجانب انتشار شركات المساهمة العامة خصوصا في الدول التي تتبنى المنهج الرأسمالي، كما أن إقبال الحكومات على الاقتراض من خلال السندات وأذون الخزانة خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية مما اسهم بفاعلية في إنشاء بورصات الأوراق المالية حيث كان التعامل في بادئ الأمر يتم في أي مكان حسبما يتفق إلى أن أصبح يتم في مبانى خاصة أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية او البورصات.

وبناء على ما سبق، تقسم أسواق المال الى صنفين أساسيين بناء على أجل استحقاق الأدوات المالية المتداولة في السوق المعنى ففى سوق راس المال **Capital Market** وسوق الأوراق المالية (ونعني بهما سوق المال)، يتم تداول الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل ، أي التي تكون فترة استحقاقها عام فأكثر، كالأسهم والسندات والصكوك والخيارات والعقود المستقبلية.

أما في أسواق النقد **Money Markets** فيتم التداول في الأدوات المالية قصيرة الأجل، أي التي تكون فترة استحقاقها اقل من

سنة، وفي الغالب يكون تاريخ الاستحقاق الاكثر شيوعا لهذه الأوراق هو ثلاثة شهور، مثل شهادات الإيداع والأوراق التجارية والقبولات المصرفية وسندات صناديق استثمار السوق النقدي واذونات الخزنة.

ونظرا لطبيعة السوق النقدي قصيرة الأجل فيتم إصدار معظم الأدوات المالية لحاملها ويخصم من قيمه الاسمية للورقة لمقابلة المصروفات الإدارية المرتبطة بالتسجيل وسداد الفائدة (في النظام التقليدي)، وهي أكثر ملائمة للمؤسسات المالية منها للمستثمرين الأفراد لمستوى ربحيتها الضعيف ولتقييد الإكتتاب فيها بحدود مرتفعة، غير أنه من الممكن للأفراد الاستثمار في هذه الادوات بصورة غير مباشرة عن طريق صناديق الاستثمار، وتوفر الودائع النقدية.

وأدوات أسواق النقد وسيلة للاستثمار منخفضة المخاطر لتحقيق دخل مستقر مع الحفاظ على القيمة الاسمية للمبلغ المستثمر، كما تجذب هذه الأدوات اهتمام المستثمرين في حالة ارتفاع عوامل عدم التأكد من نجاح أو استقرار الاستثمارات طويلة الأجل في الأسواق.

ويجب الإشارة الى أن العائد الحقيقي للأدوات النقدية بعد خصم أية ضرائب أو رسوم أو عمولات مستحقة نادرا ما يكون عائدا موجبا

على المدى الطويل وذلك لإخفاض القوة الشرائية للنقد بفعل معدلات التضخم.

كما إن أسواق رأس المال تنقسم إلى نوعين أساسيين هما السوق الفورية (الحاضرة) وأسواق العقود المستقبلية، أما الأسواق الفورية فهي تلك الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل يتم تسليمها فوراً عند إتمام الصفقة أما أسواق العقود المستقبلية فيتم تداول الأسهم والسندات والصكوك فيها من خلال عقود يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، غير أن النوع الثاني في الغالب لا يستوفي متطلبات المعايير الشرعية الإسلامية للتداول، وبالتالي لا يمكن العمل به في أسواق المال التي تطبق المبادئ الشرعية إلا في نطاق ضيق. وفيما يلي نناقش النوعين بشكل مفصل:

الأسواق الفورية:

ويقصد بالأسواق الفورية تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل، ويطلق عليها الأسواق الحاضرة ، وهي تنقسم إلى ثلاثة أنواع هي :

1- الأسواق المنظمة :

تنشأ الأسواق المنظمة (The organized Exchanges) في الدول وفقاً لقوانين وتشريعات وضوابط وسياسات تصدرها الجهات المختصة بالدولة، وفي معظم الأحيان تكون هناك سلطات أو هيئات رقابية تنظيمية (هيئة أسواق المال أو هيئة أوراق المال) تنشأ أيضاً بموجب القانون لتشرف على الأسواق وتنظم وتراقب عمليات التداول والتعامل في هذه الأسواق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها بعد إصدارها من الجهات المرخص لها بالإصدار سواء جهات سيادية كالبنوك المركزية ووزارات المالية والخزانة أو المؤسسات المالية غير الحكومية.

وأهم ما يميز الأسواق المنظمة هو أن لها مكاناً محدداً للإلتقاء المتعاملين بالبيع أو الشراء لورقة مالية مسجلة بتلك السوق بالرغم من أن عمليات التداول قد تتم إلكترونياً دون الحاجة للإلتقاء المكاني، ويكون للسوقي مجلس إدارة تم تعيينه من قبل الدولة أو تم انتخابه من المساهمين يشرف على إدارة السوق ويصدر اللوائح والضوابط المنظمة لعمله.

وتنقسم الأسواق المنظمة إلى نوعين رئيسيين هما اسواق الإصدار وأسواق التداول. سوق الإصدار (وتعرف بالسوق المنظمة الأولية (Primary Market) وهي السوق التي تكون الجهة المصدرة للورقة المالية هي نفس الجهة عارضة الورقة للبيع (أو الإكتتاب) أو بواسطة جهات يوافق عليها السوق لتقوم بالبيع للجمهور بالوكالة عن الشركة المصدر للورقة المالية، وفي هذا السوق تكون العلاقة مباشرة بين الجهة المصدرة للورقة المالية وبين المشتري الأول لها "المكتب" وذلك في إطار الضوابط واللوائح المنظمة للإصدار والشروط المحددة بنشرة الإصدار.

أما سوق التداول ، والتي تعرف بالسوق المنتظمة الثانوية Secondary Market فهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بيع وشراء بواسطة الوكلاء المعتمدين (الوسطاء أو السماسرة) في إطار القوانين واللوائح المعتمدة بالسوق والتي تحظر على أية جهة غير مرخصة بالسوق أن تقوم بعمليات تداول مباشر إلا من خلال وسيط معتمد.

٢ - الأسواق غير المنظمة :

يقصد بالسوق غير المنظمة **The Unorganized Exchanges** تلك السوق التي لا يكون لها مكان محدد يتم تداول الأوراق المالية فيه وفي العادة تكون هذه الأوراق غير مسجلة في الأسواق المنظمة كبعض المستندات والقليل من الأسهم، ولا يشترط أن يتم التداول فيها وفقا لقوانين وسياسات الأسواق المنظمة وتعليمات هيئاتها المعتمدة، وتشمل السوق غير المنظمة أسواقا فرعية أخرى تشمل :

أ- السوق الثاني: وجاءت التسمية إبتداء من السوق الثاني باعتبار أن السوق الأول هي السوق المنظمة، أما هذه فتتمثل في الوسطاء والسماسرة العاملين في الأسواق غير المنظمة والمنتشرين في المناطق المختلفة وكذلك المصارف التجارية التي تؤدي مثل هذه المهمة .

ب- السوق الثالث: ويتكون من السماسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في تلك الأسواق، حيث يقدمون

خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات، ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير فضلا عن بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، وتتسم معاملات السوق الثالث بصغر تكلفة المعاملات وكذا سرعة تنفيذها.

ج- السوق الرابع: وهي سوق بين الشركات الكبيرة وأغنياء المستثمرين للتعامل في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة من خلال وسيط يساعده في ذلك شبكة اتصالات إلكترونية وتليفونية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة حيث يقتصر دور الوسيط على إتمام الصفقة ولا يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية المتعامل عليها ، ومن ثم لا يتحمل أي مخاطر بشأنها، كما أنه لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله، ومن هنا فإن أتعابه تقل كثيرا عن

عمولة السمسرة، كما قد يحصل عليها صفقة بصفقة ، أو

يتفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته.

3- الأسواق الاحتكارية :

وتتمثل هذه الأسواق في الجهات السيادية في الدولة التي تصدر

أوراقا ماله حكوميه كوزارات المالية والبنوك المركزية والمؤسسات

الحكومية التي تنشأ بغرض إصدار الصكوك في الدول المعنية ، حيث

تحتكر هذه الجهات التعامل في الأوراق المالية السيادية.

6/1/2 المشاركون في اسواق المال

هناك ثلاثة شركاء لا غنى للأسواق المال عنهم يعملون بجانب

الهيئات الرقابية وجهات التحكيم المعترف بها، وهؤلاء الشركاء يشملون

ثلاثة أصناف هي :

أولا - طالبوا الأوراق المالية:

طالب الأوراق المالية إما أن يطلبها من السوق الأولى سوق

الإصدارات وفي هذه الحالة يطلق عليه لفظ المدخر الأولى أو عارض

المال أو المستثمر المالي، أو أن يطلبها من السوق الثانوية أي البورصة وفي هذه الحالة يطلق عليه لفظ المستثمر في الأوراق المالية وعموماً يمكن تقسيم طلاب الأوراق المالية إلى الأقسام الخمسة التالية :

أ- الأفراد: وهم في العادة يطلبون الأوراق المالية عبر الوسطاء الماليين أو المصارف التجارية أو مباشرة في بعض الحالات الخاصة في بعض البورصات . وتمثل حصة الأفراد والعائلات في البورصات نصيب مقدر حيث تتجاوز توظيفاتهم نسبة 80% في الولايات المتحدة وتبلغ ما بين 20% الى 30% في دول كالمملكة المتحدة واليابان وفرنسا وألمانيا.

ب- المؤسسات المالية المصرفية : ويقصد بها المؤسسات المالية التي تمارس عملاً مصرفياً كالبنوك التجارية ويمكن أن تشارك بصفتها بنوك أعمال للمؤسسة المتعاملة في البورصة ولكن حصتها في البورصة قد تكون متواضعة خصوصاً إذا قيدتها سلطات النقد المركزية.

ج- المؤسسات المالية غير المصرفية : وهي المؤسسات المالية التي لا تمارس أعمالاً مصرفية (كالحصول على ودائع أو تمويل آخرين) وتشمل هذه الفئة شركات التأمين وصناديق التكافل

وصناديق الاستثمار وصناديق دعم الودائع والصناديق المعاشية
وصناديق الضمان الإجتماعي وما شابهها.

د - الشركات والمؤسسات التجارية: تشمل كل المؤسسات التجارية
ذات الطابع الاقتصادي التي تهدف الى استثمار أموالها.

ثانيا - العارضون للأوراق المالية

يسمى العارضون للأوراق المالية في السوق الأولية بالمصدرين
وفي السوق الثانوية بالبائعين ويمكن أن نميز بين ثلاثة أنواع من
العارضين للأوراق المالية:

أ - المؤسسات السيادية : كالبنوك المركزية وسلطات النقد
المركزية ووزارات المالية والخزانة التي تصدر الصكوك
والسندات الحكومية، وهي التي يطلق عليها الصكوك أو
السندات السيادية، وهي تعتبر أقل خطرا من التي تصدر
بواسطة الجهات غير الحكومية.

ب - مؤسسات الجهاز المصرفي : والتي تتدخل عادة في السوق
الأولي لتصريف الأوراق المالية (كبنوك إصدار) وتتدخل في
السوق الثانوي لتسيير المحافظ المالية لصالحها ولصالح

عملائها، وتعتبر بنوك الإستثمار هي المتخصصة في هذا الشأن، كما أن البنك المركزي قد يتعامل في أسواق الأوراق المالية بغرض تحقيق أهدافه السياسية التمويلية أو حتى لأغراض تجارية بحتة.

ج- المؤسسات والشركات المرخص لها: وتتمثل عادة في شركات المساهمة العامة والشركات الصناعية والتجارية الكبيرة والشركات القابضة التي تقوم بإصدار صكوك وأسهم وسندات لتمويل احتياجاتها وتقوم بعرضها في السوق الأولي للاكتتاب فيها تمهيدا لإدراجها في السوق المالي.

ثالثا - الوسطاء الماليين:

ويتميز العصر الحديث بأنه عصر التخصص الذي يفرض علينا استشارة المختصين عندما نرغب في الدخول إلى أي مجال جديد لسد النقص في المعرفة والمعلومات والمهارات في هذا المجال.

وهذا ينطبق على عمليات التداول في الأسواق المالية الذي توجد به مجموعة من الوسطاء الماليين ذوي الخبرة والكفاءة المهنية والمعرفة والإلمام بضوابط التداول ومخاطر العمليات المختلفة ولهذا يلجأ

المتعاملون مع السوق لهؤلاء الوسطاء للعمل من خلالها، حيث يقوم الوسيط بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال البورصة في المواعيد المحددة مقابل عمولة معروفة، ويعتبر مسئولاً وضامناً لصحة كل عملية .

7/1/2 مفهوم البورصة وأعضائها وصناع السوق

أولاً: مفهوم البورصة والفوائد التي تحققها

أدى التطور في الإنتاج الصناعي وظهور الإنتاج الواسع إلى الحاجة إلى تمويل المشاريع الجديدة والكبيرة، مما أدى الأمر إلى ضرورة إنشاء مؤسسات مالية غير مصرفية تستطيع الوصول إلى كافة المدخرات المتاحة لدى جميع الأفراد بمختلف طبقاتهم وشرائحهم وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية المختلفة.

ومن ضمن هذه المؤسسات الأسواق المالية وبدأ الأمر بتسمية السوق المالي بكلمة بورصة (Bourse) وتعود هذه التسمية مع بداية القرن الرابع عشر ظهرت مدينة بروج بقوة على ساحة السوق النقدية حيث كانت تجمع أكبر (6) عائلات تعمل في مجال الصرافة وكانت هذه العائلات تقدم بوالص التأمين وتقدم الخدمات المتعلقة ببيع وشراء النقود وكانت هذه العائلات ورجال الأعمال يجتمعون في منزل (فاندر بوروز)

ونسبة إلى السيد (بوروز) أتت كلمة بورصة بالفرنسية والتي أصبحت اسم يدل على سوق الأوراق النقدية. فيسجل التاريخ الحديث بأن أول سوق للأوراق المالية في العالم كان قد افتتح في بلجيكا عام 1531م. ويقال بأن التجار في ذلك الوقت كانوا يذهبون إلى مدينة (بروج) بشمال غربي البلاد، وينزلون بفندق لعائلة تحترف الصرافة، وتسمى (فاندر بورص) (Vander Burse) ولذلك اشتقت كلمة البورصة.

أدى توسع الأنشطة والقطاعات والأعمال وتطور الظروف الاقتصادية والمالية إلى ضرورة إنشاء الأسواق المالية للحاجة الماسة إلى تبادل الأوراق المالية بيعاً وشراءً في هذه الأسواق لأهداف مختلفة، من أهمها المساهمة في تمويل المشاريع وتوفير السيولة لها حيث يتم تداول مجموعة من الأدوات المالية ذات مواصفات وفترات وأغراض مختلفة.

إضافة إلى إنها قد تعوض عن التمويل المصرفي في حالة ارتفاع كلفته أو أحجام المصارف عن منح القروض إلى المشاريع التي لديها عجز مالي.

ويعد السوق المالي من أهم الوسائل التي يتم بواسطتها تجميع الادخارات وتحويلها وتوجيهها إلى الأشخاص والمؤسسات لاستثمارها في

مشروعات قائمة أو تحت التأسيس وخلق الحقوق والخدمات المالية وتداولها، وكذلك تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.

تعرف البورصة بأنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو أصل مالي معين عن طريق وسيط يسمى (سمسار أو شركة في هذا المجال) في مكان محدد يسمى البورصة وذلك في وقت محدد وبذلك تكون أداء من أدوات التمويل والاستثمار. تمثل البورصة ذلك المكان الذي يلتقي فيه المحتاجين لرؤوس الأموال من أصحاب المؤسسات، الدولة، المستثمرون ... إلخ مع المدخرين، وبالتالي تمثل البورصة قناة من قنوات الادخار حيث تقوم بجمع الادخار وضخه في الاقتصاد الوطني.

وتحقق أسواق الأوراق المالية المنظمة مزايا عديدة، أهمها مايلي:

1- تسهل هذه الأسواق عملية الانتشار من خلال توفير أماكن معينة للأسواق Market-Places التي تتم فيها عمليات التداول بكفاءة وبتكلفة منخفضة نسبياً. حيث أصبح المستثمرون واثقين بأن باستطاعتهم بيع أوراقهم المالية في البورصة في أي وقت يشاؤون، ولذا فإن السيولة في التداول التي تحققها هذه الأسواق تجعل

المستثمرين أكثر استعداداً لقبول معدل عائد من الاستثمار فى الأوراق المالية أقل مما كانوا سيطلبونه فى حالة عدم وجود هذه السيولة.

2- تتيح عمليات التداول المستمرة فى البورصات تقويم الأوراق المالية المختلفة وتكوين اراء فى هذا السوق عن قيم الشركات التى أصدرتها وعن الامكانيات والتوقعات لهذه الشركات مستقبلاً. ولذا فإن الشركات التى تعتبر توقعات نجاحها واحتمالات توسعها فى المستقبل جيدة برأى وحكم المستثمرين، تحصل على قيمة أعلى من غيرها، وبالتالي تستطيع الحصول على تمويل جديد بسهولة.

3- تسهل أسواق الأوراق المالية المنظمة استيعاب الاصدارات الجديدة من الأوراق المالية حيث تساعد على تداولها دون صعوبة.

4- تتصف أسعار الأوراق المالية فى الأسواق المنظمة باستقرار نسبى. والسبب فى ذلك هو أن الأسواق المنظمة توفر السيولة من خلال تحقيق الاستثمارية فى الأسواق والتى بدورها تؤدى الى تغييرات قليلة فى أسعار الاوراق، ولولا وجود هذه الاسواق المنظمة لكانت التغيرات التى تطرأ على أسعار الأوراق المالية كبيرة نسبياً.

ثانيا: أعضاء البورصة

عادة يتم تحديد عدد معين من المقاعد في البورصات الكبيرة تسمى بالمقاعد المتخصصة ، ويكون للمقعد قيمة مالية محددة (في الغالب كبيرة) ويتم إختيار العضو بعد إستيفاء كل المتطلبات القانونية والتنظيمية ولا يتم تجاوز عدد المقاعد المحددة للعضوية إلا أنه يجوز للعضو أن يتنازل عن عضويته لعضو آخر تتوافر فيه الشروط المطلوبة وذلك بعد الحصول على موافقة البورصة، وقد تصل قيمة العضوية إلى ما يزيد عن نصف مليون دولار في البورصات الكبيره كما هو الحال في بورصة نيويورك مثلا، ويوجد خمسة أصناف من أعضاء البورصة هم :

5- السمسار الوكيل: هو عضو مرخص في البورصة إلا أنه يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة ، الذي يقرضة قيمة رسوم العضوية ، كما قد يعمل متاجرا لحسابه الخاص وكما يقع تحت هذا التصنيف أيضا، ما يسهمى بسمسار الوكيل (Introducer Broker) الذي يعتمد من قبل وكيل معتمد ليمثله داخل او خارج مدينة مقر البورصة الدائم للتواصل مع العملاء وتقديم الخدمات لهم وجميع اوامر البيع والشراء من الجمهور مقابل نسبة من العمولة، على أن

تنفذ الصفقات من قبل الوكيل الأصل في البورصة ومن خلال قاعة التداول أو المكان المعتمد لتنفيذ عمليات التداول.

6- سمسار السماسرة (سمسار الصالة): وهو يقوم بدفع رسوم عضويته من موارده الخاصة ولا يعمل كالسمسار الوكيل لحساب بيت سمسرة معين بل يقدم خدماته لمن يطلبها، وخلال فترات ذروة النشاط يقدم سماسرة الصالة خدماتهم للسماسرة الآخرين داخل السوق ويمكن أن يقوموا بتنفيذ المعاملات نيابة عنهم مقابل جزء من العمولة، مما يقلل من احتمال حدوث اختناق في المعاملات بالسوق، علاوة على أن وجودهم يمكن بيوت السمسرة من ممارسة عملها بأقل عدد ممكن من السماسرة الوكلاء في الأوقات العادية.

7- المضاريون (تجار الصالة): هم التجار المسجلون الذين يعملون لحسابهم فقط ولا يعملون لحساب الآخرين وبالتالي يقومون بدفع رسوم عضويتهم بأنفسهم.

8- المتخصصون: يقوم العضو المتخصص بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة كالمضارب، إلا أن المتخصص يكون مختصا بالتعامل في ورقة (أو أوراق) مالية بعينها ، يحتكر التعامل فيها ولا

يجوز لمختص آخر العمل فيها . ويلعب الأعضاء المختصون دورا هاما في إستقرار البورصة، في حالة كثافة العروض في الورقة المالية يلجأ المختصون إلى تخفيض هامش الربح لجذب مشتريين جدد كما يبدي في ذات الوقت استعدادا لشراء ما يعرض منها، والعكس في حالة كثافة الطلب، فيقومون بعرض جزء من مخزونهم لكسر حدة الطلب.

9- تجار الطلبات الصغيرة : هم التجار الذين يقومون بشراء أعداد كبيرة من الأوراق المالية ثم البيع لمن يرغب في الشراء بكميات صغيرة .

ثالثا: صناع السوق

صناع السوق هم عبارة عن جهات طبيعية أو إعتبارية مرخصة للعمل في السوق يسمح لها ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابها الخاص إلا أنه في العادة يحظر عليها مطلقاً التعامل مع الجمهور مباشرة، غير أنه يجوز لها التعامل مع الوسطاء وصناع السوق الآخرين.

كما يجوز لصناع السوق في بعض الأحيان تغطية الاصدارات الجديدة في السوق الأولى فالفرق بين صانع السوق والوسيط يتمثل في أن صانع السوق لا يجوز له أن يتعامل مع الجمهور مباشرة مثل الوسيط بل يعمل لحسابه فقط.

وبالتالي يظهر أن لصناع السوق وظائف تخدم أسواق الأوراق المالية تشمل:

1- توفير السيولة للسوق نظرا لاستعداد صناع السوقى للمتاجرة بادوات الاستثمار لحسابهم الخاص، فلا يضطر البائع الى انتظار المشتري النهائي لاتمام الصفقة وهم يفعلون ذلك بناء على دراية كبيرة بالسوق وبرغبات المستثمرين في التعامل بأسهم معينة.

2- تقلل من حدة تقلبات الاسعار مما يقلل من مخاطر الاستثمار، وذلك لانه عندما يعرض على صناع السوق كميات كبيرة من ورقة مالية معينة، يقومون بتصريفها تدريجياً دون السماح لهذه الكمية بان تضغط على الأسعار بالانخفاض. وفي حالة نقص المعروض من ورقة معينة فانهم يسعون في توفيرها للسوق حتى لا ترتفع أسعارها بصورة كبيرة.

3- تحقق للسوق الثانوي ميزة الاحتفاظ بنشاط مستمر ومتوازن لا موسمي ومتقلب، ويتم ذلك من خلال دخول صناع السوق كطرف بائع عند إقبال المستثمرين على الشراء ودخولهم كطرف مشتري في حالة ازدياد عروض البيع.

4- يؤدي تعامل صناع السوق ببعض الأوراق المالية والتي قد تكون أوراقا لمشروعات حيوية الى زيادة ثقة المستثمرين فيها وزيادة سيولتها.

بالرغم من ذلك فإن بعض صناع السوق قد يقومون بممارسة بعض الأساليب التي تضر باستقرار السوق ومصالح المتعاملين من أجل تحقيق مكاسب اضافية ، لذلك لابد من وضع ضمانات في السوق والمتعاملين من مثل هذه الممارسات، وتمنع أو تحد من تجاوزات نشاط صناع السوق، والتي تتمثل في الآتي :

1- تحديد وحدات تفاوت في أسعار الصفقات التي يعقدها صناع السوق وذلك بتحديد سقوف عليا ودنيا للأسعار، وذلك بمرونة تامة لا تمنع من الاتجاهات الطبيعية لأسعار الاوراق المالية.

2- تحديد حد أعلى لحجم وعدد الصفقات التي يعقدها صانع السوق بشكل يضمن أداء صانع السوق لوظائفهم المشار إليها بكفاءة، ويمنع احتكار بعض صناع السوق لبعض الأسهم، ويحول دون حدوث تصادم بينهم ويضمن المنافسة الطبيعية.

إذ أن صانع السوق يكون دائما على إستعداد للبيع للراغبين والشراء من العارضين لضمان إستقرار السوق، فمن الطبيعي أن يحتفظ بقدر معقول من الأسهم حسبما تمليه عليه الدراسات السوقية، مع إطمئنانه على تحقيق هامش ربح مناسب، في ظل المخاطر التي قد يتعرض لها بسبب الإحتفاظ بكمية من الأسهم لهذا الغرض، في ظل المنافسة القائمة بين صناع السوق المختلفين، فبتضييق الهامش قد يحصل على صفقات كثيرة مع مخاطر عالية ومتعددة ، والعكس إن رفع الهامش فسيقل إحتمال تعرضه للخسائر ، إلا أن عدد الصفقات سيكون أيضا أقل.

3- يخضع صناع السوقى للمساءلة أمام لجان أسواق الأوراق المالية نتيجة لشكوى أحد المتعاملين أو مبادرة من لجان السوق متي ما رأت في سلوكه ما يؤثر سلبا على استقرار السوق ومصالح

المتعاملين، ولهذه اللجان كافة الصلاحيات في تصحيح أي وضع دون إبداء أية حيثيات.

8/1/2 الأوراق المالية في سوق المال المصري :

أولاً: الأسهم العادية (Common Stocks):

يمثل السهم ملكية أساسية في الشركة، وتصبح الشركة مملوكة لحملة أسهمها. وقد يبلغ عدد المساهمين في شركة واحدة مئات أو آلاف الأشخاص، حيث يمتلك كل منهم حصة في المنشأة بنسبة ما يمتلكه من أسهم. وتتمثل حقوق حملة الأسهم العادية قبل المنشأة التي يمتلكون حصة فيها فيما يلي:

أ- الحق في توزيعات الأرباح (Dividends) :

لحامل السهم العادي الحق في الحصول على نصيب من الدخل الذي تحققه المنشأة والمتمثل في حصة من توزيعات الأرباح ويسمى العائد الجاري. ويرتبط هذا الحق بشرط أن تحقق المنشأة أرباح، وإن تقرر إدارة المنشأة توزيع أرباح، وأن يكون توزيع الأرباح بشكل نقدي.

ب- الحق في التصويت (Voting Rights):

لحملة الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة وفقاً لقاعدة صوت لكل سهم. وينوب هذا المجلس عنهم في إدارة المنشأة لأنهم من الناحية القانونية ملاك المنشأة. ويقوم مجلس الإدارة المنتخب بتعيين الإدارة العليا التي تتولى الإدارة الفعلية والتنفيذية.

ج- الحق في التفويض (Proxy Right):

بموجب هذا الحق يستطع المساهم تفويض حقه في التصويت إلى شخص آخر ليقوم بعملية التصويت بدلاً منه على قرارات مجلس الإدارة في الجمعية العمومية. وقد ينتج عن عملية التفويض مشاكل تتعلق بمحاولة بعض الأفراد استغلال التفويض في السيطرة على إدارة المنشأة.

د- الحق في مراجعة دفاتر المنشأة:

بحكم القانون من حق حامل السهم العادي التفتيش والاطلاع و مراجعة دفاتر وسجلات المنشأة التي يملك جزء من أسهمها. إلا أن ممارسة هذا الحق في الواقع العملي محدودة جداً لأن الكثير من المنشآت تجد أن القوائم المالية المصدق عليها من المراجع الخارجي المعين من قبل مجلس الإدارة كافية لتلبية هذا الحق.

ثانياً: الأسهم الممتازة (Preferred Stocks):

السهم الممتاز هو ورقة مالية لها قيمة اسمية وتوزيعات أرباح محددة كنسبة من قيمتها الاسمية. ولمالك السهم الممتاز حقوقاً وامتيازات تفوق حقوق و امتيازات حامل السهم العادي إلا أنه لا يتمتع بحق التصويت أو الترشح في مجلس الإدارة. وهناك أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة وفقاً لنوع الامتياز، نوضحها باختصار فيما يلي:

أ- أسهم ممتازة من حيث الدخل (Preferred Dividends):

يعطي هذا النوع لحاملة امتياز يتمثل في أولوية الحصول على نسبة الأرباح المخصصة للسهم الممتاز في حالة وجود توزيعات نقدية. أما في حالة عدم وجود فائض قابل للتوزيع، أو عدم كفاية هذا الفائض لتغطية هذه النسبة، فيتم تجميع قيمة الأرباح المستحقة لحملة الأسهم الممتازة ليكون لهم أولوية الحصول على كل ما لهم من أرباح سابقة أو حالية في حالة وجود فائض قابل للتوزيع يمكن من ذلك في الفترات التالية.

ب- أسهم ممتازة من حيث الأولوية في الحصول على حقوقها عند التصفية:

يكون لحامل هذا السهم أولوية قبل حملة الأسهم العادية في الحصول على القيمة الاسمية للسهم الممتاز من الأصول عند التصفية.

ج- أسهم ممتازة من حيث القابلية للتحويل إلى أسهم عادية (Convertibility Option):

تعطى هذه الخاصية الحامل السهم الممتاز الحق (وليس الالتزام) في تحويل السهم الممتاز إلى أسهم عادية وفقاً للمصلحة الخاصة لحملة الأسهم الممتازة.

د- أسهم ممتازة من حيث مدة السداد:

قد تقرر المنشأة بالاتفاق مع حملة هذا النوع من حملة الأسهم الممتازة امتياز يتعلق بتحديد مدة الاستحقاق السهم بحيث تقوم المنشأة بسداد قيمتها خلال مدة يتفق عليها.

ثالثاً: السندات (Bands):

السند هو ورقة مالية تصدر بقيمة اسمية وتعطي حاملها كوبونات دورية كنسية من قيمتها الاسمية ولها تاريخ استحقاق. فالقيمة الاسمية هي القيمة المثبتة والمكتوبة على وجه السند والتي تلتزم المنشأة بدفعها لحامل السند في تاريخ الاستحقاق المحدد. وإذا

كان السند مدرج في السوق الثانوي (البورصة) فسوف تكون له قيمة سوقية قد تتساوي مع أو تزيد أو تقل عن القيمة الاسمية للسند وذلك حسب اتجاهات أسعار الفائدة بالسوق.

ويترتب على حصول المنشأة على تمويل عن طريق إصدار سندات تحمل هذه المنشأة لأعباء سنوية ثابتة تتمثل في نسبة الكوبون ويلاحظ أن قيمة الكوبون الخاص بالسند تعتبر ثابتة في حين يختلف معدل العائد باختلاف القيمة السوقية للسند. وهناك أنواع عديدة للسندات وفقا للجهة المصدرة للسند من مستندات حكومية وسندات خاصة بالشركات. وفيما يلي توضيح مختصر لكل نوع من السندات:

أ- السندات الحكومية (Treasury Bonds):

هي عبارة عن سندات تصدرها الحكومة للحصول على التمويل اللازم لسد عجز الموازنة أو تمويل مشروعات الخطة التي لا يتوافر لها تمويل أو لامتصاص جزء كبير من السيولة الموجودة في السوق مما يجعلها أداة للحد من التضخم. وتختلف هذه السندات من حيث آجالها فقد تكون متوسطة أو طويلة الأجل وقد تكون بالعملية المحلية أو الأجنبية.

ب- السندات الخاصة بالشركات (Corporate Bonds):

أجاز المشرع المصري للشركات المساهمة وشركات التوصية البسيطة بالأسهم إصدار السندات، وفيما يلي توضيح لأهم أنواع السندات التي يمكن إصدارها بواسطة منشآت الأعمال:

• سندات القابلة للتحويل الأسهم (Convertible Bonds):

غالباً ما تلجأ المنشآت إلى هذا النوع من السندات للحصول على تمويل من المساهمين المتريدين في الاكتتاب. وهذا السند يمكن حمله من تحويله إلى سهم عادي إذا رغب في ذلك. وغالباً يشترط مدة معينة ليتمكن مالك السند من الاستفادة بهذه الميزة التي بسببها غالباً ما يكون معدل العائد على هذا السند أقل من معدل الفائدة السائد في سوق المال.

• سندات بدون كوبونات (Zero Coupon Bands):

هي سندات لا تقوم بتوزيع كوبونات بشكل دوري منذ تاريخ الإصدار وحتى تاريخ الاستحقاق ولكنها تباع بخصم من قيمتها الاسمية.

• سندات بضمان (Secured Bonds):

تقوم بعض المنشآت بإصدار سندات مضمونة برهن له الأولوية على ممتلكات الشركة كلها أو جزء منها أو بضمان من قبل أحد البنوك أو الشركة القابضة أو إحدى الشركات التابعة مما يعطي لحامل السند الثقة الكاملة في إمكانية استرداد قيمته في تاريخ الاستحقاق وكذلك الحصول على قيمة الكوبونات الدورية.

رابعاً: الأوراق المالية قصيرة الأجل:

عن طريق الأوراق قصيرة الأجل، يمكن أن تحصل المنشأة على تمويل قصير الأجل، أو استثمار الفائض النقدي لديها لمدة زمنية تتراوح بين أيام إلى مدة أقل من سنة أيضاً تصلح للمستثمر الذي يرغب في استثمار أمواله لمدة لا تزيد عن سنة. وفيما يلي توضيح الأهم الأدوات المالية التي تحقق الأغراض السابقة والتي تتوافر في السوق المصري:

أ- أذون الخزانة (Treasury Bill):

أذن الخزانة هو ورقة مالية يصدرها البنك المركزي نيابة عن الدولة ومن ثم تتوافر فيها أعلى درجة ممكنة من الضمانات بالنسبة للأوراق المالية. وتتراوح الآجال الخاصة بأذون الخزانة فيما بين 3

شهور إلى عام كامل. ويتم شراء أذون الخزانة بنظام العطاءات التي تقدم من الأفراد والمؤسسات. ويتم ترتيب العطاءات من أعلى إلى أقل عطاء حتى يتم استيفاء الاحتياجات المالية. ثم يلي ذلك تحديد نسبة الفائدة أو معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة الاسمية الأذن الخزانة وبين قيمة العطاء الذي تم قبوله في المتوسط ويمثل ذلك المعدل العائد على أذون الخزانة أو ما يطلق العائد الخالي من المخاطر. وأذون الخزانة معفاة من جميع أنواع الضرائب، وفي الوقت الحالي تصدر أذون الخزانة محددة المبلغ والمدة والفائدة.

ب- شهادات الإيداع (Certificate of Deposit):

عبارة عن شهادة إيداع نقدي وقتي تصدر لغرض إيداع الأموال. وتحدد شهادة الإيداع مبلغ الإيداع، موعد الاستحقاق ونسبة الفائدة المقررة وتتراوح مدة استحقاق شهادات الإيداع الصادرة في السوق المصري بين 30 يوم وستة شهور. وتتنافس البنوك على إصدار شهادات الإيداع عندما يزداد الطلب على القروض. وبالتالي يتحدد سعر شهادات الإيداع وفقاً للطلب عليها. وغالباً يكون سعر الفائدة على هذه الشهادات أقل من سعر الفائدة الأساسي لتحقيق هامش ربح للبنك. ويتم

تقييم شهادات الإيداع بواسطة هيئات متخصصة إلى جانب البنوك التي تصدرها، ويؤثر تقييم الشهادات على الحصيلة التي يحصل عليها المستثمر، كما يؤثر على عائدات شهادات الإيداع التي يتم تداولها في السوق الثانوية. وتقوم البنوك المصرية بإصدار شهادات إيداع الآجال تتراوح بين ثلاثة شهور وستة شهور، وهي غير قابلة للتداول ولها سعر فائدة ثابت حتى حلول موعد الاستحقاق.

2/2 المؤسسات المالية

1/2/2 مفهوم المؤسسات المالية

المؤسسة المالية هي منشأة أعمال تتمثل أصولها، في أصول مالية مثل القروض والأوراق المالية بدلاً من المباني والآلات والمواد الخام والتي تمثل الأصول في الشركات الصناعية. كما تتمثل خصومها أيضاً في خصوم مالية مثل الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة. فالمؤسسات المالية تقدم قروض للعملاء، وتستثمر في أوراق مالية، بالإضافة إلى تشكيلة من الخدمات الأخرى مثل التأمين وخطط التقاعد وغيرها.

وتعتبر المؤسسات المالية حيوية للاقتصاد القومي حيث تمثل خصومها وسائل أساسية للدفع والمعاملات سواء للسلع أو الخدمات، كما تمثل أصولها مصدر رئيسي للائتمان لكل الوحدات الاقتصادية في المجتمع سواء شركات، أو رجال أعمال، أو أفراد أو حكومات ... إلخ. ولذلك تعتبر المؤسسات المالية أحد المكونات الأساسية لنمو الاقتصاد ككل. فمعرفة أنواعها وفهم أنشطتها سواء الإقراض أو الاقتراض وعناصر أصولها وخصومها والخدمات التي تقدمها، تعتبر ضرورة لكل دارس للنظام المالي والمؤسسات المالية.

2/1/2 أنواع المؤسسات المالية

يمكن تقسيم المؤسسات المالية إلى مجموعتين:

1- المجموعة الأولى: تمثل الوسطاء الماليون Financial

Intermedias وهم الذين يقومون بدورالوساطة المالية من خلال قبول الودائع أو المدخرات وتقديم القروض. فمثلاً البنك التجاري يقبل الودائع والمدخرات والتي تعتبر أصول مالية ولكنها بالنسبة للبنك تعتبر دين (أوراق مالية ثانوية) Secondary securities يستخدمها لعمل قروض واستثمارات وذلك بقبول

أوراق مالية أولية من المقترضين Primary Securities.

وتمثل الأنواع الرئيسية من الوسطاء الماليون في يلي:

- البنوك التجارية: تقوم هذه البنوك بحسابات الادخار والإقراض للأفراد والشركات والحكومة، وهي أهم مصدر للإقراض لرجال الأعمال.
- بنوك الادخار: وهي تشبه البنوك التجارية عدا عدم فتح الحسابات الجارية حيث يقتصر دورها على فتح حسابات الادخار، وحسابات الأسواق النقدية والإقراض من خلال الأسواق المالية والقروض العقارية.
- اتحادات الأئتمان: تعطي الأعضاء سندات عامة وتدير حسابات الادخار وحسابات السوق النقدي والقروض لتمويل الشراء الأجل للسيارات والسلع المعمرة المنزلية.
- شركات التأمين : تقبل شركات التأمين أقساط بوالص التأمين من الأفراد والشركات على أساس مدفوعات مؤجلة باعتبارها عقوداً طويلة الأجل تخلق ودائع استثمارية، فيتم إقراض الأموال للأفراد والشركات في أسواق المال.

- **صناديق التقاعد والمعاشات:** تقوم صناديق المعاشات بجميع الأموال من الأفراد والشركات لدفع المعاشات في المستقبل، وتقوم تلك الصناديق عادة باستثمار تلك المبالغ في أسواق المال.

- **صناديق الاستثمار :** تقوم صناديق الاستثمار بتجميع أموال المدخرات واستثمارها في الإقراض أو في الأسهم أو سندات الخزانة.

2- المجموعة الثانية: وتتمثل في مؤسسات مالية أخرى لا تقوم بدور الوساطة مثل: سماسرة الأوراق المالية، وتجار الأوراق المالية، وبنوك الاستثمار، والبنوك العقارية، وغيرها من الشركات الأخرى التي تقدم خدمة أو أكثر من الخدمات المالية مثل الائتمان قصير الأجل.

يتمثل دور سماسرة الأوراق المالية **Security brokers** في الوساطة بين البائع والمشتري بحيث يتم تبادل الصفقة المالية ويحصل السمسار على عمولة مقابل الجهد الذي بذله للتوفيق بين المشتري والبائع. أما تجار الأوراق المالية **Security dealers** فلا يقومون بدور الوساطة بين البائع والمشتري وإنما

يقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم بغرض إعادة بيعها وتحقيق الربح في المستقبل مع تحمل مخاطرة إمكانية بيع هذه الأوراق وتحقيق الربح.

وفيما يتعلق ببنوك الاستثمار **Investment Bankers** فهي تتعهد بتصريف إصدار أسهم أو سندات أو أوراق حكومية جديدة أو شراء هذه الأوراق ثم إعادة بيعها بأسعار أعلى. وتقوم البنوك العقارية **Mortgage Bankers** بنفس الوظيفة حيث تقوم بالحصول على العقارات سواء منازل أو غيرها وتقوم باستبدالها بقروض طويلة الأجل لراغبي الحصول على هذه العقارات من خلال شركات التأمين أو بنوك الادخار.

ويعتبر كل من سماسرة وتجار الأوراق المالية وبنوك الاستثمار والبنوك العقارية أنواع متخصصة من المؤسسات المالية، فهم ليسوا وسطاء ماليون مثل البنوك التجارية أو بنوك الادخار أو شركات التأمين فهذه الأنواع من المؤسسات المالية لا تنشأ أوراق مالية خاصة بها ، وإنما دورها هو مجرد نقل أو تمرير أوراق مالية تم إصدارها من خلال مؤسسات أخرى إلى مشترين أو مستثمرين من السوق.

3/1/2 المؤسسات المالية والنظام المالي

يعتبر الوسطاء الماليون والمؤسسات المالية الأخرى جزء هام من النظام المالي الذي يخدم المجتمع، حيث يقدم النظام المالي العديد من الخدمات والتي لا يستطيع الاقتصاد العمل بدونها (Rose, Kolari, 1993 and Fraser) وتتمثل هذه الخدمات في:

1. الائتمان Credit: حيث يقدم النظام المالي الائتمان المشتري السلع والخدمات، كما يمول الاستثمارات الرأسمالية مثل أعمال الإنشاء والبناء وشراء العدد والآلات، فالاستثمارات تزيد من انتاجية المجتمع وأيضًا تمكن من ارتفاع مستوى المعيشة للأفراد.
2. الدفع Payment: يقدم النظام المالي أنظمة للدفع مختلفة مثل النقدية والحسابات الجارية. كما يوفر الآلية في عمليات الإيداع والسحب، حيث أصبح الاتجاه الآن التحول إلى الوسائل الالكترونية في الدفع.
3. توفير النقود Money- Creation: يقوم النظام المالي من خلال وظيفة الائتمان والدفع بتوفير النقود، حيث تعتبر الأموال

وسيلة للتبادل. فالنقود تمكنا من تجنب المقايضة وعيوبها. فهي مصدر للتعبير عن القيمة خلال وحدة محاسبة واحدة وهي الجنيه أو الدولار. كما أنها مخزن القيمة، حيث يمكن ادخارها لحين استخدامها.

4. الادخار Savings: يشجع النظام المالي على الادخار وتدفق الأموال إلى الاستثمارات المختلفة. فمن خلال النظام المالي والأسواق المالية التي تعتبر جزء من هذا النظام يمكن للمدخرين أن يقرضوا أموالهم لي المقترضين ويحصلوا على دخل سواء في شكل فائدة أو توزيعات أو مكاسب رأسمالية. فإذا احتاج المقترض أموال إضافية فالنظام المالي يرسل إشارة إلى المدخرين بذلك من خلال ارتفاع معدلات الفائدة، والتي تشجع المدخرين على زيادة مدخراتهم وتقليل استهلاكهم ومن ناحية أخرى إذا انخفضت حاجة المقرضين إلى الأموال فإن معدلات الفائدة تنخفض وبالتالي تنخفض المدخرات.

من خلال الوظائف السابقة للنظام المالي يتضح لنا أن الوظيفة الأساسية للنظام المالي في تحريك الأموال من المدخرين إلى

المقترضين، اي من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز المالي. وهذا التدفق في الأموال يمكن أن يتم من خلال ثلاثة طرق:

1- اتصال مباشر بين المقرضين والمقترضين، وذلك بدون مساعدة أي من الوسطاء الماليين أو أي من المؤسسات المالية، حيث يتعهد المقترض للمقرض بأن يسدد له أمواله في المستقبل، بالإضافة إلى عائد مقابل تعرضه لمخاطر الاقتراض.

2- الاتصال من خلال سمسرة الأوراق المالية.

ويعتبر هذا اتصال نصف مباشر، حيث يتم الاعتماد على وساطة طرف ثالث مثل السمسار أو التاجر، وذلك لتقليل تكاليف المعاملات والمعلومات، بالإضافة إلى تحسين السيولة. وهنا تكون وظيفة السمسار أوالتاجر إنشاء السوق الثاني للأسهم أو السندات التي يتم إصدارها من خلال المقترض الأصلي.

وفي هذه الحالة يكون المقرض غير مضطر للانتظار حت تاريخ استحقاق القرض ليحصل على أمواله، ولكن يمكنه إعادة بيع هذه الأوراق المالية من خلال السمسار أو التاجر.

ورغم أن هذا النوع من التمويل أكثر مرونة من التمويل المباشر، إلا أن هناك العديد من القيود التي قد تحد من هذا التمويل، فمثلاً قد لا يتمكن المقرض من إعادة البيع والحصول على أمواله في حالة الأسهم أو السندات طويلة الأجل وعندما لا توجد سوق نشطة لإعادة بيعها، وكذلك بالنسبة للأسهم إذا كانت من النوع الذي يحتوي على درجة كبيرة من المخاطر، بالإضافة إلى احتمال عدم استقرار أسعار الأسهم واحتمال تحقيق خسائر رأسمالية. وأخيراً قد لا يجد التاجر أو السمسار الطرف الآخر المناسب الذي يرغب في نفس الشروط التي يعرضها الطرف الأول. لكل هذه القيود ظهرت الحاجة إلى الوساطة المالية أو التمويل غير المباشر.

٣- التمويل غير المباشر أو الوساطة المالية والتي يتم من خلالها إشباع متطلبات كل من الوحدات الاقتصادية سواء ذات الفائض المالي أو العجز المالي. فمثلاً من خلال البنك التجاري يمكن للمودع أن يحصل على مميزات أفضل من خلال تقليل مخاطر عدم السداد أو السيولة. كما يمكن للمودع وضع أي كميات من الأموال مهما كانت صغيرة. وكذلك بالنسبة للمقترض يمكنه الحصول على ما يحتاجه من أموال وبالأجل المناسب له.

وهذا يعني أن التمويل غير المباشر يتناول شقين: الشق الأول يتمثل في السوق الثاني Secondary Market وذلك من خلال توفير شروط مالية تجذب المقرضين مثل الأمان والسيولة والتسهيلات المادية وإمكانية ادخار أي مبلغ. وهذا السوق الثاني يشتمل على ودائع البنوك والمدخرات والأوراق المالية قصيرة الأجل.

أما الشق الثاني فيتمثل في السوق الأول Primary Market وهو تقديم القروض للمقترضين النهائيين بكميات كبيرة ولفترات طويلة، حيث يتحمل الوسيط المخاطر نيابة عن المدخرين. وبذلك يقوم الوسيط الماليون بدور هام في الاقتصاد، حيث يشجعون الادخار وخصوصاً لأصحاب المدخرات المحدودة، كما يساهمون في قميص الموارد المالية ويقومون بعملية تحويل الأموال من المقرضين الى المقترضين وحل المتطلبات المتعارضة بينهم. وبذلك يمكن التغلب لا قيود التحويل نصف المباشر بين المقرضين والمقترضين.

4/1/2 الوساطة المالية

الوساطة المالية تعني عملية استحواذ على موارد مالية من أحد الوحدات الاقتصادية مثل الشركات، والمنظمات الحكومية، والأفراد، وذلك

بغرض إتاحة هذه الموارد إلى وحدات اقتصادية أخرى. فالمؤسسات المالية توجد من أجل تسهيل هذه الوساطة.

ماذا لو تصورنا مجتمع ما بدون وساطة مالية، وليس هناك وسيلة للتبادل سوى المقايضة بالسلع والخدمات. فبدون الوساطة المالية يكون هناك تبادل فعلي وفوري بين سلع وخدمات كمخرجات، وموارد وأيدي عاملة وممتلكات مادية كمدخلات، ولا يكون هناك أي وجود للأصول المالية مثل النقدية أو الودائع تحت الطلب، أو الحسابات الادخارية، أو الأوراق المالية... إلخ.

عملياً، لا يمكن الاعتماد على المقايضة، حيث أن هذا النظام يفترض أولاً: تساوي الرغبات بين أصحاب الأيدي العاملة والادارة والملكية وبين ما يحتاجونه من سلع وخدمات، ثانياً: أن هذا التبادل لا بد أن يتم في نفس الوقت، ثالثاً: أن مقدمي الموارد سوف يقبلون كل ما ينتج من سلع وخدمات.

ولكن إذا تدخلت الأموال بين طرفي المقايضة فإن مقدمي الموارد يحصلون على أموال مقابل مواردهم، ويستخدمونها في شراء ما يحتاجونه من سلع أو خدمات. وبقبول الأموال كمعيار للقيمة، فإن

التبادلات تصبح تبادلات نقدية حيث يمكن التبادل النقدي مقدمي الموارد من ادخار جزء من ثمن هذه الموارد بدل من إنفاقها كلها في وقت واحد، كما أن متلقي الموارد يكون أمامهم فرصة للحصول على الكميات التي يحتاجونها لمنتجاتهم بجزء من أموالهم فقط.

وبالتالي نجد أن افتراض المقابلة التامة بين كل من المقرض والمقرض غير واقعي، حيث أن المقرض قد لا يجد المقرض الذي يحتاج إلى كل هذه الأموال أو العكس. أو أن المقرض قد يحتاج إلى أموال لفترة أطول من الفترة التي يرغب فيها المقرض، ومن هنا تظهر الحاجة إلى الوسطاء الماليين يقومون بجمع الأموال بكميات مختلفة وشروط يقبلها المدخرون والمستثمر وفي نفس الوقت يقوموا بالتمويل بالكميات والشروط التي يه لها المقرضون المستخدمون لهذه الأموال.

الوسطاء الماليين

على الرغم من أن كل الوسطاء الماليين يقوموا بنفس الوظيفة الأساسية وهي قبول الأوراق المالية الأولية من المقرضين وإصدار أوراق مالية ثانوية إلى المقرضين أو المدخرين، إلا أنهم ليسوا

متشابهين. ويمكن تقسيمهم إلى مجموعات حسب الصفة الغالبة على أنشطتهم كالآتي (Rose, Kolari, and Fraser, 1993).

1- الوسطاء الذين يتلقوا الودائع (Depository Intermediaries)

حيث أن معظم الأوراق المالية الثانوية والتي هي مصدر للقروض التي يقدمها هؤلاء الوسطاء، تأتي من الودائع سواء من الأفراد، أو المشروعات التجارية أو الصناعية، أو الحكومة. ومثال لهؤلاء الوسطاء البنوك التجارية.

٢- الوسطاء التعاقديون Contractual Intermediaries

حيث يدخل هؤلاء الوسطاء في تعاقد مع عملائهم بغرض الادخار لتوفير الحماية المالية ضد الخسائر المحتملة سواء في ممتلكاتهم أروحياتهم. وتعتبر شركات التأمين على الحياة والممتلكات وصناديق التقاعد امثلة لهذا النوع من الوسطاء.

٣- الوسطاء الثانويين Secondary Intermediaries

ويطلق عليهم هذا المسمى لأنهم يعتمدوا بدرجة كبيرة على مؤسسات مالية أخرى مثل البنوك التجارية لتمويل ترويضهم. ومثال لهؤلاء الوسطاء شركات التمويل.

4- وسطاء الاستثمار Investment intermediaries

يقدم هؤلاء الوسطاء أوراق مالية سواء طويلة الأجل أو قصيرة الأجل يمكن أن يحتفظ بها المستثمر لأجل طويلة أو يبيعها إذا احتاج إلى أمواله. ومثال ذلك صناديق استثمار الأسهم، وصناديق استثمار السندات، وصناديق استثمار الأوراق المالية طويلة الأجل.

دور الوسطاء الماليين

مثل الوظيفة الأساسية للوسطاء الماليون في تحويل الأصول وذلك من خلال تحويلهم لأوراق مالية أكثر جاذبية للأفراد المدخرين مقارنة بالأوراق المالية التي تصدر مباشرة عن طريق الشركات. حيث يقوم هؤلاء الوسطاء بشراء الأوراق المالية سواء ملكية أو دين من الشركات المصدرة لهائم يقومون بتمويل هذه الأوراق المالية من خلال بيع استحقاقات مالية للمستثمرين أو المدخرين الأفراد في شكل ودائع، ومدخرات، ووثائق تأمين.. إلخ.

والأوراق المالية التي تصدر عن طريق الشركات وتشتريها المؤسسات المالية تسمى أوراق مالية أولية أو الأوراق التي تم إصدارها في السوق الأول، وذلك لأنها أوراق مالية تم إصدارها عن طريق شركات بحاجة إلى تمويل لاستثماره في أصول حقيقية.

أما الأوراق المالية التي تصدرها المؤسسات المالية للمدخرين أو المودعين مثل الودائع أو المدخرات فتعتبر أوراق مالية ثانوية وذلك لأن هذه الودائع رجعت إلى أوراق مالية أولية والتي أصدرتها الشركات الأصلية واستثمرتها في أصول حقيقية، ويمكن توضيح هذه الفكرة من خلال عرض بسيط لميزانية كل من إحدى الشركات واحد الوسطاء الماليين كالاتي:

الوسيط المالي		الشركة	
الخصوم	الأصول	الخصوم	الأصول
أوراق مالية ثانوية (ودائع - مدخرات - وثائق تأمين)	أوراق مالية أولية (ملكية - ديون)	أوراق مالية أولية (ملكية - ديون)	أصول حقيقية (مصانع - آلات).

وهذه الميزانية البسيطة توضح الاختلافات العملية بين كل من الشركة والوسيط المالي من حيث الأصول والخصوم لكل منهما.

فوظيفة التحويل هذه التي يقوم بها الوسطاء الماليون تجعلنا أمام سؤال هام وهو كيف أن المؤسسات المالية تشتري الأوراق المالية

الأولية التي تصدرها الشركات وتحولها بطريقة مربحة إلى أوراق مالية ثانوية أكثر جاذبية للأفراد المستثمرين أو المدخرين؟

يمكن للمؤسسات المالية القيام بهذه الوظيفة من خلال قدرتها على تخفيض عدة أنواع من التكاليف لا يمكن للمدخر أن يتجنبها إذا قام مباشرة بالتعامل مع الشركات، بالإضافة إلى تقديمها للعديد من الخدمات التي لا يمكن للمستثمر الفرد القيام بها.

أولاً: قدرة المؤسسات المالية على تخفيض التكاليف

إن قدرة المؤسسات المالية على تخفيض التكاليف تتمثل في ثلاثة أنواع من التكاليف النوع الأول هو تكاليف المعلومات، وهي التكاليف التي يواجهها الأفراد الذين يستثمرون مباشرة في الشركات.

فالمستثمر الفرد يجب أن يتابع ويراقب تصرفات هذه الشركات، لأنه من الممكن أن تقوم إدارة هذه الشركات بتصرفات مناقضة للشروط التي تم الاتفاق عليها في العقود بينها وبين المستثمرين. أما بالنسبة للمؤسسة المالية فإن الوضع مختلف.

فالمؤسسات المالية تجمع أموال المدخرين معاً وتستثمرهم في أوراق مالية أولية من التي تصدرها هذه الشركات، وبالتالي يكون هناك حافز لدى المؤسسة المالية لتجميع المعلومات ومراقبة تصرفات

الشركات لأن لديها نصيب أكبر من الاستثمارات عن أي مستثمر فرد، بالإضافة إلى انخفاض متوسط تكلفة تجميع هذه المعلومات، حيث تظهر هنا اقتصاديات الحجم في تجميع المعلومات نظرًا لكبر حجم الاستثمار.

النوع الثاني من التكاليف هو تكاليف المعاملات Transaction Cost وتعني تكلفة بيع وشراء الأوراق المالية. فنظرًا لكبر حجم تعاملات المؤسسات المالية مقارنة بالمستثمر الفرد، تحقق المؤسسات المالية اقتصاديات الحجم في تكلفة المعاملات أيضًا. بالإضافة إلى أن هامش الربح أو الفرق بين سعر بيع الورقة وسعر شرائها عادة يكون أقل في حالة الشراء أو البيع بكميات كبيرة.

أما النوع الأخير من التكاليف فهو التكاليف الخاصة بمتطلبات السيولة مخاطر السعر Liquidity and Price Risk. فالمؤسسات المالية تقدم الأوراق المالية الثانوية مثل الودائع التي يمكن سحبها في أي وقت، بالإضافة إلى قدرتها على التنويع في تشكيلة الاستثمار والذي يساعد على تخفيض المخاطر.

نظرًا للحجم الكبير لاستثمارات المؤسسات المالية فيمكنها أن تنوع في استثماراتها حيث يساعدها هذا التنوع على التنبؤ بدقة بالعائد المتوقع على تشكيلة استثماراتها. أما صغار المدخرين فقد يتعرضون إلى خطر السوق وهو انخفاض سعر الورقة المالية عند الحاجة إلى

سيولة أو في حالة إعادة بيعها، ويسمى هذا الخطر خطر السعر وهو أن يكون سعر بيع الأصل أقل من سعر شرائه.

ثانياً: الخدمات الأخرى التي تقدمها المؤسسات المالية

هناك العديد من الخدمات الأخرى التي يمكن أن تقدمها المؤسسات المالية والتي تتمثل في الآتي:

١- الوساطة الزمنية **Maturity Intermediation** حيث

يمكن للمؤسسات المالية المقابلة أو التوفيق بين الأصول والخصوم رغم اختلاف أجلها فيمكن للمؤسسات المالية أن تعطي قروض طويلة الأجل وفي نفس الوقت يكون عليها التزامات قصيرة الأجل للمدخرين، وذلك من خلال قدرتها في التعامل مع التغير في أسعار الفائدة أو مخاطر سعر الفائدة.

٢- التأثير في السياسة النقدية **the Transmission of**

Monetary Policy تعتبر ودائع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وسائل مقبولة للتعامل بين أفراد المجتمع، مما جعل لها تأثير على السياسة النقدية. فودائع هذه المؤسسات مكون هام للمعروض من النقود والتي تؤثر على معدلات التضخم. وبالتالي تعتبر البنوك هي الطريق الذي تؤثر من خلاله السياسة النقدية على بقية القطاع المالي وعلى الاقتصاد ككل.

٣- تخصيص الائتمان Credit Allocation تعتبر

المؤسسات المالية المصدر الوحيد الذي يختص بتمويل قطاعات معينة في الاقتصاد. فمثلاً البنوك العقارية بتمويل المباني والمنشآت، وتقوم البنوك الزراعية بتمويل المشروعات الزراعية وهكذا.

4 - تحويل الثروة من فترة لأخرى Intergenerational

.Wealth Transfers

وهي تعني قدرة هذه المؤسسات على تحويل الأموال وادخارها من فترة الأخرى. فمثلاً ادخار الأموال في فترات الشباب إلى فترات الكبر تعتبر ميزة لا توفرها إلا مثل هذه المؤسسات، مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد.

5- خدمات الدفع: تقدم المؤسسات المالية أنظمة للدفع مثل

تظهير الشيكات وخدمات السحب أو الدفع الإلكتروني وغيرها.

6- الوساطة للاستثمارات الصغيرة. لا يمكن للمدخر الفرد ذو

الموارد المحدودة شراء أوراق مالية بأسعار مرتفعة، ولكنه من خلال المؤسسات المالية يمكنه الاستثمار في هذه الأوراق وتحقيق نفس العائد الذي يحققه المستثمر ذو الموارد الكبيرة. حيث تقوم المؤسسة المالية بتجميع هذه الأموال المحدودة واستثمارها، وبذلك يحقق صغار المدخرين عائد أعلى مما لو استثمر كل واحد منهم على حده.

الفصل الثالث

**بيانات القوائم المالية وتحليل التدفقات
النقدية، وتحليل المصادر والاستخدامات**

بعد دراسة هذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح ملماً بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- كيفية استخدام المتخصصين الماليين للمعلومات المحاسبية لتحليل التدفقات النقدية للشركة وإدائها المالي،
- مراجعة موجزة للبيانات المالية التي تتضمنها القوائم المالية الرئيسية الأربعة،
- كيفية إجراء تحليل للتدفق النقدي
- كيفية استخدام قائمة المصادر والاستخدامات لتحليل الاداء المالي للشركة.
- التعرف علي مفهوم مبدأ التغطية في التمويل
- التعرف علي مفهوم رأس المال العامل وكيفية تمويله

تمهيد

بداية نود الإشارة الي ان كلا من المحاسبين والمتخصصين الماليين يستخدمون المعلومات المالية بطرق مختلفة. حيث يقوم المحاسبون بتكوين البيانات المالية باستخدام منهج قائم علي الاستحقاق، وهذا يعني ان المحاسبين يسجلون الايرادات في نقطة البيع والتكاليف عند تحملها، وليس بالضرورة عندما تحصل الشركة علي متحصلاتها النقدية، او تدفع مصروفاتها نقدا.

في المقابل يستخدم المتخصصون الماليون نهج التدفق النقدي الذي يركز علي التدفقات النقدية الداخلة والخارجة، سواء الحالية او المستقبلية، وبناء علي ذلك يقوم المدير المالي بتحويل المعلومات المحاسبية والضريبية ذات الصلة، الي تدفقات نقدية داخلة وخارجة، بحيث يمكن للشركات والمستثمرين استخدام هذه المعلومات للتحليل واتخاذ القرار

وفي ضوء ذلك، يتناول هذا الفصل كيفية استخدام المتخصصين الماليين للمعلومات المحاسبية لتحليل التدفقات النقدية للشركة وادائها المالي . ونبدأ خلال هذا الفصل بمراجعة موجزة للبيانات المالية التي تتضمنها القوائم المالية الرئيسية الاربعة متضمنا

ذلك كيفية اجراء تحليل للتدفق النقدي ثم نناقش كيفية استخدام قائمة المصادر والاستخدامات لتحليل الاداء المالي للشركة

1/3 القوائم المالية:

تنظم لجنة الاوراق المالية والبورصات (SEC) الشركات المتداولة والاسواق والاسهم والسندات في البلاد والتي تفرض ان تقوم الشركات بانشاء بيانات مالية وفقا لمعايير المحاسبة الدولية (IAS) والتي تتضمن اربعة بيانات مالية رئيسية هي: (1) الميزانية العمومية (2) قائمة الدخل (3) بيان الارباح المحتجرة (4) بيان التدفقات النقدية. وفي الجزء التالي نراجع البيانات المالية التي تتضمنها تلك القوائم.

اولا : الميزانية العمومية

تقدم الميزانية العمومية عرضا سريعا للوضع المالي للشركة في وقت محدد، ووفقا لقواعدها يجب ان تتساوي اصول الشركة مع التزاماتها وحقوق مساهمي الشركة وبالتالي يقوم الدائنين والمساهمين بتمويل جميع اصول الشركة والتزاماتها بالاضافة الي متطلبات المساهمين . وتظهر الاصول والالتزامات بترتيب تنازلي من حيث سيولتها والتي تعكس طول الوقت المستغرق لتحويل الحسابات الي نقدية. وتظهر الاصول الاكثر سيولة (النقدية) اولاً وتأتي الاقل

سيولة (الاصول الثابتة) في النهاية. وبالمثل تمثل الحسابات الدائنة الالتزامات التي يجب علي الشركة دفعها نقدا خلال العام المقبل. والقسم الاخير بالميزانية العمومية يمثل حقوق المساهمين

والجدول التالي يعرض الميزانية العمومية لشركة GPC لانتاج النفط العالمية للعام المنتهي في 31 ديسمبر 2020 وكما هو معتاد في التقارير المالية يوضح الجدول ايضا البيانات المالية السابقة في عام 2019 لاغراض المقارنة:

جدول (1/3)

الميزانية العمومية لشركة GPC في 2020/12/31 ، 2019

2019	2020	عناصر الميزانية
		الأصول
		الاصول المتداولة
213	440	نقدية وشبه نقدية
28	35	أوراق مالية قصيرة الأجل
1203	1619	حسابات مدينة
530	615	مخزون سلع
176	170	اخرى (في الغالب مصروفات مدفوعة مقدما)
2150	2879	إجمالي الأصول المتداولة

		الأصول الثابتة
9024	9920	إجمالي الآلات والمعدات والمباني
3335	3968	ناقص مجمع الاستهلاك
5689	5952	صافي الآلات والمعدات والمباني
471	758	الأصول غير الملموسة والأصول الثابتة الأخرى
6160	6710	صافي الأصول الثابتة
8310	9589	إجمالي الأصول
		الالتزامات وحقوق الملكية
		الالتزامات المتداولة
1304	1697	حسابات دائنة
587	477	أوراق الدفع
379	440	مصرفات مستحقة
2270	2614	إجمالي الالتزامات المتداولة
		الالتزامات طويلة الأجل
793	907	ضرائب مؤجلة
1474	1760	قروض طويلة الأجل (سندات)
2267	2667	إجمالي الالتزامات طويلة الأجل
4537	5281	إجمالي الالتزامات
		حقوق الملكية
30	30	أسهم ممتازة
342	373	أسهم عادية (القيمة الاسمية 1 جنية)
229	248	رأس المال المدفوع بما يزيد عن القيمة

الاسمية		
أرباح محتجزة	4271	3670
(-) اسهم الخزينة	614	498
إجمالي حق الملكية	4308	3773
إجمالي الالتزامات وحق الملكية	9589	8310

بناء علي الجدول السابق تشمل بنود الميزانية ما يلي:

- 1- النقدية وشبة النقدية: هي اصول نقدية تشمل ارصدة الحسابات البنكية التي يمكن استخدامها مباشرة كوسيلة للدفع
- 2- اوراق مالية قصيرة الاجل: تعكس استثمارات نقدية قصيرة الاجل في الاسهم والسندات التي يسهل بيعها وتحويلها الي نقدية
- 3- الحسابات المدينة: تمثل المبالغ التي يدين بها العملاء للشركة من المبيعات التي تتم بالائتمان
- 4- المخزون: يشمل المواد الخام والاجزاء نصف المصنعة والسلع تامة الصنع التي تحتفظ بها الشركة في مخازنها
- 5- اجمالي الالات والمعدات والمباني: تعكس التكلفة الاصلية لجميع الممتلكات العقارية والمنشآت والمعدات طويلة الاجل المملوكة للشركة

6- صافي الالات والمعدات والمنشات: يمثل الفرق بين القيمة الاجمالية وجمع الاهلاك والذي يعكس المصروفات التراكمية المسجلة لاستهلاك الاصول الثابتة منذ شرائها . حيث تسمح الحكومات للشركات بتخفيض جزء بسيط من تكلفة الاصول الثابتة كل عام تخصم من الارباح الخاضعة للضرائب وهذا الجزء يعكس انخفاضا في القيمة الاقتصادية للاصل بمرور الوقت . الاصل الثابت الوحيد الذي لا يتم استهلاكه هو الارض لانه نادرا ما تنخفض قيمته

7- الاصول الغير ملموسة: تشمل عناصر مثل براءة الاختراع والعلامات التجارية وحقوق التأليف والنشر. وبالرغم من ان الاصول غير الملموسة ليست اكثر من حقوق قانونية الا انها غالبا ما تكون ذات قيمة عالية

اما عن الجانب الايسر من الميزانية العمومية والذي يعكس الالتزامات وحقوق الملكية ، فإن الالتزامات المتداولة تشمل الحسابات الاتية:

- الحسابات الدائنة : تعكس المبالغ المستحقة علي مشتريات الشركة الانتمانية

- اوراق الدفع: تعكس القروض قصيرة الاجل التي لا تزال علي الشركة

- المصروفات المستحقة: تعكس تكاليف تكبدتها الشركة ولم يتم دفعها بعد ومن امثلتها الضرائب المستحقة للحكومة واجور الموظفين المستحقة

ونود الاشارة هنا الي ان اوراق الدفع والمصروفات المستحقة تتغير مباشرة مع التغييرات في المبيعات

اما عن الالتزامات طويلة الاجل فتشمل:

- الضرائب المؤجلة : هي التزام طويل الاجل يعكس الفرق بين الضرائب التي تدفعها الشركات بالفعل والالتزامات الضريبية التي تبلغ عنها في بياناتها المالية

- الديون طويلة الاجل: تعكس ديون علي الشركة تستحق لكثر من عام في المستقبل

اما عن القسم الثالث من الميزانية العمومية للشركة والذي يعكس حقوق المساهمين فانه يقدم معلومات حول المطالبات ضد الشركة التي يحتفظ بها المستثمرين الذين يمتلكون الاسهم الممتازة والعادية وتشمل علي الحسابات التالية:

- الاسهم الممتازة: شكل من اشكال الملكية (صك ملكية) له الافضلية علي الاسهم العادية عندما تقوم الشركة بتوزيع الدخل والاصول
- الاسهم العادية: تعكس المبالغ المدفوعة من قبل المشتريين الاصليين للاسهم العادية ويساوي (عدد الاسهم العادية $\times$ القيمة الاسمية للسهم)
- راس المال المدفوع بما يزيد عن القيمة الاسمية = عدد الاسهم القائمة $\times$ سعر البيع الاصلي للسهم وعلي ذلك فان القيمة المجمعة للاسهم العادية وراس المال المدفوع تساوي العوائد التي تلقتها الشركة عندما باعت الاسهم الي المستثمرين
- الارباح المحتجزة: تعكس اجمالي الارباح التي احتجزتها الشركة ولم توزعها علي المستثمرين واعادة استثمارها منذ انشائها. ويجب ان نعلم هنا ان الارباح المحتجزة ليست خزانا للنقد غير المنفق وعندما تكون خزينة الارباح المحتجزة فارغة فيعود ذلك الي ان الشركة قد اعادت استثمار الارباح بالفعل في اصول جديدة

• اسهم الخزينة: تعكس قيمة الاسهم العادية التي تحتفظ بها الشركة حاليا في الاحتياطي، عادة ما يظهر اسهم الخزينة في الميزانية العمومية لان الشركة قد استعادت شراء الاسهم التي سبق اصدارها من خلال برنامج اعادة شراء الاسهم

توضح الميزانية العمومية لشركة GPC (الجدول 1/3) ان اجمالي اصول الشركة قد زاد بمقدار 1279 مليون جنيه من عام 2019 الي 2020 كذلك تشمل التغييرات المهمة الاخرى زيادة كبيرة في النقدية وحسابات القبض والاصول غير الملموسة الي جانب زيادة كبيرة بمقدار 896 مليون جنيه في الالات والمعدات والمنشآت

وما يحقق التوازن في هذه الزيادات بحسابات الاصول هو زيادة قدرها 393 مليون جنيه في حسابات الدفع بالاضافة الي 601 مليون جنيه في الارباح المحتجزة الجديدة

بعبارة اخري قامت شركة GPC بتمويل الزيادات في حسابات الاصول بشكل رئيسي عن طريق الاقتراض من الموردين (حسابات الدفع) واعادة استثمار الارباح (الارباح المحتجزة) . وسوف تظهر رأي اضافية حول هذه التغييرات عندما ننظر عن كثب في بيان التدفقات النقدية.

ثانيا: قائمة الدخل

يظهر الجدول التالي قائمة الدخل لشركة GPC (يطلق عليها احيانا بيان الارباح والخسائر) للسنة المنتهية في 2020/12/31 م ويتضمن ايضا بيانات عن عام 2019 لغراض المقارنة.

جدول (2/3)

قائمة الدخل لشركة GPC عن السنة المنتهية

في 2020/12/31 م، 2019م (القيمة بالمليون جنيه)

2019	2020	بيان
9110	12843	ايرادات المبيعات
<u>5633</u>	<u>8519</u>	<u>(-) تكلفة البضاعة المباعة (1)</u>
3477	4324	<u>مجمّل الربح</u>
1521	1544	(-) مصروفات التشغيل
584	616	(-) مصروفات البيع والعامة
<u>608</u>	<u>633</u>	والمصاريف الادارية
		<u>(-) الاهلاك</u>
764	1531	<u>الربح التشغيلي</u>
<u>82</u>	<u>160</u>	<u>(+) الدخل من مصادر اخرى</u>

846	1671	<u>الأرباح قبل الفوائد والضرائب</u>
112	123	(-) مصروفات الفوائد
734	1548	<u>الدخل قبل الضرائب</u>
		<u>(-)الضرائب</u>
158	367	الحالية
105	232	المستحقة
263	599	اجمالي الضرائب
471	949	<u>صافي الدخل بعد الضرائب</u>
3	3	(-) الأرباح الموزعة علي الاسهم الممتازة
468	946	الأرباح المتاحة للتوزيع علي حملة الاسهم العادية
326	345	(-) الأرباح الموزعة علي حملة الاسهم العادية
142	601	الأرباح المحتجزة
		<u>بيانات عن كل سهم(2)</u>
2.52	5.29	الأرباح لكل سهم (EPs)
1.76	1.93	ارباح موزعة لكل سهم (DPs)
71.50	76.25	سعر السهم

(1) المشتريات السنوية تمثل 80% من تكلفة البضاعة المباعة وعلي ذلك فان المشتريات الاجلة (علي الحساب) في عام 2020م كانت 6815 وفي عام 2019م كانت 4506

(2) بناء علي ان عدد الاسهم العادية في عام 2020 تساوي 178 سهم وفي عام 2019 تساوي 185 سهم

وفقا للمفاهيم المحاسبية فان:

❖ الدخل (يسمى ايضا الربح او الهامش) = الايرادات - النفقات ومع ذلك فإن قائمة دخل الشركة تحتوي علي عدة مقاييس للدخل تظهر في نقاط مختلفة

❖ اجمالي الربح: المقياس الاول للدخل وهو المبلغ الذي تتجاوز به ايرادات المبيعات تكلفة البضاعة المباعة (التكلفة المباشرة لانتاج او شراء البضاعة المباعة)

❖ بعد ذلك تقوم الشركة بخصم نفقات التشغيل المختلفة من اجمالي الربح بما في ذلك مصروفات البيع والمصروفات العامة والادارية ومصروفات الاهلاك ليظهر المقياس الثاني للمدخل وهو الربح التشغيلي

❖ ثم يتم اضافة الدخل الذي تحصل عليه الشركة من مصادر اخري ومن المعاملات المرتبطة مباشرة بانتاج و / أو بيع منتجات الشركة الشركة الي الدخل التشغيلي لينتج المقياس الثالث للدخل وهو الارباح قبل الفوائد والضرائب EBIT. وعندما لا يكون للشركة دخل من مصادر اخري يتساوي الدخل التشغيلي مع الارباح قبل الفوائد والضرائب

❖ بعد ذلك تطرح الشركة مصروفات الفوائد التي تمثل تكلفة التحويل عن طريق الديون من الارباح قبل الفوائد والضرائب لتحصل علي المقياس الرابع للدخل وهو الربح قبل الضرائب

❖ الخطوة الاخيرة هي طرح الضرائب من الدخل قبل الضرائب للوصول الي صافي الربح بعد الضرائب وهو يمثل الرقم المحاسبي الاكثر اهمية لكل من مديري الشركات والمحللين الماليين الخارجيين

بناء علي الجدول السابق (2/3) الذي يعكس قائمة الدخل

لشركة GPC عن عامي 2020/2019م نلاحظ ما يلي:

• بالرغم من ان شركة GPC تكبدت التزاما ضريبيا اجماليا قدره 599 مليون جنيه عن عام 2020 الا انها يجب عليها فقط دفع الجزء الحالي البالغ 367 مليون جنيه علي الفور ويتم دفع

مبلغ 232 مليون جنيه ضرائب مؤجلة في النهاية وعلي ذلك
يعبر هذا المبلغ 232 نفقات غير نقدية لعام 2020م

• متوسط معدل الضرائب للشركة عام 2020 بلغ حوالي 39%
(599 مليون جنيه ضرائب / 1548 مليون جنيه من الدخل

قبل الضرائب) ويسمي ذلك بمعدل الضريبة الهامش للشركة

• لدي الشركة 30 مليون جنيه اسهم ممتازة قامت بتوزيع 3
مليون جنيه ارباح عليها خلال عامي 2020/2019 وبعد ان
يتم طرح الارباح الموزعة علي حملة الاسهم الممتازة من صافي
الربح بعد الضرائب ينتج صافي الربح القابل للتوزيع علي حملة
الاسهم العادية والتي يتم قسمتها علي عدد الاسهم العادية ينتج
ربحية السهم (EPS) كما يلي:

ربحية السهم (EPS) لعام 2020 =

946 مليون جنيه ÷ 178 سهم = 5.29 جنيه

ربحية السهم (EPS) لعام 2019 =

468 مليون جنيه ÷ 185 سهم = 2.52 جنيه

ويعكس ذلك زيادة ربحية السهم لشركة GPC عام 2020

عن عام 2019 بمقدار 2.77 جنيه.

• الإدخال النهائي في قائمة الدخل يعكس توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم (DPs) المدفوعة للمساهمين العاديين بعد خصم الأرباح المحتجزة ليسجل زيادة طفيفة عام 2020 (1.93 جنيه) عن عام 2019 (1.76 جنيه) كما يلي:

توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم (DPs) عام 2020 =

$$345 \div 178 = 1.93 \text{ جنيه}$$

توزيعات الأرباح النقدية لكل سهم (DPs) عام 2019 =

$$326 \div 185 = 1.76 \text{ جنيه.}$$

ثالثاً: قائمة الأرباح المحتجزة:

قائمة الأرباح المحتجزة تعرض التوافق بين صافي الدخل المكتسب خلال سنة معينة وأية توزيعات أرباح نقدية مدفوعة خلال نفس الفترة وبالتالي التعرف على التغيرات التي تحدث في الأرباح المحتجزة بين بداية السنة ونهايتها. والجدول التالي يعرض بيان الأرباح المحتجزة لشركة GPC للسنة المنتهية في 2020/12/31.

جدول (3/3)

بيان الأرباح المحتجزة لشركة GPC للسنة المنتهية في

2020/12/31.

3670		رصيد الأرباح المحتجزة (2020/1/1)
		يضاف إليه
949		صافي الدخل (لعام 2020)
		يطرح منه
		توزيعات الأرباح (عن عام 2020)
	3	اسهم ممتازة
	<u>345</u>	اسهم عادية
<u>348</u>		إجمالي توزيعات الأرباح
4271		رصيد الأرباح المحتجزة (2020/12/31)

يظهر الجدول السابق أن الشركة بدأت العام بمبلغ 3670 مليون جنيه من الأرباح المحتجزة وكان صافي الدخل بعد الضرائب 949 مليون جنيه دفعت منه إجمالي 348 مليون جنيه توزيعات أرباح للأسهم الممتازة والعادية ليتبقى 601 مليون جنيه (949-348) يضاف لرصيد الأرباح المحتجزة في بداية العام ليصبح إجمالي رصيد الأرباح المحتجزة في نهاية العام 4271 [601+3670]،

كذلك تظهر الأرباح المحتجزة عن عامي 2019-2020 لشركة
GPC:

1- مبيعات وأرباح شركة GPC زادت بشكل جيد عام 2020
حيث زاد صافي الدخل بأكثر من الضعف حيث ارتفع من
471 مليون جنيه عام 2019 إلى 949 مليون جنيه في
2020 وبالتالي أصبح مبلغ الأرباح المحتجزة لشركة GPC
عام 2020 اكبر بكثير عما كان عليه عام 2019 حيث زاد
من 142 مليون جنيه عام 2019 إلى 601 مليون جنيه
عام 2020.

2- الزيادة في مدفوعات الأرباح لشركة GPC كانت اصغر بكثير
من نسبة الزيادة في صافي الدخل حيث انخفضت نسبة
توزيعات الأرباح من 69.7% (326 مليون جنيه ÷ 468
مليون جنيه) في عام 2019 إلى 36.5% (345 مليون
جنيه ÷ 946 مليون جنيه) في عام 2020.

رابعاً: قائمة التدفقات النقدية Statement of Cash

:Flows

يوفر بيان التدفقات النقدية ملخصاً للتدفقات النقدية للشركة على مدار العام حيث يفصل البيان التدفقات النقدية التشغيلية والاستثمارية والتمويلية للشركة ويتم تسويتها مع التغيرات في النقد والأوراق المالية القابلة للتداول خلال العام.

بالرغم من اهتمام المديرين الماليين بالمعلومات الواردة في القوائم المالية السابقة (القائمة على الاستحقاق) إلا أن تركيزهم الأساسي ينصب على التدفقات النقدية حيث ستفشل الشركة بدون وجود نقد كافٍ لسداد الالتزامات في الوقت المحدد وتمويل العمليات والنمو وتعويض حملة الأسهم، إضافة إلى أن المديرين الماليين والأطراف المهتمة الأخرى يمكنهم تكوين نظرة ثاقبة حول التدفقات النقدية للشركة خلال فترة زمنية معينة باستخدام بعض المقاييس الشائعة للتدفق النقدي وعن طريق تحليل بيان التدفقات النقدية للشركة.

في عملية تقييم التدفقات النقدية للشركة ينظر المحللون إلى النقد والأوراق المالية القابلة للتسويق على أنها بدائل مثالية حيث

كلاهما يمثل مخزناً للسيولة يزداد مع التدفقات النقدية الداخلة وينخفض مع التدفقات النقدية الخارجة.

ويتم تقسيم التدفقات النقدية إلى ثلاثة أقسام هما:

(1) التدفقات النقدية التشغيلية: وهي التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المرتبطة مباشرة بإنتاج وبيع المنتجات.

(2) التدفقات النقدية الاستثمارية: وهي التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المرتبطة بشراء أو بيع الأصول الثابتة وحقوق الملكية التجارية مع ملاحظة أن المشتريات ينتج عنها تدفقات نقدية خارجة بينما المبيعات ينتج عنها تدفقات نقدية داخلة.

(3) التدفقات النقدية التمويلية: هي التدفقات الناتجة عن معاملات تمويل الديون وحقوق الملكية، حيث يؤدي قبول ديون جديدة (قصيرة أو طويلة الأجل) إلى تدفق نقدي داخل بينما سداد الديون القائمة يؤدي إلى تدفقات نقدية خارجة، في حين أن إعادة شراء الأسهم أو دفع توزيعات الأرباح النقدية يؤدي إلى تدفق نقدي خارجي.

ولا شك أن التدفقات النقدية بأقسامها الثلاثة (تشغيل - استثمار - تمويل) خلال فترة معينة تؤثر على السيولة النقدية للشركة وأرصدة الأوراق المالية القابلة للتداول.

يعتبر مراقبة التدفق النقدي أمراً مهماً للمديرين الماليين للشركة والمحللين الخارجيين الذين يحاولون تقدير قيمة الشركة وبناء عليه يتبع المديرين والمحللين مجموعة متنوعة من مقاييس التدفق النقدي ومن أهم تلك المقاييس التدفق النقدي الحر (FCF) Free Cash Flow وهذا المقياس يعكس مقدار التدفق النقدي المتاح للمستثمرين (أصحاب الديون وحملة الأسهم) ويمثل المبلغ الصافي للتدفق النقدي المتبقي بعد أن تلبى الشركة جميع احتياجات التشغيل ويكون لديها ما يمكنها من سداد جميع المدفوعات المطلوبة على كل من الاستثمارات طويلة الأجل (الثابتة) وقصيرة الأجل (المتداولة).

ويمكن حساب التدفق النقدي الحر (FCF) لفترة معينة في

خطوتين:

أولاً: حساب صافي أرباح التشغيل للشركة بعد الضرائب وأرباح الشركة قبل الفوائد وبعد الضرائب.

صافي أرباح التشغيل بعد الضرائب = الربح قبل الفوائد والضرائب $\times (1 - \text{معدل الضريبة})$

وتؤدي إضافة الاستهلاك مرة أخرى إلى صافي أرباح التشغيل بعد الضرائب إلى الحصول على التدفق النقدي التشغيلي (OCF) وهو مقدار التدفق النقدي الناتج عن عمليات الشركة وعلى ذلك:

التدفق النقدي التشغيلي = صافي أرباح التشغيل بعد الضرائب + الإهلاك

= [الربح قبل الفوائد والضرائب $\times$ (1 - معدل الضرائب)] + الإهلاك

بناء على القيم الواردة في قائمة الدخل لشركة GPC عام 2020 وافترض معدل الضريبة بنسبة 35.85% يمكن حساب التدفق النقدي التشغيلي كما يلي:

التدفق النقدي التشغيلي لشركة GPC =

$$= 633 + (1 - 35.85\%) \times 1.671$$

$$1072 + 633 = 1705 \text{ مليون جنيه}$$

بعد تحديد التدفق النقدي التشغيلي يتم تحويله إلى تدفق نقدي حر (FCF) من خلال خصم صافي استثمارات الشركة في الأصول الثابتة والمتداولة من التدفق النقدي التشغيلي كما يلي:

التدفق النقدي الحر (FCF) =

التدفق النقدي التشغيلي (OFC) (-)

التغير في إجمالي الأصول الثابتة (ΔFA) (-)

[التغير في إجمالي الأصول الثابتة (ΔCA) - التغير في إجمالي حسابات الدفع (ΔAP) - التغير في المصروفات المستحقة (ΔAE)]

وعلى ذلك فإن:

$$FCF = OFC - \Delta FA - [\Delta CA - \Delta AP - \Delta AE]$$

وبالتطبيق على البيانات الواردة في القوائم المالية لشركة

GPC السابقة عرضها يمكن حساب التدفق النقدي الحر كما يلي:

* التدفق النقدي التشغيلي = 1705 مليون جنيه

التغير في الأصول الثابتة (ΔFA) = 9024 - 9920 = 896
مليون جنيه

التغير في الأصول المتداولة (ΔCA) = 2150 - 2879 = 729
مليون جنيه

التغير في أوراق الدفع (ΔAP) = 1304 - 1697 = 393 مليون
جنيه

التغير في المصروفات المستحقة (ΔAE) = $379 - 440 = 61$
مليون جنيه

وبناء على القيم السابقة فإن التدفق النقدي الحر $FCF =$

$$- 1705 = [61 - 393 - 729] - 896 - 1705$$
$$534 = 275 - 896 \text{ مليون جنيه}$$

ويعني ذلك أن شركة GPC بعد طرح 896 مليون جنيه في استثمار الأصول الثابتة و 275 مليون جنيه في استثمار الأصول المتداولة بعد طرح ما تم استثماره في اوراق الدفع والمصروفات المستحقة، كان لديها 534 مليون جنيه تدفق نقدي حر متاح للدفع لمستثمري الشركة.

$$\Delta CA - \Delta AP - \Delta AE = \Delta WC \quad \text{ملاحظة:}$$

حيث ΔWC = صافي التغير في رأس المال العامل

الجدول التالي يوضح تقسيم للتدفقات النقدية الأساسية الداخلة والخارجة فمثلاً 1000 جنيه زيادة في حسابات الدفع تمثل تدفق نقدي داخل في حين 2500 زيادة في المخزون تمثل تدفق نقدي خارج.

جدول 4/3

التدفقات النقدية الداخلة والخارجة للشركة

التدفق النقدي الخارج	التدفق النقدي الداخل
- الزيادة في أي أصل من الأصول	- انخفاض في أصل من الأصول
- انخفاض في الالتزامات	- الزيادة في الالتزامات
- صافي الخسارة	- صافي الدخل (الربح بعد الضرائب)
- مدفوعات الأرباح	- الإهلاك
- إعادة شراء الأسهم	- بيع أسهم عادية أو ممتازة

نلاحظ من الجدول السابق أن الإهلاك والرسوم الأخرى غير النقدية تعتبر تدفقات نقدية داخلة، والسؤال الآن هل يمكن أن يكون للشركة صافي خسارة ولا يزال لديها تدفق نقدي تشغيلي إيجابي؟ الإجابة نعم يمكن أن يحدث ذلك عندما يكون الإهلاك والرسوم الأخرى غير النقدية خلال الفترة اكبر من صافي الخسارة. وعلى ذلك يتعامل بيان التدفق النقدي مع كلاً من صافي الدخل/أو الخسارة والإهلاك والرسوم الأخرى غير النقدية لمدخلات منفصلة.

ولا شك أن التغييرات غير العادية في الفئات الرئيسية للتدفق النقدي تقدم أدلة على المشكلات التي قد تواجهها الشركة على سبيل المثال قد تشير الزيادة غير المعتادة في حسابات القبض أو المخزون والذي ينتج عنه تدفق نقدي كبير للخارج إلى مشاكل في الائتمان أو التعرض لمشاكل المخزون الزائد.

وفيما يلي عرض لقائمة التدفقات النقدية لشركة GPC لعام 2020 يليه تحليل لذلك القائمة:

جدول (5/3)

قائمة التدفقات النقدية لشركة GPC للسنة

المنتهية في 2020/12/31 (القيمة بالمليون جنيه)

التدفقات النقدية من الأنشطة التشغيلية	
949	صافي الدخل (الربح بعد الضرائب)
633	الإهلاك
(416)	الزيادة في الحسابات المدينة
(85)	الزيادة في المخزون
6	الانخفاض في الأصول المتداولة الأخرى
393	الزيادة في الحسابات الدائنة
61	الزيادة في المصروفات المستحقة

1541	التدفق النقدي من الأنشطة التشغيلية
	التدفقات النقدية من الأنشطة الاستثمارية
(896)	الزيادة في إجمالي الأصول الثابتة
(287)	الزيادة في الأصول غير الملموسة والأصول الأخرى
1183	التدفق النقدي من الأنشطة الاستثمارية
	التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية
(110)	الانخفاض في أوراق الدفع
114	الزيادة في الضرائب المؤجلة
286	الزيادة في الديون طويلة الأجل
(66)	التغييرات في حقوق المساهمين
(348)	توزيعات الأرباح المدفوعة
124	التدفقات النقدية من الأنشطة التمويلية
234 مليون جنيه	صافي الزيادة في التدفق النقدي والأوراق المالية

يشير تحليل بيان التدفقات النقدية لشركة GPC لعام 2020 إلى عدم تعرض الشركة لمشاكل كبيرة حيث:

- استخدمت شركة GPC مبلغ 1.541 مليون جنيه نقداً من الأنشطة التشغيلية بشكل أساسي لشراء 896 مليون جنيه

من الآلات والمعدات والمنشآت ولزيادة الأصول غير الملموسة والأصول الثابتة بمقدار 287 مليون جنيه.

- ساهمت الضرائب المؤجلة والديون طويلة الأجل في تدفق نقدي قدره 400 مليون جنيه (286+114) وقد قابل ذلك تدفقات نقدية خارجة متمثلة في خفض الأوراق مستحقة الدفع بمقدار 110 مليون جنيه ودفع أرباح الأسهم العادية والممتازة بمقدار 348 مليون جنيه وانخفاض صافي الأسهم العادية القائمة بقيمة 66 مليون جنيه.

- بالإضافة إلى التدفقات النقدية الداخلة الناتجة عن صافي الدخل 949 مليون جنيه والإهلاك 633 مليون جنيه، حققت شركة GPC تدفقات نقدية كبيرة من خلال زيادة الحسابات مستحقة الدفع بمقدار 393 مليون جنيه والديون طويلة الأجل بمقدار 286 مليون جنيه.

- حدثت زيادة كبيرة بمقدار 1.183 مليون جنيه (من ميزانية الشركة) في الأصول الثابتة (9024-9920) والأصول غير الملموسة والأصول الأخرى (471-758) ولكن هذه الزيادة تتوافق مع النمو الكبير في الإيرادات التي حققتها الشركة عام 2020.

تمثلت احدى الخطوات التي ساهمت في تحسين الوضع المالي لشركة GPC ما قامت به الشركة عام 2020 من حيث زيادة صافي راس المال العامل بمقدار 385 مليون جنيه. ويعرف صافي راس المال العامل على انه الأصول المتداولة مطروحاً منها الخصوم المتداولة. وهو يعتبر احد المقاييس الهامة للسيولة الإجمالية للشركة وكلما ارتفع كلما دل ذلك على ملاءة مالية اكبر والعكس بالعكس، ويمكننا وصف صافي راس المال العامل لشركة GPC كما يلي:

- بلغ صافي راس المال العامل لشركة GPC عام 2019 (2150-2270 = 120 مليون جنيه) وفي 31 ديسمبر 2020 ارتفع صافي راس المال العامل إلى مستوى إيجابي قدره 265 مليون جنيه (2.879 - 2.614).
- هيكل شركة GPC هذه الزيادة البالغة 385 مليون جنيه (265+120) من خلال زيادة استثماراتها في الأصول المتداولة بمقدار 729 مليون جنيه (2150-2879) مع زيادة التزاماتها المتداولة بمقدار 344 مليون جنيه فقط (2270-2614).
- كذلك ارتفعت السيولة النقدية والأوراق المالية القابلة للتداول والحسابات المدينة والمخزون بمقدار 234، 416، 85

مليون جنيه على التوالي بينما انخفضت الأصول المتداولة الأخرى بمقدار 6 مليون جنيه (هذه البيانات من واقع الميزانية العمومية للشركة قسم الأصول المتداولة)

- كذلك حدثت زيادة كبيرة في فئتين من الفئات الثلاثة للخصوم المتداولة وهي الحسابات مستحقة الدفع (393 مليون جنيه) والمصروفات المستحقة (61 مليون جنيه) وفي المقابل انخفضت الأوراق المالية مستحقة الدفع بمقدار 110 مليون جنيه.

وبشكل عام يبدو أن شركة GPC تنمو وتدير تدفقاتها النقدية بشكل معقول ويمكننا تأكيد ذلك من خلال تحليل قوائم الشركة من خلال استخدام بيان تدفق الأموال والذي سبق عرضه في الجزء التالي.

2/3 أنواع التدفقات النقدية:

التدفق النقدي والأرباح المحاسبية والضرائب:

عندما يقوم المحاسب بإعداد البيانات المالية لإعداد التقارير الخارجية يكون لديه غرضاً مختلفاً في الاعتبار عن غرض المحلل المالي الذي يقوم بتقييم مزايا الاستثمار حيث يرغب المحاسب في

إنتاج بيانات مالية تمثل بشكل عادل ودقيقة حالة العمل في وقت معين وعلى مدار فترة زمنية معينة.

وبالتالي يقيس المحاسب التدفقات الداخلة والخارجة من عمليات الشركة على أساس الاستحقاق بدلاً من الأساس النقدي. كذلك لن يقوم المحاسب عادة بتسجيل التكلفة الكاملة للأصل كمصروف إذا كان يتوقع أن يمنح الأصل فوائد للشركة على مدار فترة طويلة من الزمن.

أفضل مثال على هذا النهج هو الاستهلاك. إذا أنفقت شركة ما مليار جنية على أصل تخطط لاستخدامه على مدى عشر سنوات فقط يحسب المحاسب فقط $1 \div 10$ من سعر الشراء أو 10 مليون جنية كمصروف إهلاك في العام الحالي.

في المقابل يركز المدير المالي بشكل كبير على الأرباح في إعداد التقارير المالية ولكن يجب أن يأخذ في الاعتبار ضرورة التركيز على التدفقات النقدية عند تحليل المشاريع واتخاذ قرارات الاستثمار؛ لذلك يركز في الميزانية الرأسمالية على التدفقات النقدية من الأرباح.

ويرتكز ذلك على أنه بغض النظر عن الأرباح التي قد تظهرها الشركة على أساس الاستحقاق فإنها لا تستطيع البقاء لفترة طويلة ما لم تولد نقودًا كافية لدفع فواتيرها، كذلك يتميز التدفق النقدي من

الميزانية الرأسمالية بأنه يأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود حيث إذا باعت إحدى الشركات منتجًا مقابل 1.000 جنية فإن قيمة هذا البيع تكون أكبر إذا دفع العميل على الفور نقدًا بدلًا من 30 أو 90 يومًا في المستقبل.

من المهم عند تحديد التدفقات النقدية مراعاة تكلفة دفع ضرائب الشركات للحكومة حيث أننا نقوم بتقييم المشروع من منظور حامل الأسهم. الضرائب المدفوعة للحكومة تقلل التدفقات النقدية المتاحة للدفع للمساهمين. لذلك عند إجراء تحليل الميزانية الرأسمالية يجب قياس جميع التدفقات النقدية على أساس ما بعد الضريبة.

كذلك يجب مراعاة أن تأثير التدفق النقدي من التمويل (مثل وفورات الضرائب من اقتطاعات الفائدة) يتم تسجيلها في معدل الخصم لذلك يجب تحديد الضرائب التي يجب خصمها من التدفقات النقدية كما لو أن الشركة ليس لديها ديون. وهنا يعني أن التدفق النقدي CF بعد خصم الضرائب المستخدم في الموازنة الرأسمالية هي تلك الخاصة بمشروع يعتمد على حقوق الملكية بالكامل (بمعنى مشروع بدون تمويل من خلال الديون)، ويتم تسجيل أي آثار تمويلية في معدل الخصم.

يبدو ان ذلك صعبًا في البداية ولكن يتلخص في قاعدتين هما:

(1) حساب التدفقات النقدية بعد خصم الضرائب كما لو أن الشركة تستخدم تمويل الأسهم فقط.

(2) النقاط أي تأثيرات تمويلية في معدل الخصم (مثلاً يتم تضمين ما يلي - تكلفة الدين الضريبية في معدل الخصم لتكلفة رأس المال العامل).

وللحفاظ على تركيزك على النقاط المهمة نركز في الجزء التالي على قياس التدفقات النقدية بعد خصم الضرائب. ولتقليل التششت نفترض أن هامش معدل ضريبة الدخل على الشركات هو 40%.

الاستهلاك Depreciation

يعتبر الاستهلاك مبدأ ثاني مرتبط بالضرائب يتعلق بقياس التدفقات النقدية المرتبطة بالمصروفات غير النقدية. وبالرغم من أنه قد يكون هناك اعتقاد بأن المحلل المالي يمكنه تجاهل الاستهلاك تماماً إلا أن هذا لا يحدث، حيث تخلق استقطاعات الاستهلاك تدفقات نقدية حقيقية لأنها تقلل الضرائب التي تدفعها الشركة للحكومة.

ويمكن توضيح ذلك بشكل أكثر تفصيلاً من خلال النظر إلى أن هناك طريقتان لحساب فوائد التدفق النقدي للاستهلاك والرسوم الأخرى الغير نقدية:

الطريقة الأولى هي إضافة المصروفات غير النقدية إلى الأرباح بعد الضرائب،

الطريقة الثانية من خلالها يمكن تجاهل المصروفات غير النقدية عند حساب أرباح ما بعد الضرائب ولكن بعد ذلك نضيف إلى التدفق النقدي المدخرات الضريبية الناتجة عن الخصومات غير النقدية.

ويمكننا التعرف على الطريقتين من خلال المثال التالي:

مثال: نفترض إن إحدى الشركات تنفق اليوم 30 ألف جنية نقدًا لشراء أصل ثابت تخطط لاستهلاكه بالكامل على أساس القسط الثابت على مدى ثلاث سنوات. وباستخدام هذه الآلة تنتج الشركة 10.000 وحدة كل عام يباع المنتج بسعر 3 جنية ويكلف صنعه جنية فيما يلي بيان الدخل لهذا المشروع:-

المبيعات	30.000 جنية (10.000 وحدة $\times$ 3 جنية سعر البيع)
(-) تكلفة البضاعة المباعة	10.000 (10.000 وحدة $\times$ 1 جنية)
= إجمالي الربح	20.000
(-) الاستهلاك	10.000 (30.000 ثمن الآلة $\div$ 3 سنوات)
= الدخل قبل الضرائب	10.000
(-) الضرائب	4.000 (40% $\times$ 10.000)
= صافي الدخل	6.000

والسؤال الآن: ما هو مقدار التدفق النقدي لهذا المشروع في السنة؟

كما وضعنا فيما سبق هناك طريقتين للوصول إلى الإجابة:

الطريقة الأولى: التدفق النقدي = صافي الدخل + الاستهلاك

$$= 10.000 + 6.000 = 16.000 \text{ جنية}$$

الطريقة الثانية: خلالها يتم حساب صافي الدخل بعد خصم

الضرائب من خلال تجاهل مصروفات الإهلاك في البداية ثم إعادة

مدخرات الضرائب الناتجة عن خصم الإهلاك كما يلي:-

30.000	المبيعات
10.000	(-) تكلفة البضاعة المباعة
20.000	= مجمل الربح
10.000	(-) تكلفة البضاعة المباعة
20.000	= مجمل الربح
8.000	(-) الضرائب (40%)
12.000	الدخل بعد الضرائب
4000	+ الوفورات الضريبية الناتجة عن الإهلاك
=	(10.000 × 40%)
16.000	التدفق النقدي

نفقات الأصول الثابتة

تتضمن العديد من قرارات الميزانية الرأسمالية الاستحواذ على أصل ثابت حيث غالباً ما تظهر تكلفة الأصل الثابت لتدفق نقدي أولى للمشروع (على افتراض أن الشركة تدفع سعر الشراء الكامل دفعة نقدية واحدة) وتشمل المصروفات الإضافية المرتبطة باقتناء الأصل الثابت تكاليف التركيب والعوائد المرتبطة ببيع الأصول الثابتة الحالية.

في الكثير من الأحوال يمكن أن تكون تكلفة تركيب معدات جديدة جزء مهم من النفقات الأولية للمشروع حيث تجمع الشركات بين سعر شراء الأصل وتكلفة التركيب للوصول إلى الأساس الضريبي لإهلاك الصل. وعلى الرغم من أن الاستهلاك في حد ذاته ليس

تدفقات نقدية خارجة فقد رأينا أن خصومات الاستهلاك تؤثر على التدفقات النقدية المستقبلية من خلال خفض الضرائب.

تؤثر استقطاعات الاستهلاك أيضًا على الضرائب عندما تباع الشركات الأصول الثابتة القديمة يكون هناك تبعات ضريبية إذا كان سعر البيع لا يساوي القيمة الدفترية للمعدات القديمة. ومن جهة أخرى يجب على الشركة التي تباع أصول بأكثر من قيمتها الدفترية دفع ضرائب على الفرق. أما إذا تم الأصل بأقل من قيمته الدفترية فيمكن للشركة التعامل مع الفرق على أنه مصروف قابل للخصم الضريبي.

مثال:

قامت شركة تعمل في مجال الإلكترونيات بشراء أجهزة كمبيوتر جديدة بقيمة 100.000 جنية قبل ثلاث سنوات. وبسبب السرعة التي تتغير بها التكنولوجيا يجب عليها الآن استبدال الأجهزة القديمة بأخرى أحدث وأسرع.

ونظرًا لأن أجهزة الكمبيوتر مؤهلة كأجهزة مدتها 5 سنوات فقد استهلكت الشركة 71.2% من تكلفة الأجهزة القديمة، تاركة قيمة دفترية تبلغ 28.800 جنية $[100.000 - (71.2 \times 100.000)]$ = 28.800 جنية].

وبافتراض أن الشركة قامت ببيع الأجهزة إلى شركة أخرى مقابل 10.000 جنية وبالتالي سعر البيع أقل من القيمة الدفترية بمقدار 18.800 جنية هذا يسمح للشركة بالإبلاغ عن مصروف قابل للخصم الضريبي بمقدار الخسارة البالغة 18.800 جنية.

أما إذا كانت عملية البيع مربحة فيمكن للشركة استخدام هذه الخسارة الإيواء مصادر أخرى للدخل الحالي مما يؤدي إلى وفر ضريبي قدره 7.520 جنية $(7.520 = 40\% \times 18.800)$

* نفقات رأس المال العامل

بالمثل تمامًا كما يجب على الشركة حساب التدفقات النقدية على الأصول الثابتة، كذلك يجب عليها مراعاة التدفقات النقدية الداخلة والخارجة المرتبطة بالتغيرات في صافي رأس المال العامل؟

صافي رأس المال العامل = الأصول المتداولة - الالتزامات المتداولة.

وتمثل الزيادة في صافي رأس المال العامل تدفقات نقدية خارجة لأنه ينتج عن ذلك زيادة الأصول المتداولة (مثل شراء الشركة المزيد من المخزون) أو إذا انخفضت الالتزامات المتداولة (مثل دفع الشركة لحسابات الدفع).

والعكس بالعكس ينخفض صافي رأس المال العامل عندما تنخفض الأصول المتداولة أو عندما تزداد الالتزامات المتداولة وينتج عن ذلك تدفق نقدي داخل.

مثال: نفترض أننا نقوم بتقييم فرص التشغيل لأحد الأكشاك التي تفتح في مراكز التسوق قرب نهاية كل عام من نوفمبر إلى يناير تبدأ بتقييم الائتمان بقيمة 15.000 جنية ويطلب الموردين دفع 5.000 جنية في اليوم الأول من كل شهر بدءًا من ديسمبر.

يتوقع أن يتم بيع 30% على أساس نقدي بالكامل من المخزون في نوفمبر، 60% في ديسمبر، 10% في يناير وتخطط أيضًا للاحتفاظ بمبلغ 500 جنية في السجل النقدي حتى يتم إغلاق المتجر في 1 فبراير .

بناء على ذلك تظهر الميزانية العمومية للمتجر في بداية كل شهر على النحو التالي:

2/1	1/1	12/1	11/1	10/1	
صفر	500	500	500	صفر	النقدية
صفر	1500	10500	1500	صفر	+ المخزون
صفر	5000	10000	1500	صفر	- الحسابات الدائنة
صفر	- 3000	1000	500	صفر	= صافي رأس المال العامل
+	-	500 +	+	لا يوجد تغيير	التغيير الشهري في صافي رأس المال العامل
3000	4000		500		

مما سبق نجد أن الزيادة في صافي رأس المال العامل تؤدي إلى انخفاض في التدفق النقدي والعكس بالعكس كما يلي:

تدفق نقدي بقيمة 500 جنية من أكتوبر إلى نوفمبر، تدفق نقدي بقيمة 500 جنية من نوفمبر إلى ديسمبر، 400 جنية تدفق نقدي من ديسمبر إلى يناير، 3000 جنية تدفق نقدي من يناير إلى فبراير.

نلاحظ أيضًا أنه في شهر نوفمبر تتم عمليات شراء المخزون بالكامل على أساس الائتمان وبالتالي فإن الزيادة في المخزون يتم تعويضها تمامًا من خلال زيادة الحسابات الدائنة وخلال شهر نوفمبر تقلل المبيعات المخزون بمقدار 4500 جنية (تدفق داخل) من المبيعات النقدية + 500 جنية من السجل النقدي واجب الاحتفاظ به.

وخلال شهر ديسمبر تقلل المبيعات المخزون بمقدار 9000 جنية (تدفق داخل) وتقوم بدفع 5000 جنية للموردين (تدفق خارج) ويتبقى تدفق نقدي قدره 4000 جنية يساوي الانخفاض في صافي رأس المال العامل خلال الشهر.

وبحلول الأول من فبراير تقلل المبيعات المخزون بمقدار 1500 جنية (تدفق داخل) يضاف إليها 500 جنية من السجل النقدي (تدفق داخل) ويتم دفع 5000 جنية للموردين (تدفق خارج) ويصبح صافي التأثير هو تدفق نقدي بقيمة 3000 جنية خلال شهر يناير.

3/ تحليل قوائم الشركة من خلال استخدام بيان تدفق

الأموال (قائمة المصادر والاستخدامات) :

المقصود بقائمة الموارد والاستخدامات وأهميتها:

بيان تدفق الأموال عبارة عن قائمة أو بيان يوضح التغيرات في المركز المالي خلال فترة زمنية محددة , وتعكس هذه التغيرات كيفية حصول المنشأة علي الأموال وكيفية استخدامها .
أهميتها :

تعتبر أداة من أدوات الرقابة المالية التي تساعد المحلل المالي في التعرف علي ما يلي :

(1) حجم الأموال الإضافية التي استخدمتها المنشأة خلال الفترة التي تعد عنها القائمة ومجالات استخدام هذه الأموال والأهمية النسبية لكل منها .

(2) مصادر الأموال التي حصلت المنشأة من خلالها علي الأموال الإضافية والأهمية النسبية لكل مصدر .

(3) مدى سلامة السياسة التي اتبعتها المنشأة بشأن الاستثمار في رأس المال العامل وطريقة تمويله , هل هي سياسة معتدلة - متحفظة - مغامرة ← بالنسبة لرأس المال العامل .

(4) مدى تطبيق المنشأة لمبدأ التغطية في التمويل .

(5) أثر استخدام الأموال علي الطاقة الإنتاجية للمنشأة وحجم المبيعات والأرباح .

(6) مدى قدرة المنشأة علي تحقيق التنسيق والتكامل بين قرارات الاستثمار وقرارات التمويل.

أيضاً نجد أن قائمة الموارد والاستخدامات تفيد جهات التمويل الخارجية كالبنوك في اتخاذ القرارات بشأن جدوى تقديم أموال إضافية للمنشأة في ضوء معرفتها بمجالات استخدام هذه الأموال ومصادر

تسديدها وما إذا كانت المنشأة تحقق تحسناً في أدائها المالي أو أنها تواجه مشكلات مالية .

خطوات إعداد قائمة الموارد والاستخدامات :

لاحظ انه يتطلب لإعداد قائمة الموارد والاستخدامات توافر ميزانيتين عموميتين لنفس المنشأة في تاريخين متتالين . ولإعداد قائمة الموارد والاستخدامات بالشكل الذي يخدم أغراض التحليل المالي , يجب القيام بالخطوات الآتية :

(1) نقارن بين جميع بنود الميزانية (الأصول والخصوم) لحساب صافي التغير الذي طرأ علي هذه البنود سواء بالزيادة أو النقص .

(2) تصنيف صافي التغير لجميع البنود إلي مصادر واستخدامات حسب القاعدة التالية :

أصول	خصوم
(-)	(+)
مصادر	
(+)	(-)
استخدامات	

بمعنى أن : أ) المصدر ← نقص أصل أو زيادة خصم .

ب) الاستخدام ← زيادة أصل أو نقص خصم .

مثال لتوضيح القاعدة السابقة :

لو أنك مدير شركة وبهذه الشركة 10 آلات , قيمة الآلة 10.000 ج اذن قيمة الآلات = $10.000 \times 10 = 100.000$ ج
وهنا نجد أن

(1) في حالة بيع آلتين فينتج نقص في قيمة الأصول وهو
(-) فتزيد قيمة النقدية لدى الشركة $20.000 = 2 \times 10.000$ ج
وهي قيمة النقدية الداخلة للشركة .

(2) في حالة شراء آلتين فينتج زيادة في قيمة الأصول
وهو (+) فتقل قيمة النقدية لدى الشركة $20.000 = 2 \times 10.000$
وهي قيمة النقدية الخارجة من الشركة
لاحظ شرح القاعدة السابقة :

(1) زيادة الخصم يعد مصدر .

(2) نقص الأصول يعتبر مصدر .

(3) زيادة الأصول يعتبر استخدام .

(4) نقص الخصوم يعتبر استخدام .

(3) حساب بنود المصادر بالنسبة المئوية وكذلك بنود الاستخدامات
بالنسبة المئوية من خلال استخدام القانون التالي :

$$100 \times \frac{\text{قيمة المصدر}}{\text{مجموع المصادر}} = \text{نسبة أي مصدر}$$

$$100 \times \frac{\text{قيمة الاستخدام}}{\text{مجموع الاستخدامات}} = \text{نسبة أي استخدام}$$

(4) تحديد نسبة المصادر القصيرة الأجل ونسبة المصادر الطويلة
الأجل :

لا بد أن تكون نسبة المصادر قصيرة الأجل وطويلة الأجل 100% ، وكذلك تحديد نسبة الاستخدامات قصيرة الأجل والاستخدامات طويلة الأجل وتساوي أيضاً 100% .
(5) تحديد مدى التزام المدير المالي بتطبيق مبدأ التغطية في التمويل
:

مفهوم مبدأ التغطية في التمويل [مبدأ الموائمة أو الملاءمة
في التمويل]:

يعني الموائمة بين آجال مصادر الأموال وآجال الاستخدامات ،
بمعنى أن يتم تمويل مجالات الاستخدام قصيرة الأجل من مصادر
قصيرة الأجل ، وتمويل مجالات الاستخدام طويل الأجل من مصادر
طويلة الأجل ، لكي نحقق التوازن بين السيولة والربحية .

* المصادر القصيرة الأجل ← تمويل ← الاستخدامات قصيرة الأجل

* المصادر طويلة الأجل ← تمويل ← الاستخدامات طويلة الأجل

لو لم يلتزم المدير المالي بمبدأ التغطية في التمويل يؤثر ذلك
سلبياً على السيولة والربحية حيث أن العلاقة بين السيولة والربحية
علاقة عكسية .

حيث تعتبر من المهام الصعبة للمدير المالي هي الموازنة من
العائد والمخاطرة ، حيث أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة

طردية , وكلما قل العائد كلما قلت معه درجة المخاطرة , ولكن المدير المالي الكفاء هو الذي يحقق عوائد كبيرة مع مخاطر مقبولة .

كذلك لو أن المدير المالي قام بتمويل الاستخدامات القصيرة من مصادر طويلة الأجل، يكون تأثير إيجابي علي السيولة ، ويكون تأثير سلبي علي الربحية .

ومن جهة اخري لو أن المدير المالي قام بتمويل الاستخدامات طويلة الأجل من مصادر قصيرة الأجل، يكون تأثير إيجابي علي الربحية حيث تحقق الاستخدامات الطويلة أرباح كبيرة. ويكون تأثير سلبي علي السيولة لأن المصادر القصيرة مطلوب سدادها في خلال فترة قصيرة مما يؤدي إلي عسر مالي .

ملاحظات علي إعداد بيان حركة الأموال :

(1) يعامل الإهلاك معاملة بنود الخصوم : حيث أن الزيادة فيه مصدر , والنقص فيه استخدام.

(2) لا يحسب صافي تغيير لبند صافي الأصول الثابتة لأنه سبق وحسب الإجمالي

وأن بند صافي الأصول الثابتة هو نتيجة طرح الإهلاك من إجمالي الأصول الثابتة .

(3) يشترط تساوي مجموع المصادر مع مجموع الاستخدامات

4) يجب تصنيف التغيرات التي حدثت في قيم عناصر الميزانية المختلفة إلى مصادر واستخدامات طبقاً للقواعد الآتية :

أ - يعتبر استخدام للأموال كل زيادة في قيمة كل عناصر الأصول وكل نقص في قيمة كل عناصر الخصوم وحق الملكية .

ب- يعتبر مصدراً للأموال كل نقص في قيمة كل عناصر الأصول وكل زيادة في قيمة كل عناصر الخصوم وحق الملكية .

ج- يطبق علي مجمع الاستهلاك قاعدة الخصوم وحق الملكية علي اعتبار أن الاستهلاك يمثل أحد مصادر الأموال (أي عامل معاملة الخصوم) .

وفيما يلي تطبيق الخطوات السابقة علي ميزانة شركة GPC

بتطبيق القواعد السابقة علي بيانات الميزانية العمومية لشركة GPC في نهاية عام 2020 ونهاية عام 2019 (القيم بالمليون جنية) نتوصل الي ما يلي :

جدول (6/3) قائمة المصادر والاستخدامات لشركة GPC خلال الفترة من 2020/1/1 حتى 2020/12/31

الوصف	استخدام		مصدر		صافي التغيير (-) +	2020	2019	عناصر الميزانية
	%	قيمة	%	قيمة				
ق. الاجل	10.6	227			227	440	213	نقدية وشبة نقدية
ق. الاجل	0.3	7			7	35	28	أوراق مالية قصيرة الأجل
ق. الاجل	19.4	416			416	1619	1203	حسابات مدينة
ق. الاجل	3.9	85			85	615	530	مخزون سلعي
ق. الاجل			0.3	6	(6)	170	176	اخرى (في الغالب مصروفات مدفوعة مقدما)
ط. الاجل	41.7	896			896	9920	9024	إجمالي الآلات والمعدات والمباني
ط. الاجل			29.5	633	633	3968	3335	ناقص مجمع الاستهلاك
ط. الاجل	13.3	287			287	758	471	الاصول غير الملموسة والاصول الثابته الاخرى
ق. الاجل			18	393	393	1697	1304	حسابات دائنة
ق. الاجل	5	110			(110)	477	587	اوراق الدفع

ق. الاجل			2.8	61	61	440	379	مصرفات مستحقة
ق. الاجل			6.7	114	114	907	793	ضرائب مؤجلة
ط. الاجل			13.3	286	286	1760	1474	قروض طويلة الأجل (سندات)
					0	30	30	اسهم ممتازة
ط. الاجل			1.4	31	31	373	342	أسهم عادية (القيمة الاسمية 1 جنية)
ط. الاجل			0.9	19	19	248	229	رأس المال المدفوع بما يزيد عن القيمة الاسمية
ط. الاجل			28	601	601	4271	3670	أرباح محتجزة
ط. الاجل	5.4	116			116	614	498	(-) اسهم الخزينة
		2144	%100	2144				

بناء على قائمة المصادر والاستخدامات لشركة GPC خلال الفترة من 2020/1/1 حتى 2020/12/31 السابقه نجد ان

بناء على قائمة المصادر والاستخدامات لشركة GPC خلال الفترة من 2020/1/1 حتى 2020/12/31 السابقة نجد ان

استخدامات قصيرة الاجل			مصادر قصيرة الاجل		
10.6%	227	نقدية وشبة نقدية	0.3%	6	اصول اخري
0.3%	7	أوراق مالية قصيرة	18%	393	حسابات دائنة
19.4%	416	الأجل	2.8%	61	مصروفات مستحقة
3.9%	85	حسابات مدينة	<u>6.7%</u>	<u>114</u>	ضرائب مؤجلة
<u>5%</u>	<u>110</u>	مخزون سلعي			
39.4%	845	اوراق الدفع	26.8%	574	<u>الإجمالي</u>
		<u>الإجمالي</u>			
استخدامات طويلة الاجل			مصادر طويلة الاجل		
41.7%	896	إجمالي الآلات والمعدات والمباني	29.5%	633	الاستهلاك
13.3%	287	الاصول غير الملموسة	13.3%	286	قروض طويلة الأجل
<u>5.4%</u>	<u>116</u>	اسهم الخزينة	1.4%	31	اسهم عادية
			0.9%	19	رأس المال المدفوع
			<u>28%</u>	<u>601</u>	أرباح محتجزة
60.6%	1299	<u>الإجمالي</u>	73.2%	1570	<u>الإجمالي</u>

1- بلغت الأموال الإضافية التي استخدمتها المنشأة خلال عام

2020 , 2144 مليون جنيه

2- شكلت الاستخدامات طويلة الأجل 60.6% من إجمالي

الاستخدامات تمثل معظمها شراء أصول ثابتة جديدة مما

يشير إلى توجه المنشأة إلى التوسع في الطاقة الإنتاجية .

3- شكلت الاستخدامات قصيرة الأجل 39.4% من إجمالي

الاستخدامات , وقد تمثلت هذه الاستخدامات في زيادة حجم

الاستثمار في كل من المبيعات الآجلة والمخزون السلعي

وسداد جزء من قيمة المشتريات الآجلة وشراء أوراق مالية

قصيرة الاجل والاحتفاظ بنقدية سائلة لديها .

4- شكلت المصادر المالية قصيرة الأجل 26.8% من إجمالي

المصادر وحصلت المنشأة علي هذه الأموال من خلال بيع

جزء من اصولها المتداولة وشراء بضاعة بالاجل مما انعكس

في زيادة الحسابات الدائنة وزيادة المصروفات المستحقة

والضرائب المؤجلة .

5- شكلت المصادر طويلة الأجل 73.2 % من إجمالي المصادر ,

وقد حصلت المنشأة علي هذه الأموال من مصادر داخلية

(مجمع الاستهلاك والارباح المحتجزة ورأس المال المدفوع)

ومصادر خارجية (بيع اسهم عادية إضافية والحصول علي

قرض طويل الاجل) .

6- تم تمويل جميع الاستخدامات طويلة الأجل من مصادر تمويل طويلة الأجل , أما الاستخدامات قصيرة الأجل (41.7% من إجمالي الاستخدامات) فقد تم تمويل 26.8% من مصادر قصيرة الأجل , وتمويل 14.9% من مصادر طويلة الأجل , وهو ما يعكس تطبيق المنشأة لمبدأ التغطية في تمويل رأس المال العامل ويرجع ذلك الي :

<u>استخدامات قصيره</u> 39.4% منها 26.8% من مصادر قصيره & 14.7% من مصادر طويله لتمويل رأس المال العامل الدائم وهذا يتطابق مع مبدأ التغطية في التمويل	<u>مصادر قصيره</u> 26.8% تم استخدامها جميعا في استخدامات قصيرة الاجل
<u>استخدامات طويله</u> 60.6% كلها من المصادر الطويله	<u>مصادر طويله</u> 73.2% تم اسخدامها في اتجاهين هما: 51% في استخدامات طويله 10% في تمويل رأس المال العامل الدائم (استخدامات قصيره ولكن تمويل من مصادر طويله)

صافي رأس المال العامل = إجمالي الأصول المتداولة - إجمالي الخصوم المتداولة

$$265 = 2614 - 2879 = \text{عام 2020}$$

$$120 - = 2270 - 2150 = \text{عام 2019}$$

رأس المال العامل الدائم = صافي رأس المال العامل 2020 - صافي رأس المال العامل 2019

$$145 = 120 - 265 = \text{وهي التي تم تمويلها من المصادر طويلة الأجل}$$

مثال (2) حول كيفية استخدام قائمة المصادر والاستخدامات لأغراض

التحليل المالي :

أظهرت قائمة الدخل لشركة نور الهدى لصناعة الأسمنت في نهاية عام 2010 أن صافي الدخل بعد الضرائب بلغ 22.000 جنيه وزعت الشركة منه مبلغ 2000 جنيه علي المساهمين .

ويوضح الجدول التالي الميزانية العمومية للشركة في نهاية عام 2010 ونهاية عام 2009 (القيم بآلاف جنيه) :

الميزانية العمومية لشركة نور الهدى في 2010/12/31 , و

2009/12/31 (القيم بآلاف جنيه)

2009/12/31	2010/12/31	عناصر الميزانية
		الأصول
20	10	نقدية
50	30	أوراق مالية قصيرة الأجل
30	40	حسابات مدينة
50	70	مخزون سلعي
150	150	إجمالي الأصول المتداولة
300	350	إجمالي الأصول الثابتة
80	100	ناقص مجمع الاستهلاك
220	250	صافي الأصول الثابتة
370	400	إجمالي الأصول
		الخصوم وحق الملكية

50	32	حسابات دائنة
20	28	قروض قصيرة الأجل
70	60	إجمالي الالتزامات المتداولة
120	140	قروض طويلة الأجل (سندات)
20	20	أسهم ممتازة
		حق الملكية
100	100	أسهم عادية
60	80	أرباح محتجزة
160	180	إجمالي حق الملكية
370	400	إجمالي الخصوم وحق الملكية

المطلوب : باستخدام البيانات الواردة في الميزانية العمومية السابقة
قم بإعداد قائمة المصادر والاستخدامات ؟ والتعليق علي الأداء المالي
للشركة ؟

الحل

قائمة الموارد والاستخدامات لشركة نور الهدى خلال الفترة من

2010/1/1 حتى 2010/12/31

الوصف	استخدامات		مصادر		صافي التغير (-) +	2010	2009	عناصر الميزانية
	%	قيمة	%	قيمة				
								الأصول
ق. الاجل			10.2	10	(10)	10	20	نقدية
ق. الاجل			20.4	20	(20)	30	50	أوراق مالية قصيرة الأجل
ق. الاجل	10.2	10			10	40	30	حسابات مدينة
ق. الاجل	20.4	20			20	70	50	مخزون سلع
						150	150	إجمالي الأصول المتداولة
ط. الاجل	51	50			50	350	300	إجمالي الأصول الثابتة
ط. الاجل			20.4	20	20	100	80	ناقص مجمع الاستهلاك
						250	220	صافي الأصول الثابتة
						400	370	إجمالي الأصول
								الخصوم وحق الملكية

حسابات دائنة	50	32	(18)		18	18.3	ق. الاجل
قروض قصيرة الأجل	20	28	8	8	8.3		ق. الاجل
إجمالي الالتزامات المتداولة	70	60					
قروض طويلة الأجل (سندات)	120	140	20	20	20.4		ط. الاجل
أسهم ممتازة	20	20					
حق الملكية							
أسهم عادية	100	100					
أرباح محتجزة	60	80	20	20	20.4		ط. الاجل
إجمالي حق الملكية	160	180					
إجمالي الخصوم وحق الملكية	370	400					
إجمالي المصادر والاستخدامات			98	98	%100	%100	

بناءً على قائمة الموارد والاستخدامات لشركة نور الهدى
خلال الفترة من 2010/1/1 حتى 2010/12/31 السابقة

نجد ان

1- بلغت الأموال الإضافية التي استخدمتها المنشأة خلال عام 2010 , 100.000 جنيه.

2- شكلت الاستخدامات طويلة الأجل 51% من إجمالي الاستخدامات تمثل معظمها شراء أصول ثابتة جديدة مما يشير إلى توجه المنشأة إلى التوسع في الطاقة الإنتاجية .

5- شكلت الاستخدامات قصيرة الأجل 48.9% (10.2+20.4+18.3) من إجمالي الاستخدامات , وقد تمثلت هذه الاستخدامات في زيادة حجم الاستثمار في كل من المبيعات الآجلة والمخزون السلعي وسداد جزء من قيمة المشتريات الآجلة .

6- شكلت المصادر المالية قصيرة الأجل 38.9% (10.2+20.4+8.3) من إجمالي المصادر وحصلت المنشأة على هذه الأموال من خلال بيع جزء من محفظة أوراقها المالية قصيرة الأجل , والحصول على قرض جديد فضلاً عن السحب من الرصيد النقدي .

7- شكلت المصادر طويلة الأجل 61.2% (20.4+20.4+20.4) من إجمالي المصادر , وقد حصلت المنشأة على هذه الأموال

من مصادر داخلية (صافي الدخل ومجمع الاستهلاك ومصادر خارجية بيع سندات إضافية) .

8- تم تمويل جميع الاستخدامات طويلة الأجل من مصادر تمويل طويلة الأجل , أما الاستخدامات قصيرة الأجل (48.9% من إجمالي الاستخدامات) فقد تم تمويل 38.9% من مصادر قصيرة الأجل , وتمويل 10% من مصادر طويلة الأجل , وهو ما يعكس تطبيق المنشأة لمبدأ التغطية في تمويل رأس المال العامل ويرجع ذلك الي :

<u>استخدامات قصيره</u> 48.9% منها 38.9 من مصادر قصيره & 10% من مصادر طويله لتمويل رأس المال العامل الدائم وهذا يتطابق مع مبدأ التغطية في التمويل	<u>مصادر قصيره</u> 38.9% تم استخدامها جميعا في استخدامات قصيرة الأجل
<u>استخدامات طويله</u> 51% كلها من المصادر الطويله	<u>مصادر طويله</u> 61.1% تم اساتخدامها في اتجاهين هما: 51% في استخدامات طويله 10% في تمويل رأس المال العامل الدائم (استخدامات قصيره ولكن تمول من مصادر طويله)

صافي رأس المال العامل = إجمالي الأصول المتداولة - إجمالي الخصوم المتداولة

$$90 = 60 - 150 = \text{عام 2010}$$

$$80 = 70 - 150 = \text{عام 2009}$$

رأس المال العامل الدائم = صافي رأس المال العامل 2010 - صافي رأس المال العامل 2009

$$10 = 80 - 90 = \text{وهي التي تم تمويلها من المصادر طويلة الأجل}$$

ولذلك تطبق الشركة مبدأ التغطية في التمويل

الفصل الرابع

التحليل المالي باستخدام النسب والمؤشرات المالية

بعد دراسة هذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح ملماً بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- كيفية استخدام نسب ومؤشرات السيولة لتقدير مدى قدرة الشركة علي سداد التزاماتها ،
- مراجعة موجزة لكيفية قياس قدرة الادارة وكفاءتها في ادارة اصولها وتحقيق مبيعات من خلالها من خلال نسب النشاط .
- دراسة وتحليل استخدام نسب المديونية او الرفع المالي لتحديد مدى اعتماد الشركات علي الديون في تمويل استثماراتها .
- دراسة وتحليل نظام دي بونت لتحليل كلا من معدل العائد علي الاستثمار ومعدل العائد علي حقوق الملكية .
- دراسة وتحليل النسب والمؤشرات المالية التي تعكس مستوى ربحية الشركة وقدرتها علي الاستمرار والنمو .
- تحليل المؤشرات التي بناء عليها تحدد كمستثمر مدى رغبتك في الاستثمار في الشركة من خلال نسب ومؤشرات السوق .

تمهيد

النسبة المالية عبارة عن معيار أو مؤشر يربط بين بندين (عنصرين) أو أكثر من بنود القوائم المالية بحيث يوفر الربط بينهما دلالة معينة يصعب الوصول إليها أو استنتاجها بالنظر إلى كل بند أو عنصر على حده .

هناك العديد من الأطراف المختلفة ذات الصلة بالشركات وسيهتم كلاً منهم باستخدام نسب محددة لقياس الجوانب التي تخدم مصالحهم لدى الشركة. فنجد مثلاً يهتم الدائنون في المقام الأول بالنسب التي تقيس سيولة الشركة في المدى القصير وقدرتها على سداد مدفوعات الفائدة والأصل معاً وعلى ذلك تمثل الربحية مصدر قلق ثانوي بالنسبة للدائنون.

ومن جهة أخرى يركز المساهمين (الحاليين والمحتملين) على النسب التي تقيس مستويات العائد والمخاطر الحالية والمستقبلية للشركة، لأن هذين البعدين يؤثران بشكل مباشر على سعر السهم. كذلك يستخدم مديري الشركة النسب المالية لتكوين صورة شاملة حول السلامة المالية للشركة ولمراقبة أدائها من فترة إلى أخرى.

عند إجراء تحليل مالي باستخدام النسب المالية يجب مراعاة أن نسبة معينة في صناعة ما قد تكون غير عادية للغاية في صناعة

أخرى فمثلاً نسبة صافي هامش الربح تقيس صافي الدخل الناتج عن كل جنيه من المبيعات، ومن المؤكد أن هذه النسبة تختلف بشكل كبير بين الصناعات حيث قد تبدو نسبة صافي هامش الربح متميزة في صناعة البقالة بالتجزئة وفي المقابل هو نفسه يعتبر ضئيلاً جداً في صناعة البرمجيات.

إن تحديد قيمة كل نسبة من النسب المالية ليس كافياً في حد ذاته للحكم علي الأداء المالي للمنشأة ، فالنسبة المالية لا تعني شيئاً إلا إذا تمت مقارنتها بمعايير أو نسب أخرى مماثلة. لذلك عند إجراء تقييم مالي باستخدام النسب المالية عادة ما يقوم المحلل المالي بإجراء مقارنة لنسب الشركة بمعاييرين هما:

أولاً: يقارن المحلل المالي النسب المالية في العام الحالي بنسب السنوات السابقة ومن هنا يتم تحديد الاتجاهات التي تساعد في تقييم آفاق الشركة،

ثانياً: يقارن المحلل المالي النسب المالية للشركة بنفس النسب في الشركات المعيارية الأخرى في نفس الصناعة أو بمتوسط نسب الصناعة.

خلال العرض القادم للنسب والمؤشرات المالية المختلفة سيتم استخدام بيانات الميزانية العمومية لعامي 2019/2020 وقائمة

الدخل لشركة GPC التي تعمل في مجال النفط العالمي لإظهار حسابات النسب، وتم تجميع النسب والمؤشرات المالية في خمسة فئات رئيسية وهي نسب السيولة، نسب النشاط، نسب المديونية، نسب الربحية، نسب السوق. وفيما يلي عرض لتلك النسب المالية، ولكن نذكرك أولاً بميزانية وقائمة دخل شركة GPC.

جدول (1/4)

الميزانية العمومية لشركة GPC في 2020/12/31 ، 2019

2019	2020	عناصر الميزانية
		الأصول
		الأصول المتداولة
213	440	نقدية وشبه نقدية
28	35	أوراق مالية قصيرة الأجل
1203	1619	حسابات مدينة
530	615	مخزون سلع
176	170	أخرى (في الغالب مصروفات مدفوعة مقدماً)
2150	2879	إجمالي الأصول المتداولة
		الأصول الثابتة
9024	9920	إجمالي الآلات والمعدات والمباني
3335	3968	ناقص مجمع الاستهلاك

5689	5952	صافي الالات والمعدات والمباني
471	758	الاصول غير الملموسة والاصول الثابته الاخري
6160	6710	صافي الاصول الثابته
8310	9589	إجمالي الأصول
		الالتزامات وحق الملكية
		الالتزامات المتداولة
1304	1697	حسابات دائنة
587	477	اوراق الدفع
379	440	مصرفوات مستحقة
2270	2614	إجمالي الالتزامات المتداولة
		الالتزامات طويلة الاجل
793	907	ضرائب مؤجلة
1474	1760	قروض طويلة الأجل (سندات)
2267	2667	اجمالي الالتزامات طويلة الاجل
4537	5281	اجمالي الالتزامات
		حقوق الملكية
30	30	اسهم ممتازة
342	373	أسهم عادية (القيمة الاسمية 1 جنية)
229	248	رأس المال المدفوع بما يزيد عن القيمة الاسمية
3670	4271	أرباح محتجزة
498	614	(-) اسهم الخزينة

3773	4308	إجمالي حق الملكية
8310	9589	إجمالي الالتزامات وحق الملكية

جدول (2/4)

قائمة الدخل لشركة GPC عن السنة المنتهية

في 2020/12/31 م، 2019 م (القيمة بالمليون جنيه)

2019	2020	بيان
9110	12843	إيرادات المبيعات
<u>5633</u>	<u>8519</u>	<u>(-) تكلفة البضاعة المباعة (1)</u>
3477	4324	<u>مجمّل الربح</u>
1521	1544	(-) مصروفات التشغيل
584	616	(-) مصروفات البيع العامة
<u>608</u>	<u>633</u>	والمصاريف الادارية
		<u>(-) الاهلاك</u>
764	1531	<u>الربح التشغيلي</u>
<u>82</u>	<u>160</u>	<u>(+) الدخل من مصادر اخرى</u>
846	1671	<u>الارباح قبل الفوائد والضرائب</u>
112	123	(-) مصروفات الفوائد
734	1548	<u>الدخل قبل الضرائب</u>

		<u>(-) الضرائب</u>
158	367	الحالية
105	232	المستحقة
263	599	اجمالي الضرائب
471	949	<u>صافى الدخل بعد الضرائب</u>
3	3	(-) الارباح الموزعة علي الاسهم الممتازة
468	946	الارباح المتاحة للتوزيع علي حملة الاسهم العادية
326	345	(-) الارباح الموزعة علي حملة الاسهم العادية
142	601	الارباح المحتجزة
		<u>بيانات عن كل سهم(2)</u>
2.52	5.29	الارباح لكل سهم (EPs)
1.76	1.93	ارباح موزعة لكل سهم (DPs)
71.50	76.25	سعر السهم

وفيما يلي عرض لتلك النسب والمؤشرات المالية في خمسة فئات رئيسية وهي نسب السيولة، نسب النشاط، نسب المديونية، نسب الربحية، نسب السوق.

1/4: مؤشرات السيولة

تعكس السيولة درجة اليسر المالي الفني للمنشأة أي مدى قدرتها علي الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها , والالتزامات قصيرة الأجل هي الالتزامات التي لا تزيد فترة استحقاقها عادة عن سنة (الالتزامات المتداولة) .

من أهم الأطراف التي تهتم بسيولة المنشأة هي الإدارة , والملاك والدائنون الذين يمنحون المنشأة الائتمان قصير الأجل كالبنوك التجارية والموردين . وهنا يجب أن نفرق بين :

سيولة المنشأة : وهي قدرة المنشأة علي سداد التزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقها .

سيولة الأصول : وهي تعبر عن مدى قابلية الأصل للتحويل إلي نقدية في فترة قصيرة الأجل .

هناك علاقة طردية بين سيولة المنشأة وسيولة الأصول أي كلما زادت سيولة الأصول المتداولة بشكل كبير كلما زادت قدرة المنشأة على سداد التزاماتها في فترة قصيرة الأجل .

بناءً على ما سبق تقيس نسب السيولة قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل عند حلول موعد استحقاقها، نظراً لأن الإنذار الشائع للعرثر المالي أو الإفلاس هو السيولة المنخفضة أو المتناقصة، فإن نسب السيولة تمثل مؤشرات رئيسية جيدة لمشاكل التدفق النقدي، وتتمثل أهم المؤشرات التي تستخدم في قياس سيولة المنشأة في :

1/1/4 نسبة التداول:

تقيس قدرة أصول الشركة المتداولة على سداد التزاماتها المتداولة ولذلك يتم حسابها كما يلي:

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

ويمكن حسابها لشركة GPC في 2020/12/31 كما يلي:

$$\text{نسبة التداول لشركة GPC} = \frac{2879}{2614} = 1.1 \text{ مرة}$$

ويعني ذلك أن الأصول المتداولة لشركة GPC قدر التزاماتها المتداولة 1.1 مرة. ويعني ذلك أن الشركة تتبع نهجاً صارماً إلى حد ما لإدارة السيولة. ولكن السؤال هنا هل ارتفاع تلك النسبة أكثر من اللازم أو انخفاضها أقل من اللازم يعتبر امر جيد أم لا. يجب أن نؤكد هنا أن ذلك يتوقف على العديد من الجوانب حيث:

ارتفاع النسبة أكثر من اللازم يعني أن الشركة إما أنها تحتفظ بأموالها في صورة سائلة أو تستثمر العديد من أموالها في أصول متداولة ولا شك أن في كلا الحالتين سيؤثر ذلك على أرباحها لان احتفاظها بالأموال في صورة سائلة يعني عدم إعادة استثمارها، وزيادة الاستثمار في الأصول المتداولة يعني تحقيق أرباح في الأجل القصيرة، ولكن أرباح منخفضة مقارنة بالاستثمار في الاستثمارات طويلة الأجل ولكن يشير ذلك إلى جانب إيجابي وهو قدرتها على سداد التزاماتها في مواعيد استحقاقها.

انخفاض النسبة أقل من اللازم يعني عدم قدرة الشركة على سداد التزاماتها المتداولة في مواعيد استحقاقها بما يعرض الشركة للدخول إلى دائرة العثر المالي ويؤثر على سمعة الشركة ومركزها المالي وقدرتها على الحصول على أموال في المستقبل أو ارتفاع تكلفة الحصول على الأموال.

2/1/4 نسبة السيولة السريعة:

نفس نسبة التداول باستثناء أنها تستبعد المخزون والذي عادة يكون اقل الأصول المتداولة سيولة، ويرجع انخفاض سيولة المخزون من عاملين هما:

أولاً: أنه لا يمكن بيع كمية كبيرة من المخزون بسهولة لأنها عناصر مكتملة جزئياً وعناصر ذات أغراض خاصة.

ثانياً: يباع المخزون عادة عن طريق الائتمان لذلك يصبح حساباً مستحق القبض قبل تحويله إلى نقدية.

ويتم حساب نسبة السيولة السريعة كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = \frac{\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون}}{\text{الالتزامات المتداولة}} = \dots \text{ مرة}$$

ويمكن حسابها لشركة GPC في 2020/12/31 كما يلي:

$$\text{نسبة السيولة السريعة لشركة GPC} = \frac{615-2879}{2614} = 0.866 \text{ مرة}$$

توفر نسبة السيولة السريعة مقياساً أفضل للسيولة الإجمالية

فقط عندما لا يمكن تحويل مخزون الشركة بسهولة إلى نقدية، أما إذا كان المخزون أكثر سهولة في التحول إلى نقدية تصبح نسبة التداول هي الأفضل فمثلاً بالنسبة لشركة GPC فإن مخزونها يتكون في

الغالب من البترول والمنتجات المكررة التي يمكن تحويلها بسهولة إلى نقدية لذلك من المحتمل أن يركز المحلل على نسبة التداول.

وإذا ما تم تحليل نسبة السيولة السريعة لشركة GPC بشكل منفصل فهذا يشير إلى أن أصول الشركة المتداولة مطروحاً منها المخزون غير قادرة على تغطية التزاماتها المتداولة بمقدار (1 - 0.866 = 0.134) وبالتالي فهي تحتاج إلى مراجعة موقف السيولة لديها.

3/1/4 المعدل النقدي :

يعتبر المعدل النقدي أكثر تحفظاً من مقاييس السيولة السابقة حيث يوضح مدى مقدرة المنشأة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل من خلال أصولها النقدية .

$$\text{المعدل النقدي} = \frac{\text{النقدية} + \text{الأوراق المالية قصيرة الأجل}}{\text{الالتزامات المتداولة}}$$

$$\text{المعدل النقدي لشركة GPC} = \frac{35+440}{2614} = 0.181 \text{ مرة}$$

4/1/4 صافي رأس المال العامل :

$$\text{صافي رأس المال العامل} = \text{الأصول المتداولة} - \text{الالتزامات المتداولة}$$
$$\text{صافي رأس المال العامل للشركة GPC عام 2020} =$$

$$2879 - 2614 = 265 \text{ مليون جنيه}$$

ويعبر عن حجم الأصول المتداولة الذي تم تمويله من مصادر قصيرة الأجل , وغالباً ما يكون صافي رأس المال العامل رقماً موجباً .

فإذا كان الصافي رقماً سالباً - وهي حالة نادرة الحدوث - فإن هذا يعكس قيام المنشأة بتمويل جزء من الأصول الثابتة عن طريق التمويل قصير الأجل , وهو ما يعني تعرض المنشأة لمخاطر عالية نتيجة نقص السيولة .

2/4 مؤشرات/نسب النشاط:

هي بنود الجانب الأيمن من الميزانية (جانب الاستثمار) والتي يتولد عنها إيرادات تغطي التكاليف وتنتج عنها أرباح سواء كانت أصول طويلة الأجل أو قصيرة الأجل .

المبيعات

كل نسب النشاط =

الأصل / النشاط الذي يولد المبيعات (الاستثمار)

تقيس نسب النشاط مدى فعالية الشركة في استخدام مواردها المالية وتتضمن المقارنات بين مستوى المبيعات والاستثمار في الأصول المختلفة للشركة , وتفترض هذه النسب وجود توازن مناسب

بين مبيعات الشركة وأصولها كالمخزون السلعي ، والمدينين ،
والأصول الثابتة.

كذلك تقيس نسب النشاط مدى كفاءة إدارة الشركة وسرعتها
في تحويل الحسابات المختلفة إلى مبيعات أو نقدية، وبالتالي يستخدم
المحلل المالي نسب النشاط لتقييم مدى كفاءة الشركة في إدارة
أصولها وحساباتها مستحقة الدفع وتشمل تلك المؤشرات على ما يلي:

1/2/4 معدل دوران المخزون: معدل الانتفاع من (استخدام) المخزون .

يقيس عدد مرات استخدام (أي تصريف ومن ثم إحلال)
المخزون خلال سنة واحدة . وبالتالي فهذه النسبة تقيس مدى كفاءة
إدارة الشركة في ادارة بند المخزون ، يقيس مدى سرعة وكفاءة إدارة
الشركة في بيع مخزونها ويتم حسابها كما يلي:

$$\text{معدل دوران المخزون} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{المخزون}}$$

صافي المبيعات = إجمالي المبيعات - مردودات المبيعات والخصم
المسموح به ومسموحات المبيعات .

هناك نقطتان يجب التعرض لهما عند حساب وتحليل معدل دوران
المخزون هما :

النقطة الأولى: هي أن قيمة المبيعات محسوبة علي أساس أسعار السوق الجارية , بينما قيمة المخزون عادة هي قيمة تكلفته , ولذا فيمكن أن نستعمل تكلفة البضاعة المباعة بدلا من صافي المبيعات .

النقطة الثانية: هي أن المبيعات تحدث طوال فترة السنة , بينما قيمة المخزون (رصيد من الميزانية العمومية) معطاة في وقت زمني معين , أي في نهاية السنة .

ولذلك يجب أن تكون قيمة المخزون قيمة متوسطة تعبر عن فترة السنة ككل وليس عن وقت معين , وعلي هذا الأساس يمكن أن نستعمل متوسط المخزون (أي المخزون في أول السنة + المخزون في نهاية السنة) $\div 2$ بدلاً من قيمة المخزون في نهاية السنة .

وعندما تكون أعمال الشركة ذات طبيعة موسمية , أو أن هناك تقلبات كبيرة في مبيعات الشركة خلال فترة السنة , فيجب أن نأخذ هذه العوامل في الاعتبار عند حساب متوسط المخزون ,

وبناء علي ذلك يمكننا الإشارة إلي ما يلي :

في حالة وجود مخزون أول الفترة ومخزون (بضاعة) آخر الفترة فهنا يتم حساب معدل دوران المخزون كالتالي :

صافي المبيعات أو تكلفة البضاعة

المباعة

= معدل دوران المخزون

متوسط المخزون

مخزون أول المدة + مخزون آخر المدة

= متوسط المخزون

2

$$\text{معدل دوران المخزون لشركة GPC عام 2020} = \frac{8519}{615} = 13.85 \text{ مره}$$

يشير ذلك إلى أن الشركة تباع مخزونها بشكل أساسي

13.85 مرة كل عام أو 1.15 مرة كل شهر. وتكون هذه القيمة ذات

معنى اكبر عند مقارنتها بمثيلتها في نفس الصناعة أو معد نفس

النسبة للشركة في السنوات السابقة على ذلك:

$$\text{معدل دوران المخزون لشركة GPC عام 2019} = \frac{5633}{530} = 10.63 \text{ مره}$$

ويعني ذلك زيادة كفاءة وسرعة الشركة في تحويل مخزونها

إلى مبيعات عام 2020 عنه عام 2019.

يمكننا بسهولة تحويل معدل دوران المخزون إلى متوسط عمر

المخزون عن طريق قسمة عدد أيام السنة (365) على معدل دوران

المخزون كما يلي:

$$\text{متوسط عمر المخزون لشركة GPC} = \frac{365 \text{ يوم}}{13.85} = 26 \text{ يوم تقريبا}$$

وهذا يعني أن رصيد مخزون شركة GPC يتحول إلى مبيعات كل 26 يوم تقريباً.

2/2/4 متوسط فترة التحصيل

تقيس هذه النسبة الوقت الذي تستغرقه دورة واحدة للمدينين ، ودورة المدينين هي الدورة التي تبدأ من تسجيل الديون وتحصيلها ، ثم تسجيل ديون أخرى جديدة ، وعلي ذلك فترة التحصيل هي المهلة التي تعطيها الشركة لعمل البيع الآجل لسداد التزاماته. وعلي ذلك يستخدم هذا المؤشر لتقييم الائتمان وسياسات التحصيل للشركة من خلال قياس فترة تحصيل الشركة أموالها من مدينها، ويمكن حساب متوسط فترة التحصيل بطريقتين :

الطريقة الأولى :

$$\begin{aligned} & \frac{\text{المدينين} + \text{أ. القبض}}{\text{المبيعات في اليوم الواحد}} = \text{متوسط فترة التحصيل} \\ & \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{360 يوم}} = \text{المبيعات في اليوم الواحد} \end{aligned}$$

الطريقة الثانية : هي الأكثر شيوعاً

عدد أيام السنة

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{معدل دوران المدينين أو أوراق القبض}}{\text{عدد أيام السنة}}$$

صافي المبيعات

$$\text{حيث أن معدل دوران المدينين وأوراق القبض} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{المدينين + أ. القبض}}$$

وبالتطبيق على شركة GPC عام 2020 نجد أن:

$$\text{المبيعات في اليوم الواحد} = \frac{12843}{365 \text{ يوم}} = 35.19 \text{ مليون جنية}$$

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{1619}{35.19} = 46 \text{ يوم}$$

ويعني ذلك أن شركة GPC تستغرق 46 يوماً لتحصيل أموالها من المبيعات الآجلة، وهنا يجب الإشارة إلى أنه إذا قامت شركة GPC بتمديد شروط الائتمان لمدة 30 يوماً للعملاء فإن متوسط فترة التحصيل البالغ 46 يوماً يشير إلى أن إدارة الائتمان أو التحصيل سيئة ومن ناحية أخرى يمكن أن يكون زيادة مدة الائتمان استجابة للظروف التنافسية ولزيادة حجم مبيعاتها أو لخفض مخزونها الزائد.

3/2/4 متوسط فترة الدفع

تستخدم الشركات هذا المؤشر لقياس متوسط المدة التي تستغرقها في الدفع لمورديها ويمكن حسابه كما يلي:

$$\text{متوسط فترة الدفع} = \frac{\text{الحسابات الدائنة}}{\text{متوسط مشتريات الشركة اليومية}}$$
$$\text{متوسط المشتريات اليومية} = \frac{\text{المشتريات السنوية}}{365 \text{ يوم}}$$

ويحتاج المحلل إلى تقدير مشتريات الشركة السنوية لتحديد مشترياتها اليومية حيث لا يتم الإبلاغ عنه في قوائم الشركة الحالية، وبدلاً من ذلك يتم تضعيف المشتريات السنوية في تكلفة البضاعة المباعة.

وقد قدرت المشتريات السنوية لشركة GPC في عام 2020 بنسبة 80% من تكلفة البضاعة المباعة (راجع قائمة الدخل لشركة GPC) والتي بلغت 6815 والتي يمكن حساب متوسط المشتريات اليومية كما يلي:

$$\text{متوسط المشتريات اليومية} = \frac{6815}{365 \text{ يوم}} = 18.67 \text{ يوم}$$

إذن متوسط فترة الدفع لشركة GPC عام 2020=

$$91 \text{ يوم تقريبا} = \frac{1697}{18.67}$$

ويعني ذلك أن شركة GPC تستغرق 91 يوماً لدفع فواتيرها ويكون متوسط فترة السداد ذو مغزى فقط في ضوء شروط الائتمان الفعلية التي يقدمها موردين الشركة فإذا قام موردين شركة GPC بتمديد شروط الائتمان لمدة 60 يوماً في المتوسط فإن متوسط فترة السداد للشركة البالغ 91 يوماً يشير إلى بطء الشركة في دفع مستحقات مورديها في مواعيدها بما يؤدي إلى الإضرار بقدرة الشركة على الحصول على الائتمان الإضافي وقد يتطور ??? ويزيد من تكلفة حصول الشركة على أي ائتمان آخر.

ومع ذلك إذا منح الموردين متوسط شروط ائتمان لشركة GPC لمدة 90 يوماً فإن متوسط فترة الدفع البالغة 91 يوماً يكون جيد جداً. من هنا يتضح أن المحلل المالي سيحتاج إلى مزيد من المعلومات لاستخلاص استنتاجات نهائية حول سياسات الدفع الإجمالية للشركة.

4/2/4 معدل دوران الأصول الثابتة:

يقيس مدى كفاءة الشركة في استخدام أصولها الثابتة حيث يعكس المعدل حجم المبيعات التي تحقق الشركة لكل جنيه مستثمر في الأصول الثابتة، كذلك يقيس هذا المعدل عدد مرات استخدام المنشآت والمعدات ويقيس مدى كفاءة الإدارة في الاستثمارات طويلة الأجل . ويتم حسابها كما يلي:

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

معدل دوران الأصول الثابتة لشركة GPC عام 2020 =

$$= \frac{12843}{6710} = 1.91 \text{ مرة}$$

يعني ذلك أن شركة GPC تحقق تقريباً 2 جنيه من المبيعات لكل جنيه مستثمر في الأصول الثابتة.

5/2/4 معدل دوران إجمالي الأصول:

يقيس مدى كفاءة الشركة في استخدام جميع أصولها لتحقيق مبيعات، حيث يعكس المعدل حجم المبيعات التي تحقق الشركة لكل جنيه مستثمر في جميع أصولها، ومع تساوي جميع العوامل الأخرى

يفضل المحلل نسبة دوران عالية لأنها تشير إلى أن الشركة تحقق المزيد من المبيعات من استثمار معين في الأصول.

ويتم حساب المعدل كما يلي:

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

$$\text{معدل دوران إجمالي الأصول لشركة GPC عام 2020} = \frac{12843}{9589} = 1.34 \text{ مرة}$$

ويعني ذلك أن شركة GPC تحقق 1.34 جنيه من المبيعات لكل جنيه مستثمر في أصولها.

وعند استخدام نسب دوران الأصول الثابتة وإجمالي الأصول يجب أن يدرك المحلل المالي أنه يتم حسابها باستخدام التكاليف التاريخية للأصول الثابتة نظراً لأن بعض الشركات يكون لديها أصول أحدث أو أقدم بكثير من غيرها، فإن مقارنة معدل دوران الأصول الثابتة لتلك الشركات قد يكون مضللاً.

حيث تميل الشركات ذات الأصول الأحدث إلى أن يكون لديها معدل دوران أقل من تلك التي لديها أصول أقدم والتي لديها قيم

دفترية اقل ومن هنا قد تؤدي المقارنة الساذجة لمعدلات دوران الأصول الثابتة لشركات مختلفة إلى استنتاج ان احدى الشركات تعمل بكفاءة اكبر من شركة أخرى حيث أن الشركة التي تبدو اكثر كفاءة في الواقع تمتلك أصول اقدم أي مستهلكة بالكامل.

3/4 نسب المديونية او الرافعة المالية

بداية نشير إلى أن الشركات تمول أصولها من مصدرين أساسيين هما حقوق الملكية والديون، تأتي حقوق الملكية من حملة الأسهم في حين تأتي الديون من أشكال متعددة من المقرضين المختلفين فقد تقترض الشركة من الموردين والبنوك والمستثمرين الذين يقومون بشراء السندات المتداولة علناً.

تقيس نسب المديونية مدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل استثماراتها بدلاً من المساهمين، ونظراً لأنه يجب تلبية مطالبات الدائنين قبل أن تتمكن الشركات من توزيع أرباحها على المساهمين فإن المستثمرين الحاليين والمحتملين يولون اهتماماً وثيقاً للديون في الميزانية العمومية، وكلما زادت مديونية الشركة زاد احتمال عدم قدرتها على تلبية مطالبات جميع دائنيها.

من ناحية أخرى تخلق مصادر التمويل ذات التكلفة الثابتة مثل الديون والأسهم الممتازة، رافعة مالية تضخم كلاً من المخاطر والعائد المتوقع على الأوراق المالية للشركة.

بشكل عام كلما زادت ديون الشركة في تمويل إجمالي أصولها كلما زادت رافعتها المالية ونركز خلال الجزء القادم على استخدام نسب المديونية عند تقييم مدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها الثابتة المرتبطة بالديون - وهي طريقة لقياس الرافعة المالية.

وهنا يجب أن نؤكد على أن:

← إذا زادت الرافعة المالية عن نسبة حقوق الملكية، فهذا يعني أن الشركة تعتمد أكثر علي الديون، وبالتالي إذا لم تستطيع سداد التزاماتها فإن ذلك يقود إلى تعرضها للعسر المالي والإفلاس.

← كلما اتسعت الشركة في الاعتماد علي المديونية كلما كان ذلك على حساب نقص حقوق الملكية.

← لا توجد شركة تعتمد علي المصادر الذاتية فقط،،،،،،،،
فالمدير المالي الكفاء هو ذلك الذي يستخدم مصادر خارجية
(مديونية) ومصادر ذاتية (حقوق الملكية) ولكن مع مراعاة التوازن،
حيث نجد أن:

1- الاعتماد على الديون يقلل الضرائب.

2- الاعتماد علي حقوق الملكية يزيد من الضرائب.
ولتوضيح ذلك نفترض الآتي:

عدم استخدام الديون	استخدام الديون
صافي الربح قبل العوائد والضرائب 100.000	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب 100.000
(-) الفوائد صفر	(-) الفوائد 20.000
صافي الربح قبل الضرائب 100.000	صافي الربح قبل الضرائب 80.000
(-) الضرائب (50%) 50.000	(-) الضرائب (50%) 40.000
= صافي الربح بعد الضرائب 50.000	= صافي الربح بعد الضرائب 40.000

وعلي ذلك نجد أن استخدام الديون حقق وفورات ضريبية مقدارها $(50.000 - 40.000 = 10.000)$ عن التمويل عن طريق حقوق الملكية.

ويوجد هناك نوعان من نسب المديونية يركز النوع الأول على مقاييس الميزانية العمومية للديون غير المسددة مقارنة بمصادر التمويل الأخرى. أما النوع الثاني المعروف باسم نسب التغطية يركز أكثر على مقاييس بيان الدخل ويقيس مدى قدرة الشركة على تحقيق تدفق نقدي كافي لسداد الفوائد المجدولة والمدفوعات الأساسية.

1/3/4 نسبة المديونية (نسبة الديون لإجمالي الأصول):

تقيس هذه النسبة مدى اعتماد الشركة على الديون في تمويل إجمالي أصولها، وبمعنى آخر ، فإنها تبين مقدار رأس المال الذي ساهم به المالكون بالمقارنة إلى القروض التي ساهم بها الدائنون في مجموع أصول الشركة . وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما زاد اعتماد الشركة على الأموال المقترضة لتمويل أنشطتها ويتم حسابها كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{نسبة الديون لإجمالي الأصول} &= \frac{\text{إجمالي الالتزامات (الديون)}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100 \\ &= \text{نسبة المديونية لشركة GPC عام 2020} \\ &= 100 \times \frac{5281}{9589} = 55.1\% \\ &= \text{نسبة المديونية لشركة GPC عام 2019} \\ &= 100 \times \frac{4537}{8310} = 54.6\% \end{aligned}$$

ويعني ذلك زيادة اعتماد الشركة على الديون في تمويل أصولها عام 2020 عنه عام 2019. وكذلك تشير نسبة المديونية للشركة عام 2020 أنها مولت أكثر من نصف أصولها من خلال اعتمادها على الديون، أي زيادة اعتمادها على الرافعة المالية .

2/3/4 نسبة حق الملكية إلى إجمالي الأصول

تقيس هذه النسبة الجزء من الاستثمارات الذي يتم تمويله من مصادر ذاتية ، ويجب ان نؤكد هنا علي ان نسبة حق الملكية + نسبة المديونية = 100% ، يجب أن تكون نسبة حق الملكية أكبر من 50% حتى تكون متوازنة . ويتم حساب لنسبة كما يلي :

$$\begin{aligned} & \text{نسبة حق الملكية إلى إجمالي الأصول} = \frac{\text{حق الملكية}}{\text{مجموع الأصول}} \times 100 \\ & \text{نسبة حق الملكية إلى إجمالي الأصول} = \frac{4308}{9589} \times 100 = 44.9\% \end{aligned}$$

وتعني هذه النسبة ان شركة GPC قد مولت 44.9 % من اجمالي اصولها من خلال حقوق الملكية . وعلي ذلك نجد ان :

$$\begin{aligned} & \text{نسبة المديونية لشركة GPC عام 2020} + \text{نسبة حق الملكية إلى إجمالي الأصول لشركة GPC عام 2020} \\ & = 55.1\% + 44.9\% = 100\% \end{aligned}$$

3/3/4 نسبة الديون إلى حقوق الملكية:

هذه النسبة تقيس مدى مساهمة الدائنين في أصول الشركة بالمقارنة مع مساهمة المالكين حيث تحصل الشركة على أصولها من أموال مالكي الشركة ومن الديون المقترضة من الدائنين , ولا شك إن مساهمة المالكين بالجزء الأكبر من هذه الأموال يزيد من اطمئنان الدائنين على مقدرة الشركة على تسديد التزاماتها .

تمثل نسبة الديون إلى حقوق الملكية مقياساً بديلاً يركز فقط على ديون الشركة طويلة الأجل، ويتم حسابه كما يلي:

$$\text{نسبة الديون إلى حقوق الملكية} = 100 \times \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{حقوق الملكية}}$$

نسبة الديون إلحقوق الملكية لشركة GPC عام 2020 =

$$40.9\% = 100 \times \frac{1760}{4308}$$

ويشير ذلك إلى أن ديون شركة GPC طويلة الأجل تبلغ 40.9% فقط من حجم حقوق الملكية.

من الهام جدا هنا ان نؤكد علي ان كلاً من نسبة المديونية ونسبة الديون إلى حقوق الملكية تستخدم القيم الدفترية للديون

وحقوق الملكية والأصول وهنا يجب أن يدرك المحلل المالي أن القيم السوقية لتلك المتغيرات قد تختلف اختلافاً جوهرياً عن القيم الدفترية.

4/3/4 نسبة الأصول إلى حقوق الملكية [مضاعف حقوق الملكية]

$$\text{نسبة الأصول إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الأصول}}{\text{الأسهم العادية}} \times 100$$

ولاحظ هنا أنه يتم الاعتماد على الأسهم العادية فقط البالغة (4278) والتي تم الحصول عليها من خلال طرح الأسهم الممتازة من إجمالي حقوق الملكية [4278 = 30 - 4308].
نسبة الأصول إلى حقوق الملكية لشركة GPC عام 2020 =
$$100 \times \frac{9589}{4278} = 2.24\%$$

وتشير هذه القيمة الي أن أصول الشركة عام 2020 كانت أكبر بمقدار 2.24 مرة من حقوق الملكية. تبدو هذه القيمة معقولة بالنظر إلى نسبة المديونية التي تشير إلى أن أكثر من نصف أصول الشركة (55.1%) في عام 2020 تم تمويلها من خلال الديون، حيث يشير مضاعف الملكية المرتفع إلى ارتفاع الديون وانخفاض حقوق الملكية والعكس بالعكس.

5/3/4 معدل تغطية الفوائد:

تقيس مدى قدرة صافي الربح قبل الفوائد والضرائب على سداد مدفوعات الفوائد التعاقدية، كذلك تقيس الدرجة التي يمكن لصافي الدخل أن ينخفض إليها دون أن يؤثر على مقدرة الشركة على دفع الفوائد السنوية ، بمعنى مدي قدرة صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب علي سداد الفوائد . ويمكن حساب النسبة كما يلي:

$$\text{معدل تغطية الفوائد} = \frac{\text{صافي الدخل قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الفوائد}}$$

معدل تغطية الفوائد لشركة GPC عام 2020=

$$13.59 \text{ مرة} = \frac{1671}{123}$$

معدل تغطية الفوائد لشركة GPC عام 2019=

$$7.55 \text{ مرة} = \frac{846}{112}$$

يشير ذلك الي أن صافي دخل الشركة قبل خصم الفوائد والضرائب قادر علي سداد مدفوعات الفوائد التعاقدية 13.59 مرة عام 2020 & 7.55 مرة عام 2019. ويعكس ذلك زيادة قدرة دخل الشركة علي تغطية مدفوعات الفوائد المجدولة.

كذلك يشير الي ان الشركة يمكن أن تشهد انخفاضاً كبيراً في الأرباح ومازالت تفي بالتزاماتها المرتبطة بالفوائد، حيث تشير النسبة الأعلى إلى قدرة اكبر على سداد الدفعات المجدولة.

4/4 نسب الربحية

ترتبط العديد من مقاييس الربحية بأرباح أو مبيعات الشركة وأصولها وحقوق الملكية، وتعتبر نسب الربحية من النسب المالية الأكثر مراقبة من قبل العديد من الأطراف حيث تربط العديد من الشركات مكافآت الموظفين بنسب الربحية وتتفاعل أسعار الأسهم بشكل كبير مع التغييرات غير المتوقعة في هذه المقاييس.

يستهدف تحليل الربحية الوقوف علي مدى قدرة إدارة المنشأة علي تحقيق الأرباح من استخدامها للأصول ومن المبيعات . ويقصد بالربحية المحصلة النهائية لعدد كبير من السياسات والقرارات , وهي الغاية التي تسعى إلي تحقيقها جميع منشآت الأعمال , وهي تمثل أحد أهم المؤشرات التي تقاس من خلالها فعالية إدارة المنشأة وقدرتها علي تحقيق أهداف ومصالح الملاك .

تمثل الربحية أهمية بالغة لكل من إدارة المنشأة وملاكها والمستثمرين الذين يفكرون في شراء أسهمها .والدائنين الذين يقدمون للمنشآت قروضاً طويلة الأجل علي أساس أن قدرة أي منشأة

علي سداد هذه القروض تتوقف بشكل أساسي علي ما تحققه من أرباح في الأجل الطويل .

وتشمل نسب الربحية العديد من المقاييس نوضحها فيما يلي:

1/4/4 هامش الربح الإجمالي:

يقيس النسبة المئوية لكل جنيه مبيعات متبقي بعد أن تدفع الشركة تكلفة البضاعة المباعة ويتم حسابه كما يلي:

$$\text{هامش الربح الإجمالي} = 100 \times \frac{\text{مجمّل الربح}}{\text{المبيعات}}$$

هامش الربح الإجمالي لشركة GPC لسنة 2020=

$$33.7\% = 100 \times \frac{4324}{12843}$$

2/4/4 هامش الربح التشغيلي:

يقيس النسبة المئوية لكل جنيه مبيعات متبقي بعد خصم جميع التكاليف والمصروفات بخلاف الفوائد والضرائب. ويتم حسابه كما يلي:

$$\text{هامش الربح التشغيلي} = 100 \times \frac{\text{الربح التشغيلي}}{\text{المبيعات}}$$

هامش الربح التشغيلي لشركة GPC لسنة 2020=

$$\% 11.9 = 100 \times \frac{1531}{12843}$$

ولا شك أن كلاً من هامش الربح الإجمالي والتشغيلي كلما ارتفع كلما كان ذلك أفضل. كذلك يعكس هامش الربح التشغيلي النتيجة النهائية للشركة قبل استقطاع مدفوعات الدائنين والضرائب.

3/4/4 هامش صافي الربح:

يقيس النسبة المئوية لكل جنيه مبيعات متبقي بعد خصم جميع التكاليف والمصروفات بما في ذلك الفوائد والضرائب وأرباح الأسهم الممتازة، ويتم حسابه كما يلي:
الأرباح المتاحة لحملة الأسهم

$$\text{هامش صافي الربح} = 100 \times \frac{\text{العادية}}{\text{المبيعات}}$$

هامش صافي الربح لشركة GPC لسنة 2020=

$$\% 7.4 = 100 \times \frac{946}{12843}$$

4/4/4 ربحية السهم (EPS):

يعتبرها المستثمرون المؤشر الأكثر أهمية والذي يعكس نجاح الشركة، ويقاس ربحية كل جنيه مستثمر في الأسهم العادية ويتم حسابه كما يلي:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$
$$\text{ربحية السهم لشركة GPC لسنة 2020} = \frac{946}{1787} = 5.29 \text{ جنيه}$$

5/4/4 معدل العائد على إجمالي الأصول (ROA): (معدل العائد على الاستثمار ROI)

يقيس كفاءة إدارة المنشأة في تحقيق الأرباح منسوبه الي إجمالي الاستثمارات المتاحة سواء كانت ممولة من أموال الملاك أو كانت ممولة من أموال الدائنين. وبالتالي يقيس معدل العائد على إجمالي الأصول مدى فعالية الإدارة في استخدام أصول الشركة لتحقيق عوائد للمساهمين ويتم حسابه كما يلي:

$$\text{معدل العائد علي الاستثمار} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}} \times 100$$

$$\text{معدل العائد علي الاستثمار لشركة GPC لسنة 2020} = \frac{946}{9589} \times 100 = 9.9\%$$

يعني ذلك ان جنية مستثمر في اصول شركة GPC لسنة 2020 يحقق عائد قدرة 9.9 %

6/4/4 معدل العائد على حقوق الملكية (ROE):

يقيس العائد الذي يحقق المساهمين العاديين من الاستثمار في الشركة، ونؤكد هنا على أن الشركات التي تعتمد على الأسهم العادية فقط في تمويل استثماراتها سيكون العائد على الأسهم متطابقة مع العائد على الأصول ولكن تختلف هذه الأرقام اذا اعتمدت الشركة على الديون أو الأسهم الممتازة.

كذلك نؤكد هنا على أن الشركة عندما تحقق ربحاً حتى بعد سداد مدفوعات الفوائد للدائنين ودفع أرباح الأسهم لحملة الأسهم الممتازة فإن العائد على حقوق المساهمين سوف يتجاوز العائد على الأصول.

وعلى العكس من ذلك إذا كانت أرباح الشركة أقل من المبلغ الذي يجب أن تدفعه للمقرضين وحملة الأسهم الممتازة فإن العائد على حقوق الملكية سيكون أقل من العائد على الأصول.

يعكس هذا المعدل العائد الصافي الذي تحقق للملاك من استثماراتهم في الشركة . ويمكن حساب معدل العائد على حقوق الملكية كما يلي:

$$\text{معدل العائد على حق الملكية} = \frac{\text{صافي الدخل بعد الضرائب}}{\text{حقوق الملكية}} \times 100$$

فمثلاً معدل العائد على حق الملكية = 12% , ومتوسط الصناعة 15% , فهذا يعني أن كل ريال (جنيه) يتم استثماره من أموال ملاك الشركة حقق لهم عائداً نسبته 12% , وبمقارنة هذا المعدل مع متوسط الصناعة يتبين انخفاض معدل الشركة عن متوسط الصناعة .

لاحظ أن :النسبة السابقة تدل على أن الشركة تعتمد على الديون بدرجة أعلى، أي أن الرافعة المالية تكون بنسب أكبر من متوسط الصناعة .

معدل العائد على حق الملكية لشركة GPC لسنة 2020 =

$$22.1\% = 100 \times \frac{946}{4278}$$

يعني ذلك ان جنية مستثمر في اصول شركة GPC لسنة

2020 يحقق عائد لاصحاب حملة الاسهم قدرة 22.1 %

ونلاحظ هنا أن العائد على حق الملكية أعلى بكثير من العائد على الأصول ويعود ذلك إلى زيادة اعتماد الشركة على الديون في تمويل استثماراتها، وعلى زيادة قدرة أرباحها على سداد مدفوعات الفوائد وأرباح الأسهم الممتازة.

استخدام نظام دي بونت DuPont:

يمثل نظام يستخدمه المحللون الماليون لإجراء تحليل أعمق لنسب ROA، ROE حيث يستخدم هذا النظام كلاً من بيانات قائمة الدخل والميزانية العمومية لتقسيم مكونات كلاً من معدل العائد على الأصول ومعدل العائد على حق الملكية وربطهم بكلاً من هامش صافي الربح ومعدل دوران الأصول وتأثير ذلك على ربحية الشركة.

طبقاً لنظام دي بونت :

معدل العائد علي الاستثمار = ROA

هامش صافي الربح × معدل دوران الأصول

حيث معدل العائد علي الاستثمار = ROA

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{المبيعات}} \times \frac{\text{المبيعات}}{\text{إجمالي الأصول}} = \text{معدل العائد علي الاستثمار}$$

معدل العائد علي الاستثمار ROA لشركة GPC لسنة 2020 =

$$\% 9.9 = 1.34 \times 0.074 = \frac{12843}{9589} \times \frac{946}{12843}$$

وهي نفس النتيجة السابقة الحصول عليها حيث يمكننا التفكير في العائد على الأصول باعتباره نتاجاً لمقدار الربح الذي تحققه الشركة من كل جنيه من المبيعات والكفاءة التي تستخدم بها الشركة أصولها لتحقيق مبيعات.

مع الحفاظ على هامش صافي الربح ثابتاً تؤدي الزيادة في إجمالي دوران الأصول إلى زيادة العائد على أصول الشركة وبالمثل

فإن الحفاظ على دوران الأصول الثابتة ثابت تؤدي الزيادة في هامش صافي الربح إلى زيادة العائد على الأصول.

كذلك من خلال نظام دي بونت يمكننا الحصول على معدل العائد على حق الملكية كما يلي:

$$\text{معدل العائد على حق الملكية} = \text{ROE}$$

معدل العائد على الاستثمار $\text{ROA} \times \text{نسبة الأصول إلى حقوق الملكية}$
(A/E) أو ما يسمى بمضاعف حق الملكية
وعلي ذلك معدل العائد على حق الملكية =

$$\frac{\text{صافي الربح بعد الفوائد والضرائب}}{\text{إجمالي الأصول}} \times \frac{\text{اجمالي الاصول}}{\text{حقوق الملكية}}$$

وهنا بالنسبة للشركة التي لا تستخدم أي ديون وليس لديها أسهم ممتازة فإن نسبة مضاعف حق الملكية تساوي 1 وبالتالي فإن العائد على الأصول يساوي العائد على حقوق الملكية. أما بالنسبة للشركات الأخرى التي تستخدم الديون والأسهم الممتازة فإن مضاعف حق الملكية يتجاوز الـ 1. ويمكننا تطبيق ذلك على شركة GPC كما يلي:

وعلى ذلك يكون:

معدل العائد على حقوق الملكية ROE لشركة GPC لسنة 2020 =

$$\% 22.1 = 2.24 \times 0.099 = \frac{9589}{4278} \times \frac{946}{9589}$$

وهي نفس النتيجة السابقة.

نلاحظ أن مضاعف حق الملكية لشركة GPC كانت 2.24

وهذا يعني أن عائد شركة GPC على الأسهم العادية كان أكبر من ضعف عائدها على إجمالي الأصول.

نلاحظ أيضاً أنه إذا كان عائد GPC على إجمالي أصولها

رقماً سالباً فإن عائد الشركة على الأسهم العادية سيكون أكثر سلبية من العائد على الأصول.

تتمثل ميزة نظام دي بونت في إنه يسمح للشركة بتقسيم

عائدها على الأسهم العادية إلى ثلاث مكونات مرتبطة بالبيانات المالية:

(1) عنصر الربح إلى المبيعات (هامش صافي الربح) الذي يرتبط مباشرة ببيان الدخل.

(2) مكون كفاءة استخدام الأصول (إجمالي دوران الأصول) الذي يرتبط بالميزانية العمومية.

(3) عنصر استخدام الرافعة المالية (نسبة مضاعف حق الملكية) الذي يرتبط بالميزانية العمومية.

يمكن للمحلل المالي دراسة تأثير كلاً من هذه العوامل على العائد الإجمالي لحملة الأسهم العادية كما هو موضح في المثال التالي:

فيما يلي قيم عدد من النسب والمؤشرات المالية لعام 2020 لشركة البترول العالمية GPC إلى جانب متوسطات الصناعة لنفس العام لشركات النفط النشطة عالمياً:

متوسط الصناعة	شركة GPC	النسبة
19.7%	22.1%	ROE
12.1%	9.9%	ROA
1.63	2.24	A/E
1.42	1.34	معدل دوران الأصول
8.5%	7.4%	هامش صافي الربح

نبدأ بتحليل شركة GPC لعام 2020 بعائد على الأسهم العادية بنسبة 22.1% وهو أعلى بشكل ملحوظ من متوسط الصناعة ولمعرفة سبب هذا التفوق ننظر إلى عنصرين هما العائد على الأصول ونسبة الأصول إلى حق الملكية.

وهنا نلاحظ أن العائد على الأصول لشركة GPC بنسبة 9.9% كان أقل بكثير من متوسط الصناعة البالغ 12.1% ولكن بفضل الاستخدام الأكبر للرافعة المالية لشركة GPC بمقدار 2.24 مقابل 1.63 للصناعة تمكنت شركة GPC من تحقيق عائداً أعلى على حقوق الملكية من متوسط الصناعة.

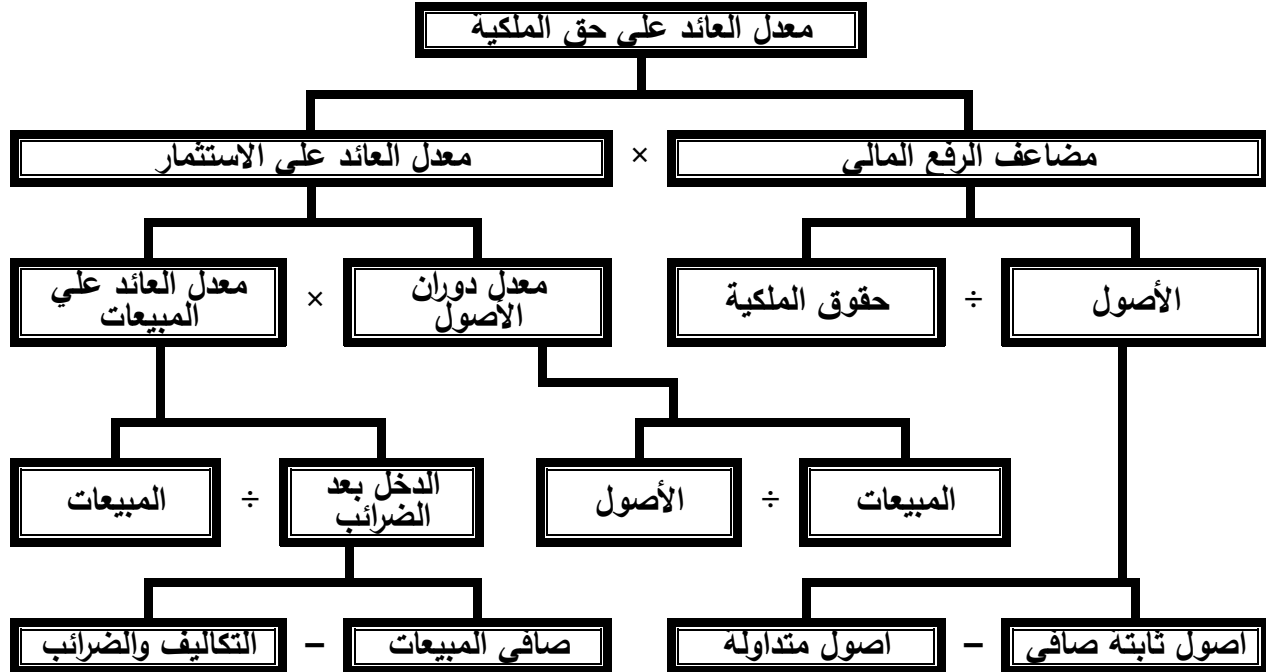
كذلك بالنظر إلى عنصرين من العائد على الأصول وهما هامش صافي الربح وإجمالي معدل الدوران نلاحظ أن إجمالي دوران الأصول لشركة GPC البالغ 1.34 قريب جداً من متوسط الصناعة البالغ 1.42 ومع ذلك ينخفض هامش صافي الربح البالغ 7.4% عن هامش متوسط الصناعة 8.5% مما تسبب في أن يكون العائد على الأصول لشركة GPC أقل من متوسط الصناعة أيضاً. مما سبق يمكننا التوصل إلى أن شركة GPC كانت أقل قدرة من منافسيها على إدارة التكاليف وتحقيق ربح من المبيعات.

وبشكل عام تمكنت شركة GPC من السيطرة على عائد الأصول الأقل من المتوسط باستخدام رافعة مالية أكبر بكثير من منافسيها وبالتالي تحملت الـ GPC مخاطر أكبر لتعويض انخفاض الأرباح من المبيعات. ويجب على الشركة أن تركز على بيان الدخل الخاص بها لتحسين ربحيتها ويجب أن تفكر أيضاً في تقليل الرافعة المالية لتحقيق مخاطرها.

والشكل التالي الذي نظام (دي بونت) والذي يظهر العناصر

المستقلة المؤثرة على حق الملكية

استخدام نظام (دي بونت) في التحليل المالي



تأثير الرافعة المالية على عائد حق الملكية :

التساؤل هنا هل من المنطقي أن تحقق إحدى المنشآت معدل عائد علي الأصول أقل من متوسط الصناعة , بينما تحقق نفس الشركة معدل عائد علي حق الملكية أعلى من (أو تساوي) متوسط الصناعة ؟ (هام جداً)

نعم , من الممكن , وذلك لأن الشركات التي تحقق معدلات منخفضة للعائد علي الأصول ومعدلات مرتفعة للعائد علي حق الملكية تستخدم رافعة مالية عالية , فهي تقترض بنسب أعلى من متوسط الصناعة .

لاحظ أن : المعادلة الدقيقة التي تظهر تأثير الرافعة المالية علي عائد حق الملكية هي :

$$\begin{array}{rcl} \text{معدل العائد علي الأصول} & & \text{معدل العائد علي حق الملكية} \\ \hline 1 - \text{نسبة الأصول الممولة من الديون} & = & \\ \text{معدل العائد علي الأصول} & = & \text{نسبة الأصول الممولة من حق الملكية} \end{array}$$

مثال بفرض أن شركتين (أ) , (ب) تستخدمان الديون في التمويل بنسب مختلفة كما يلي , فما أثر ذلك علي معدل العائد علي حق الملكية في الشركتين ؟

بيان	الشركة (أ)	الشركة (ب)
نسبة الديون إلي حق الملكية	50%	70%
معدل العائد علي الأصول	6%	5%

الحل

في البداية نقوم بتحديد معدل العائد علي حق الملكية في كل شركة باستخدام المعادلة الأخيرة وذلك كالتالي :

$$\begin{aligned} \text{معدل العائد علي حق الملكية في الشركة (أ)} &= \frac{0.06}{0.5 - 1} = \frac{0.06}{0.5} = 12\% \\ \text{معدل العائد علي حق الملكية في الشركة (ب)} &= \frac{0.05}{0.7 - 1} = \frac{0.05}{0.3} = 16.7\% \end{aligned}$$

تشير هذه النتائج إلي أن الشركة (ب) قد حققت معدل للعائد علي حق الملكية بلغ 16.7% , في حين لم يتجاوز هذا المعدل في الشركة (أ) 12% .

علي الرغم من أن الشركة (ب) قد حققت معدلاً للعائد علي أصولها يقل عن المعدل الذي حققته الشركة (أ) ويرجع ذلك كما تشير البيانات إلي استخدام الشركة (ب) للرافعة المالية بنسبة أكبر بالمقارنة بالشركة (أ) .

تعرف هذه المؤشرات أيضاً بمؤشرات القيمة لأنها تعكس القيمة التي تعطيها الأسواق لسهم المنشأة مقارنة بالأسهم العادية الأخرى المتداولة في السوق ، وتستمد مؤشرات القيمة أهميتها من أنها تعكس التأثير المشترك لكل من مؤشرات المخاطرة ومؤشرات الإنجاز

المفاهيم المختلفة لقيمة السهم : إن قيمة السهم العادي لها ثلاثة مفاهيم هي : القيمة الاسمية ، والقيمة الدفترية ، والقيمة السوقية ، القيمة العادلة (الحقيقية).

(1) القيمة الاسمية : القيمة الاسمية هي القيمة المدونة علي الصك (قسمة السهم) وعادة ما يتم تحديدها في عقد التأسيس .

(2) القيمة الدفترية : تعبر القيمة الدفترية عن نصيب السهم من حقوق الملكية وتحسب بقسمة حقوق الملكية علي عدد الأسهم العادية المتداولة ، وتعكس القيمة الدفترية للأسهم إلي حد ما - التكلفة التاريخية للأصول المادية للشركة .

(3) القيمة السوقية : تعبر القيمة السوقية للسهم عن السعر

الذي يمكن أن يباع به في السوق , وفي أسواق المال الكفاء فإن سعر السهم غالباً ما يكون مماثلاً أو قريباً من القيمة العادلة أو الحقيقية .

(4) القيمة العادلة (الحقيقية) : ويتم تحديد القيمة العادلة

للسهم عن طريق تقدير التدفقات النقدية المتوقعة منه (التوزيعات النقدية والأرباح الرأسمالية) ثم خصم هذه التدفقات بمعدل الخصم الذي يتلاءم مع مخاطر الشركة التي أصدرت السهم وذلك لمعرفة القيمة الحالية لهذه التدفقات، فالقيمة العادلة للسهم إذن هي قيمته الحالية .

ترتبط نسب السوق بالقيمة السوقية للشركة والتي تعكس

الأسعار الحالية لأسهم الشركة وبالتالي توفر تلك المؤشرات نظرة ثاقبة حول كيفية تفكير المستثمرين في أداء الشركة في الماضي والمستقبل والحاضر. وهنا نركز على نسبتي أساسيتين وشائعتين في السوق أحدهما يركز على الأرباح والآخر يركز على القيمة الدفترية.

1/5/4 نسبة سعر السهم إلى ربحية السهم (P/E)
(مضاعف الربحية)

يقيس المبلغ الذي يرغب المستثمرون في دفعه مقابل كل جنيه من أرباح الشركة. كذلك تقيس آفاق نمو الشركة في الأجل الطويل وثقة المستثمرين في أداء الشركة المستقبلي، حيث تشير نسبة السعر إلى العائد المرتفعة إلى اعتقاد المستثمرين بأن الشركة ستحقق نمواً سريعاً في أرباح المستقبل ويشار إلى اسهم مثل هذه الشركات باسمهم النمو.

وببساطة فإن المستثمرين الذين يعتقدون أن الأرباح المستقبلية ستكون أعلى من الأرباح الحالية على استعداد لدفع الكثير من أجل أرباح اليوم والعكس بالعكس.

وباستخدام بيانات شركة البترول العالمية GPC لعام 2020 والتي وفقاً لها بلغ سعر السهم 76.25 جنيه وربحية السهم 5.29 جنيه فإن نسبة السعر إلى العائد في نهاية عام 2020 يمكن حسابها كما يلي:

سعر السوق للسهم الواحد من الأسهم

العادية

= نسبة السعر إلى العائد

عائد السهم

نسبة السعر إلى العائد لشركة GPC لسنة 2020 =

$$14.41 \text{ جنيه} = \frac{76.25}{5.29}$$

يشير ذلك أن المستثمرين على استعداد لدفع 14.41 جنيه لكل جنيه أرباح من شركة GPC. ويعني أيضا أن سعر السهم في السوق يساوي 14.41 أضعاف ربحيته ، وهذه النسبة مهمة جداً لأن المستثمرين يستخدمونها علي نطاق واسع للمقارنة بين أسهم الشركات المختلفة

ونلاحظ أن نسبة السعر إلى العائد لشركة GPC بنفس طريقة الحساب السابقة ولكن لعام 2019 كانت أعلى عن العام الحالي مرتين تقريباً حيث بلغت:

$$28.37 \text{ جنيه} = \frac{71.5}{2.52} \times 28.37$$

2/5/4 نسبة القيمة السوقية الي القيمة الدفترية (M / B) :

تقدم تقييماً آخر لكيفية رؤية المستثمرين لأداء الشركة. وهي تربط القيمة السوقية لأسهم الشركة بقيمتها الدفترية. أسهم الشركات التي يتوقع المستثمرون أن تؤدي أداءً جيداً في تحسين الأرباح في المستقبل ، وزيادة حصتها في السوق ، وإطلاق منتجات ناجحة ،

وما إلى ذلك - عادةً ما تباع نسبة القيمة السوقية الي القيمة الدفترية (M / B) أعلى من الشركات ذات الآفاق الأقل جاذبية.

الشركات التي يتوقع المستثمرون تحقيق عوائد عالية مقارنة بمخاطرهم تباع عادةً بمضاعفات M / B أعلى من تلك التي يتوقع أن تحقق عوائد منخفضة مقارنة بالمخاطر.

لحساب نسبة M / B لـ GPC في عام 2020 ، نحتاج أولاً إلى

إيجاد القيمة الدفترية لكل سهم من الأسهم العادية وذلك كما يلي :

$$\text{القيمة الدفترية لكل سهم} = \frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الاسهم العادية}}$$

$$= \frac{4278}{178.7} = 23.94 \text{ جنيه}$$

وبناء علي ذلك فان:

نسبة القيمة السوقية الي القيمة الدفترية (M / B) لشركة GPC في عام 2020 =

$$= \frac{\text{القيمة السوقية لكل سهم}}{\text{القيمة الدفترية لكل سهم}}$$

$$= \frac{76.25}{23.94} = 3.19 \text{ جنيه}$$

يعني ذلك ان المستثمرون يدفعون حاليًا 3.19 جنيه لكل
1.00 جنيه من القيمة الدفترية لسهم GPC. من الواضح أن
المستثمرين يتوقعون أن تستمر GPC في النمو في المستقبل: فهم
على استعداد لدفع أكثر من القيمة الدفترية لأسهم الشركة.

الفصل الخامس

التنبؤ المالي والموازنة النقدية

بعد الانتهاء من قراءة هذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح
ملماً بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- مفهوم واغراض الموازنة النقدية.
- المدة التى تغطيها الموازنة النقدية
- التنبؤ بالمبيعات والموازنة النقدية .
- خطوات إعداد الموازنة النقدية.
- التدريب علي أمثلة مرتبطة بالموازنة النقدية.
- التعرف علي كيف يمكن التعامل مع عدم التأكد فى
الموازنة النقدية

تمهيد :

يعتبر التخطيط المالى من أهم وظائف المدير المالى . وعلى كل شركة إعداد نوعين من الخطط المالية : الخطط المالية طويلة الأجل ومجموعة الخطط المالية قصيرة الأجل والتي تنبثق من الخطة المالية طويلة الأجل . ويلاحظ أن لكل خطة مالية غرضاً محدداً تعد من أجله هذه الخطة .

فلتحديد مقدار الأموال المطلوبة لسداد الالتزامات الناشئة عن مزاوله المشروع لنشاطه ومواعيد سداد هذه الالتزامات ، تعد الإدارة المالية قائمة توضح المقبوضات النقدية والمدفوعات النقدية المتوقعة خلال فترة مستقبلية يتفق عليها ، وتسمى هذه القائمة الموازنة النقدية.

وللتعرف على مقدار الربح الصافى المنتظر تحقيقه عن نفس الفترة يتم إعداد الحساب التقديرى للتشغيل والمتاجرة والأرباح والخسائر فى شكل قائمة يطلق عليها قائمة الدخل التقديرية او قائمة نتائج الأعمال التقديرية.

ولتحديد مقدار التغيرات المتوقعة فى بنود الأصول والخصوم ومقدار الأموال التى سيحتاجها المشروع تقوم الادارة المالية باعداد الميزانية العمومية التقديرية .

ونظراً لاختلاف أسلوب إعداد ومكونات كل قائمة من هذه القوائم فسيتم التعرض لكل منها على حدة فى الاجزاء التالية خلال هذا الفصل .

1/1/5 المقصود بالموازنة النقدية والهدف منها :

تعتبر الموازنة النقدية من أولى الأدوات اللازمة لعملية التخطيط المالى قصير الأجل حيث لابد للشركة من تحديد مقبوضاتها ومدفوعات النقدية مقدماً حتى تستطيع التعرف على موقفها النقدى مسبقاً.

الموازنة النقدية عبارة عن كشف يوضح الإيرادات النقدية المتوقعة خلال فترة معينة ثم المدفوعات النقدية المتوقعة خلال نفس الفترة وفائض أو عجز هذه المقبوضات عن المدفوعات. وبناء على ذلك إما أن يحدث :

(1) توازن بين المدفوعات والمقبوضات : لا يوجد فائض ولا عجز .

(2) زيادة المقبوضات عن المدفوعات : يوجد فائض .

(3) زيادة المدفوعات عن المقبوضات : يوجد عجز .

كذلك الموازنة النقدية عبارة عن كشف يوضح المقبوضات النقدية المتوقعة خلال فترة معينة ثم المدفوعات المتوقعة خلال نفس

الفترة والفائض أو العجز والمتوقع بين المقبوضات المنظمة . ويساعد إعداد الموازنة النقدية المنظمة فى تخطيط احتياجاتها المالية قصيرة الأجل .

ويتيح إعداد هذه الموازنة تحديد مقدار الفائض أو العجز المتوقع فى النقدية، وبالتالي إعداد الخطط اللازمة للتعامل مع الفائض أو العجز مقدماً . فالمنظمة التى يتوقع أن يتوافر لديها فائض يمكن أن تضع خططها لاستثمار هذا الفائض فى استثمارات مؤقتة يمكن تحويلها لنقدية بسهولة وفى أقل وقت، بينما تحاول المنظمات التى يتوقع أن تواجه عجزاً خلال الفترة القادمة فى تدبير هذا العجز من خلال الاتفاق من الآن مع مصادر تمويل لتمويل هذا العجز حين الحاجة إليه .

ويتضح من هذا أن إعداد الموازنة النقدية يوفر للمدير المالى صورة واضحة للتدفقات الداخلة أو الخارجة المتوقعة خلال فترة مستقبلية محدودة.

بناء على ما سبق فإن الهدف من اعداد الموازنة النقدية تقدير التدفقات الداخلة والخارجة خلال الفترة المستقبلية القادمة والتي تعد عنها الموازنة ومن ثم تقدير الفائض أو العجز النقدي وتحديد كيفية تدبير العجز وكيفية إعادة استثمار الفائض ومن هنا إذا كانت

هناك حاجة إلى الأموال من جهة الشركة فإن الموازنة تدعم موقف الشركة أمام الدائنين فيثقون بها لأنها تمدهم بمعلومات دقيقة عن موقف الشركة المالي في الفترة القادمة ومدى قدرتها على السداد .

2/1/5 المدة التي تغطيها الموازنة النقدية:

عادة ما تغطي الموازنة النقدية سنة يمكن تجزئتها إلى مدة أقل قد تكون ربع سنوية أو شهرية أو نصف شهرية أو حتى أسبوعية ، ويتوقف اختيار فترة إعداد الموازنة وتقسيم هذه الفترة على طبيعة نشاط المنظمة

غير أن الصفة الغالبة للموازنة النقدية هي الموازنة الشهرية خاصة في المنظمات ذات النشاط المستقر، أما المنظمات التي يتسم نشاطها بالموسمية فقد تعد الموازنة على أساس ربع سنوى.

3/1/5 التنبؤ بالمبيعات والموازنة:

تعتبر المبيعات من أهم المدخلات الأساسية عند إعداد أى خطة مالية قصيرة الأجل ومنها الموازنة النقدية . وفى ضوء تقديرات المبيعات يقوم المدير المالى بتقدير التدفقات النقدية المتوقعة فى ضوء شروط البيع المتفق عليها مع مدير التسويق ويمكن أن يتم

تقدير المبيعات إما بتحليل المؤشرات الاقتصادية الخارجية أو البيانات الداخلية أو كلاهما.

المؤشرات الاقتصادية الخارجية:

تعتمد فكرة التنبؤات الخارجية على ربط مبيعات المنظمة بأى من المؤشرات الاقتصادية الخارجية مثل الناتج القومى الإجمالى أو عدد الشقق السكنية الجديدة أو إجمالى الدخل المتاح للتصرف فيهإلخ. والمنطق وراء هذا المدخل هو أنه طالما أن مبيعات الشركة ترتبط بهذه المؤشرات الاقتصادية القومية ، فإن التنبؤ بهذه المتغيرات سوف يساعد على التنبؤ بمبيعات الشركة.

المؤشرات الداخلية:

وهى التى تعتمد على تقديرات رجال البيع داخل الشركة نفسها ، حيث يطلب من مندوبى بيع الشركة تقدير مبيعات كل مندوب أو كل منطقة جغرافية والتى يمكن بيعها خلال العام القادم . وعادة ما يتم تجميع هذه التقديرات بواسطة مدير المبيعات الذى يقوم بتعديلها فى ضوء معرفته بمندوبى البيع وأسلوب تقديرهم سواء كان متفائلا أم متشائما. ويتم تعديلي التقدير النهائي لمدير المبيعات فى ضوء الامكانيات الانتاجية للمنظمة .

مزيج من المؤشرات الداخلية والمؤشرات الخارجية:

عادة ما تستخدم كثير من الشركات مزيجاً من المؤشرات الخارجية والمؤشرات الداخلية في التنبؤ بالمبيعات . وتساعد البيانات الداخلية في إعداد التقديرات الخاصة بالمبيعات ، بينما تساعد البيانات الخارجية في تعديل التوقعات الخاصة بالمبيعات في ضوء الظروف الاقتصادية العامة.

4/1/5 خطوات إعداد الموازنة النقدية

[أولاً] تحديد المدة التي ستعد عنها الموازنة : قد تعد الموازنة

النقدية عن الفترة بأكملها دفعة واحدة أو تجزأ لمدد متساوية صغيرة خلال هذه الفترة ، فإذا اتفق علي أن تعد الموازنة النقدية لستة أشهر مثلاً ، فقد تعد تقديرات المقبوضات والمدفوعات لهذه الفترة إجمالاً ، أو تعد التقديرات بشكل تفصيلي لكل شهر أو كل أسبوع لإظهار الفائض أو العجز النقدي الشهري والأسبوعي .

[ثانياً] تقدير الإيرادات النقدية : تتكون المقبوضات النقدية

من كل أو بعض البنود الآتية :

(1) الإيرادات أو المتحصلات النقدية عن عمليات البيع خلال

الفترة التي تعد عنها الموازنة النقدية . وتتوقف هذه الإيرادات علي

عاملين رئيسيين هما مقدار المبيعات المتوقعة خلال المدة ، شروط البيع .

وعلي ذلك نحتاج في تقدير الإيرادات أو المتحصلات النقدية من عمليات البيع إلي بيانات تفصيلية عن المبيعات المتوقعة خلال المدة التي تعد عنها الموازنة النقدية .

فإذا فرضنا أن البيانات التي وردت في برنامج البيع لشركة ال ياسين للأسمنت عن الستة شهور الأولى لعام 2020 والمطلوب إعداد بيان بالإيرادات النقدية المتوقعة خلال المدة من عمليات البيع , إذا علمت :

أ - أن الشركة تشترط علي العميل أن يسدد نصف القيمة للبضاعة المشتراة فور استلام البضاعة.

ب- بالنسبة للجزء الباقي تمنح الشركة فترة للسداد لا تزيد عن شهر .

بناء علي البيانات السابقة يمكن تحديد برنامج البيع من يناير 2020 في الجدول التالي :

برنامج البيع من يناير 2020 القيم بالالف جنية

الشهور الصف	يناير	فبراير	مارس	إبريل	مايو	يونيه	إجمالي
إسمنت أبيض	100	220	250	250	400	500	1720
إسمنت أخضر ممتاز	200	200	150	150	100	250	1050
إسمنت أخضر عادي	300	180	200	200	100	150	1130
	600	600	600	600	600	600	3900

← من هذا الجدول ومن البيانات المعطاة عن شروط البيع يمكن تحديد المبيعات النقدية والآجلة كل شهر من الشهور الأولى لعام 2020 وذلك علي الوجه التالي :

تحديد المبيعات النقدية والآجلة

المبيعات الشهور	يناير	فبراير	مارس	إبريل	مايو	يونيه
مبيعات نقدية	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	450.000
مبيعات آجلة	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	450.000
إجمالي	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000	900.000

← وحيث أن المبيعات الآجلة يتم سدادها بعد شهر من تاريخ البيع يترتب علي هذا أن الجزء الآجل من مبيعات كل شهر يحصل في الشهر التالي له مباشرة وبذلك يمكن تقدير المتحصلات النقدية من عمليات البيع علي الوجه التالي :

بيان التحصيلات من المبيعات: عن الفترة من يناير إلى يونيو 2020

المبيعات الشهور	يناير	فبراير	مارس	إبريل	مايو	يونيه
مبيعات نقدية	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
تحصيل مبيعات آجلة		300.000	300.000	300.000	300.000	300.000
المجموع	300.000	600.000	600.000	600.000	600.000	600.000

واتضح من هذا الجدول أن الجزء من المبيعات الذي تم نقداً وضع في نفس الشهر الذي تم فيه البيع أما الجزء الآجل فقد رحل الشهر التالي علي أساس أن المبيعات الآجلة ليناير ستسدد في فبراير والجزء الآجل لمبيعات فبراير سيحصل في مارس وهكذا .

(2) وإلى جانب المقبوضات من المبيعات تحصل الشركة أيضاً علي إيرادات نقدية من المبيعات الآجلة التي تمت خلال الفترة السابقة لإعداد الموازنة النقدية والتي يستحق موعد سدادها خلال المدة التي تعد عنها الموازنة .

(3) كذلك قد تحصل المنشأة علي إيرادات نقدية من بعض المصادر الأخرى مثل إيجارات العقارات التي تملكها وتؤجرها للغير , أو من بيع بعض الأصول التي ينتظر أن تبيعها خلال الفترة التي تعد عند الموازنة النقدية , وكذلك المتحصلات من الديون المعدومة .

[ثالثاً] تقدير المدفوعات النقدية :

تتكون المدفوعات من الالتزامات الواجبة السداد خلال فترة إعداد الموازنة النقدية , وعلي ذلك تشمل كل أو بعض البنود الآتية :

1- المدفوعات النقدية لسداد قيمة مشتريات الشركة , وتتوقف هذه علي قيمة مشتريات الشركة وعلي المهلة الممنوحة لها

من المورد للسداد أو ما يسمى بفترة أو مهلة الدفع . وعلي ذلك نحتاج لتقدير المدفوعات النقدية لسداد قيمة المشتريات إلي نوعين من البيانات :

أ) بيان عن قيمة مشتريات الشركة في كل شهر من الشهور التي تعد عنها الموازنة النقدية.

ب) المهلة التي تمنحها الشركات الموردة لسداد هذه المشتريات . وقد تشترط هذه الشركات سداد قيمة البضاعة نقداً , أو تشترط سداد جزء منها نقداً والجزء الآخر بعد مهلة ينص عليها في التعاقد أو تسمح بسداد إجمالي قيمة البضاعة خلال هذه المهلة .

2- المدفوعات النقدية لسداد قيمة المشتريات الآجلة التي تمت خلال الفترة السابقة لإعداد الموازنة النقدية والتي تستحق خلال الفترة التي تعد عنها الموازنة النقدية .

3- وتدفع الشركة أيضاً في مواعيد محددة أجور العمال وفواتير الوقود والمهمات اللازمة للعمليات الإنتاجية وإيجارات العقارات إذا كانت تستأجر بعض المباني لأعمالها .

4- المدفوعات لشراء آلات جديدة أو إجراء إنشاءات .

وجدير بالذكر أن المصروفات المالية - مثل قسط الإهلاك السنوى والمخصصات - لا تدخل ضمن عناصر المقبوضات أو المدفوعات النقدية بالموازنة النقدية.

أربعاً] صافى التدفقات النقدية

هو عبارة عن الفرق بين المقبوضات النقدية (التدفق النقدى الداخلى) والمدفوعات النقدية (كتدفق نقدى خارج.)

خامساً رصيد النقدية أول الشهر (أو أول المدة :)

هو رصيد النقدية الظاهرة بالميزانية العمومية فى الشهر الذى يسبق أول شهر تعد عنه الموازنة النقدية . فإذا كانت الموازنة النقدية تعد عن الفترة من شهر يناير - ديسمبر سنة 2019 ، فإن رصيد - النقدية أول المدة - أى الخاص بشهر يناير سنة 2019 هو رصيد النقدية الظاهر فى الميزانية العمومية التى سبق إعدادها عن العام المالى المنتهى فى شهر ديسمبر سنة 2018 وبإضافته لصافى التدفق النقدى فى شهر يناير نحصل على رصيد النقدية فى نهاية شهر يناير الذى يصبح بدوره رصيد النقدية أول شهر فبراير سنة 2019 وهكذا.

الحد الأدنى للنقدية

هو الحد الأدنى من رصيد النقدية الواجب الاحتفاظ به فى خزانة الشركة أو حسابها الجارى بالبنك لمواجهة المدفوعات النقدية الطارئة وفقاً لدافع الاحتياط ، ويطرح الحد الأدنى للنقدية من رصيد النقدية آخر الشهر؛ نحصل على الفائض أو العجز فى النقدية لكل شهر من شهور الموازنة ، ويعتبر أكبر عجز للنقدية فى أى شهر إجمالى الاحتياجات النقدية خلال مدة الموازنة والتي يجب تدبيرها من مصادر التمويل المختلفة .

من كل ما سبق نستطيع الآن أن نعد الموازنة النقدية إذا توافرت لدينا البيانات اللازمة لإعدادها، ويمكن إعدادها من خلال المعادلة التالية :

إجمالى المقبوضات النقدية (-) إجمالى المدفوعات النقدية = الفائض أو العجز النقدي يضاف إليه (+) رصيد أول المدة = رصيد آخر المدة ثم يطرح منه رصيد النقدية الواجب الاحتفاظ به أو الحد الأدنى للنقدية ، وبالتالي نحدد الفائض أو العجز النهائي (الموقف النقدي النهائي للشركة) .

وهنا يمكننا الإشارة إلي أن :

(1) إذا حدث الفائض أولاً وعليه عجز فيتم الاحتفاظ بالفائض لمواجهة حالات العجز القادم في الشهور القادمة .

(2) إذا حدث العجز أولاً تلجأ الشركة إلي الحصول علي قروض لسد العجز وإذا رفض البنك فتقوم ببيع جزء من أصولها (ثابتة أو متداولة) لسد العجز .

5/1/5 ملاحظات هامة جداً :

(1) تعد الموازنة النقدية علي أساس نقدي بمعنى أن كل البيانات التي يتم إدخالها في الموازنة هي تعكس نقدية داخلية أو خارجة إلي ومن الشركة وذلك حتى لو كانت تخص فترات سابقة أو لاحقة , المهم أنه داخلية أو خارجة خلال فترة إعداد الموازنة

(2) لا يدخل ضمن الموازنة النقدية البنود المالية التي لا يترتب عليها دخول أو خروج نقدية خلال فترة إعداد الموازنة مثل :

* الإهلاك

* الاحتياطات

* المخصصات

* الضرائب المستحقة * فوائد مستحقة إذا لم تكن دفعت وتنوي الشركة عدم دفعها خلال مدة الموازنة ، أما إذا كانت الشركة تنوي دفعها خلال فترة الموازنة فيتم إدراجها بالموازنة ضمن المدفوعات]

(3) كلاً من (1) ديون مشكوك في تحصيلها، (2) توزيع الأرباح ، (3) الديون المعدومة [لا تدخل الميزانية جميعها]

6/1/5 تمارين عملية حول اعداد الموازنة النقدية

تمرين (1) :

فيما يلي البيانات المستخرجة من سجلات إحدى الشركات التي تعمل في تجارة السلع الغذائية :

أولاً : خطة المبيعات المتوقعة :

(1) قيمة المبيعات المتوقعة خلال (6) أشهر الأولى من عام 2019 كما يلي :

يناير 120.000 ، فبراير 180.000 ، مارس 240.000 ، إبريل 120.000 ، مايو 120.000 ، يونيو 30.000 .

(2) شروط البيع التي تم الحصول عليها من خلال قسم الائتمان هي :

← 5% من المبيعات يتم تحصيل قيمتها نقدية

← 80% من المبيعات تحصل بعد شهر من تاريخ البيع

← 15% من المبيعات تحصل بعد شهرين من تاريخ البيع

← المبيعات الفعلية خلال شهر نوفمبر عام 2018 مبلغ
60.000 ج

← المبيعات الفعلية خلال شهر ديسمبر عام 2018 مبلغ
60.000 ج

ثانياً : خطة المشتريات :

(1) المشتريات المقدرة خلال الشهور الـ(6) الأولى من عام 2019 :
يناير 30.000 , فبراير 42.000 , مارس 94.000 , إبريل
78.000 , مايو 54.000 , يونيو 30.000

(2) جميع المشتريات تسدد نقداً في ذات الشهر

ثالثاً : المصروفات الأخرى :

- (1) مرتبات إدارية 9000 ج شهرياً .
- (2) الإيجارات 3000 ج شهرياً .
- (3) الاستهلاك الشهري 12.000 ج شهرياً . (4) مصروفات بقيمة متوقعة 900 ج شهرياً .
- (5) الضرائب المستحقة 21000 ج سيتم دفع 50% منها في شهر مارس 2019 و 50% الباقية في شهر يونيه 2019 .
- (6) مدفوعات لعمل أبحاث جديدة قيمتها 60.000 ج سوف يتم سدادها في شهر إبريل 2019 .

المطلوب :

إذا علمت أن رصيد النقدية في آخر ديسمبر 2018 45000 ج
وترغب الشركة في الاحتفاظ برصيد نقدي شهري لا يقل عن 3000 ج
:

1- إعداد الموازنة النقدية عن (6) أشهر الأولى من عام 2019
محدد بمقدار الفائض أو العجز النقدي المتوقع خلال كل شهر من
شهور الموازنة ؟

2- إذا كانت الشركة سوف تقوم بتغطية العجز عن طريق الاقتراض
حدد مقدار القرض المطلوب ومدته ؟

الحل

أولاً : إعداد جدول المتحصلات النقدية من المبيعات عن الـ 6 شهور الأولى لعام 2019 :

بيان	يناير	فبراير	مارس	إبريل	مايو	يونيو
إجمالي المبيعات	120.000	180.000	240.000	120.000	120.000	30.000
متحصلات مبيعات نقدية 5% (1)	6.000	9.000	12.000	6.000	6.000	1500
مبيعات آجلة 80%	96.000	144.000	192.000	96.000	96.000	24.000
متحصلات مبيعات آجلة بعد شهر من البيع (2)	48.000	96.000	144.000	192.000	96.000	96.000
مبيعات آجلة 15%	18.000	27.000	36.000	18.000	18.000	4500
متحصلات مبيعات آجلة بعد شهرين من تاريخ البيع (3)	9.000	9.000	18.000	27.000	36.000	18.000
إجمالي متحصلات مبيعات آجلة (4) (2) + (3)	57.000	105.000	162.000	219.000	132.000	114.000
إجمالي متحصلات (1) + (4)	63.000	114.000	174.000	225.000	138.000	115.500

ملاحظات علي الجدول السابق :

(1) مبيعات آجلة 80% تم احتسابها علي أساس شهر ديسمبر
حيث أن 80% من مبيعات ديسمبر تسدد بعد شهر بمعنى
يتم تحصيلها في شهر يناير وعلي ذلك :

$$48000 = 80\% \times 60.000 \text{ جنيه}$$

خاصة بمبيعات ديسمبر وتسدد في شهر يناير لذلك تم إدراجها
في يناير

(2) مبيعات آجلة 15% تسدد بعد شهرين فقد تم احتسابها لشهر
نوفمبر (60.000 ج) تسدد بعد شهرين أي أنها تسدد في
يناير وعلي ذلك يتم إدراج مبلغ :

$$9000 = 15\% \times 60.000 \text{ جنية}$$

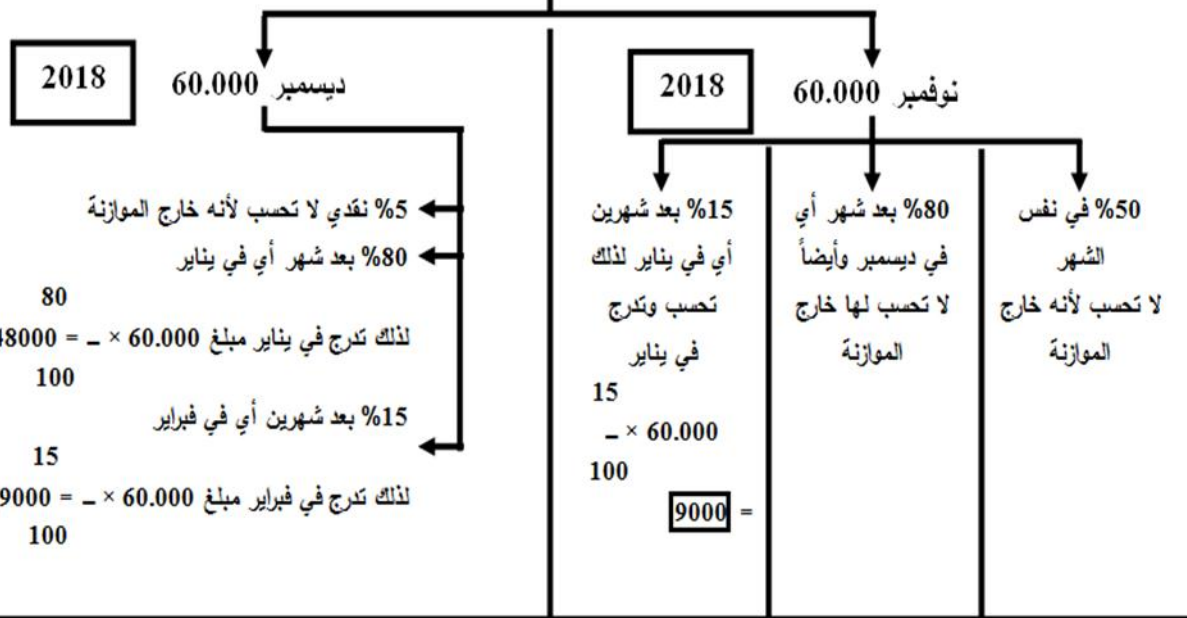
تم إدراجها في متحصلات شهر يناير

(3) أما عن مبيعات آجلة 15% لشهر ديسمبر التي تسدد في
شهر فبراير حيث تسدد قيمتها بعد شهرين من شهر البيع
(ديسمبر) لذلك تم إدراج مبلغ :

$$9000 = 15\% \times 60.000 \text{ جنية}$$

تم إدراجها في متحصلات شهر فبراير

وبشكل أبسط من ذلك



ثانياً : إعداد جدول المدفوعات النقدية :

لا يتم إعداد جدول مدفوعات لأن جميعها تسدد نقداً في نفس الشهر ولا توجد مدفوعات آجلة لذلك تدرج بشكل مباشر في الموازنة .

ثالثاً : إعداد جدول الموازنة النقدية عن الـ 6 شهور الأولى

عام 2019 :

بيان	يناير	فبراير	مارس	إبريل	مايو	يونيو
أولاً : المقبوضات النقدية						
1- من المبيعات	63.000	114.000	174.000	225.000	138.000	115.500
لا توجد متحصلات أخرى						
إجمالي المتحصلات (1)	63.000	114.000	174.000	225.000	138.000	115.500
ثانياً : المدفوعات النقدية						
1- مشتريات	30.000	42.000	94.000	78.000	54.000	30.000
2- مرتبات إدارية	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000
3- إيجارات	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
4- مصروفات نقدية متنوعة	900	900	900	900	900	900
5- ضرائب مستحقة			10500			10500
6- مدفوعات عمل أبحاث				60.000		

53.400	66.900	150.900	117.400	54.900	42.900	إجمالي المدفوعات النقدية (2) 6 + 5 + 4 + 3 + 2 + 1
62.100	71.100	74.100	56.600	59.100	20100	صافي التدفق النقدي (1) – (2)
						يضاف إليه
316.000	244.900	170.800	114.200	65.100	45.000	رصيد النقدية أول المدة
=	=	=	=	=	=	=
388.100	236.000	254.900	180.800	124.200	65.100	رصيد النقدية آخر المدة
						يطرح منه
3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000	الحد الأدنى للنقدية
385.100	323.000	251.900	177.800	121.200	62.100	الفائض (العجز) النهائي

ملاحظات هامة علي جدول الموازنة السابق :

(1) بالنسبة للضرائب المستحقة مبلغها 21000 نصفها في مارس 10500 تم تسجيلها في مارس والنصف الآخر 10500 في يونيو لذلك تم تسجيلها في يونيو .

(2) رصيد آخر المدة لشهر ما هو رصيد أول المدة للشهر التالي له , فمثلاً رصيد آخر المدة لديسمبر هو أول المدة ليناير وآخر يناير هو أول فبراير وهكذا , لذلك تم ترحيل رصيد آخر لكل شهر علي أنه رصيد أول للشهر التالي له مباشرة .

رابعاً : التعليق :

يتضح من الموازنة أن الشركة تحقق فائض نقدي في كل الشهور الـ 6 المعدة عنها الموازنة ومن ثم يجب علي المدير المالي أن يستثمر هذا الفائض في استثمارات مؤقتة مثل تكوين محفظة أوراق مالية (أسهم - سندات) لمدة 6 شهور .

مثال (2) :

فيما يلي الميزانية العمومية لشركة NE YH للصناعات

(الثقيلة) (بالآف جنيه:)

الميزانية العمومية في 2019/12/31

<u>أصول ثابتة</u>		<u>حقوق الملكية</u>	
أراضي	٤٠٠	رأس المال	١٠٠٠
مباني	٥٠٠	احتياطيات	٥٠٠
آلات ومعدات	١٢٠٠	مجمع الإهلاك	١٥٠٠
أثاث ووسائل نقل	٩٠٠	إجمالي حقوق الملكية	٣٠٠٠
إجمالي الأصول الثابتة	٣٠٠٠	<u>الخصوم طويلة الأجل:</u>	
<u>الأصول المتداولة</u>		قروض طويلة الأجل	٥٠٠
نقدية	٢٠٠	<u>الخصوم المتداولة:</u>	
أوراق قبض	١٠٠٠	أ. دفع	٩٨٠
مخزون	٨٠٠	مخصصات	٧٠
إجمالي الأصول المتداولة	٢٠٠٠	قروض قصيرة الأجل	٤٥٠
		إجمالي الخصوم المتداولة	١٥٠٠
إجمالي الأصول	٥٠٠٠	إجمالي الخصوم ورأس المال	٥٠٠٠

من المتوقع خلال الفترة من شهر يناير إلى مارس عام

2000 (جميع القيم بالآلف جنيهه :)

1- تقدر المبيعات في شهر يناير 1000 ، فبراير 2000 ، مارس

4000 جنيهه . وكانت شروط البيع % 20 نقداً ، % 80

آجل بشروط تحصيل صافي 30 يوماً.

- 2- من المتوقع بيع أصول ثابتة فى شهر مارس بمبلغ 200 جنيه وشراء أصول ثابتة فى شهر فبراير بمبلغ 700 جنيه.
- 3- تم الاتفاق مع بنك مصر للحصول على قرض طويل الأجل فى شهر مارس بمبلغ 400 جنيه.
- 4- قدرت المشتريات فى شهر يناير 800 ، فبراير 1200 ، مارس 3000 بشروط شراء % 40 نقداً ، % 60 آجل بشروط دفع صافى 60 يوماً.
- 5- تقدر الضرائب الداخلية 600 ، يتم دفعها فى مارس لمصلحة الضرائب.
- 6- من المقرر توزيع أرباح على المساهمين والعمال وتقدر هذه الأرباح الموزعة بمبلغ 200 فى شهر فبراير.
- 7- يقدر قسط الإهلاك السنوى بـ 10000
- 8- من المقرر دفع فوائد وأقساط سداد قروض فى شهر يناير 500 فبراير 400 ، مارس 300
- 9- تقدر المصروفات الشهرية المرتبطة بالنشاط الجارى للشركة بمبلغ 200 فى شهر يناير ، 300 فى شهر فبراير ، 500 فى شهر مارس.
- 10 - يقدر الحد الأدنى للنقدية بمبلغ 500 جنيه.

وبناءً على هذه البيانات يتم إعداد الموازنة النقدية عن الثلاثة شهور
الأول من عام 2019 كما يلي:

الموازنة النقدية لشركة NE YH لـ 6 شهور الأولي من عام 2019

بيان	يناير	فبراير	مارس	متجمع 3 شهور
المقبوضات النقدية				
مبيعات نقدية 20 %	200	400	800	1400
تحصيل مبيعات آجلة 08	-	800	1600	2400
تحصيل أ. ق سابقة	1000	-	-	1000
بيع أصول ثابتة	-	700	-	700
قرض طويل الاجل	-	-	400	400
اجمالي المقبوضات النقدية	1200	1900	2800	5900
2- المدفوعات النقدية				
- مدفوعات مشتريات نقدية 40 %	320	480	1200	2000
- مدفوعات مشتريات آجلة 60	-	-	480	480
- مدفوعات أ. دفع سابقة	-	980	-	980
- شراء أصول ثابتة	-	700	-	700
- ضرائب داخلية	-	-	600	600
- توزيع أرباح	-	200	-	200
- فوائد وأقساط سداد قرض	500	400	300	1200
- مصروفات مختلفة	200	300	500	1000
إجمالي المدفوعات النقدية	1020	3060	3080	7160
صافي التدفق النقدي	180	(1160)	(280)	(1260)
يضاف + :رصيد النقدية أول الشهر	200	380	(780)	200
= رصيد النقدية آخر الشهر	380	(780)	1060	1060
يطرح - : الحد الأدنى للنقدية	500	500	500	500
= الفائض أو العجز النقدي	(1200)	(1280)	(1560)	(1560)

من الموازنة النقدية نجد الآتي:

1- أكبر عجز فى أى شهر من شهور الموازنة يساوى 1560 جنيها ؛ وسيتم اقتراض هذا المبلغ من البنك كقرض قصير الأجل ، لأنه يمثل الاحتياجات النقدية للشركة خلال الفترة من يناير - مارس عام 2019

2- من الموازنة النقدية يمكن تقدير بعض عناصر الميزانية العمومية التقديرية فى 2019/3/31 هي :

أ - رصيد أوراق القبض وطبقاً لشروط التحصيل تساوى قيمة المبيعات الآجلة لشهر مارس ($4000 \times 80 = 3200$)

ب - رصيد أوراق الدفع وطبقاً لشروط الدفع تساوى المشتريات الآجلة لكل من شهري فبراير ومارس ($1200 \times 60\% + 3000$)

($2520 = 60\% \times$)

ج - رصيد إجمالى الأصول الثابتة بطرح الأصول الثابتة المشتراة وإضافة الأصول ثابتة المشتراة لرصيد الأصول الثابتة فى ميزانية 2019/12/31 وهو ($700 + 200 - 3000 =$)

(3500)

د - رصيد القروض قصيرة الأجل بإضافة الاحتياجات النقدية لرصيد هذه القروض فى ميزانية 31 / 12 / 2019 وهي (= 460+1560 = 2020)

7/1/5 كيف يمكن التعامل مع عدم التأكد فى الموازنة النقدية:

بالإضافة إلى الدقة فى إعداد تقديرات المقبوضات والمدفوعات لإعداد موازنة نقدية معبرة هناك أسلوبان آخران يساعدان الإدارة فى التعامل مع ظروف عدم التأكد وهما:

(1) إعداد أكثر من موازنة نقدية : الأولى تعتمد على التقديرات المتفائلة، والأخرى على التقديرات المتشائمة ، بينما الأخيرة تعتمد على التقدير الأكثر احتمالا . ويفيد ذلك فى إعداد خطط شاملة لمواجهة أى موقف من المواقف السابقة.

(2) الاعتماد على الكمبيوتر وأسلوب المحاكاة من خلال توقع الظروف المختلفة للمبيعات والأحداث الأخرى المرتبطة بها ، ويمكن إعداد توزيع احتمالى للتدفقات النقدية المتوقعة وكذلك رقم العجز أو الفائض المتوقع . وفى ضوء التوزيع الاحتمالى يمكن تحديد مقدار التمويل المطلوب فى حالة وجود عجز.

مثال (3) :

طلب مدير الائتمان بأحد البنوك التجارية من العملاء المقترضين أن يقوموا بتحديد احتياجاتهم النقدية خلال الشهور الثلاثة الأولى من عام 2017 حتى يتمكن البنك من وضع برنامج للإقراض، وقد قام المدير المالي لشركة السلام (أحد عملاء البنك) بإعداد ورقة عمل بالتعاون مع الإدارات المتخصصة من أجل الخطة النقدية لتحديد حجم الاحتياجات النقدية وكانت:-

1) المبيعات المتوقعة خلال الـ 3 شهور الأولى علي التوالي 3000 ج ، 4000 ج ، 6000 ج وكانت شروط التحصيل تعكس دفع 20% نقداً ، 80% آجل لمدة شهر من تاريخ البيع.

2) من المتوقع أن تقوم الشركة ببيع آلات غير مستغلة بمبلغ 1000 ج تحصل قيمتها نقداً في شهر فبراير.

3) من المتوقع أن تسترد الشركة ديون سبق إعدامها بمبلغ 500 ج وسيتم استردادها في شهر مارس.

4) الإيجارات المستحقة للشركة علي الغير 700 ج تحصل قيمتها في شهر مارس.

5) تقدر المشتريات خلال الشهور الثلاثة كما يلي:

- يناير 2400 ج. - فبراير 3000 ج. - مارس 4000 ج.

← وكانت شروط الشراء كما يلي:

* 40% من قيمة المشتريات تسدد نقداً.

* 60% من قيمة المشتريات تسدد بعد شهرين.

(6) كانت قيمة المشتريات التي لم تسدد قيمتها للمورد من عام 2016 كما يلي:

* 600 ج في نوفمبر.

* 1500 ج في ديسمبر.

(7) الضرائب المتنازع عليها مع مصلحة الضرائب تبلغ 600 ج يتم سدادها في شهر مارس.

(8) قيمة الاستهلاك الشهري 300 ج.

(9) من المتوقع أن تقوم الشركة بشراء آلة جديدة بمبلغ 1000 ج في شهر يناير، وسيتم سداد قيمتها في شهر فبراير.

(10) من المقرر إجراء توزيعات أرباح تقدير علي المساهمين في فبراير مقدارها 600 ج.

(11) تبلغ فوائد القروض المستحقة شهرياً علي الشركة 800 ج.

12) هناك مصروفات نقدية متنوعة تصل قيمتها إلى 1000 ج.

13) رصيد النقدية في آخر شهر ديسمبر 2016 بلغ 1600 ج.

14) الحد الأدنى للرصيد النقدي الواجب الاحتفاظ به شهرياً في الشركة 1500 ج.

المطلوب:

1- إعداد الخطة النقدية للشركة خلال الشهور الأولى عام 2017 ؟

2- تحديد حجم الاحتياجات النقدية المتوقعة وقت حدوثها ؟

3- بفرض أن الشركة ستقوم بالاقتراض إذا ما كان لديها عجز نقدي، فما هو مقدار القرض المطلوب، وهل ستحصل عليه الشركة مرة واحدة ؟ وهل ستكون الشركة قادرة علي سداد القرض؟ مع تحديد:

أ) المؤشرات الدالة علي ذلك ؟

ب) البدائل الممكنة أمام الشركة لتخفيض الاحتياجات النقدية؟

أولاً: إعداد الموازنة النقدية عن الثلاث شهور الأولى عام 2017:

بيان	يناير 2017	فبراير 2017	مارس 2017
<u>أولاً: المتحصلات النقدية:</u>			
- إجمالي المبيعات	3000	4000	6000
(1) متحصلات مبيعات نقدية 20% من إجمالي المبيعات	600	800	1200
مبيعات آجلة 80% من إجمالي المبيعات	2400	3200	4800
(2) متحصلات مبيعات آجلة لمدة شهر	2000	2400	3200
إجمالي متحصلات نقدية من المبيعات (1) + (2)	2600	3200	4400
متحصلات بيع آلات غير مستغلة		1000	

500			متحصلات ديون سبق إعدامها
700			متحصلات إيجارات للشركة لدى الغير
5600	4200	2600	إجمالي المتحصلات النقدية (A)
			ثانياً: المدفوعات النقدية:
4000	3000	2400	(1) إجمالي المشتريات
			مدفوعات مشتريات نقدية
1600	1200	960	(أ) 40% من إجمالي المشتريات
2400	1800	1440	مشتريات آجلة 60% من إجمالي المشتريات
1440	1500	600	(ب) مدفوعات مشتريات نقدية بعد شهرين
			مشتريات نوفمبر 600 ج تسدد في يناير
			مشتريات ديسمبر 1500 ج تسدد في فبراير
3040	2700	1560	إجمالي المدفوعات النقدية للمشتريات (1) = (أ) + (ب)
600			(2) مدفوعات ضرائب متنازع عليها
	1000		(3) مدفوعات شراء آلة جديدة
	600		(4) توزيعات أرباح
800	800	800	(5) فوائد قروض
1000	1000	1000	(6) مصروفات نقدية متنوعة
			إجمالي المصروفات النقدية (B)
5440	6100	3360	(1) + (2) + (3) + (4) + (5) + (6) = (B)
160	(1900)	(760)	صافي التدفق النقدي (B) - (A)
			مثلاً في يناير 2600 - 3360 = (760)
			+
(1060)	840	1600	النقدية أول الشهر
(900)	(1060)	840	= رصيد النقدية آخر الشهر
(-)	(-)	(-)	(-)
(1500)	(1500)	(1500)	الحد الأدنى للنقدية
(2400)	(2560)	(660)	صافي الفائض (العجز) النهائي

ثانياً: تحديد حجم الاحتياجات النقدية وقت حدوثها:

تحتاج الشركة مبلغ 660 جنيه في يناير، وهو مقدار العجز في شهر يناير، ويصبح المطلوب في فبراير 1900 جنيه فقط، وهي عبارة عن مقدار العجز في فبراير وهو 2560 جنيه مطروحاً منها قرض يناير 660 جنيه، ويمكن تصوير ذلك في جدول التسهيلات الائتمانية التالي:

	يناير	فبراير	مارس
القرض	660	1900	-
المتجمع	660	2560	-

وعلي ذلك :

يصبح لدى الشركة فائض في مارس مقداره 160 ج وهو عبارة عن متجمع قرض فبراير 2560 (وهذا عبارة عن قرض يناير 660 ج مضاف إليه قرض فبراير 1900 ج) مطروحاً منه عجز مارس (2400).

ثالثاً: جدول التسهيلات الائتمانية (جدول القرض):

ستكون الشركة قادرة علي سداد القرض، لأنه من بداية مارس ستحقق الشركة فائض. والشركة ستحصل علي قرض بمقدار 2560 ج ولن تحصل عليه الشركة مرة واحدة ولكنها ستحصل علي

جزء مقداره 660 ج في يناير لتغطية عجز يناير، وتحصل علي 1900 في فبراير.

رابعاً: المؤشرات الدالة علي قدرة المنشأة علي سداد القرض:

بالنظر إلي الخطة النقدية يتبين أن الشركة سوف تستطيع سداد القرض ويستدل علي ذلك من أن التدفقات النقدية الداخلة في شهر مارس تزيد عن التدفقات الخارجة في نفس الشهر بمقدار 160 جنيهاً.

فإذا ما تم استخدام القرض في سد العجزات النقدية خلال شهري يناير وفبراير فإن الشركة تحقق فائض في شهر مارس يمكن استخدامه في سداد جزء من القرض.

← ويمكن تعديل الخطة النقدية بعد إضافة القرض إلي التدفقات

النقدية الداخلة علي النحو التالي:

بيان	يناير	فبراير	مارس
صافي التدفق النقدي	(760)	(1900)	160
+ رصيد النقدية أول الشهر	1600	1500	1500
+ القرض =	660	1900	--
رصيد النقدية آخر الشهر	1500	1500	1660
(-) الحد الأدنى للنقدية	1500	1500	1500
= صافي الفائض أو العجز النقدي	0	0	160

خامساً: البدائل الممكنة لتخفيض الاحتياجات النقدية للشركة:

توجد عدة بدائل أمام الشركة ويمكن للمدير المالي دراسة هذه البدائل واختيار أنسبها من أجل تخفيض حجم الاحتياجات النقدية، ومن ثم تخفيض حجم القرض، وهذه البدائل من واقع الخطة النقدية للشركة تتمثل فيما يلي:

(1) تأجيل شراء الآلة الجديدة وهو ما سيترتب عليه تخفيض العجز بمقدار 1000 جنيهاً.

(2) تأجيل التوزيعات النقدية ومقدارها 600 جنية.

إن هذين البديلين سيترتب علي تنفيذهما تخفيض الاحتياجات النقدية بمقدار 1600 جنية، أي أن القرض سينخفض في هذه الحالة إلي 960 جنيهاً فقط.

(3) يمكن أيضاً التفاوض مع مصلحة الضرائب من أجل تأجيل ورداد الضريبة المتنازع عليها حتى يتم تحسين موقف السيولة في الشركة أو تقسيط هذه الضريبة علي دفعات صغيرة.

الفصل السادس

مصادر التمويل

بعد دراسة هذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح ملماً بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- الهياكل المالية
- الأسواق المالية
- تقسيمات مصادر التمويل
- خصائص مصادر التمويل
- مصادر التمويل قصيرة الأجل
- مصادر التمويل متوسطة الأجل
- مصادر التمويل طويلة الأجل

6/1 الهياكل المالية

ينبغي بداية التمييز بين مفهومي الهيكل المالي The Financial Structure وهيكل رأس المال The Capital Structure، فالهيكل المالي يشير إلى مصادر التمويل بأنواعها كافة (أموال ملكية واقتراض) وأجلها (طويلة وقصيرة الأجل).

بعبارة أخرى جانب الخصوم في الميزانية العمومية، يشير مفهوم هيكل رأس المال إلى مزيج مصادر التمويل طويل الأجل في الشركات المساهمة العامة.

ويتم تصنيف مصادر التمويل طويل الأجل، عادة، إلى مصدرين أساسيين: أموال الملكية (Equity Financing)، وأموال الاقتراض (Debt Financing)، إذ يشمل المصدر الأول الأسهم العادية (Stocks Common)، والأرباح المحتجزة (Retained Earnings)، والاحتياطيات القانونية (Reserves) إن وجدت.

أما المصدر الثاني فيشمل القروض البنكية طويلة الأجل (Long Term Bank Loans)، وإصدارات سندات الدين (Corporate Bonds).

وهناك أيضا، الأدوات التمويلية الهجينة (Hybrids) التي تحمل بعض صفات المصدرين السابقين كالسندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية بناء على رغبة حاملها.

كما يمكن تصنيف مصادر التمويل إلى مصادر داخلية كالأرباح المحجوزة والاحتياطيات، ومصادر خارجية. كالإصدارات الجديدة للأسهم والسندات والقروض البنكية على اختلاف أنواعها، ويمكن لهيكل رأس المال في الشركات المساهمة العامة أن يأخذ أحد الأنماط الثلاثة التالية، حسب مستوى تعقيده:

أولاً: هيكل رأس المال الأساسي (Basic Capital Structure) ويتكون من عناصر حقوق المساهمين العاديين فقط

ثانياً: هيكل رأس المال البسيط (Simple Capital Structure) ويتكون من عناصر حقوق المساهمين بشكليها العادية والممتازة، وأشكال الاقتراض طويل الأجل كافة.

ثالثاً: هيكل رأس المال المعقد (Complex Capital Structure) ويتكون من جميع مصادر التمويل طويلة الأجل بأشكالها المختلفة بما فيها الأدوات المالية القابلة للتحويل.

3/3 الأسواق المالية (Financial Markets):

أن الأسواق المالية تعتبر هي المصدر الرئيسي للتمويل الذي تحتاجه منظمات الأعمال، وتعرف بأنها مجموعة المنظمات والإجراءات التي تسهل تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها بين المستثمرين، وتلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في إعادة تخصيص الموارد المتاحة في المجتمع لسد احتياجات الوحدات الاقتصادية من التمويل وضمان تحقيق أعلى درجات النمو والتطور، دون الحاجة إلى الانتظار لحين وصول مدخراتها إلى المستوى الذي يكفي تلبية احتياجاتها المتجددة من التمويل، وتقسم الأسواق المالية إلى نوعين هما:

1- السوق النقدي Money Market: ويتمثل في جميع

المنظمات والإجراءات التي تسهل تداول الأوراق المالية ذات السيولة العالية التي لا تزيد مدتها على سنة، ومن الأوراق التي يتم التداول عليها في مثل هذه الأسواق الأوراق المالية القصيرة الأجل مثل الأوراق التجارية والمقبولات المصرفية.

2- السوق الرأسمالي Capital Market: ويتمثل في جميع

المنظمات التي تسهل تداول الأوراق المالية ذات السيولة البطيئة التي تزيد مدتها عن سنة، ومن الأوراق التي يتم

التداول عليها في مثل هذه الأسواق الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

4/3 مصادر التمويل (Sources Of Finance)

إن المصادر المتاحة لحصول منظمات الأعمال على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها الاستثمارية يمكن تصنيفها على النحو التالي:

أ- من حيث المصدر: وتتمثل بالمصادر الداخلية كالأرباح المحتجزة ومخصصات الاستهلاك وبيع الأصول الرأسمالية، والمصادر الخارجية كزيادة رأس المال والاقتراض وإصدار السندات وتسهيلات الموردين.....الخ.

ب- من حيث الملكية: وتتمثل بالمصادر المملوكة كزيادة رأس المال والأرباح المحتجزة والاحتياطات، والمصادر المقترضة كالقروض والتسهيلات البنكية والتجارية والاستئجار التمويلي...الخ.

ج- من حيث الزمن: وتتمثل بالمصادر طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل كالخصوم قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

ويرى المؤلف ان أفضل تقسيم هو التقسيم من حيث الزمن وهو ما سيتم تناوله بشكل مفصل في ثلاثة مباحث مختلفة لاحقة.

5/3 خصائص مصادر التمويل

أن لكل مصدر من مصادر التمويل مجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من المصادر الأخرى، ويمكن تناول خصائص هذه المصادر من عدة جوانب، والتي من أهمها التالي:

1- الاستحقاق (MATURITY): ويعني الموعد الذي يتوجب فيه على المقرض رد الدين الى اصحابه، وتختلف أموال الاقتراض عن أموال حقوق المساهمين بالنواحي التالية:

أ- للقروض آجال معينة ينبغي أن تسدد فيها، ويؤدي عجز المنظمة عن سدادها الى مقاضاتها وإجبارها على التصفية.

ب- حقوق المساهمين تأخذ صفة الاستثمار الدائم ولا يستطيع المستثمر من استعادة حصته إلا بالبيع أو التصفية

ج- تؤدي زيادة الاقتراض الى زيادة المخاطر المالية، أما زيادة رأس المال فإنها سوف تؤدي إلى تحسن مركزها الائتماني.

٢- الحق على الدخل (Claims On Income): ويعني وجود ثلاثة مظاهر تميز الأموال المقرضة عن الأموال المملوكة، وذلك على النحو التالي:

أ- الأولوية: أي أن للدائنين حق الحصول على أصل قروضهم وفوائدها قبل حصول مالكي المشروع على أي من حقوقهم، كما أن للدائنين أصحاب الامتياز والحكومة والعمال أولوية على الدائنين العاديين.

ب- التأكد: ويعني التأكد من حصول الدائنين العاديين على دينهم وفوائده في المواعيد المتفق عليها قبل بغض النظر عن تحقيق المنظمة للأرباح أو الخسائر، أما المالكون فهم لا يستطيعون الحصول على الأرباح إلا بعد تحقيقها واتخاذ قرار بتوزيعها وبعد دفع التزاماتهم للمقرضين.

ج- مقدار الدخل: ويعني أن ما يحصل عليه الدائنين من المنظمة عادة ما يكون مقداره محددًا وثابتًا بغض النظر عن النتائج المتحققة، أما المالكين فإن ما يحصلون عليه من ربح أو خسارة غير محدد.

٣- الحق على الموجودات (CLAIMS ON ASSETS):

ويعني إذا واجهت المنظمة مشاكل وتمت تصفيتها يتجه الاهتمام نحو قيمة أصولها الحالية وأولوية حصول كل من الدائنين والمستثمرين على حقوقهم منها، وهناك قواعد تحكم عملية توزيع حصيلة التصفية، حيث إنه لا بد وأن يراعى في توزيعها الترتيب التالي:

أ- الدائنون الممتازون.

ب- الدائنون المؤمنين برهونات على بعض الأصول.

ج- الدائنون غير المؤمنين برهونات على بعض الأصول.

د- حملة الأسهم الممتازة.

و- حملة الأسهم العادية.

الأمر الذي يعني بانه لا يمكن أن تستوفي فئة من تلك الفئات ايا من حقوقها قبل أن تستوفي الفئة التي تسبقها على كامل حقوقها، وإن كانت حصيلة التصفية غير كافية لتسديد حقوق الدائنين العاديين فانه سوف يصار إلى توزيع المبلغ المتوفر عليهم بنسبة وتناسب.

4- الإدارة والسيطرة (Management and Control):

ويعني بأن إدارة الشركة تعتبر حق من الحقوق الطبيعية للمالكين العاديين (حملة الأسهم العادية)، ولا يملك الدائنون ولا المالكون الممتازون هذا الحق، وذلك لكون أن:

أ- الدائنون ليس لهم أي صوت مباشر في إدارة المنظمة، لكن لا يمكن تجاهل تأثيرهم غير المباشر في هذه الإدارة الذي يمكن أن يظهر من خلال وضعهم لبعض الشروط في عقود الاقتراض،

كالمحافظة على نسب مالية معينة طوال حياة القرض، أو عدم توزيع الأرباح، أو تخصيص مبالغ محددة لأجل الوفاء الدائنين.

ب- حملة الأسهم الممتازة ليس لهم أي صوت مباشر في إدارة المنظمة، لكن قد يكون لهم صوت محدود إذا ما تهددت مصالحهم بشكل أو بآخر.

ج- الإدارة الفعلية من مسؤولية حملة الأسهم العادية الذين يقومون باختيار مجلس الإدارة ليتولى الإدارة نيابة عنهم، وذلك لكونهم الأكثر تعرضا للأخطار بالمقارنة مع الدائنين وأصحاب الحقوق الممتازة، إذ أنهم لا يحصلون على أي دخل إلا بعد حصول الدائنين وأصحاب الامتياز على حقوقهم، وبنفس الوقت هم أصحاب المصلحة الكبرى في الحصول على ربح يفي باحتياجات الدائنين والملاك الممتازين ومن ثم ضمان حصولهم على العائد المناسب.

5- المرونة (FLEXIBILITY): ويعني أن يوفر الاقتراض للمنظمة مرونة في التمويل أكثر من المرونة التي يوفرها التمويل الممّلك، فالاقتراض متوفر بأنواع متعددة ومواعيد متفاوتة وبكميات تتناسب والحاجة، في حين أن التمويل عن طريق زيادة رأس المال لا يتوفر مثل هذه المزايا، لاسيما وإن التمويل بالأموال المملّكة يتطلب أن يكون حجم الإصدار بمستوى يبرر تحمل الإجراءات وتكاليف الإصدار.

6- الأثر على العوائد (EFFECT ON RETURNS):

ويعني أن الاقتراض أقل أثراً في تآكل العوائد بالمقارنة مع زيادة رأس المال، لأن حق المقرض يقتصر على الفوائد التي سيتم استيعاب جزء منها من خلال الضريبة (الوفر الضريبي)، على النقيض من زيادة رأس المال التي تؤدي بالضرورة إلى زيادة حقوقها في الأرباح الخاضعة للضريبة.

تشغل مصادر التمويل ودراساتها حيزاً مهماً من تفكير إدارة المنشآت الاقتصادية لأن سبل إيجاد الأموال اللازمة وتكلفتها من محددات الاستثمار الرئيسية، حيث تزود هذه المصادر المنشآت بالأموال اللازمة للقيام باستثماراتها، سواء كانت طويلة الأجل أم قصيرة الأجل، وتحرص المنشأة ومن خلال سعيها لتحقيق أهداف المستثمرين (تعظيم ثروتهم) على اختيار أفضل مصادر تمويل، لذلك تدرس الإدارة جميع البدائل الاستثمارية وتختار البديل الذي يحقق أعلى عائد داخلي من بين البدائل التي عوائدها الداخلية تساوي التكاليف تمويلها أو تزيد عليها.

6/3 مصادر التمويل قصيرة الأجل

أن منظمات الأعمال سو تلجأ إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية عندما تكون مصادر التمويل الداخلية غير كافية لمواجهة توسعاتها الاستثمارية واحتياجاتها التشغيلية ، أو لكونها لا ترغب في استعمال المزيد منها لأسباب تتعلق بالربحية أو توقيت تدفقاتها النقدية.

ويساعد المنظمة في الحصول على احتياجاتها التمويلية وجود سوق مالي متطور وكفؤ يتولى بفعالية مهمة التوسط بين أماكن الفائض وأماكن العجز في الاقتصاد الوطني، لكن بشرط أن يتوفر لدى المنظمة طالبة التمويل الشروط المتوجب توافرها في كل مقترض من حيث الغرض من الاقتراض والقدرة على الوفاء وسلامة الوضع المالي

ويستخدم التمويل قصير الأجل بشكل رئيسي لأجل الاستثمار في الأصول المتداولة ، وذلك لكونها تتناسب من حيث سرعة تحويلها الى نقد مع طبيعة هذه القروض، لاسيما وأنه يفترض أن يتم تسديد القروض قصيرة الأجل خلال فترة قصيرة تتناسب في طولها في معظم الأحيان مع طول الدورة التجارية للشركة، إلا أنه ونظرا لاستمرار الدورات التجارية في المنظمة وتداخلها مع بعضها البعض يجعل من عملية التمويل قصيرة الأجل عملية دائمة ومستمرة ومتتابة طيلة بقاء الشركة في ممارسة أعمالها .

كما ان التمويل قصير الأجل يؤمن للمنشأة احتياجاتها من الأموال لفترة قصيرة نسبيا، وقد يكون على شكل الأموال (أو المواد)، على أن تعيدها المنشأة خلال فترة زمنية قصيرة (اقل من سنة) أي تحصل على الأموال المواد التي تحتاجها في الوقت المناسب وتتجنب تحمل تكاليف اموال ليست بحاجة لها.

وتحدد طبيعة عمل المنشأة درجة اعتمادها على مصادر التمويل قصيرة الأجل، بالإضافة السياسات التمويلية والظروف التي تمر بها، ويقوم الائتمان على الثقة بالمنشأة المبنية على مركزها المالي وقدرتها على السداد.

1/6/3 أغراض التمويل قصير الأجل

تنبثق الحاجة للتمويل قصير الأجل في حال عدم قدرة المصادر طويلة الأجل في المنظمة على تمويل الاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل، أو نظرا لعدم موائمة مصادر التمويل طويل الأجل لأبواب الاستثمار قصير الأجل، وذلك لضرورة الموائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام، أو وجود بعض المبررات الأخرى والتي من أهمها:

1. الاحتياجات الموسمية: وتبرز في ذروة النشاط الموسمي الذي ترتفع به احتياجات المنظمة التمويلية مقارنة مع حاجتها للتمويل في المواسم الأخرى ، حيث تنخفض هذه الحاجة تدريجيا وتنتهي بانتهاء الموسم أو الدورة التجارية ، حيث يقدم الاقتراض قصير الأجل بحكم شروطه فرصة ثمينة للمنظمة واتي تتمثل بقدرتها على اعادة الأموال المقترضة إلى مصدرها بعد انتهاء الموسم مباشرة وعدم الاضطرار إلى تحمل أعباء القروض متوسطة أو طويلة الأجل التي قد يبقى جزءا منها عاطلا عن العمل، بالإضافة لتحقيقه دخلا منخفضا طيلة الفترة التي تقع خارج نطاق الدورة التجارية مقارنة مع التمويل قصير الأجل.

2. السهولة النسبية في عملية الحصول على التمويل قصير الأجل، وذلك لأهمية عنصر الزمن في المخاطر وانخفاض مستوى هذه المخاطر على الدائنين مقارنة بالمخاطر التي ترتبها القروض طويلة الأجل.

3. انخفاض تكلفة الخصوم قصيرة الأجل مقارنة مع تكلفة الخصوم متوسطة وطويلة الأجل، وذلك نظرا لانخفاض مخاطرها على وجه العموم.

4. قد يكون التمويل قصير الأجل هو الخيار الوحيد المتاح أمام الشركة، خاصة في ظل ظروف صعوبة طرح أسهم جديدة أو عدم التمكن من الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل.

5. قد يتم الحصول على التمويل قصير الأجل من دون تحمل أية تكاليف مالية تذكر، خاصة عندما يتم التأكد من أن البائعين يقومون بمنح تسهيلات تجارية للمشتريين من دون اشتراطهم بضرورة القيام بتقديم خصومات نقدية من شأنها أن تعجل قيام المدينين بتسديد ما بذمتهم نقدا.

2/6/3 اشكال مصادر التمويل قصير الأجل

تتمثل أهم مصادر التمويل قصير الأجل في الائتمان التجاري، والائتمان المصرفي، والأوراق التجارية.

أولاً: الائتمان التجاري Trade Credit

يحتل الائتمان التجاري المرتبة الأولى من حيث الأهمية في المزيج التمويلي قصير الأجل، وتزداد أهمية هذا النوع من التمويل خاصة

في الشركات الصغيرة والحديثة التكوين؛ نظرا لصعوبة حصولها على قروض أو تسهيلات مصرفية، وينشأ هذا المصدر التمويلي عن سياسة الشراء الأجل التي تمكن المشتري من الحصول على البضائع من البائع مباشرة، مقابل وعد بسداد قيمتها في وقت لاحق في المستقبل، ويتخذ هذا المصدر التمويلي شكلين رئيسيين إما على شكل حساب جاري دائن (ذمم دائنة) أو على شكل وعد مكتوب بكميالة أو سند أدني (أوراق دفع)، ويطلق بعضهم عليه التمويل الآلي أو التلقائي، نظرا لارتباطه الوثيق بحجم نشاط الشركة إذ يزداد (ينخفض) تلقائيا بازدياد (انخفاض) حجم مشتريات المنشأة.

يعرف الائتمان التجاري بأنه ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم الأخير بشراء البضاعة بهدف إعادة بيعها. كما تتبع الشركة سياسة البيع الأجل لزيادة مبيعاتها وأرباحها، فإنها تستفيد من مشترياتها من الائتمان التجاري الذي يقدمه الموردون والذي يظهر ضمن الالتزامات المتداولة في ميزانية الشركة.

تحتاج الشركة إلى الائتمان التجاري لتمويل رأس المال العامل في الحالات العادية، أو الموسمية، وفي حال عدم قدرتها على الحصول على قرض مصرفي قصير الأجل. وتختلف أهمية هذا المصدر في التمويل من شركة إلى أخرى بحسب مقدرتها على الشراء بالدين من

الموردين والذي يعتمد بدوره على مجموعة من العوامل منها: قدم الشركة في التعامل مع المورد، حجم الشركة، أهليتها الائتمانية، ورغبة الإدارة في الاستفادة من هذا النوع من التمويل. فالشركات الأقدم والأكبر حجما والأكثر ملاءة مالية لديها استطاعة أكبر على الاستفادة من التسهيلات التي يقدمها الموردون من الشركات الصغيرة الحديثة العهد وذات الأهلية الائتمانية الضعيفة. يعتبر الائتمان التجاري الذي يقدمه الموردون مصدرة آلية للتمويل. فإذا كان موردو الشركة يبيعونها مواد أولية بشروط بيع آجل معينة، وكانت الشركة تستفيد من هذا المصدر، فإن التمويل من هذا المصدر يزداد آلية بازدياد حجم مشتريات الشركة تبعا لزيادة مبيعاتها وإنتاجها.

الائتمان التجاري يظهر في الميزانية العمومية للمنشأة في شكل ذمم دائنة. وتعتمد قدرة المنشأة على الاستفادة من هذا النوع من التمويل على عدة عوامل أهمها حجم المنشأة، وأهليتها الائتمان به ورغبة إدارة المنشأة في استخدام هذا المصدر. وبصورة عامة فإن المنشآت الكبيرة والأكثر خبرة في التعامل مع الموردين، والأكبر حجما من حيث الأصول والنشاط والأكثر ملاءة مالية تتمتع بقدرة عالية في الاستفادة من هذا النوع من مصادر التمويل مقارنة بالمنشآت الصغيرة الحجم. وقد تتوفر لدى المنشأة العوامل التي تؤهلها للاستفادة من الائتمان التجاري،

ولكنها تفضل الشراء نقد وبأسعار أقل؛ ويرجع ذلك إلى أن سياسة البيع الآجل (الائتمان التجاري) يحكمها عاملان هما الخصم النقدي وفترة الائتمان. وهذان العاملان قد يجعلان الائتمان التجاري مجانية (بدون تكلفة) أو مرتفع التكلفة.

العوامل التي تؤثر في منح الائتمان التجاري

ان منظمات الأعمال تحتاج الى الائتمان التجاري القصير الأجل لتمويل رأس المال العامل في الحالات العادية أو الموسمية، ونتيجة لعدم قدرتها على الحصول على الائتمان المالي، وعلى الأغلب تكون الشركات الصغيرة هي الأكثر حاجة لمثل هذا النوع من الائتمان مقارنة مع الشركات الكبيرة، وهناك مجموعتان من العوامل التي من شأنها أن تؤثر على منح الائتمان التجاري لمنظمات الأعمال، والتي تتمثل في الاتى:

أ- العوامل الشخصية: وتتمثل هذه العوامل بالنقاط التالية:

1. المركز المالي للبائع: يحدد هذا العامل مقدرة البائع على منح الائتمان، فالتاجر الذي يمتلك مصادر ذاتية عالية يستطيع أن يقدم قدرا عالي من التمويل للآخرين، ويستطيع أن يقترض الأموال من المصادر المختلفة من أجل تقديم المزيد من الائتمان التجاري لعملائه.

2. مدى رغبة البائع في التخلص من مخزونهِ: حيث إنه كلما كان لديه رغبة كبيرة في التخلص من البضاعة الموجودة في مستودعاتهِ، الأسباب التقادم، أو التلف أو احتمال انخفاض الأسعار أو الطلب يكون ميالا أكثر لمنح مزيد من الائتمان لعملائهِ.

3. تقدير البائع لمخاطر منح الائتمان: فإذا كانت تقديراتهِ متفائلة، أي لديه ثقة كبيرة في مدى التزام طالب الائتمان فإنه سوف يتجه نحو منح المزيد من الائتمان، وإذا كانت متشائمة فإنه سوف يتجه إلى التحفظ وتضييق دائرة منح الائتمان.

ب - العوامل الموضوعية: وتتمثل هذه العوامل بالنقاط التالية:

1. المدى الزمني الذي يحتاجه المشتري لتسويق السلعة: أن الهدف من الائتمان هو توفير سلعة للمشتري دون دفع ثمنها إلا بعد القيام ببيعها، لذا من المنطقي أن تتناسب مدة الائتمان التجاري والوقت اللازم لبيع السلعة، وهذا يتفاوت من مشتري إلى آخر وحسب طبيعة السلعة، فالائتمان الذي يمكن منحة لتاجر الآليات الثقيلة مثلا يختلف في مدته عن الائتمان الذي يتم منحه لتاجر المواد الغذائية، فالأول قد يحتاج لأشهر ليتمكن من القيام ببيعها في حين لا يحتاج الثاني سوى لأيام محدودة.

2. طبيعة السلعة المباعة: أن معدل دوران السلعة يزداد بزيادة معدل الطلب عليها، لذلك فإنه كلما كان معدل الدوران عالي كلما كانت شروط الائتمان صعبة وعالية لدى البائع، وذلك على اعتبار أن البائع ليس لديه مشكلة في تصريف البضاعة، وبالتالي فهو ليس مضطرا إلى تقديم المزيد من التسهيلات لعملائه.

3. حالة المنافسة: المنافسة الشديدة تدفع البائعين إلى تسهيل شروط الائتمان، والعكس في حالة المنافسة الضعيفة، فمصرفة البترول وشركة توزيع الكهرباء تصران على البيع النقدي وليس الأجل، وبالتالي فإن فكرة منح الائتمان للموزعين أو المستهلكين غير موجودة في تفكيرهما، وذلك يعود بشكل رئيسي الاحتكاري في السوق والطلب غير المرن على منتجاتهما.

4. موقع العملاء: أن موقع العميل من البائع سوف يحدد كمية البضاعة التي ينبغي تخزينها، حيث إنه كلما كان العميل بعيدا عن البائع كلما زادت الحاجة الى تخزين كمية أكبر من البضاعة، وبالتالي زادت الحاجة إلى منح المزيد من الائتمان والعكس صحيح.

5. الحالة الاقتصادية: حيث إنه كلما كانت الظروف الاقتصادية مزدهرة وتسودها حالة من الانتعاش كلما انخفضت مخاطر الائتمان، وبالتالي ارتفعت درجة أقبال البائعين على منح المزيد من الائتمان التجاري وبشروط قد تكون سهلة وميسرة، والعكس في حالة الانكماش أو الركود الاقتصادي. أشكال الائتمان التجاري: تتمثل اشكال الائتمان التجاري بالتالي:

أ - الحساب المدين: وهو الأكثر تفضيلا لدى المشتريين والأقل تفضيلا لدى البائعين، وذلك لكونه لا يضع وثيقة رسمية بيد البائعين من شأنها أن تسهل عليهم القيام باتخاذ الإجراءات القانونية ضد المشتريين عند مواجهتهم لأية صعوبات مالية في المستقبل.

ب - الكمبيالات: وهي الأقل تفضيلا لدى المشتريين والأكثر تفضيلا لدى البائعين، وذلك لكونها تضع وثيقة رسمية بيد البائعين من شأنها أن تسهل عليهم القيام باتخاذ الإجراءات القانونية ضد المشتريين عند مواجهتهم لأية صعوبات مالية في المستقبل، إضافة لإمكانية تظهيرها أو خصمها لدى البنوك وقبض قيمتها نقدا أو إيداعها برسم التأمين.

ج- الشيكات المؤجلة: وهي وسيلة مفضلة لدى البائعين لكونها تحفظ حقوقهم بدرجة أكبر من الشكل الأول والثاني، لكنها وسيلة غير مفضلة لدى المشتريين لارتفاع مخاطرها وانعدام مرونتها.

مزايا الائتمان التجاري

يحقق الائتمان التجاري العديد من المزايا، من أهمها سهولة الحصول عليه ودون اللجوء إلى الإجراءات المطولة ودون توقيع أية وثائق والتي تتطلبها عادة مصادر التمويل الأخرى.

وتحصل المنشأة على الائتمان التجاري فور موافقة البائع (المورد) على تأجيل دفع قيمة البضائع، وعادة يتوفر الائتمان التجاري بشكل تلقائي، كما يتميز الائتمان بأنه يتجدد بشكل تلقائي ودون أية إجراءات أو أية مفاوضات، وتقرر المنشأة المستفيدة وبمحض إرادتها الاستفادة من الخصم أو التخلي عنه حسب ظروفها المالية.

وبعد الائتمان التجاري أكثر فعالية حيث يتطابق حجم الائتمان مع قيمة البضاعة بشكل آلي أما في حالة الحصول على يحقق الائتمان التجاري العديد من المزايا، من أهمها سهولة الحصول عليه ودون اللجوء إلى الإجراءات المطولة ودون توقيع أية وثائق والتي تتطلبها عادة مصادر التمويل الأخرى، وتحصل المنشأة على الائتمان التجاري فور موافقة البائع (المورد) على تأجيل دفع قيمة البضائع.

وعادة يتوفر الائتمان التجاري بشكل تلقائي، كما يتميز الائتمان بأنه يتجدد بشكل تلقائي ودون أية إجراءات أو أية مفاوضات، وتقرر المنشأة المستفيدة وبمحض إرادتها الاستفادة من الخصم أو التخلي عنه حسب ظروفها المالية

أسباب استخدام الائتمان التجاري

في حال وجود خصم نقدي ولم يتمكن المشتري من أن يستفيد منه فإن الائتمان التجاري سوف يكون مرتفع التكلفة، وإن لم يكن هناك أي خصم نقدي فإن الائتمان التجاري سوف يكون عديم التكلفة وهذا الاحتمال على ارض الواقع من النادر وجوده، وعلى الرغم من التكلفة العالية للائتمان التجاري فإن المشتري سوف يكون مضطرا لاستعماله نظرا لعدم وجود بدائل أخرى ملائمة أمامه، وعلى وجه العموم فإن الائتمان التجاري يتم استعماله لعدة أسباب من أهمها:

أ- التكلفة: إذا تم الحصول على الخصم التجاري دون النظر إلى موعد الدفع فإن هذا الائتمان سوف يصبح بدون تكلفة ومن المحبب استخدامه، وعلى المشتري أن يستغل الائتمان التجاري الممنوح له سواء كان بخصم تجاري أو نقدي إلى أقصى حد ممكن.

ب- المصدر الوحيد المتاح: عندما تكون الشركات حديثة التأسيس وصغيرة الحجم فإنه س وف يصعب عليها الحصول على

الائتمان القصير الأجل من البنوك، وحينها يصبح المصدر الوحيد المتاح أمامها هو الائتمان التجاري، حيث تكون الشركات التجارية وكما سبق وأن أسلفنا أكثر استعدادا لتحمل الأخطار من البنوك، وذلك على أمل التوسع في التعامل مع هذه الشركات مستقبلا ويصبحوا مع الزمن عملاء دائمين لها.

ج- السهولة وعدم التعقيد: حيث إن الائتمان التجاري لا يستوجب القيام بإجراءات معقدة كتلك التي ينبغي القيام بها في الائتمان المصرفي، كما انه لا يوجد له سقف محددة كما هو الحال في البنوك التجارية التي تلتزم بمنتهى الصرامة والدقة بالسقف المحددة بشكل مسبق وضمن معايير واضحة ومتفق عليها في الدفع والتحصيل.

د - المرونة: يمكن استخدام الائتمان التجاري في أي وقت وعند ظهور الحاجة إليه، حيث انه في حالة التوسع في المبيعات تستطيع الشركة أن تزيد من سقف هذا الائتمان والحصول على المزيد من المشتريات الآجلة من البائعين، بالإضافة لعدم قيام البائعين بطلب رهونات أو حجوزات على الموجودات كما هو الحال في البنوك، الأمر الذي يترك أصولهم حرة طليقة ومن دون أية قيود، وبالتالي يعطي المشتري فرصة إضافية للتمويل من خلال القيام عند الحاجة برهنها لدى البنوك التجارية والحصول على ائتمان مالي.

هـ - الاستثمارية: حيث انه يتيح للمشتري أن يقوم بتجديده بين الحين والآخر على الرغم من كون هذا الدين قصير الأجل، الأمر الذي يضفي عليه مع مرور الزمن نوعا من الاستثمارية، مع ما يرافق هذه الميزة من تساهل البائع في عملية التسديد فيما لو مر المشتري بضائقة مالية، وذلك على عكس ما يجري في البنوك التجارية.

من وجهة نظر المشتري (الشركة) يمكن تقسيم الائتمان التجاري المقدم من قبل الموردين إلى:

1. ائتمان تجاري مجاني Cost-Free Trade Credit: ويكون في حال قررت الشركة السداد خلال فترة السماح والاستفادة من الحسم النقدي.

2. ائتمان تجاري أو تكلفة Costly Trade Credit: ويكون عندما تقرر الشركة السداد بعد نهاية فترة السماح أي في نهاية فترة الائتمان، وفي هذه الحالة تكون تكلفة الاقتراض هي تكلفة عدم الاستفادة من الخصم.

تكلفة الائتمان التجاري Cost of Trade Credit

ينطوي الائتمان التجاري على ثلاثة عناصر وهي: الخصم النقدي، فترة السداد، وفترة السماح.

1- الخصم المسموح به أو الخصم النقدي: وهو الخصم الذي يمنح للمدين إذا قام بالسداد النقدي خلال فترة زمنية معينة، ويختلف عن الخصم التجاري الذي هو عبارة عن التخفيض نسبة مئوية من سعر الفاتورة الذي يمنح للموزعين، كما يختلف عن خصم الكمية الذي هو عبارة عن التخفيض الممنوح في حالة الشراء بكميات كبيرة.

2- فترة السداد: وهي الفترة الزمنية التي ينبغي السداد خلالها حتى يمكن الحصول على الخصم النقدي، وهذه المدة غالبا ما تكون قصيرة وتتراوح ما بين (٧ - ٢١) يوما.

٣- فترة السماح: وهي الفترة الزمنية التي يسمح بها أن تمر قبل أن يقوم المشتري بسداد قيمة الفاتورة للبائع وعدم حصوله على الخصم النقدي.

شروط الائتمان التجاري

أما شروط الائتمان التجاري فهي تتفاوت من تاجر إلى آخر، لكن يمكن استعراض أهمها على النحو التالي:

أ- الدفع نقدا قبل الاستلام (CASH BEFORE DELIVERY): وهذه العملية لا تنطوي على أي شكل من أشكال الائتمان، ويتم استعمالها عندما لا يتمتع المشتري بأي شكل من أشكال

بثقة البائع، ويصر البائع على المشتري بضرورة القيام بالدفع قبل استلام ونقل الخدمة أو البضاعة.

ب- الدفع نقدا عند الاستلام (CASH ON DELIVERY):

وفي هذه الحالة يتم الدفع عند شح البضاعة للمشتري، لكن لن يسمح له باستعمالها إلا بعد القيام بدفع ثمنها بالكامل، وتتضمن هذه الحالة بعض المخاطر للبائع والتي يتمثل أهمها باحتمال قيام المشتري برفض استلام البضاعة المشتراة بعد وصولها إلى مستودعاته، الأمر الي سوف يكون البائع مضطرا إلى إعادتها على حسابه وتحمل تكاليف التحميل والشحن، أو القبول مكرها بشروط المشتري والتي قد تكون في كثيرا من الأحيان مجحفة بحق البائع.

ج- الشروط النقدية (CASH TERMS): ينطوي هذا النوع

من الشروط على منح الائتمان لفترة قصيرة وغالبا ما تكون في حدود أسبوع تقريبا، والغرض منه تمكين المشتري من استلام البضائع وفحصها ومطابقتها مع طلب الشراء، وهذا الأمر يتطلب أن يكون هناك ثقة متبادلة بين البائع والمشتري وهذه الثقة لن تأتي إلا عبر فترة طويلة من التعامل المستمر بين الطرفين.

د - الشروط العادية: وهنا يمنح البائع للمشتري مدة زمنية تبدأ من تاريخ تحرير الفاتورة ولفترة زمنية محددة، وإذا قام المشتري بالسداد خلالها فإنه سوف يحصل على خصم تعجيل الدفع.

هـ - السداد الشهري: وفي هذه الحالة قد يتم الاتفاق على السداد مرة واحدة في الشهر، حيث يمكن للمشتري أن يحصل على خصم نقدي إذا حدث السداد خلال فترة معينة من الشهر الذي سوف يلي شهر الشراء.

و - السداد الموسمي (SEASONAL DATING): ويستخدم مثل هذا الترتيب بشكل واسع في تجارة السلع الموسمية، حيث ينبغي القيام بسداد قيمة المشتريات بعد نهاية موسم البيع مباشرة.

ي - إرسال البضاعة برسم البيع (CONSIGNMENT): حيث تبقى ملكية البضاعة في هذه الحالة للبائع ويكون المرسل له البضاعة مؤتمناً عليها ويجب فصلها عن بضائعه، ويقوم بتوريد ثمن ما يباع منها للمرسل أولاً بأول.

مثال 1: إذا كانت شروط الدفع مثلاً 10/5 صافي ٣٠ (تقرأ خمسة عشرة، صافي ثلاثين)، فهذا يعني أنه إذا تم الدفع خلال عشرة أيام يحصل المشتري على خصم مقداره 5%، وإذا لم يفعل فيجب عليه

أن يدفع كامل القيمة دون أن يأخذ أي خصم بعد مضي (٣٠) يوما من تاريخ الفاتورة، وهذا عمليا يعني:

1- إذا قام المشتري بدفع قيمة الفاتورة للبائع خلال العشرة أيام الأولى من تاريخ الفاتورة فإنه سوف يحصل على خصم نسبته (5%) من قيمة الفاتورة.

2- إذا لم يتم المشتري بدفع قيمة الفاتورة للبائع خلال العشرة أيام الأولى من تاريخ الفاتورة فإنه لن يحصل على خصم نسبته (5%) من قيمة الفاتورة، وبعد مضي مدة (٣٠) يوما من تاريخ اعداد الفاتورة دون أن يقوم بالدفع فإنه لن يحصل على أي خصم.

مثال 2: تشتري شركة الندى بضاعتها بقيمة 60000 جنية بتسهيلات ائتمانية تجارية بشروط (10/2، صافي 30) أي خصم 2% إذا دفعت خلال 10 أيام، أو دفع كامل القيمة خلال 30 يوم. ما هي تكلفة الائتمان في حال قررت شركة الندى الاستفادة من الخصم، وفي حال قررت عدم الاستفادة.

1. في حال قررت الشركة الاستفادة من الخصم النقدي، فإنها تسدد في اليوم العاشر الذي يلي تاريخ الشراء قيمة المشتريات (60000) ناقص الخصم $(60000 \times 2\%) = 1200$ ج أي

(58800ج) ويعتبر هذا المبلغ تمويلا ممنوحة من المورد بدون أي تكلفة لمدة 10 أيام.

2. في حال قررت الشركة الاستفادة من الائتمان وعدم الاستفادة من الخصم النقدي أي استعمال 58800جنية لمدة 20 يوم إضافية مقابل دفع 1200ج فائدة لاستعمال هذه الأموال. تحتسب التكلفة السنوية الفعلية باستخدام المعادلة التالية:

$$\begin{aligned} & \frac{\text{التكلفة السنوية}}{\text{الفعلية}} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{\text{100 - نسبة الخصم}} \times \frac{\text{فترة الائتمان - فترة الخصم}}{\text{360}} \\ & \text{التكلفة السنوية الفعلية} = \frac{2}{2 - 100} \times \frac{360}{30 - 10} = 36\% \end{aligned}$$

يفسر ذلك وكأن المشتري اقترض من البائع مبلغ 58800 جنية لمدة 20 يوم بسعر فائدة سنوي 36 %. تبين هذه النتيجة أن الائتمان التجاري ذو تكلفة باهظة عندما يتم حسابها على أساس سنوي. تنخفض تكلفة الائتمان التجاري كلما طالت فترة الائتمان (فترة استعمال الشركة للأموال) أي أن العلاقة عكسية بين فترة الائتمان وتكلفة الائتمان.

تابع مثال2: لو فرضنا في مثالنا أن شرط الائتمان كان (2/10، صافي 50) فإن تكلفة التمويل سوف تنخفض إلى 18% سنوية، أي إلى النصف. تزداد تكلفة الائتمان كلما ازدادت نسبة الخصم، أي أن العلاقة طردية بين تكلفة الائتمان ونسبة الخصم. لو فرضنا أن شرط الائتمان كان (3/10، صافي30) فإن تكلفة التمويل سوف ترتفع إلى 55 % سنوية.

مثال3: بتاريخ 2020/1/1 بلغت قيمة فاتورة مشتريات شركة الفريدة (25000) جنية، وكانت شروط البيع ١٠/١٠ صافي ٣٠، أي إذا تم التسديد خلال العشرة ايام الأولى فإنها سوف تأخذ خصم نسبته (١٠%) وبعد هذه المدة (11-1/30) فإن عليها القيام بدفع كامل المبلغ.

المطلوب: احتساب التكلفة التي سوف تتحملها شركة الفريدة إذا لم تقوم بتسديد قيمة الفاتورة خلال العشرة ايام الأولى، أي إذا لم تستفيد من الخصم الممنوح لها؟

الحل

إذا قامت الشركة بالتسديد بتاريخ 2020/1/5، فإنها سوف تستفيد من الخصم الممنوح لها، والذي يبلغ مقداره حوالي:

$$25000 \times 10\% = 2500 \text{ جنية.}$$

إذن سوف يكون المبلغ الواجب تسديده للبائع بذلك التاريخ (خلال العشرة ايام الأولى من تاريخ الشراء) هو: 2500-25000 = 22500 جنية، أما إذا لم تستفيد الشركة من الخصم فإنها لا بد وان تقوم بتاريخ 2020/1/30 (كحد اقصى) بدفع مبلغ ال (25000) جنية كاملة للبائع، أي بدلا من أن تدفع مبلغ (22500) دينار بتاريخ 2020/1/5، فإنها سوف تكون مضطرة بتاريخ 2020/1/30 لدفع مبلغ (25000) دينار، والفارق (25000-22500) و البالغ (2500) جنية هو عبارة عن تكلفة مبلغ ال(22500) جنية خلال مدة (15) يوما انتظار (5+10-30).

ثانيا: الائتمان المصرفي Bank Credit

تعتبر البنوك التجارية من أقدم المنظمات المالية التي تقوم بمد المشروعات المختلفة بما تحتاجه من الأموال لتمويل عملياتهم الجارية. ويلاحظ أن البنوك التجارية وبصفة عامة تبتعد عن مد المشروعات بالقروض طويلة الأجل نظرا لأنها بطبيعتها أداة مالية متخصصة في منح الائتمان القصير.

أن منظمات الأعمال تعتمد على البنوك اعتمادا كبيرا في ممارسة أنشطتها وعملياتها اليومية ، فهي التي تسهل عمليات الدفع

والاستيراد والتصدير وتوفير الائتمان اللازم التمويل احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية ، حيث تعتبر البنوك التجارية أهم مصدر من مصادر التمويل المتاحة لمنظمات الأعمال في معظم دول العالم ، لذلك فإن منظمات الأعمال التي تحتاج الى الائتمان المصرفي لا بد وأن تتعامل مع العديد من المسائل التي اختيار نوع التمويل والبنك الذي سوف تتعامل معه ، لاسيما وأن قدرة البنوك على التسليف محددة بمجموعة من العوامل الحاكمة والتي يتمثل أهمها بالتالي:

1- حجم رأسمال

٢- الأرباح المحتجزة

٣- الاحتياطات القانونية والاختيارية.

4- إجمالي الودائع والحسابات الجارية

5- مستوى الودائع ومدى استقرارها.

6- سقف الائتمان المصرفي المسموح فيه.

الائتمان المصرفي عبارة عن المبالغ التي تحصل عليها المنشأة من القطاع المصرفي وخاصة البنوك التجارية، ويأتي في المرتبة الثانية من حيث اعتماد المنشآت عليه كتمويل قصير الأجل بعد الائتمان التجاري. وعند مقارنة الائتمان المصرفي بالائتمان التجاري نجد أن

الأول أقل تكلفة في حالة عدم استفادة المنشأة من الخصم النقدي المصاحب للائتمان التجاري وأكثر مرونة؛ إذ إنه يأتي في صورة نقدية وليس بضاعة أو مواد. ومن ناحية أخرى يمكن أن يعتبر الائتمان المصرفي أقل مرونة؛ لأنه قد لا يتجاوب مع الزيادة أو النقصان في حجم نشاط المنشأة.

أنواع الائتمان المصرفي

قد يمنح الائتمان المصرفي بكفالة ضمان معين وفي هذه الحالة يطلق عليه الائتمان المصرفي المكفول بضمان، وقد يمنح الائتمان المصرفي بدون ضمان وسنستعرض أدناه خصائص كل نوع من أنواع الائتمان المصرفي.

1- الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان معين

يعتبر الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان معين المصدر الأول لمنشآت الأعمال خاصة تلك التي يتسم نشاطها بالموسمية. كما أن البنك التجاري يقوم بتقديم هذه القروض للمنشآت التي تحتاج إلى تمويل إضافي لمقابلة الزيادة التي تطرأ على حجم الذمم المدينة أو المخزون، وعليه يتوقع أن تقوم المنشأة بسداد هذه القروض عندما يتم تصريف المخزون أو تحصيل الذمم المدينة.

ويتم الإئتمان المصرفي على أسس تفاوضية بين البنك التجاري والمنشأة، ويأخذ شكل تسهيلات ائتمانية محدودة أو ملزمة. وسوف نستعرض في هذا الجزء من الفصل كل واحد من هذه الأشكال.

أ. التسهيلات الائتمانية المحدودة

هي ترتيبات ائتمانية بين البنك التجاري والمنشأة المقترضة، يتم بموجبها موافقة البنك على تقديم قروض قصيرة الأجل لمدة لا تتجاوز العام.

ولا تعتبر التسهيلات الائتمانية المحدودة ملزمة للبنك التجاري من ناحية قانونية، فإذا لم تتوفر لدى البنك السيولة الكافية أو إذا تدني الترتيب الإئتماني للمنشأة؛ فإن البنك قد يحجم عن تقديم القرض دون أن يترتب على ذلك أية جزاء آت.

ويمثل القرض المقدم للمنشأة في هذه الحالة الحد الأقصى الذي يمكن للمنشأة أن تقترضه من البنك في أية نقطة زمنية ولا يسمح بتجاوزه.

إن حجم التسهيلات المقدمة للمنشأة من البنك تعتمد على عدد من العوامل منها المركز المالي للمنشأة، وترتيبها الائتماني بين المنشآت في القطاع نفسه، والتدفقات النقدية المستقبلية للمنشأة، وأوضاع أسواق النقد والمال.

وحتى تتمكن المنشأة من الحصول على التسهيلات الائتمانية المتجددة؛ عليها أن تتقدم بطلب للبنك التجاري مشفوعة بعدد من المستندات منها الموازنة النقدية والميزانية العمومية المتوقعة والميزانيات السابقة. فإذا اقتنع البنك بسلامة الموقف المالي؛ أقدم على توفير التسهيلات الائتمانية.

ب. التسهيلات الائتمانية الملزمة

يمكن النظر الى التسهيلات الائتمانية الملزمة على أنها خطوط ائتمان ملزمة للبنك بتوفير التمويل المتفق عليه مع المنشأة طالبة الائتمان.

2- الائتمان المصرفي المكفول بضمان معين

قد يتعذر على المنشأة في بعض الحالات الحصول على كامل احتياجاتها المالية من القروض المصرفية غير المكفولة بضمان. وفي

هذه الحالات عليها تقديم بعض الضمانات للبنك من أجل الحصول على التمويل اللازم وهو ما يعرف بالقروض المصرفية المكفولة بضمان.

وتتنوع الضمانات التي تقدمها المنشآت فتشمل الضمانات الشخصية، وأوراق القبض، والأوراق المالية كالأسهم والسندات، والذمم المدينة، والمخزون، والأصول الثابتة كالأراضي والعقارات وغيرها.

وتوفير هذه الأنواع من الضمانات يصب في مصلحة كل من البنك والمنشأة. ففي حالة أن المقرض يتمتع بدرجة من المخاطرة فإن البنك يسعى الى حماية حقوقه بطلب ضمانات مقابل منح القرض.

كذلك فإن المنشأة بتقديمها لبعض الضمانات تسعى إلى تقليل الفوائد على القروض، وتتضمن اتفاقية القرض بين البنك والمنشأة تحديد شروط منح القرض، وطرق حساب الفوائد، ونوعية الضمانات. ولابد من الإشارة هنا إلى أن الضمانات التي تقدمها المنشأة وتكون مقبولة للبنك يجب أن تتمتع ببعض الخصائص منها:

أ. توافق عمر الضمان مع طبيعة وشروط الائتمان. وبصفة عامة يجب أن تمنح القروض المصرفية قصيرة الأجل بضمان الأصول المتداولة كالذمم المدينة أو المخزون أو الاستثمارات المؤقتة وتمنح القروض طويلة الأجل عن طريق رهن الأصول الثابتة.

ب. سهولة تحويل الضمان إلى نقدية؛ فبالرغم من أن الأصول المتداولة هي التي تستخدم كضمان للحصول على التمويل المصرفي قصير الأجل فإنها ليست على درجة واحدة من السيولة؛ فالذمم المدينة أكثر سيولة من المخزون، والأوراق المالية أكثر سيولة من الذمم المدينة.

ج- قيمة الإئتمان الممنوح يجب أن تكون أقل من قيمة الضمان؛ لأن بعض أنواع الضمان تتأثر بعوامل قد تؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية.

د. إن الفوائد على القروض المكفولة بضمان قد تكون في بعض الحالات أعلى من الفوائد على القروض غير المكفولة بضمان معين؛ ويرجع السبب في ذلك إلى عاملين:

الأول أن القروض المصرفية غير المكفولة بضمان تمنح للعملاء الذين يتمتعون بترتيب ائتماني جيداً

الثاني هو أن القروض المصرفية المكفولة بضمان يترتب عليها بعض المصروفات الإدارية المتعلقة بالعقد وشروطه،

وهذا يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة. ومن أكثر الضمانات استخداما في الحصول على الائتمان المصرفي قصير الأجل هي الذمم المدينة والمخزون.

اسباب استخدام الائتمان المصرفي

في معظم الحالات تجد المشروعات المختلفة بغض النظر عن حجمها أن الائتمان المصرفي أقل تكلفة حتى ولو أخذنا في الحسبان تأثير ضرورة وجود حد أدنى من الرصيد بالبنك على سعر الفائدة الحقيقي.

أما فيما يتعلق بكون هذا النوع من القروض أرخص في الفترة الطويلة، فهذا يتوقف على التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة. فالبنوك تعتمد عادة إلى رفع سعر الفائدة على القروض قصيرة الأجل عندما تصبح النقود صعبة.

وفي مثل هذه الحالة قد تجد المنشأة أنها تدفع فائدة على القروض المصرفية الجارية أعلى من سعر الفائدة الذي تدفعه على قروضها طويلة الأجل والتي حصلت عليها خلال فترات انخفاض أسعار الفائدة.

ولكن من الناحية الأخرى لو كانت حاجة المنشأة إلى الأموال لغرض التمويل الموسمي للمخزون السلعي والذمم. فليس من الحكمة إطلاق أن تدفع فائدة على قروض طويلة الأجل لا تستخدمها استخداما فعالا الا خلال عدد قليل من الأشهر في كل سنة.

والائتمان المصرفي يعتبر أقل تكلفة عند مقارنته بالائتمان التجاري ولذا عادة ما ينصح باستعمال القروض المصرفية حتى تحصل المنشأة على النقدية التي تمكنها من الحصول على الخصم النقدي.

ولكن للأسف يلاحظ أن المنشأة التي تعجز عن الحصول على الخصم قد تكون في مركز سيئ يجعل من الصعب عليها الحصول على الائتمان المصرفي أيضاً.

وعلى كل حال فالائتمان المصرفي لا يتمتع بمرونة الائتمان التجاري الذي يرتفع بطريقة آلية مع توسع مشتريات المنشأة، ولكن من ناحية أخرى نجد أن الائتمان المصرفي أكثر مرونة من الائتمان التجاري من ناحية الاستخدام نظرا لأننا نحصل عليه في صورة نقدية وليس في شكل بضائع.

وهذا حقيقي بصفة عامة، ولكن علينا أن نعترف بأن في الامكان تمويل، أصول أخرى خلاف المخزون السلعي بواسطة الائتمان التجاري. ويحدث هذا بطريق غير مباشر حيث تعدد المنشأة المدينة إلى إبطاء

معدل السداد للموردين، مع استخدام الأموال الموجودة لتمويل أصول أخرى.

ثالثاً: الأوراق التجارية Commercial Papers

تعتبر الأوراق التجارية مصدراً للتمويل قصير الأجل، ونجدها في الدول التي تتمتع بأسواق مالية متطورة كأوروبا وأمريكا. وهي تمثل أوراق وعد بالدفع غير مضمونة، تباع عن طريق وكلاء متخصصين وقد تصدرها المنشآت مباشرة، لاسيما المنشآت ذات الملاءة المالية العالية.

أما أهم المشتريين لهذه الأوراق التجارية فهم البنوك التجارية، وشركات التأمين، وصناديق الاستثمار، والشركات التي تتمتع بسيولة عالية. وتحمل الأوراق التجارية تاريخ استحقاق محدد لا يتجاوز 9 أشهر، وقيمة إسمية، ومعدل فائدة اسمي. وتتميز الأوراق التجارية بعدد من المزايا نجملها في الآتي:

إيجابيات وسلبيات الأوراق التجارية:

تتمتع الأوراق التجارية بالإيجابيات التالية:

- 1- انخفاض تكلفتها مقارنة مع القروض البنكية.
- 2- فوائدها أكثر مرونة مقارنة مع فوائد القروض البنكية.

3- إمكانية الحصول على مبالغ أكبر مقارنة مع المبالغ التي يمكن الحصول عليها من البنوك.

4- سهولة وبساطة إجراءات الإصدار والتوثيق مقارنة مع ما هو عليه الحال في البنوك.

اما السلبيات فيمكن إجمالها على النحو التالي:

١ - التوسع في إصدارها سوف يؤدي الى إهمال العلاقة مع البنوك.

٢ - الحساسية العالية وعرضتها للتقلب السريع.

٣ - يقتصر استعمالها على الشركات الكبيرة دون الصغيرة.

4- عدم إمكانية تأجيل دفع قيمتها بتواريخ استحقاقها.

3/6/3 مصادر التمويل متوسطة الأجل

في الوقت الذي تتسم فيه مصادر التمويل قصير الأجل بكونها تستحق السداد خلال فترة لا تتجاوز العام، وتستخدم في تمويل رأس المال العامل والاحتياجات المالية الموسمية وقصيرة الأجل. نجد أن مصادر التمويل متوسط الأجل **Intermediate-term Financing** تستخدم لتمويل الجزء الدائم من استثمارات الشركة المتداولة والتمويل

الإضافات على أصولها طويلة الأجل، وتتصف هذه المصادر بكونها تستحق السداد خلال فترة تزيد عن السنة وتقل عن عشر سنوات.

التمويل متوسط وطويل الأجل كثيرا ما ينظر اليه كمصدر لتمويل الأصول الثابتة وكذلك الجزء الدائم من الأصول المتداولة. ونظرا لأن استخدامات هذه الأموال تختلف فإن مصادر سدادها تختلف أيضا. فالأموال التي نحصل عليها من بيع الأسهم أو من حجز الأرباح غالبا ما تستمر استثمارا دائمة أما الأموال الأخرى المقترضة فينبغي سدادها تدريجيا خلال عدد من السنين بالإضافة إلى الفائدة المستحقة.

يغطي التمويل متوسط الأجل احتياجات المنشآت المالية شبه الدائمة، أي يمول بعض عناصر الأصول الثابتة والجزء الدائم من الأصول المتداولة، وتخصص التدفقات المالية المستقبلية لخدمة هذه المصادر التمويلية، وبعمامة شدد الأعباء المالية الناجمة عن التمويل متوسط الأجل بشكل دوري ويمتد لسنوات عديدة من سنتين إلى عشر سنوات حسب الاتفاق بين الجهة المانحة والمنشأة وستقتصر دراستنا على النوعين الرئيسيين من أنواع التمويل متوسط الأجل وهما: التمويل بواسطة القروض متوسطة الأجل، والتمويل باستئجار عناصر الموجودات.

باختصار، التمويل متوسط الأجل يعرف بأنه ذلك النوع من القروض الذي يتم سداده في فترة تزيد عن السنة، ولكن تقل عن عشر سنوات، وذكرنا أيضا أن هذا النوع ينقسم إلى قسمين: قروض مباشرة والتمويل بالاستئجار.

أولاً: قروض مباشرة متوسطة الأجل (Term Loans)

عادة يتم سداد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات تمثل عمر القروض. ويطلق على أقساط السداد في هذه الحالة مدفوعات الإهلاك (Amortization Payments) وبالإضافة إلى ذلك فعادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى. ولا شك أن هناك بعض الاستثناءات من هذه القواعد في بعض الأحيان.

وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض وان كانت قروض البنوك عادة تتراوح بين سنة واحدة وخمس سنوات فقط في حين أن قروض شركات التأمين تتراوح بين 5 إلى 15 سنة.

وهذا معناه أن جزءا من قروض شركات التأمين يمكن اعتباره قروض طويلة الأجل. وعلى كل فكتيرة ما تتعاون أحد البنوك مع شركة تأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه أيا منهما فقط لإحدى الشركات على أساس أن يتم السداد أولا للبنك ثم بعد ذلك الشركة التأمين.

ولا شك أن الغرض من إهلاك القرض أي سداده تدريجيا بدلا من سداده دفعة واحدة في نهاية حياة القرض هو حماية كلا من المقرض والمقترض من خطر عدم قيام المقرض بالتحوط واستقطاع مبلغ سنوي وحجزه بحيث يتم تجميع مبلغ مناسب في نهاية عمر القرض يتم استخدامه في السداد الكلي. و

تظهر هذه النقطة بوضوح حين الحصول على قرض بغرض شراء أصل إنتاجي معين. في هذه الحالة سيتمشى جدول السداد مع انتاجية هذا الأصل على أساس أن مصدر أقساط سداد المرض هو التدفقات النقدية الناجمة عن استخدام الأصل.

ثانيا: التمويل عن طريق استئجار الأصول الثابتة

تعد الأصول الثابتة إحدى أهم متطلبات العمل التي تسعى المنشآت دائمة للحصول عليها، ولما كان الهدف من وراء ذلك هو تشغيل هذه الأصول، فقد ظهر في الخمسينات من القرن الماضي

أسلوب جديد للحصول على هذه الأصول وهو استئجارها بدلا من شرائها. يعرف التمويل باستئجار الأصول بأنه عقد بين المالك (المؤجر) والمستأجر المستفيد، يقضي بأن يمكن مالك الأصل المستأجر من استعمال الأصل وفق شروط محددة مقابل أقساط محددة ودورية، وتبقى ملكية الأصل للمؤجر وفي حالات يتفق عليها يمكن للمستأجر بنهاية فترة العقد أن يطلب تمديد عقد الإيجار، ويمكنه إذا رغب في شراء الأصل الذي يستأجره بقيمته المتبقية، وبالاستناد إلى هذا عدت عملية استئجار الأصول عملية تمويلية، لأن الاستئجار يقدم للمنشأة اصولا جاهزة لاستخدامها بدلا من البحث عن مصادر لتمويل عملية شرائها.

أشكال التمويل باستئجار الأصول

1. البيع وإعادة الاستئجار: وفق هذا النوع من التمويل تقوم المنشأة المالكة للأصل ببيع أصل تملكه إلى طرف آخر على أن يقوم هذا الطرف بتأجيره للمنشأة، وبالنتيجة تحصل المنشأة البائعة على قيمة الأصل التمويل استثمارات أخرى مع الاحتفاظ بالأصل والانتفاع منه خلال فترة التأجير، لقاء دفع قسط الإيجار للطرف المشتري والتنازل له عن ملكية الأصل. يحقق التمويل عن طريق بيع الأصل وإعادة استئجاره وفورات ضريبية ما كانت متاح للمنشأة لو ظلت مالكة للأصل وخاصة عندما يكون الأصل

لا يخضع للإهلاك مثل الأراضي أو الأصول التي استهلكت دفترية، حيث أن قسط الإيجار يعد من المصاريف ويقتطع من الأرباح قبل احتساب الضريبة.

2. الاستئجار التشغيلي: يتميز هذا النوع بأنه يكون لفترة زمنية قصيرة (سنة) قابلة لتجديد، ويتميز بقابليته للإلغاء من قبل المستأجر قبل انتهاء فترة العقد وتبدو أهمية هذه الميزة في حالة تقادم الأصل أو إنهاء حاجة المنشأة للأصل، كما يتميز هذا النوع من التأجير بتأمين خدمة الصيانة من قبل المؤجر لذلك تؤخذ قيمتها بالحسبان عند تقدير حجم قسط الإيجار، ومن الأمثلة على ذلك خدمات الاتصالات (هاتف، انترنت، مياه، كهرباء، تأجير السيارات).

3. الاستئجار التمويلي: يتميز هذا النوع بأنه يمثل مصدرا تمويلية للمنشأة المستأجرة يعوضها عن البحث عن مصدر تمويل لشراء الأصل، وفي المقابل تلتزم بدفع أقساط إيجار دورية خلال فترة العقد تكفي لتغطية قيمة الأصل وتحقيق معدل عائد مناسب (عادة يساوي لمعدل الفائدة خالي المخاطر)، وعادة تكون فترة العقد طويلة وتغطي العمر الإنتاجي للأصل.

4/6/3 مصادر التمويل طويلة الأجل

تتفق أدبيات التمويل في تقسيماتها وتصنيفاتها لمصادر التمويل طويل الأجل، ففي الغالب يتم تصنيف هذه المصادر إلى مصدرين أساسيين:

• أموال الملكية Equity Financing

• أموال الاقتراض Debt Financing

ويشمل المصدر الأول الأسهم العادية والأرباح المحتجزة بأشكالها كافة، والاحتياطات القانونية. أما المصدر الثاني فيشتمل على الاقتراض البنكي طويل الأجل، وإصدارات سندات الدين، وهناك أيضا بعض الأدوات التمويلية الهجينة التي تحمل بعض صفات المصدرين السابقين، كالسندات والأسهم الممتازة القابلة للتحويل (Convertibles). وسوف نتناول فيما يلي بالشرح والتحليل كلا منهما:

المصدر الأول: أموال الملكية Equity Financing

أولاً: الأسهم العادية Common Stocks

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأساسي للشركة المساهمة، وهي كذلك المصدر الرئيسي التمويل الشركة وتكوين رأسمالها، وتلجأ الشركات بشكل رئيسي لهذا المصدر التمويلي في مرحلة التأسيس أو

في حالات التوسعات المستقبلية، وبالتالي فهي عملية غير متكررة، ويمكن تعريف السهم العادي بأنه "عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة في رأسمال الشركة المساهمة، يحمل قيمة اسمية تصدرها الشركة المساهمة للحصول على أموال.

من التعريف السابق يمكن استنتاج عدة خصائص لهذا المصدر التمويلي:

أولاً: الأسهم العادية لا تصدر إلا عن الشركات المساهمة العامة، إذ لا يحق لأشكال الشركات والأخرى كالشركات الفردية وشركات التضامن إصدار أسهم عادية.

ثانياً: يترتب على اقتناء السهم العادي عدة حقوق أبرزها:

1. مشاركة مالك السهم الذي يسمى بالمساهم (Stockholder) بالأرباح التي تحققها الشركة، وقد يحصل المساهم على نصيبه من الأرباح أما في صورة نقدية أو على شكل أسهم.
2. الحق في المشاركة في متحصلات بيع ممتلكات الشركة عند تصفيتها بعد دفع مستحقات باقي ممولي الشركة.
3. الحق في المشاركة في اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين والتصويت على مختلف القرارات بما فيها انتخاب

أعضاء مجلس الإدارة وفي العديد من الحالات يعطى المساهم العادي حق الأولوية في شراء الأسهم العادية والتي قد تصدرها الشركة في المستقبل.

ثالثاً: يتصف السهم العادي بقابليته للتداول، أي إمكانية بيعه أو شرائه من شخص إلى آخر في أي وقت يشاء فيه حامل السهم وبدون إذن من الشركة المصدرة له، ويتم ذلك إما من خلال أسواق مالية منظمة (بورصة) أو من خلال أسواق مالية غير منظمة (السوق الموازي).

رابعاً: يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم العادي فهناك القيمة الاسمية، والقيمة الدفترية، والقيمة السوقية، والقيمة الاقتصادية:

١. القيمة الاسمية Par Value:

تمثل القيمة الاسمية القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، وهي القيمة التي يطرح فيها السهم العادي للبيع أول مرة، وفي العادة تستخدم هذه القيمة كأساس لتوزيع الأرباح على المساهمين، وفي الوقت الذي يتم تحديد هذه القيمة من خلال عقد تأسيس الشركة إلا أن قوانين الشركات السائدة في الدولة في العادة تحدد الحد الأقصى لهذه القيمة.

2. القيمة السوقية (MARKET VALUE)

وهي القيمة التي يعبر عنها سعر السهم في البورصة والذي يتشكل بموجب آلية العرض والطلب والتي تتحرك وفقا لمتغيرات داخلية وخارجية بعضها تحت السيطرة والبعض الآخر خارج السيطرة، وبالتالي فهي في حالة تغير وتبدل دائم ومستمر ولا تستقر ابدا على حال، لذا فإن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو مساوية أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، ويتوقف هذا على تقديرات حملة الأسهم والمتعاملين بالأوراق المالية لمدى ربحية الشركة في المستقبل، ولمقدار الأرباح المتوقع توزيعها والحالة الاقتصادية العامة ومعدلات التضخم وأسعار الفوائد، ودرجة الكفاءة التي تتمتع فيها بورصة الأوراق المالية.

3. القيمة الدفترية Book Value

وتمثل نصيب السهم العادي من القيمة الصافية للشركة حسب الدفاتر والسجلات المحاسبية لتلك الشركة، ويتم حسابها بقسمة حقوق المساهمين العاديين على عدد الأسهم العادية القائمة أو المتداولة:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم العادي} =$$

$$\text{حقوق المساهمين العاديين} \div \text{عدد الأسهم العادية}$$

المصدرة القائمة

وتشمل حقوق المساهمين العاديين كل من رأس مال الأسهم العادية المدفوع والاحتياطات بأشكالها كافة، والأرباح المحتجزة. وعليه فإن القيمة الدفترية للسهم العادي تعتمد على أرباح الشركة وقوتها الأيرادية بشكل أساسي، وتمثل هذه القيمة أحد المؤشرات للمستثمرين الحاليين أو المحتملين حول الاستثمار في أسهم الشركة.

4. القيمة الاقتصادية أو الحقيقية للسهم Intrinsic Value

وتمثل القيمة الحقيقية للسهم القيمة التي يجب أن يكون عليها هذا السهم، وهي القيمة التي تعكس جميع العوامل المؤثرة عليه كأصول الشركة وإيراداتها الحالية والمتوقعة وإدارتها ... الخ

ويمكن أن تختلف هذه القيمة من محل استثماري إلى آخر حسب تحليله للعوامل التي تؤثر على السهم، وفي الغالب تختلف القيمة الاقتصادية للسهم عن القيمة السوقية له خاصة إذا ما اتصفت الأسواق المالية التي يتم التعامل من خلالها بهذا السهم بعدم الكفاءة.

ومن الواضح أن الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية كما يعتقد محل استثماري معين هو الذي يدفع بهذا الشخص إلى التعامل بالسهم بيع وشراء.

مزايا وعيوب الأسهم العادية: تتمثل مزايا الأسهم العادية بالنواحي التالية:

1- لا يترتب عليها أية تكاليف ثابتة أو متغيرة إلا بعد أن يتحقق الربح وتتقرر نسبة التوزيع.

2- تعطي مرونة أكثر من حيث التكاليف وتكون أقل خطرا على الشركة من مصادر التمويل الأخرى.

3- تساعد على تفادي فرض بعض القيود المالية على الشركة.

4- تعد مصدر تمويلي من شأنها أن تزيد الثقة وتوسع القدرة على الاقتراض.

5- سهولة تسويق وبيع الأسهم.

6- لا تشكل عبئا على التدفقات النقدية المستقبلية.

أما عيوب الأسهم العادية فهي تتمثل بالجوانب التالية:

1- يؤدي التوسع فيها الى زيادة قاعدة المالكين الجدد وتضييق سلطة المالكين الحاليين.

2- تدني العوائد نتيجة لتوسيع قاعدة توزيع الأرباح.

3- كثرة إجراءاتها وارتفاع تكاليف إصدارها.

4- خضوع ارباحها لضريبة الدخل.

ثانيا: الأسهم الممتازة Preferred Stocks

يمثل السهم الممتاز حصة في ملكية المنشأة يمنح مالكة الحق في الحصول على عائد سنوي محدد بشكل مسبق السبة مئوية) يوزع سنوية، عندما تحقق المنشآت ارباح تكفي لتغطية هذه التوزيعات بعد الوفاء بجميع التزاماتها تجاه الغير، ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق لا يتمتع بها غيرهم، ومن أهم هذه الحقوق:

1. الحصول على العائد السنوي بشرط أن تحقق المنشأة أرباحا تكفي لذلك.

2. الحق في الحصول على نصيبه من المنشأة قبل حملة الأسهم العادية وبعد تسديد الالتزامات تجاه الغير في حال التصفية.

حالات إصدار الأسهم الممتازة:

تصدر المنشآت الأسهم الممتازة في حالات عدة أهمها:

1. عندما لا تستطيع الحصول على قروض بسبب نسبة فوائدها

المرتفعة

2. عندما تكون تكلفة الأسهم الممتازة أقل من تكلفة الأسهم

العادية

3. عندما لا يسمح الحد القانوني بإصدار سندات جديدة.
4. عندما تكون أعباء المنشأة المالية كبيرة، لان المنشأة غير ملزمة بدفع نصيب الأسهم الممتازة، بينما تكون ملزمة بدفع الفوائد والأقساط في مواعيد استحقاقها في حالة التمويل عن طريق القروض، حتى عندما لا تحقق أيا أرباح.

أوجه التشابه والاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

أ- أوجه التشابه:

- 1- تمثل مصدر تمويل مملوكة طويلة الأجل.
- 2- لا يوجد لها تاريخ استحقاق ثابت.
- 3- العوائد المترتبة عليها متغيرة نسبيا
- 4- لا يوجد أية تداعيات سلبية على عدم الالتزام بدفع عوائدها
- 5- عوائدها المستحقة تعد توزيعا للأرباح وليس عبئا عليها.

ب- أوجه الاختلاف:

- 1- الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة
 - 2- يوجد حد أقصى لما يمكن أن الحصول عليه من الأرباح.
- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر حملة الأسهم الممتازة

1- تحقيق عوائد ثابتة

2- لها حق الأولوية عند التصفية

3- عوائدها المقبوضة معفاة من ضريبة الدخل

أما عيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر حاملي الأسهم الممتازة

1- الدخل المتوقع منها ثابت إلى حد بعيد

2- لا يمكن مقاضاة الشركة في حال أمتناع الشركة عن

التوزيع

ثالثا: الأرباح المحتجزة Retained Earning

تعتبر الأرباح المحتجزة أو غير الموزعة من مصادر التمويل الذاتية الهامة في الشركات الناجحة في دنيا الأعمال، وذلك بشرط إتباع سياسة حكيمة في التوزيع يكون من شأنها أن توازن بين الأرباح الموزعة والأرباح المعاد استثمارها.

هذا الأمر من شأنه أن يؤدي إلى زيادة الأرباح التشغيلية والرأسمالية في المستقبل ، وذلك من خلال تحقيق دخل ثابت لحملة الأسهم العادية ويفسح المجال أما الإدارة لإجراء المزيد من التوسعات الاستثمارية وبالتبعية زيادة الأرباح التشغيلية ومن ثم التوزيعات السنوية

وبالتالي زيادة الطلب على الأسهم عن العرض في البورصة ومن ثم ارتفاع قيمتها السوقية ، وتزيد من قدرتها على الاقتراض إذا ما برزت الحاجة إليه في قادم الأيام ، إضافة إلى أن الأرباح المحتجزة تعتبر استثمارا إضافيا إجباريا من المساهمين ، وذلك لمساعدة الشركة على تحقيق أهدافها وتحسين موقفها المالي وتعظيم ثروة الملاك .

وفي الشركات الناجحة يكون مصدر الأرباح المحتجزة أهم من مصدر رأس المال المقدم من قبل المساهمين، وذلك لكونه دائم وينمو باستمرار من سنة إلى أخرى دون الحاجة للتنفيذ إجراءات معقدة، ومن مزايا مصدر الأرباح المحتجزة التالي :

- 1- مصدر ذاتي متاح لكافة الشركات الناجحة.
- 2- الحصول عليه يتم بمنتهى السهولة واليسر.
- 3- يعتبر حق جماعي تراكمي لكافة حاملي الأسهم العادية
- 4- التوسع فيه لا يؤدي إلى الإخلال بموازن القوى في الهيئة العامة.

المصدر الثاني: أموال الاقتراض Debt Financial

تعد الديون طويلة الأجل (قروض وسندات) من أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المنشأة لتأمين احتياجاتها المالية.

أولاً: القروض طويلة الأجل

تحصل المنشأة على القروض طويلة الأجل من المصارف أو شركات التأمين، وتتمثل تكلفتها بنسبة مئوية من القرض متفق عليها بين الجهات المانحة والمنشأة، وفي حالات خاصة (عندما يتجه سعر الفائدة نحو الارتفاع) قد تشترط الجهات المانحة عدم تحديد سعر الفائدة في العقد، ويتم الاتفاق على تسديد القرض دفعة واحدة أو على دفعات عدة ويتفق على تاريخ الدفعات.

ثانياً: السندات Bonds

السندات شكل من أشكال القروض طويلة الأجل، تحصل من خلالها المنشأة على الأموال، مقابل التزامها برد أصل المبالغ وفوائد متفق عليها على شكل نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند تسدد في تواريخ محددة.

أشكال السندات:

تصدر المنشآت أنواع متعددة من السندات منها:

السندات العادية: تمنح السندات مالكيها حقوق الدائنين العاديين، ومنها الحق في الحصول على الفوائد السنوية المحددة في السند وفي المواعيد المحددة، والحق باسترداد قيمة السند الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

السندات المضمونة ببعض أصول المنشأة المصدرة، تمنح لحاملها بالإضافة للحقوق التي تمنحها السندات العادية حق التصرف بالضمان إذا تأخرت المنشأة عن دفع الفوائد أو القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، ولا يحق للمنشأة التصرف بالموجودات المقدمة كضمان للسندات.

السندات ذات الدخل؛ يحصل حامل هذا النوع من السندات على الفوائد مشروطا بتحقيق المنشأة أرباحه كافية، وعادة تكون نسبة الفائدة الممنوحة للسندات ذات الدخل أعلى من النسبة الممنوحة للسندات العادية لتعويض مالكيها عن مخاطره المتمثلة في عدم حصولهم على الفوائد في السنوات التي لا تتحقق فيها الأرباح الكافية، وتصدر المنشآت هذا النوع من السندات في حالة إعادة تكوين المنشأة حيث يوافق حملة الأسهم العادية على استبدال سنداتهم القديمة بهذا النوع من السندات.

السندات المتقاسمة الأرباح: تمنح لحاملها بالإضافة للحقوق التي تمنحها السندات العادية الحق بتقاسم الأرباح مع حملة الأسهم العادية، حيث يحصل حاملها على عائد سنوي على شكل نسبة مئوية من قيمتها وتشارك السندات العادية في باقي الأرباح، ويتضمن قرار إصدار السندات شروط مشاركتها بالأرباح، وتصدر المنشآت السندات المتقاسمة الأرباح عندما تكون بحاجة ماسة إلى الأموال بهدف تشجيع المستثمرين على شرائها.

السندات القابلة للاستدعاء: في بعض الأحيان تضع المنشأة المصدرة للسندات شرطاً يسمح لها باستدعاء (استهلاك) السندات لمقاسمة الأرباح قبل تاريخ استحقاقها، وغالباً ما يكون معدل الفائدة على هذا النوع من السندات أعلى من معدل الفائدة على السندات العالية للتعويض عن الخسائر التي قد تنجم عن استدعائها، وفي أغلب الأحيان يتم استهلاكها بقيمة أعطى من قيمتها الاسمية.

السندات القابلة للاستبدال: هذا النوع من السندات يخول حاملها الحق باستبدالها بأسهم عادية ووفق الشروط المحددة بصكوك إصدار هذه السندات، وهذا يشجع المستثمرين على الاكتتاب بها لأنهم

يضمنون حصولهم على فوائد في فترات الركود ويضمنون حقهم
بالمشاركة بالأرباح في فترات الازدهار باستبدال سنداتهم بأسهم
عادية.

وفيما يلي تطبيقات عملية حول طرق احتساب
تكلفة مصادر التمويل

أولاً تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل

تشمل مصادر التمويل قصيرة الأجل ما يلي:

- (1) الحسابات الجارية (المشتريات الآجلة).
- (2) أوراق تجارية (الشيك - الكمبيالة).
- (3) القروض قصيرة الأجل (الائتمان المصرفي)

أولاً: الائتمان التجاري : تقدير تكلفة الائتمان التجاري:

يتضمن الائتمان التجاري العادي ثلاثة شروط تتعلق بالخصم المسموح به أو الخصم النقدي وفترة الاستفادة بالخصم وفترة الائتمان الكلية.

(1) الخصم النقدي ، (2) فترة الاستفادة بالخصم النقدي ، (3) فترة الائتمان

← وبالمقارنة بين فترة الائتمان وفترة الاستفادة بالخصم النقدي يتحدد صافي فترة الائتمان وهي الفترة التي تؤخذ في الاعتبار عند تقدير تكلفة الائتمان التجاري.

مثال: قامت إحدى المنشآت بشراء بضاعة قيمتها 100.000 ريال وفق شرط الائتمان 10/2/ صافي 30

يوماً، المطلوب : أولاً - تحديد معدل التكلفة السنوية للائتمان التجاري في هذه الحالة ؟

ثانياً - هل تنصح هذه الشركة بتعجيل السداد والاستفادة من الخصم النقدي ؟ أما الاستفادة من كامل فترة الائتمان ولماذا ؟ إذا كان معدل الفائدة اليومي 5%.

الحل

أولاً- تحديد معدل التكلفة السنوية للائتمان التجاري :

1- صافي فترة الائتمان = فترة الائتمان الكلية - فترة الاستفادة بالخصم = 30 - 10 = 20 يوماً

← فطالما أن المشتري الذي يقوم بالسداد خلال 10 أيام سيستفيد بالخصم النقدي فمن المفترض في ضوء مفهوم القيمة الزمنية للنقود أن أي مشتري لن يقوم بالسداد إلا في اليوم العاشر.

$$\begin{aligned} \text{التكلفة السنوية للائتمان التجاري} &= \frac{\text{نسبة الخصم النقدي}}{1 - \text{نسبة الخصم النقدي}} \times \frac{360}{\text{صافي فترة الائتمان}} \\ &= \frac{0.02}{0.02 - 1} \times \frac{360}{20} = 18 \times \frac{0.02}{0.98} = 0.3637 = 36.37\% \end{aligned}$$

2- هل تنصح هذه الشركة بتعجيل السداد والاستفادة من الخصم النقدي ؟ أما الاستفادة من كامل فترة

الائتمان ولماذا ؟ إذا كان معدل الفائدة اليومي 5%: هنا يوجد بدلين هما :

البديل (الخصم) = $100.000 \times 0.02 = 2000$ ج (توفير 2000 ج لو عجلت خلال 10 أيام).

البديل الآخر (30 يوم) يتم دفع 100.000 ثمن البضاعة كاملة بدون الاستفادة من الخصم

العائد المفقود = ثمن البضاعة × معدل العائد اليومي × 20 يوم

تكلفة الفرصة البديلة = $100.000 \times 5\% \times (20 \text{ يوم} \div 360 \text{ يوم}) = 277.7$

نصح الشركة بتعجيل السداد خلال 10 أيام والتمتع بالخصم النقدي لأن مبلغ الخصم (2000) أكبر من

العائد المفقود في حالة البديل الآخر (277.7).

إذا كان العائد > الخصم نقبل الخصم. أما إذا كان العائد < الخصم نفرض الخصم ونسدد عند نهاية

المدة.

ثانياً: الائتمان المصرفي:

تمثل القروض قصيرة الأجل التي تقدمها البنوك لمنشآت الأعمال أحد مصادر تمويل رأس المال العامل.
تقدير تكلفة الائتمان المصرفي: تتوقف التكلفة الفعلية للاقتراض المصرفي على عدة عوامل أهمها:

(1) معدل الفائدة العادي = (مبلغ القرض × معدل الفائدة الاسمي) ، معدل الفائدة الاسمي = (مقدار الفائدة ÷ مبلغ القرض) × 100

(2) عمولة الارتباط: قد يلزم البنك المنظمة المقترضة بدفع عمولة ارتباط أو التزام في حدود 0.5% من قيمة المبالغ غير المستخدمة من القرض وذلك من أجل تعويض البنك عن تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في الربح الذي كان يمكن للبنك تحقيقه فيما لو قام بإقراض المبلغ غير المستخدم لمقترض آخر أو باستخدامه في فرصة استثمارية أخرى.

مثال: يفرض أن أحد البنوك قد سمح لإحدى المنشآت بخط ائتمان لا يتجاوز 100.000 ريال خلال السنة القادمة، بمعدل فائدة 10% سنوياً، وعمولة الالتزام (0.005)

(1) إذا قامت المنشأة باستخدام الاعتماد بالكامل

فإن مجمل الفائدة التي يجب أن تقوم بسدادها = مبلغ القرض × معدل الفائدة = $100.000 \times 10\% = 10.000$ ريال

$$10\% = \frac{10.000}{100.000} = \frac{\text{الفائدة}}{\text{القرض}}$$

← وفي هذه الحالة لا يختلف معدل تكلفة القرض عن معدل الفائدة العادي أو الاسمي.

(2) إذا قامت المنشأة باستخدام جزء من القرض فقط (80.000 ريال مثلاً)

فإن مجمل التكاليف التي تتحملها المنشأة تشمل الفائدة علي الجزء المستخدم من القرض وعمولة الالتزام عن الجزء غير المستخدم وهو 20.000 ريال أي $(100.000 - 80.000)$.

$$\text{الفوائد علي المبلغ المستخدم} = 0.10 \times 80.000 = 8000 \text{ ريال}$$

$$\text{عمولة الالتزام علي الجزء غير المستخدم} = 0.005 \times 20.000 = 100 \text{ ريال}$$

$$\text{إجمالي تكلفة القرض} = 8000 + 100 = 8100 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل تكلفة القرض} = \frac{\text{الفوائد + عمولة الالتزام}}{\text{المبلغ المستخدم من القرض}} = \frac{8100}{80.000} = 10.13\%$$

← وهنا نجد أن معدل التكلفة الفعلي للقرض قد ارتفع عن معدل الفائدة الاسمي .

(3) توقبت سداد الفائدة:

مثال: إذا قامت المنشأة علي سبيل المثال باقتراض مبلغ 100.000 ريال بفائدة 10% سنوياً

(1) إذا اشترط البنك إن المنظمة بسداد الفائدة مع القرض في نهاية فترة الاستحقاق فإن

$$\begin{aligned} \text{معدل الفائدة الفعلي} &= \text{معدل الفائدة العادي وهو } 10\% \\ \text{معدل الفائدة الفعلي} &= \frac{\text{الفائدة}}{\text{القرض}} = \frac{10.000}{100.000} = 10\% \end{aligned}$$

(2) إذا اشترط البنك خصم الفائدة مقدماً من مبلغ القرض فإن معدل الفائدة الفعلي سيرتفع الي 11.11%

كالتالي:-

$$\begin{aligned} \text{معدل الفائدة عند خصم الفائدة مقدماً} &= \frac{\text{الفائدة}}{\text{القرض (1 - معدل الفائدة)}} \\ &= \frac{10.000}{(100.000 - 10.000)} = 11.11\% \end{aligned}$$

(3) إذا قامت المنظمة باقتراض نفس المبلغ لفترة أقل من سنة (ثلاثة شهور مثلاً) فإن معدل تكلفة القرض

تُحسب بالمعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} \text{معدل تكلفة القرض لفترة تقل عن سنة} &= \frac{\text{الفائدة}}{\text{القرض}} \times \frac{\text{فترة القرض}}{360 \text{ يوماً}} \\ &= \frac{1000}{100.000} \times \frac{90 \text{ (3 شهور} \times 30 \text{ يوم)}}{360 \text{ يوماً}} \\ &= 0.25 \times 10\% = 2.5\% \end{aligned}$$

← وعند خصم الفائدة مقدماً فإن:

$$\text{معدل التكلفة} = \frac{10.000}{(10\% - 1) 100.000} \times \frac{90}{360} = 0.1111 \times 0.25 = 2.8\%$$

← إن خصم الفائدة مقدماً سيضطر المنشأة إلى اقتراض مبلغ يزيد عن 100.000 ريال، ويُحسب المبلغ الذي يجب اقتراضه لتغطية الاحتياجات المالية للمنشأة في هذه الحالة بالمعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} \text{المبلغ المطلوب اقتراضه في حالة خصم الفائدة مقدماً} &= \frac{\text{المبلغ الذي تحتاجه المنشأة}}{1 - \text{معدل الفائدة العادي}} \\ &= \frac{100.000}{0.9} = \frac{100.000}{10\% - 1} = 111111 \text{ ريال} \end{aligned}$$

وهنا نلاحظ أن مبلغ القرض يجب أن يغطي الفائدة الذي سيقوم البنك بخصمها مقدماً والمبلغ الصافي الذي
ترغب المنشأة في استخدامه في التمويل ، الفائدة = $11111 \times 10\% = 1111$ ريال صافي
القرض = $11111 - 1111 = 100.000$ ريال

(4) الأرصدة المعوضة:

← يقوم البنك غالباً بمنح القروض للمنشأة التي تحتفظ لديه برصيد ودائع بمعدل فائدة أقل من معدل الفائدة علي القروض التي يقدمها للمنشآت الأخرى التي لا تحتفظ لديه بودائع، علي أساس أن البنك يمكنه تعويض الانخفاض في معدل الفائدة عن طريق استثمار الودائع التي تحتفظ بها المنشأة لديه.

مثال: إذا رغبت إحدى المنشآت في اقتراض مبلغ 100.000 ريال بمعدل فائدة 10% سنوياً واشتراط البنك احتفاظها بنسبة 20% من قيمة القرض في حسابها الجاري لديه.

← فإن المنشأة في هذه الحالة ستضطر إلي اقتراض مبلغ أكبر من 100.000 ريال، ويتحدد هذا المبلغ كما يلي:

$$\frac{\text{احتياجات المنشأة}}{1 - \text{نسبة الرصيد المعوض}} = \text{المبلغ الواجب اقتراضه في حالة الرصيد المعوض} = \frac{100.000}{0.20 - 1} = 125.000 \text{ ريال}$$

← وبالتالي يكون المبلغ المتبقي للمنشأة = $125.000 (0.20 - 1) = 0.80 \times 125.000 = 100.000$ ريال

← وهنا نجد أن معدل تكلفة القرض سيرتفع عن معدل الفائدة العادي أو المتفق عليه وهو 10% بسبب انخفاض القرض بقيمة الرصيد المعوض

$$\text{معدل الفائدة الفعلي} = \frac{\text{مبلغ الفائدة صافى القرض}}{\text{صافى القرض}} = \frac{0.10 \times 125.000}{100.000} = \frac{12500}{100.000} = 12.5\%$$

(5) تأثير الضريبة على تكلفة الاقتراض: تُحسب تكلفة القرض بعد الضريبة بطريقتين هما:

الطريقة الأولى: معدل تكلفة القرض قبل الضريبة $\times (1 - \text{معدل الضريبة})$

← ففي حالة الفائدة العادية كانت تكلفة القرض قبل الضريبة 10%، وبفرض أن المنشأة تخضع لضريبة معدلها 50% سنوياً.

$$\begin{aligned} \leftarrow \text{معدل تكلفة القرض بعد الضريبة} &= \text{معدل تكلفة القرض قبل الضريبة} (1 - \text{معدل الضريبة}) \\ &= 10\% (1 - 50\%) = 5\% \end{aligned}$$

← وفي حالة خصم الفائدة مقدماً فإن: معدل تكلفة القرض بعد الضريبة = 11.11% (1 - 50%) = 5.56%

الطريقة الثانية: تكلفة القرض بعد الضريبة

$$5\% = \frac{(10.000 (1 - 50\%))}{100.000} = \frac{\text{مبلغ الفائدة (1 - معدل الضريبة)}}{\text{القرض}} =$$

← وبنفس الطريقة يتم حساب تكلفة القرض بعد الضريبة في حالة خصم الفائدة مقدماً وفي حالة الأرصدة المعوضة.

مثال : إذا لجأت إحدى الشركات إلى أحد البنوك للحصول على قرض قيمته 100.000 ج بمعدل فائدة (اسمي) 10% ولمدة 90 يوم.

المطلوب :

- 1- حساب معدل الفائدة الفعلي في حالة اشتراط البنك سداد الفائدة مقدماً ؟
- 2- حساب معدل الفائدة الفعلي في حالة اشتراط البنك الاحتفاظ لديه برصيد معوض بنسبة 20% من قيمة القرض؟
- 3- حساب معدل الفائدة بعد الضرائب إذا علمت أن نسبة الضريبة في هذه الشركة 40% ؟

ثالثاً: الأوراق التجارية:

تقدير تكلفة التمويل من خلال الأوراق التجارية: (هام)

مثال: بفرض أن إحدى الشركات أصدرت أوراقاً تجارية بمبلغ 100.000 ريال، فترة استحقاقها 90 يوماً بمعدل فائدة 10% سنوياً.

$$\text{إن مبلغ الفائدة في هذه الحالة} = \text{القيمة الاسمية} \times \text{معدل} \frac{90}{360} \times \text{الفائدة}$$

$$= 100.000 \times 10\% \times 0.25 = 2500 \text{ ريال}$$

$$\text{معدل التكلفة السنوي} = \frac{\text{الفائدة}}{\text{صافي القرض}} \times \frac{360}{90}$$

$$\%10.3 = 4 \times \frac{2500}{97500} =$$

← ويمكن تقدير التكلفة بشكل مباشر باستخدام المعادلة الآتية:

$$\begin{aligned} \text{معدل التكلفة السنوي} &= \frac{\text{سعر الفائدة}}{1 - \left[\frac{360}{\text{فترة القرض}} \times \text{سعر الفائدة} \right]} \\ \%10.3 &= \frac{\%10}{0.975} = \frac{\%10}{1 - \left[\frac{360}{90} \times \%10 \right]} = \end{aligned}$$

← وبفرض أن الشركة تخضع لضريبة معدلها 50% سنوياً.

فإن تكلفة الاقتراض بعد الضريبة = 10.3 (1 - 50%) = 5.15%

ثانيا تكلفة مصادر تمويل طويلة الأجل :

هي مصادر تاريخ استحقاقها لأكثر من سنة (اي التي تستحق السداد لأكثر من سنة سواء مصادر ذاتية أو مصادر خارجية).

أولا : المصادر طويلة الأجل : القروض طويلة الأجل ، السندات وهما مصادر خارجية (3) الأسهم الممتازة :لها رأيان علي أنها (أ) ديون. (ب) مصادر ذاتية، (4) الأسهم العادية ، (5) الأرباح المحتجزة وهما مصادر داخلية (ذاتية)

A : القروض طويلة الأجل : هي القروض البنكية (المصرفية) التي تاريخ استحقاقها أكثر من سنة، تكلفة القروض طويلة الأجل (الائتمان المصرفي) = يتم حسابها بنفس طريقة القروض قصيرة الأجل.

B: معدل الفائدة الاسمي

$$\text{معدل الفائدة الاسمي (سنوي)} = \frac{\text{مقدار الفائدة}}{\text{مبلغ القرض}} \times 100$$

مقدار الفائدة = قيمة القرض × معدل الفائدة الاسمي (في كل سنة، وذلك لأنها قصيرة الأجل)

C - معدل الفائدة الفعلي (في حالة اشتراط البنك سداد الفائدة مقدماً)

$$= \frac{\text{مقدار الفائدة}}{100 \times (\text{قيمة القرض} - \text{مقدار الفائدة})}$$

D - معدل الفائدة الفعلي في حالة اشتراط البنك الاحتفاظ برصيد معرض :

مقدار الفائدة

$$= \frac{\text{صافي قيمة القرض (= قيمة القرض - الرصيد)}}{100 \times \text{المعوض}}$$

$$E: \text{معدل الفائدة بعد الضرائب} = \text{معدل الفائدة} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

ثانياً : السندات : (تعامل معاملة القروض طويلة الاجل) : وهي صك مديونية حاملة هو أحد دائني الشركة بنسبة ما قدم من ديون وبأخذ حاملة عائد في شكل فائدة ثابتة وتاريخ استحقاقه طويل الأجل.

يصدر السند بعدة قيم هي:

- 1- قيمة اسمية: هي القيمة المسماة علي صك السند 2- قيمة سوقية: سعر السند في البورصة.
- 3- قيم اصدار : هي القيمة التي يصدر بها السند :فاذا كانت هذه القيمة:
- أعلي من القيمة الاسمية (تكون هناك علاوة اصدار) - أقل من القيمة الاسمية (تكون خصم اصدار)

أنواع للسندات :

- 1- سندات أسمية: يكون أسم صاحبها علي صك السند
- 2- سندات قابلة للتحويل.
- 3- سندات بدون فوائد (لا تعطي فوائد خلال فترة استحقاقه).
- 4- سندات لحامله: لا يوجد علي اسم لانتقالها من مالك لآخر
- 5- السندات الداخلية (هي سندات لا تعطي لحامل السند فوائد إلا إذا حققت الشركة أرباح)

كيفية حساب تكلفة السند :

$$\text{تكلفة التمويل عن طريق السندات} = \frac{\text{مقدار الفائدة}}{\text{القيمة الأسمية للسند}} \times 100 = \% .$$

- 1- في حالة إصدارها بخصم إصدار (أي تصدر بقيمة أقل من القيمة الأسمية)

$$= \frac{\text{فوائد السندات} + (\text{القيمة الأسمية} - \text{القيمة السوقية}) \div \text{تاريخ الاستحقاق}}{(\text{القيمة الأسمية} + \text{القيمة السوقية}) \div 2}$$

2- في حالة علاوة إصدار (تصدر بقيمة أكبر من القيمة الاسمية):

$$= \frac{\text{الفوائد} - (\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة السوقية}) \div \text{تاريخ الاستحقاق}}{(\text{القيمة الاسمية} + \text{القيمة السوقية}) \div 2}$$

حق الاستدعاء للسند :

هو حق الشركة في استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه ولكي تمارس الشركة هذا لابد وأن تضمنه نشر الاكتتاب للسند عند الاكتتاب.

- الاسترداد : يخص المستثمر (هو الذي يسترد أمواله عند استحقاقه).

- الاستدعاء : هي أن تسحب الشركة السند من المستثمرين قبل معاد استحقاقه.

أسباب استدعاء الشركة للسند قبل تاريخ استحقاقه

1- ضياع الفوائد الدورية خلال الفترة من تاريخ الاستدعاء وحتى تاريخ الاستحقاق.

2- انخفاض أسعار الفائدة في السوق علي السندات.

ملاحظة هامة: الأسهم ليست لها تاريخ (ميعاد) استحقاق بل عمرها يمتد لعمر الشركة المصدرة له أما السند له تاريخ استحقاق طويل الأجل.

ثالثاً : الأسهم الممتازة :

هو صك ملكية حامله أحد ملاك الشركة بنسبة ما يملكه من أسهم وسميت ممتازة لامتيازها عن الأسهم العادية في شيئين:

1- تأخذ عائد ثابت في الأرباح بغض النظر عن نتائج أعمال الشركة.

2- المالك يأخذ نصيبه في الأرباح قبل حملة الأسهم العادية.

3- يحصل علي نصيبه من ناتج تصفية الشركة قبل حملة الأسهم العادية.

هناك رأتان في الاسهم الممتازة 1- حاملها أحد ملاك الشركة عائدها نصيبه في الأرباح.

2- الأقوى الأسهم الممتازة تعامل معاملة الديون حاملها يعامل معاملة الديون وذلك بسبب :-

أ- العائد الثابت دائماً. ب- ليس له الحق في الجمعية العمومية. ج- ليس له الحق في إدارة الشركة.

حساب تكلفة الاسهم الممتازة

$$\text{ت. الأسهم الممتازة} = \frac{\text{ت س}}{\text{ق س} \times (1 - \text{ص})}$$

ت. س : توزيعات الأرباح للأسهم الممتازة.

ق س : قيمة السهم (المعطاة سواء قيمة أسمية أو سوقية) - ص قيمة تكلفة الإصدار للسهم.

رابعاً : الأسهم العادية : هو صك ملكية حامله أحد ملاك الشركة بنسبة ما يملكه من أسهم.

حقوق حامل السهم العادي : 1- يحصل علي نصيب متغير في الأرباح وقد لا يحصل علي أرباح.

2- يتحمل في الخسائر. 3- له حق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين.

4- له حق التدخل في قرارات الإدارة ومراقبتها. 5- له حق اختيار وعزل مجلس إدارة الشركة.

ملاحظة: السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق عمره يمتد لعمر الشركة وكذلك السهم الممتاز.

حساب تكلفة الأسهم العادية :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{ت. س.}}{\text{ق س (1 - ص)}} + \text{م ت}$$

حيث : ت. س توزيعات أرباح الأسهم العادية. * ق س: قيمة السهم العادي * ص :تكلفة إصدار السهم

م ت : معدل النمو في توزيعات الأرباح للأسهم العادية
وهو معدل التغير في توزيعات الأرباح (إما بالزيادة أو بالنقص أو بالثبات).

خامساً : الأرباح المحتجزة : هي حق لحمله الأسهم العادية اقتطع منهم لاستخدامه في إعادة الاستثمار لإعطائهم ربح أعلى في المستقبل، حساب تكلفة الأرباح المحتجزة

$$\text{ت. الأرباح المحتجزة} = \frac{\text{ت. س.}}{\text{ق س}} + \text{م ت}$$

* ت. س توزيعات أرباح الأسهم العادية. * ق س: قيمة السهم العادي م ت : معدل النمو في توزيعات الأرباح المحتجزة.

هيكل التمويل : هو مزيج مصادر التمويل الذي وفر منها المدير المالي احتياجات الشركة المالية سواء قصيرة الأجل أو طويلة الأجل سواء كانت خارجية و ذاتية.

حساب تكلفة هيكل التمويل

يتم حسابة من خلال ما يسمى بـ متوسط التكلفة المرجحة للأموال (لكل مصادر التمويل المستخدمة في الهيكل).

$$= \text{مج} (\text{ت}_1 \text{ و } \text{ت}_2 + \text{ت}_2 \text{ و } \text{ت}_3 + \text{ت}_3 \text{ و } \dots + \text{ت}_\text{ن})$$

مج : مجموع. ت : تكلفة المصدر (المستخدم) و : الوزن النسبي للمصدر في هيكل التمويل.

$$\text{ون} = \frac{\text{قيمة المصدر}}{\text{إجمالي قيمة المصادر}} \times 100$$

عوامل اختيار هيكل التمويل الأمثل : يوجد ثلاث عوامل تساعد في الاختيار :

1- التكلفة : أقل هيكل تمويل تكلفة من هياكل التمويل الأخرى هو الأفضل.

2- المرونة: القروض قصيرة الأجل أكثر مرونة من القروض طويلة الأجل. 3- المخاطر : هي مخاطر عدم السداد.

ملاحظة: (القروض قصيرة الأجل أقل تكلفة وأعلى مخاطرة/ والقروض طويلة الأجل أعلى تكلفة وأقل مخاطرة)

مثال:

: فيما يلي البيانات المستخرجة من سجلات إحدى الشركات والتي تعكس هيكل التمويل في هذه الشركة :

1- يبلغ الائتمان التجاري في الشركة 100.000 ج، بشروط ائتمان (10/2 صافي 30 يوم).

2- حصلت الشركة على قرض مصرفي من أحد البنوك قيمته 300.000 ج بمعدل فائدة سنوي 10% ويشترط البنك سداد الفائدة مقدماً.

3- أصدرت الشركة أسهم ممتازة بقيمة 500.000 ج بقيمة أسمية للسهم 100 ج ويحصل السهم على توزيعات أرباح 8 ج ويبلغ تكلفة الإصدار للسهم الممتاز 0.3.

- 4- أصدرت الشركة أسهم عادية بقيمة 1000.000 ج بقيمة أسمية للسهم 100 ج وتبلغ توزيعات أرباح السهم 7 ج ومعدل النمو في توزيعات الأرباح للسهم العادي 6%، وتبلغ تكلفة الإصدار للسهم 0.5
- 5- معدل الضريبة في الشركة يبلغ 40%.
- المطلوب :

- 1- حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل التي تم استخدامها في هيكل التمويل السابق؟
- 2- حساب متوسط التكلفة المرجحة للأموال لهيكل التمويل السابق ؟

الحل

أولاً : حساب ت. مصادر التمويل في الهيكل (المطلوب الأول)

$$(1) \text{ ت. الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم النقدي}}{1 - \text{نسبة الخصم النقدي}} \times \frac{\text{صافي فترة الائتمان (فترة الائتمان - فترة تعجيل السداد)}}{360 \text{ يوم}}$$

$$= \frac{360}{10 - 30} \times \frac{2\%}{0.02 - 1}$$

$$\% 36.4 = \frac{360}{20} \times \frac{0.02}{098.} =$$

(2) ت. القرض المصرفي :

اولا: مقدار الفائدة = قيمة القرض × معدل الفائدة الاسمي

$$30.000 = \%10 \times 300.000 =$$

... معدل الفائدة الفعلي في حالة سداد الفائدة مقدماً

$$\% 11.11 = \frac{30.000}{270.000} 100 \times \frac{\text{مقدار الفائدة}}{\text{صافي قيمة القرض}} =$$

(الزيادة 10-11.11 = 1.11 تكلفة شروط الاقتراض)

* معدل الفائدة بعد خصم الضرائب = معدل الفائدة × (1 - معدل الضريبة)

$$\% 6.67 = (\%40 - 1) \%11.1 =$$

(3) تكلفة الأسهم الممتازة

$$\text{ت. الأسهم الممتازة} = \frac{\text{ت. س}}{\text{ق س (1 - ص)}}$$

$$11.43\% = \frac{8}{70} = \frac{8}{(0.3 - 1) \times 100} =$$

$$(4) \text{ تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{ت. س}}{\text{ق س (1 - ص)}} + \text{م ت}$$

$$20\% = 60\% + \frac{7}{(0.5 - 1) \times 100} =$$

المطلوب الثاني : حساب متوسط التكلفة المرجحة لهيكل التمويل :

ت م × و ن	فيه كل مصدر	و ن	ت م	
1.9	100.000	5.3%	36.4%	الائتمان التجاري
1.05	300.000	15.8%	6.7%	القرض
2.9	500.000	26.3%	11.4%	الأسهم الممتازة
10.5	1.000.000	52.6%	20%	الأسهم العادية
16.35	1.900.000	100%		هيكل التمويل

$$\%5.3 = 100 \times \frac{100.000}{1.900.00} =_{1و}$$

$$\%15.8 = 100 \times \frac{300.000}{1.900.00} =_{2و}$$

$$\%26.3 = 100 \times \frac{500.000}{1.900.00} =_{3و}$$

$$\%52.6 = 100 \times \frac{1.000.000}{1.900.00} =_{4و}$$

∴ متوسط التكلفة المرجحة لهيكل التمويل في الشركة = 16.35

الفصل السابع

الرافعة المالية والتشغيلية

بعد الانتهاء من دراسة هذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح
ملماً بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- مفهوم كلا من الرافعة المالية والرافعة التشغيلية والرافعة المشتركة والعلاقة بينهما.
- تأثير الرافعة المالية والتشغيلية والمشاركة علي مبيعات التعادل ، وعلي الأرباح، وعلي تكلفة الوحدة / متوسط تكلفة الوحدة،
- اثرا اعتماد الشركات علي الرافعة المالية في تمويل استثماراتها.
- تمويل شراء الأسهم بدون الاعتماد علي القروض،
- الاعتماد علي حق الملكية وبيع الأسهم بخسارة
- أثر الإفراط في استخدام الرافعة المالية علي تكلفة الأموال

1/7 مفهوم كلا من الرافعة المالية والرافعة التشغيلية والرافعة المشتركة والعلاقة بينهما:

ترتبط رافعة التشغيل بتكاليف التشغيل الثابتة أي التي تتحملها المنشأة بصرف النظر عن حجم أو مستوى التشغيل (مستوى الإنتاج والمبيعات). ومن أهم هذه التكاليف الإيجارات ومرتببات الهيئة الإدارية والاستهلاك.

فمن المعروف أن المنشأة تتحمل هذه التكاليف سواء حققت إيرادات من التشغيل أم لم تحقق. وبالتالي نجد أنه كلما ارتفعت نسبة تكاليف التشغيل الثابتة إلى التكاليف الكلية للمنشأة كلما دل هذا على استخدام المنشأة لدرجة عالية من الرافعة التشغيلية. كذلك كلما ارتفعت درجة الرافعة التشغيلية كلما كانت نسبة التغير في صافي دخل التشغيل أكبر من نسبة التغير في المبيعات.

تأثير استخدام الرافعة التشغيلية والرافعة المالية:

تمرين (1): بفرض أننا نقارن بين منشأتين يستخدم كل منهما الآلات العصرية في عمليات الإنتاج والبيع بطريقة مختلفة حيث تعتمد المنشأة (أ) على كثافة الأيدي العاملة بدرجة أكبر بالمقارنة بالمنشأة (ب) التي تعتمد بدرجة أكبر على كثافة رأس المال (استخدام تكنولوجيا عالية). ومن ثم فإن المنشأة (أ) تتحمل تكلفة متغيرة

للوحدة أعلى من المنشأة (ب) بسبب أجور العمال في حين تتحمل المنشأة (ب) مصروفات تشغيل ثابتة أعلى من المنشأة (أ) بسبب ارتفاع أقساط استهلاك آلاتها بينما تتحمل أجور أقل بسبب استخدامها للآلات بدلاً من العمال في كثير من عملياتها. وإليك البيانات الآتية عن المنشأتين:

بيان	المنشأة (أ)	المنشأة (ب)
إجمالي التكاليف الثابتة	30,000	90,000
التكلفة المتغيرة للوحدة	2,25	1,5
سعر بيع الوحدة	3	3

واضح من هذه البيانات أن: المنشأة (ب) تستخدم الرافعة التشغيلية بدرجة أكبر من استخدام المنشأة (أ). ولكن السؤال الآن: ما هو أثر اختلاف درجة الرافعة بين المنشأتين علي ربحية كل منهما ؟

إن استخدام درجة عالية من الرافعة التشغيلية (والمالية أيضاً) يؤثر علي، كمية المبيعات المطلوبة لتحقيق التعادل. ، قدرة المنشأة علي تحقيق زيادة سريعة في المبيعات، متوسط تكلفة الوحدة ومن ثم قدرتها علي استخدام المنافسة السعوية.

(1) تأثير الرافعة علي مبيعات التعادل: يتم حساب كمية التعادل

كالتالي:

(1) بالنسبة للمنشأة (أ) :

$$\frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{هامش مساهمة الوحدة}} = \text{كمية التعادل}$$

$$\frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكلفة المتغيرة للوحدة}} = \text{كمية التعادل}$$

$$\text{كمية التعادل في المنشأة (أ)} = \frac{30.000}{2.25 - 3} = 40.000 \text{ وحدة}$$

(2) أما في المنشأة (ب):

$$\text{كمية التعادل} = \frac{90,000}{1,5 - 3} = 60,000 \text{ وحدة}$$

التعليق : المنشأة التي تستخدم درجة عالية من الرافعة تواجه

مخاطرة تتمثل في أنها تحتاج إلي بيع كمية أكبر للوصول إلي نقطة

التعادل. بينما تصل المنشأة (أ) إلي التعادل عند بيع 40,000

وحدة فإن المنشأة (ب) ستحقق بخسارة إذا باعت أقل من 60,000

وحدة.

(2) تأثير الرافعة علي الأرباح: إذا استطاعت كلتا المنشأتين السابقتين أن تتجاوز مبيعات التعادل فإننا نحد أن :

المنشأة التي تستخدم درجة أعلى من الرافعة (المنشأة ب) تكون الزيادة في أرباحها أسرع من الزيادة في أرباح المنشأة التي تستخدم درجة أقل من الرافعة (المنشأة أ). وذلك لأن هامش مساهمة الوحدة (الفرق بين سعر بيع الوحدة وتكلفتها المتغيرة) في المنشأة (ب) أكبر.

هامش المساهمة للوحدة في المنشأة (ب) $= 3 - 1,5 = 1,5$ جنية، فإذا وصلت المنشأة إلي نقطة التعادل التي عندها تصبح التكاليف الثابتة صفرًا، فإن هامش المساهمة يتحول إلي ربح.

وبالتالي فإن كل وحدة يتم بيعها بعد مبيعات التعادل تحقق هامش ربح للمنشأة (أ) 0,75 جنيهاً، بينما تحقق المنشأة (ب) التي تستخدم رافعة أعلى 1,5 جنيهاً.

كذلك يجب ان نؤكد هنا علي ان الرافعة المالية لها نفس تأثير الرافعة التشغيلية، فكلما ارتفعت درجة الرافعة المالية كلما زاد مستوى المبيعات الذي يحقق التعادل، وكلما زاد التأثير علي الأرباح عند حدوث تغير في حجم المبيعات.

(ثالثاً) التأثير علي تكلفة الوحدة / متوسط تكلفة الوحدة:

إن القرارات البديلة المتعلقة برافعة التشغيل تؤثر بشكل كبير علي تكلفة الوحدة المنتجة. ولتوضيح ذلك دعنا نفترض أن كلاً من المنشأتين أ ، ب نجحت في إنتاج وبيع 200,000 وحدة من نفس المنتج أو منتجات بديلة. فما أثر ذلك علي متوسط تكلفة الوحدة في كل من المنشأتين ؟

$$\begin{array}{l} \text{متوسط تكلفة الوحدة} = \frac{\text{إجمالي التكاليف}}{\text{عدد الوحدات المنتجة والمباعة}} \\ \text{التكاليف الثابتة + إجمالي التكاليف المتغيرة} \\ \text{عدد الوحدات} \end{array}$$
$$\begin{array}{l} \text{متوسط تكلفة الوحدة في المنشأة (أ)} = \frac{30,000 + 200,000 \times 2,25}{200,000} = \frac{480,000}{200,000} = 2,4 \text{ جنيهاً} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{متوسط تكلفة الوحدة في المنشأة (ب)} = \frac{30,000 + 200,000 \times 1,5}{200,000} = \frac{450,000 + 300,000}{200,000} = 2,4 \text{ جنيهاً} \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{متوسط تكلفة الوحدة في المنشأة (ب)} = \frac{90,000 + 200,000 \times 1,95}{200,000} = \frac{300,000 + 390,000}{200,000} = 3,45 \text{ جنيهاً} \end{array}$$

التعليق : بالمقارنة بين متوسط تكلفة الوحدة في المنشأتين

نجد أن وضع المنشأة (ب) أفضل، وهذا يُمكن المنشأة (ب) من استخدام سياسة متحررة في التسعير، بل أنها تستطيع عندما يكون

الطلب علي السلعة مرناً بدرجة عالية أن تخفض سعر بيع الوحدة بما يحقق لها أرباح ويحقق للمنشأة (أ) الخسارة وذلك بتخفيض سعر بيع الوحدة إلي أقل من تكلفة إنتاجها في المنشأة (أ). فعلي سبيل المثال :

1- إذا خفضت المنشأة (ب) سعر بيع الوحدة من ثلاثة جنيهات إلي 2,5 جنيه، فإن ذلك ينتج عنه:

ربح المنشأة (ب) عند تخفيض السعر إلي $2,5 = 2,25 -$
 $1,95 = 0,30$ جنيه

2- أما إذا قامت المنشأة (أ) بتخفيض سعرها إلي نفس السعر الذي تباع به المنشأة (ب) فإنها :

تحقق خسارة قدرها $(2,4 - 2,25) = -0,15$

← ويستفاد من النتائج السابقة أن :

1- المنشأة التي يكون لديها المقدرة علي التحكم في بعض عملياتها الإنتاجية. حيث تستطيع إلي حد ما استخدام درجة عالية من الآلية. وبالتالي تحمل تكاليف تشغيل ثابتة عالية وتكاليف متغيرة منخفضة فإن نقطة التعادل تكون عند مستوى مبيعات مرتفع عن مستوى مبيعات التعادل إلي المنشآت التي تستطيع أن تستخدم عمليات ذات آلية محدودة وتحمل تكاليف ثابتة منخفضة وتكاليف متغيرة مرتفعة.

2- وإذا استطاعت المنشآت التي تستخدم درجة عالية من الآلية أو الرافعة التشغيلية أن تتخطى عقبة التعادل فإن قدرتها علي زيادة الأرباح بمعدل أسرع تكون أكبر بالمقارنة بالمنشأة التي تستخدم رافعة أقل.

كما أنها تستطيع مع زيادة حجم المبيعات أن تخفض تكلفة الوحدة إلي الدرجة التي تسمح لها باستخدام المنافسة السعوية لصالحها خاصة عندما يتصف الطلب علي المنتج الذي تقدمه المنشأة بدرجة عالية من المرونة.

تمرين (2): توافرت لديك البيانات الآتية عن إحدى الشركات:

عدد الوحدات المباعة 100,000 وحدة وأن سعر بيع الوحدة 10 جنيهاً وأن التكلفة المتغيرة للوحدة 4 جنيهاً (40% من سعر بيع الوحدة) وأن التكاليف الثابتة 200,000 جنيه. وكانت فوائد القروض التي استخدمتها المنشأة في التمويل 80,000 جنيهاً.

المطلوب: (1) احسب كلاً من درجة الرافعة التشغيلية والرافعة المالية والرافعة المشتركة بالمعادلات ومن خلال قائمة الدخل مع التعليق ؟

(2) وضح نسبة التغير في الدخل الخاضع للضريبة وفي صافي دخل التشغيل إذا زادت المبيعات بنسبة 100% مع التعليق علي النتائج ؟

(3) احسب نسبة التغير في الدخل الخاضع للضريبة إذا ارتفع صافي دخل التشغيل بنسبة 50% مع التعليق علي النتائج ؟
تمهيد الحل:

درجة الرافعة التشغيلية =
$$\frac{\text{هامش المساهمة الإجمالية}}{\text{صافي دخل التشغيل}}$$

وبما أن هامش المساهمة الإجمالية = مساهمة الوحدة × عدد الوحدات المباعة ، وصافي دخل التشغيل = إجمالي هامش المساهمة - التكاليف الثابتة ، وهامش مساهمة الوحدة = سعر بيع الوحدة - التكلفة المتغيرة للوحدة

اذن درجة الرافعة التشغيلية =
$$\frac{\text{عدد الوحدات المباعة} \times (\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكلفة المتغيرة للوحدة})}{\text{عدد الوحدات المباعة} \times (\text{سعر بيع الوحدة} - \text{التكلفة المتغيرة للوحدة}) - \text{التكاليف الثابتة}}$$

نسبة التغير في صافي دخل التشغيل =
$$\frac{\text{دخل التشغيل بعد التغير} - \text{دخل التشغيل قبل التغير}}{\text{دخل التشغيل قبل التغير}}$$

$$\frac{\text{صافي دخل التشغيل}}{\text{الدخل قبل الفوائد والضرائب}} = \frac{\text{درجة الرافعة المالية}}{\text{الدخل الخاضع للضريبة}}$$

$$\frac{\text{إجمالي هامش المساهمة}}{\text{إجمالي هامش المساهمة - التكاليف الثابتة - الفوائد}} = \text{درجة الرافعة المشتركة}$$

إجابة المطلوب الأول: (1) حساب درجة الرافعة التشغيلية:

	600,000		100,000 (4 - 10)	درجة الرافعة
1,5 أو 150% =	400,000	=	200,000 - (4 - 10) 100,000	التشغيلية =

ويمكن تحديد درجة الرافعة التشغيلية من قائمة الدخل كالتالي:

$$\text{الإيرادات (المبيعات)} = (\text{عدد الوحدات} \times 1,000,000) \text{ سعر بيع الوحدة}$$

$$(-) \text{ إجمالي التكاليف المتغيرة} = (\text{عدد الوحدات} \times 400,000) \times \text{التكلفة المتغيرة للوحدة}$$

$$\text{إجمالي دخل التشغيل (إجمالي هامش المساهمة)} = 600,000$$

200,000	(-) تكاليف التشغيل الثابتة
400,000	صافي دخل التشغيل

$$\text{درجة الرافعة التشغيلية} = \frac{600,000}{400,000} = 1,5 \text{ أو } 150\%$$

وتعني هذه النسبة 150% أن أي تغير في المبيعات (بالزيادة أو بالنقص) بنسبة معينة يؤدي إلى تغير في صافي دخل التشغيل بنسبة 150% من نسبة التغير في المبيعات.

(2) حساب درجة الرافعة المالية: حيث أننا قمنا بحساب صافي دخل التشغيل من قبل وهو 400,000 جنيه، فإن:

$1,25 : 1 \text{ أو } 125\%$	$\frac{400,000}{320,000}$	=	$\frac{400,000}{-400,000}$	=	$\frac{80,000}{80,000}$	درجة الرافعة المالية

ويمكن تحديد درجة الرافعة المالية من القسم الثاني في قائمة الدخل أيضاً.

الدخل قبل الفوائد والضرائب (صافي دخل التشغيل)	400,000
(-) الفوائد	80,000
<u>320,000</u>	<u>320,000</u>

الدخل الخاضع للضريبة

درجة الرافعة المالية =	$\frac{400,000}{320,000}$	= 1,25 : 1 أو 125%
------------------------	---------------------------	--------------------

وهذه النسبة تعني أن أي تغير في صافي دخل التشغيل بنسبة معينة يتبعه تغير في الدخل الخاضع للضريبة وكذلك في الدخل المتاح للملاك بنسبة 125% من نسبة التغير في صافي دخل التشغيل.

(3) حساب الرافعة المشتركة:

$\%187,5 =$	$\frac{600,000}{320,000}$	$=$	$\frac{600,000}{- 600,000}$	$=$	$\frac{600,000}{80,000 - 200,000}$	$=$	درجة الرافعة المشتركة

وهذه النسبة 187,5% هي محصلة ضرب درجة الرافعة التشغيلية في درجة الرافعة المالية.

$$\text{أي } 1,875 = 1,25 \times 1,5 \text{ أو } \%187,5$$

وهي تعني أي تغير في المبيعات بنسبة معينة يؤدي إلى تغير في الدخل الخاضع للضريبة أو الدخل المتاح للملاك وكذا في عائد السهم بنسبة 187,5% من نسبة التغير في المبيعات.

إجابة المطلوب الثاني(1) فإذا زادت المبيعات بنسبة 100% احسب

نسب الزيادة في الدخل الخاضع للضريبة ؟

2,000,000	المبيعات بعد الزيادة	
800,000	التكاليف المتغيرة (تزيد بنفس النسبة)	(-)
1,200,000	إجمالي دخل التشغيل	
200,000	التكاليف الثابتة	(-)
1,000,000	صافي دخل التشغيل	
80,000	الفوائد	(-)

	920,000	صافي الدخل الخاضع للضريبة
		- 920,000
	600,000	320,000
=		
%187,5	320,000	320,000
		نسبة التغير في الدخل الخاضع للضريبة =

وهنا المبيعات زادت بنسبة 100% فأدى ذلك بسبب الجمع بين الرافعة التشغيلية والمالية إلى زيادة الدخل الخاضع للضريبة بنسبة 187,5%.

إجابة المطلوب الثاني(2) فإذا فرضنا أن المبيعات زادت بنسبة 100% فإننا نجد ما يلي:

2,000,000	المبيعات
800,000	(-) التكاليف المتغيرة (تزيد بنفس النسبة)
1,200,000	إجمالي هامش المساهمة
200,000	(-) التكاليف الثابتة (لم تتغير)
1,000,000	صافي دخل التشغيل

$$\frac{600000}{400000} = \frac{400.000 - 1000.000}{400.000} = \text{نسبة التغير في صافي دخل التشغيل}$$

$$= 1,5 \text{ أو } 150\%$$

بمعني اذا زادت المبيعات بنسبة 100% فأدى ذلك إلي زيادة في صافي دخل التشغيل بنسبة 150%. وإذا زادت المبيعات مثلاً بنسبة 50% فإن الزيادة في صافي دخل التشغيل تصل إلي 75% (أي 50% × 1,5) وإذا انخفضت المبيعات مثلاً بنسبة 30% فإن صافي دخل التشغيل ينخفض بنسبة 45% (30 × 1,5) وهكذا.

إجابة المطلوب الثالث:

الدخل قبل الفوائد والضرائب بعد 600,000

التغير

80,000

(-) الفوائد (لم تتغير)

520,000

صافي الدخل الخاضع للضريبة

نسبة الزيادة في الدخل الخاضع

قيمة البند بعد التغير - قيمة البند قبل التغير

= للضريبة

قيمة البند قبل التغير

200000

320.000-520.000

نسبة الزيادة في

320000

=

320.000

=

الدخل الخاضع

للضريبة

% 62.5

=

وهنا نجد أن صافي دخل التشغيل قد زاد بنسبة 50% فأدى
إلى زيادة الدخل الخاضع للضريبة بنسبة 62,5% وهي نسبة تمثل
125% من نسبة الزيادة في صافي دخل التشغيل.

$$\text{حيث:} \quad \%125 = \frac{\%62,5}{\%50}$$

تمرين (2):

بفرض أن أحد المستثمرين قام بشراء 100 سهم من الأسهم
العادية لإحدى الشركات وبلغ سعر شراء السهم الواحد 20 جنيهاً،
وبعد مرور أقل من سنة قام المستثمر ببيع هذه الأسهم بسعر 25
جنيهاً للسهم الواحد. المطلوب:

(1) احسب معدل العائد علي رأس المال المستثمر إذا كان
المستثمر لا يستخدم القروض في تمويل عملياته أي لا يستخدم
الرافعة المالية.

(2) احسب معدل العائد علي رأس مال المستثمر إذا علمت أن
المستثمر يقترض 50% من ثمن الشراء والباقي من أمواله الخاصة.

(3) بفرض أن المستثمر قد باع الأسهم بخسارة حيث بلغ سعر
بيع السهم 15 جنيهاً، احسب معدل العائد (الخسارة) علي رأس مال
المستثمر في الحاليتين:

أ - حالة اعتماد المستثمر علي رأس ماله فقط.

ب- عندما يقترض المستثمر 50% من ثمن الصفقة.

وذلك بفرض أن معدل الفائدة علي القروض 10% سنوياً،

وأن المستثمر لا يتحمل أي تكاليف للسمسرة ولا يخضع للضريبة.

الحل

الحالة الأولى: تمويل شراء الأسهم بدون الاعتماد علي القروض:

وهنا عامل الرافعة المالية أو نسبة مساهمة الديون في

التمويل صفر حيث:

(1) تكلفة الاستثمار المبدئي (التدفق الخارج) = عدد الأسهم × سعر

شراء الأسهم = $20 \times 100 = 2000$ جنيهاً

(2) إجمالي التدفقات النقدية الداخلة = عدد الأسهم × سعر بيع

السهم أو (ثمن بيع السهم) = $25 \times 100 = 2500$

صافي التدفقات النقدية = إجمالي التدفقات النقدية الداخلة -

تكلفة الاستثمار المبدئي = $2000 - 2500 = 500$ جنية

$$\text{معدل العائد علي رأس المال} = \frac{\text{صافي التدفق النقدي}}{\text{رأس المال المستخدم في تمويل الصفقة}} = \frac{500}{2000} = 25\%$$

الحالة الثانية: * إذا قام المقرض بالاعتماد علي رأس ماله في تمويل 50% من الصفقة واقترض المبلغ الباقي (عامل الرافعة المالية 50%):

* تكلفة الاستثمار المبدئي = 2000

* المبلغ المقرض = $0,50 \times 2000 = 1000$ جنيه

* مبلغ الفائدة = القرض $\times$ معدل الفائدة = $1000 \times 10\% = 100$ جنيه

* إجمالي التدفقات النقدية الخارجة = تكلفة الاستثمار المبدئي +

فوائد القروض = $2000 + 100 = 2100$ جنيه

* صافي التدفقات النقدية = التدفقات الداخلة - التدفقات الخارجة

= $2500 - 2100 = 400$ جنيه

* معدل العائد علي رأس المال = $\frac{400}{1000} = 40\%$

التعليق: معدل العائد ارتفع من 25% إلي 40% بسبب

اعتماد المستثمر علي الديون بنسبة 50% وعلي ذلك فإن عائد

استخدام الرافعة في هذه الحالة 15% وهو الفرق بين معدل العائد في

حالة استخدام الرافعة وبين معدل العائد في حالة الاعتماد علي حق

الملكية فقط أي الفرق بين 40% و 25% وهو عائد يضاف إلي

عائد رأس مال المستثمر بسبب استخدامه لأموال الغير (المقرضين)

في التمويل.

الحالة الثالثة: الاعتماد علي حق الملكية وبيع الأسهم بخسارة:

* تكلفة الاستثمار المبدئي = 2000 جنيهاً (للقروض صفر)

* مجموع التدفقات الداخلة = 100 سهم $\times$ 15 جنيه = 1500

جنيه

* العائد (الخسارة) = 2000 - 1500 = -500 جنيه

* معدل العائد (الخسارة) علي رأس المال = $\frac{-500}{2000} = -25\%$

الحالة الرابعة: الاعتماد علي الديون بنسبة 50% وبيع الأسهم بخسارة:

* تكلفة الاستثمار المبدئي = 2000 جنيه

* قيمة القرض = 1000 جنيه

* الفائدة = 100 جنيه

* ثمن بيع الأسهم = 100 $\times$ 15 = 1500 جنيه

* صافي التدفق النقدي =

التدفقات الداخلة - ثمن شراء الأسهم - الفائدة

= 1500 - 2000 - 100 = -600 جنيه

* معدل العائد (الخسارة) علي رأس المال = $\frac{-600}{1000} = -60\%$

التعليق: معدل الخسارة علي رأس المال ارتفع من 25% إلي

60% بسبب استخدام القروض في التمويل وهذا يعني أن استخدام

القروض (الاعتماد علي الرافعة المالية) يؤدي إلي زيادة الأرباح أو

إلي زيادة الخسارة (تعظيم كل من الأرباح والخسارة) فاستخدام الديون

في التمويل يجعل العائد علي الاستثمار أكثر مخاطرة.

أثر الإفراط في استخدام الرافعة المالية علي تكلفة الأموال:

إن استخدام الديون في التمويل يؤدي إلي انخفاض تكلفة الأموال في المنشأة بسبب انخفاض معدل العائد الذي يطلبه الدائنون وبسبب الوفورات الضريبية الناتجة عن عدم خضوع الفوائد للضريبة.

ولكن المبالغة في استخدام الرافعة المالية يؤدي إلي زيادة مصروفات الفوائد علي الديون، وكلما ارتفعت مصروفات الفوائد كلما ارتفع احتمال عدم كفاية الدخل قبل الفوائد والضرائب لتغطية هذه المصروفات.

كذلك فإن عدم قدرة الشركة علي سداد الفوائد قد يعرضها إلي بعض العقوبات ويؤدي بها إلي إعادة التنظيم أو إلي الإفلاس أو علي الأقل إلي زيادة مخاطرة الصعوبات المالية.

وبالتالي فإن زيادة المخاطرة المالية التي تواجهها الشركة في حالة الإفراط في استخدام الرافعة المالية يؤدي إلي ارتفاع معدل العائد الذي يطلبه كل من الملاك والدائنين بسبب زيادة العلاوة المطلوبة لتعويض كل منهم عن المخاطرة الإضافية الناشئة عن الرافعة المالية.

حيث أن العائد الذي يطلبه المستثمر (المساهم أو الدائن) =
العائد الخالي من الخطر + بدل المخاطرة، وبدل المخاطرة يتكون من
قسمين، علاوة مخاطر الأعمال، وعلاوة المخاطر المالية.

وفي حالة الإفراط في استخدام الرافعة المالية وما يترتب عليه
من زيادة المخاطرة المالية فإن كلاً من المساهمين والدائنين سيطلبون
عائداً أعلى لتعويضهم عن هذه المخاطرة المرتفعة، وبالتالي ارتفاع
تكلفة كل من حق الملكية والقروض آخذاً في الاعتبار أن تكلفة
التمويل تتوقف علي معدل العائد الذي يطلبه الممول.

وفي جميع الأحوال يجب أن نؤكد علي أن الدرجة التي يجب
أن تعتمد عليها المنشأة في، استخدام الرافعة المالية، تحديد هيكل
التمويل الأمثل الذي يسهم في تعظيم قيمة المنشأة وتخفيض تكلفة
الأموال. يتوقف علي العديد من العوامل أهمها حجم المبيعات
والأرباح والتكاليف ومدي استقرارها ومصادر التمويل المتاحة
الخ .

فالشركات التي تتسم بمبيعاتها وأرباحها بالاستقرار يمكنها
تحمل مصروفات الديون الثابتة وبمخاطرة أقل علي عكس الشركات
التي تتميز بتذبذب المبيعات والأرباح ومن ثم صعوبة سداد الالتزامات

الثابتة ومن المتوقع تبعاً لذلك أن يكون استخدام الشركات الأخيرة للرافعة المالية أقل من الشركات الأولى.

كما أن الشركات التي تمتلك أصولاً ثابتة طويلة الأجل يمكنها استخدام القروض طويلة الأجل بشكل كبير بسبب قدرتها علي تقديم الرهن العقاري لتلك القروض.

وبنفس المنطق يكون من المتوقع أن تستخدم المنشأة التي تخضع لمعدل عال من ضريبة الدخل، القروض بشكل كبير، وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنها نتيجة خصم فوائد القروض من الأموال الخاضعة للضريبة.

وكذلك يمكن أن نلاحظ اتجاه إدارة الشركات التي يمتلك أسهمها عدد محدود من المساهمين أي تمييز بتركيز الملكية إلي الاعتماد علي الديون لتمويل التوسع وذلك تجنباً لإصدار أسهم عادية جديدة ودخول شركاء جدد، والعكس بالعكس.

وإذا كانت إدارة المنشأة من النوع الذي لا يكره المخاطرة فمن المتوقع أن يكون اتجاه الإدارة هو الرغبة في استخدام نسب أعلى من الرافعة المالية، والعكس بالعكس. وعندما يبالغ المقرضون في وضع الشروط التي تحقق لهم الحماية من مخاطرة عدم قدرة المقرض علي السداد، وتجد الشركات أن هذه الشروط ستحد من حريتها في اختيار

النشاط الذي توجه إليه تلك الأموال أو تحد من حريتها في توزيع الأرباح، فعندئذ قد تتردد الشركات قبل اللجوء إلى الاقتراض.

تمرين (2) بفرض أن أصول إحدى الشركات تبلغ 10 مليون جنيه وقد تم تمويل 50% من هذه الأصول عن طريق حق الملكية حيث تم بيع 500000 سهم بمبلغ 10 جنيهات للسهم ، وتم تمويل الباقي عن طريق الاقتراض بمعدل فائدة 10% وتفكر الشركة في زيادة الطاقة الإنتاجية لمواجهة الزيادة المتوقعة في الطلب على منتجاتها وتتطلب زيادة الطاقة الإنتاجية 2 مليون جنيه لشراء الأصول الجديدة .

وأمام المدير المالي للشركة بدلين للحصول على هذا المبلغ .

البديل الأول : تمويل الأصول الجديدة عن طريق بيع 100000 سهم عادي بسعر السوق الذي يبلغ 20 جنيهًا للسهم .

البديل الثاني : تمويل الأصول الجديدة عن طريق الاقتراض من خلال إصدار سندات جديدة بمعدل الفائدة الذي تقتضيه الشركة وهو 10%

تبلغ التكاليف الثابتة بعد التوسع 2 مليون جنيه سنوياً وتبلغ التكاليف المتغيرة 40% من المبيعات . والشركة تخضع لضريبة على

الدخل بمعدل 50% سنوياً ويسمح بترحيل خسائر التشغيل لسنوات سابقة .

المطلوب : ما هو أثر كل بديل من البدلين التمويلين (حق الملكية والاقتراض) على ربحية السهم المتوقعة في الحالتين التاليتين :

الحالة الأولى : بافتراض أن مستوى المبيعات صفر

الحالة الثانية : بافتراض أن مستوى المبيعات 20 مليون جنيه .

الحل

أولاً: حساب صافي دخل التشغيل (الدخل قبل الفوائد والضرائب) .

بيان	الحالة الأولى	الحالة الثانية
المبيعات بالجنيه	صفر	20.000.000
(-) التكاليف المتغيرة (40% من المبيعات)	صفر	8000000
اجمالي دخل التشغيل	صفر	12000000
(-) التكاليف الثابتة	2000000	2000000
الدخل قبل الفوائد والضرائب	(2000000)	10000000

ثانياً : حساب الدخل بعد الضريبة وعائد السهم في إطار كل خطة من خطط التمويل.

(1) تحليل ربحية السهم عند تمويل الأصول الجديدة من حق الملكية (إصدار أسهم عادية)

بيان	المبيعات صفر	المبيعات 20 مليون
الدخل قبل الفوائد والضرائب	(2000000)	10000000
(-) الفوائد		
الفوائد الحالية ($5000000 \times 10\%$)	500000	500000
الفوائد الجديدة	صفر	صفر
الدخل الخاضع للضريبة	(2500000)	9500000

4750000	(1250000)	(-) الضريبة 50%
4750000	(1250000)	الدخل بعد الضريبة
7.92	(2.08)	ربحية السهم (عدد الأسهم 600000 سهم)

وهنا نلاحظ ما يلي :

1- أن خسارة التشغيل عند مستوى مبيعات صفر قد بلغت 2.5 مليون انخفضت إلى 1.25 مليون بسبب استرداد ضريبة على مبلغ الخسارة من سنوات سابقة كما ذكر بالتمرين

2- أننا قمنا بقسمة الدخل بعد الضرائب على 600000 سهم لأن عدد الأسهم القديمة 500000 سهم ويضاف إليها 100000 سهم إذا قررت المنشأة تمويل الأصول الجديدة عن طريق حق الملكية فقط (الديون الإضافية صفر) وبالتالي اقتصرت فوائد القروض على فوائد القرض القديم فقط (5 مليون $\times$ 10%) .

(2) تحليل ربحية السهم عند تمويل الأصول الجديدة باستخدام الرافعة المالية :

المبيعات 20 مليون	المبيعات صفر	بيان
10000000	(2000000)	الدخل قبل الفوائد والضرائب
700000	700000	(-) فوائد قديمة + فوائد جديدة (200000 + 500000)
9300000	(2700000)	الدخل الخاضع للضريبة
4650000	(1350000)	(-) الضريبة 50%
4650000	(1350000)	الدخل بعد الضريبة
9.30	(2.7)	ربحية السهم (عدد الأسهم 500000 سهم)

وهنا نلاحظ ما يلي : 1- أن فوائد القروض ستزيد بمقدار الفائدة على القرض الجديد أى ستزداد بمقدار (2000000 × 10%) = 200000 جنيهاً تضاف إلى الفائدة على القرض القديم ليصبح مجموع الفوائد 700000 جنيه .

2- أننا قمنا بتوزيع صافى الدخل بعد الضريبة على 500000 سهم فقط على أساس أن الشركة إذا اعتمدت على القروض فى تمويل الأصول الجديدة فلن تقوم بإصدار أسهم جديدة .

يمكن تحديد ربحية السهم بالمعادلات بدلا من قائمة الدخل كما يلي :

$$\text{ربحية السهم} = \frac{\text{المبيعات} - \text{ت غ} - \text{ت.ث} - \text{الفوائد (1 - معدل الضريبة)}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

الفصل الثامن

دورة النقدية وإدارة الحسابات المدينة

بعد الانتهاء من دراستك لهذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح ملماً بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- مفهوم كلا من دورة التشغيل ودورة التحول النقدي والعلاقة بينهما .

- مقايضات التكلفة قصيره الأجل في الإدارة المالية

- معايير وشروط الحسابات المدينة

- الآثار المتعددة لتغيير معايير الائتمان

- الآثار المتعددة لتغيير شروط الائتمان وسياسات التحصيل

- الاساليب المتعددة لمراقبة الائتمان

تمهيد :

لسنوات عديدة ، كانت شركة APPLE رائدة في تحويل النقدية، وهو مقياس لمدى سرعة وصول المواد الخام عبر سلسلة التوريد وتحويلها إلى نقد، يشير البعض إلى هذا المقياس باسم "النقد إلى النقد" ويطلق عليه البعض الآخر "دورة التحويل النقدي". وعلي أي حال، فإن دورات التحويل النقدي القصيره أكثر تفضيلاً لأنها تعكس إدارة النقدية بشكل أكثر كفاءة.

يجب على الشركة إدارة أصولها المتداولة وتمويلها من مصادر تمويل قصير الأجل، من أجل النمو والازدهار. تشمل الأصول المتداولة النقد والأوراق المالية القابلة للتداول والحسابات المدينة والمخزون، وجميعها تحتاجها الشركة لدعم عملياتها اليومية.

اما عن مصادر تمويل الشركة قصير الأجل فتشمل الحسابات الدائنة والاوراق التجارية وأنواع مختلفة من القروض قصيرة الأجل المستخدمة لتمويل التقلبات الموسمية. يجب على الشركة إدارة ومراقبة الاستثمارات في الأصول المتداولة بكفاءة لأنها تستهلك الموارد النقدية للشركة.

تستخدم الشركة التمويل قصير الأجل لتمويل التقلبات الموسمية ولتوفير السيولة الكافية لتحقيق أهداف النمو والوفاء

بالتزاماتها المالية. الهدف العام هو إدارة الأصول والخصوم المتداولة بأكبر قدر ممكن من الكفاءة ، وتقليل الأصول التشغيلية غير الضرورية وتعظيم استخدام التمويل قصير الأجل غير المكلف.

1/8 دورة التشغيل Operating Cycle

علي المدى القصير يعد المفهوم الرئيسي في الإدارة المالية هو مفهوم دورة التشغيل. تقيس دورة تشغيل الشركة (OC) الوقت المنقضي من استلام الشركة للمواد الخام إلى تحصيلها للنقد من بيع المنتجات النهائية.

ومن المتوقع أن تختلف دورات التشغيل بشكل كبير حسب الصناعة. على سبيل المثال ، المخبز الذي يستخدم مكونات طازجة ، ويحتفظ بالسلع النهائية في المخزون لمدة يوم أو يومين فقط ، ويبيع منتجاته بشكل عام نقدًا - سيكون له دورة تشغيل قصيرة جدًا.

في المقابل ، يستغرق مصنعو أشباه المحويلات عدة أشهر لتحويل المواد الخام إلى منتجات تامة الصنع ، والتي تباع بالائتمان. قد تمتد دورة التشغيل لهذه الشركة إلى ستة أشهر أو أكثر.

تؤثر دورة التشغيل على حاجة الشركة للتمويل الداخلي أو الخارجي. بشكل عام ، كلما طالت دورة تشغيل الشركة ، زادت حاجتها

إلى التمويل. على سبيل المثال ، قد يدفع المخبز لمورديه وموظفيه كل أسبوع مستحقاتهم من الإيرادات المحققة. ربما لا تستطيع الشركة المصنعة لأشباه المحولات إقناع الموردين والموظفين لديها بالانتظار عدة أشهر للدفع حتي تتمكن من تحصيل النقود من مبيعاتها. لذلك ، فإن شركة أشباه المحولات لديها حاجة أكبر لتمويل العمليات اليومية.

تشمل دورة التشغيل فئتين رئيسيتين من الأصول قصيرة الأجل: المخزون وحسابات القبض. لقياس دورة التشغيل ، نستخدم نسبتي تم تغطيتهن في الفصل الرابع الخاص بالنسب والمؤشرات المالية. أولاً ، حساب متوسط عمر المخزون (AAI) ومتوسط فترة التحصيل (ACP). بعد ذلك ، نأخذ مجموع هذين العنصرين لتحديد دورة التشغيل.

2/8 دورة التحول النقدي Cash Conversion Cycle

يُطلق على الوقت المنقضي بين الفترة التي تدفع فيها الشركة مقابل المواد الخام والتي تتلقى فيها مدفوعات البضائع النهائية دورة التحول النقدي (CCC). يشير الاختلاف بين دورة التشغيل ودورة التحول النقدي إلى مقدار الوقت الذي يرغب فيه الموردون في تقديم الائتمان.

تحصل معظم الشركات على قدر كبير من تمويلها من خلال الائتمان التجاري ، على النحو الذي تمثله الحسابات الدائنة، من خلال الاستفادة من الائتمان التجاري ، تقلل الشركة من مقدار التمويل الذي تحتاجه من مصادر أخرى خلال دورة التشغيل.

لحساب دورة التحول النقدي، نبدأ بحساب دورة التشغيل ثم نطرح منها متوسط فترة الدفع للحسابات الدائنة. فيما يلي معادلة دورة التحويل النقدي:

$$CCC = OC - APP = AAI + ACP - APP$$

(Eq. 1)

كما توضح المعادلة 1 ، تشتمل دورة التحويل النقدي على ثلاثة مكونات رئيسية:

(1) متوسط عمر المخزون ،

(2) متوسط فترة التحصيل ،

(3) متوسط فترة الدفع.

كما يوضح أنه من خلال تغيير أي من هذه الفترات الزمنية الثلاثة ، تقوم الشركة بتغيير مقدار الوقت الذي يتم فيه وصول مواردها في العمليات اليومية.

مثال:

تبلغ مبيعات Reese Industries السنوية 5 مليارات دولار ، وتبلغ تكلفة البضائع المباعة 70% من المبيعات ، والمشتريات تمثل 60% من تكلفة البضائع المباعة.

شركة Reese لديها متوسط عمر المخزون (AAI) لمدة 70 يومًا ، ومتوسط فترة التحصيل (ACP) لمدة 45 يومًا. و متوسط فترة الدفع (APP) لمدة 40 يومًا.

يمكن تقسيم متوسط فترة التحصيل (ACP) لمدة 45 يومًا إلى 37 يومًا حتى يضع العميل الدفعة في البريد & 8 أيام إضافية قبل توفر الأموال للشركة في شكل قابل للإنفاق. وبالتالي ، فإن دورة تشغيل شركة Reese هي :

= متوسط عمر المخزون + متوسط فترة التحصيل

$$= 70 + 45 = 115 \text{ يومًا}$$

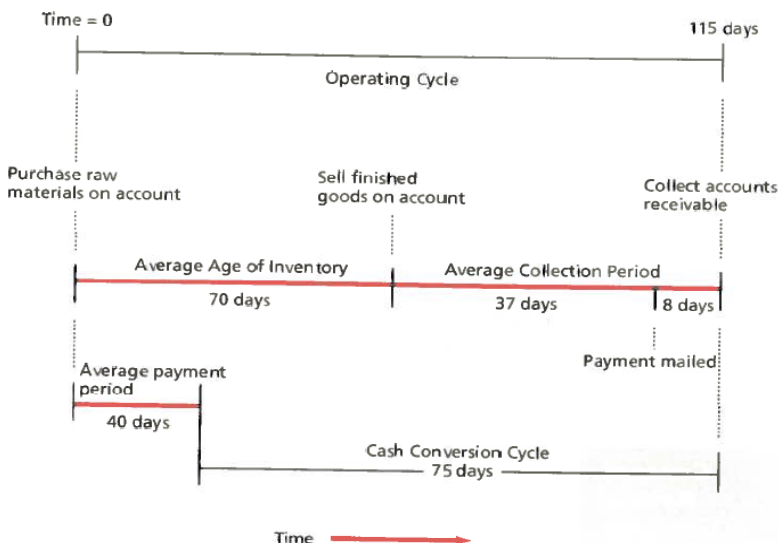
ودورة تحويل النقد هي :

= دورة التشغيل - متوسط فترة الدفع

$$= 115 \text{ يومًا} - 40 \text{ يومًا} = 75 \text{ يومًا}$$

يعرض الشكل التالي دورات شركة Reese التشغيلية

وتحويل النقد على خط زمني.



بناء علي ما سبق نجد ان شركة Reese استثمرت الموارد التالية في دورة التحويل النقدي الخاصة بها ، حيث يشير 0.70 إلى أن المبيعات تمثل 70٪ من تكلفة البضائع المباعة:

المخزون =	(5 مليارات دولار × 0.70) × (365 ÷ 70) = 616.4 مليون دولار
+ حسابات القبض =	(5 مليار دولار) × (365/45) = 616.4 مليون دولار
- الحسابات الدائنة	(5 مليار دولار × 0.60 × 0.70) × (365/40) = 230.1 مليون دولار
= الموارد المستثمرة =	1057 مليون دولار

إذا تمكنت Reese من تقليل الوقت المستغرق لتلقي المدفوعات ومعالجتها وتحصيلها من 8 أيام إلى 3 أيام بعد إرسالها

بالبريد من قبل عملائها ، فإنها ستقلل متوسط فترة التحصيل من 45 يوماً إلى 40 يوماً (37 + 3) .

سيؤدي ذلك إلى تقصير الخط الزمني لتحويل النقد بمقدار 5 أيام (8 - 3) وبالتالي تقليل كمية الموارد التي استثمرتها Reese في العمليات .

بالنسبة إلى Reese ، فإن التخفيض لمدة 5 أيام في متوسط فترة التحصيل من شأنه أن يقلل الموارد المستثمرة في دورة التحويل النقدي بمقدار 68.5 مليون دولار (5 بليون دولار $\times (5 \div 365)$) .

3/8 تقليل دورة التحويل النقدي:

من أجل تعظيم قيمة المساهمين ، يجب على المدير المالي إدارة أنشطة الشركة قصيرة الأجل بطريقة تقلل دورة التحول النقدي .
لان ذلك سيمكن هذا الشركة من العمل بأقل استثمار نقدي .

يمكن للشركة إيجاد استخدامات بديلة لأي نقود غير مستخدمة لديها لتمويل دورة التحويل النقدي - على سبيل المثال ، استخدام النقد لمتابعة استثمارات أكثر إنتاجية طويلة الأجل ، أو استخدامها لسداد تمويل طويل الأجل باهظ التكلفة ، أو توزيعات ارباح لحملة الاسهم .

تعني دورة التحويل النقدي الإيجابية أن الائتمان التجاري لا يوفر التمويل الكافي لتغطية دورة تشغيل الشركة بأكملها. في هذه الحالة ، يجب على الشركة السعي للحصول على أشكال أخرى من التمويل ، مثل خطوط الائتمان المصرفية والقروض لأجل.

ومع ذلك ، فإن تكاليف مصادر التمويل هذه تميل إلى أن تكون أعلى من تكاليف الائتمان التجاري. وبالتالي تستفيد الشركة من خلال إيجاد طرق لتقليل دورة التشغيل أو لإطالة فترة السداد. تشمل الإجراءات التي تحقق هذه الأهداف ما يلي:

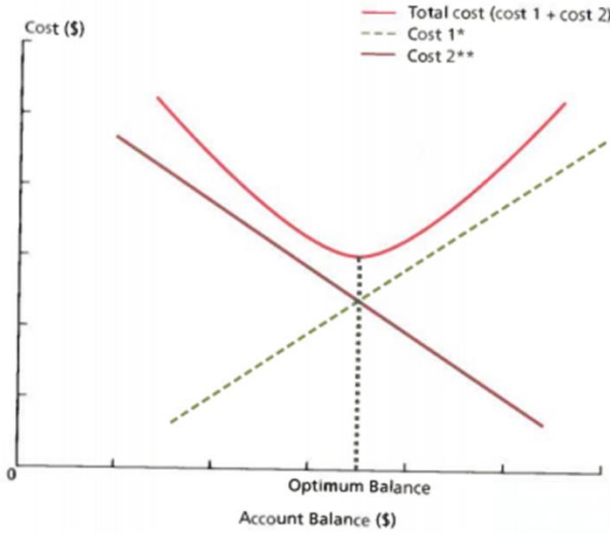
1. دوران المخزون بأسرع ما يمكن مع تجنب "تفاد المخزون" الذي يؤدي إلى خسارة المبيعات.
2. تجميع حسابات القبض في أسرع وقت ممكن دون خسارة المبيعات بسبب استخدام اساليب تحصيل أكثر شدة.
3. دفع الحسابات بأبطأ ما يمكن دون الإضرار بالتصنيف الائتماني للشركة أو دفع رسوم تأخير مرهقة.

4/8 مقايضات التكلفة قصيره الأجل في الإدارة المالية

عند محاولة إدارة حسابات الشركة قصيرة الأجل لتقليل النقد مع تمويل عمليات الشركة بشكل كافٍ ، يجب على المدير المالي التركيز على التكاليف التنافسية. خاصة وان القرارات المتعلقة بالمستويات المثلى لكل من الأصول التشغيلية والتمويل قصير الأجل تنطوي على مقايضات التكلفة. لذلك ، سننظر إلى استراتيجيات قرار الحساب الجاري على أنها محايدة من حيث الإيرادات ، وبالتالي سوف نفحص مقايضات التكلفة فقط من حيث تقليل التكلفة الإجمالية.

تتضمن المستويات المثلى لأصول التشغيل الرئيسية - النقدية والأوراق المالية القابلة للتداول ، والحسابات المدينة ، والمخزون - مقايضات بين تكلفة الاحتفاظ بالأصل التشغيلي وتكلفة الحفاظ على القليل جدًا من الأصل.

يوضح الشكل التالي مقايضات التكلفة والمستوى الأمثل لأصل تشغيلي معين.



من الشكل السابق نجد ان التكلفة 1 هي تكلفة الاحتفاظ بالاصل التشغيلي ، والتي تزداد مع أرصدة حسابات الأصول التشغيلية الأكبر. التكلفة 2 هي تكلفة الاحتفاظ بقليل جدًا من الأصول التشغيلية ، والتي تتناقص مع أرصدة حسابات الأصول التشغيلية الأكبر. التكلفة الإجمالية هي مجموع التكلفة 1 والتكلفة 2 المرتبطة برصيد حساب معين للأصل التشغيلي. كما لوحظ ، يحدث التوازن الأمثل عند النقطة التي يتم فيها تقليل التكلفة الإجمالية.

يوفر الجدول التالي مزيداً من التفاصيل حول التكاليف المحددة لكل أصل تشغيل.

التأثير علي الزيادة في رصيد الحساب

التكلفة 2	التكلفة 1	الأصول التشغيلية	
تكلفة عدم السيولة الملائه الماليه	تكلفة الفرصة البديلة للأموال وتكلفه الضرائب	النقديه والاوراق القابله للتداول في السوق	المخزون
تكاليف الطلب والإعداد المرتبطه بإنتاج السلع تامة الصنع	تكلفة المخزون تشمل تكلفة التخزين،تكلفة التقادم، تكلفة النفاذ.....إلخ		
تكلفة الفرصة البديلة للمبيعات المفقودة بسبب سياسة و / أو شروط ائتمانية شديدة التقييد	تكلفة الاستثمار في الحسابات المدينة والديون المعدومه	الحسابات المدينة	التمويل قصير الأجل
تكاليف التمويل الناتجة عن استخدام تمويل قصير الأجل أقل تكلفة بدلاً من تمويل الديون طويلة الأجل وحقوق الملكية الأكثر تكلفة	تكلفة انخفاض السيولة بسبب زيادة الخصوم المتداولة	حسابات الدفع والمستحقات وأوراق الدفع	

على سبيل المثال ، ضع في اعتبارك النقدية والأوراق المالية القابلة للتداول. مع زيادة رصيد هذه الحسابات ، ترتفع تكاليف الفرصة البديلة وتكاليف الضرائب (التكلفة 1) للأموال المحتفظ بها في الشركة. في الوقت نفسه ، تنخفض تكاليف السيولة والملاءة المالية (التكلفة 2) ؛ فكلما زاد الرصيد النقدي والأوراق المالية القابلة للتداول ، زادت سيولة الشركة وانخفض احتمال إفلاسها. ومن ثم ، فإن الرصيد الأمثل للنقد والأوراق المالية القابلة للتداول هو الذي يقلل من إجمالي هاتين التكاليف المتنافستين.

يمكننا تقييم مفاضلات التكلفة للمخزون والحسابات المدينة بطريقة مماثلة ، باستخدام أوصاف التكلفة الواردة في الجدول وربطها بوظيفتي التكلفة في الشكل. من الواضح ، في جميع الحالات ، أن الانخفاض في رصيد حساب الأصول التشغيلية سيكون له تأثير معاكس.

يتضمن المستوى الأمثل للتمويل قصير الأجل (الحسابات الدائنة والمبالغ المستحقة الدفع وأوراق الدفع) نفس النوع من مقايضات التكلفة كما هو موضح في الشكل السابق للأصول التشغيلية. كما هو مذكور في الجزء السفلي من الجدول السابق ، مع زيادة رصيد التمويل قصير الأجل ، تواجه الشركة تكلفة متزايدة

للسيولة المنخفضة (التكلفة 1). في الوقت نفسه ، تنخفض تكاليف تمويل الشركة (التكلفة 2) ؛ تكاليف التمويل قصير الأجل أقل من بديل استخدام الديون طويلة الأجل وتمويل حقوق الملكية. المبلغ الأمثل للتمويل قصير الأجل هو المبلغ الذي يقلل التكلفة الإجمالية ، كما هو موضح في الرسم البياني في الشكل السابق سيكون لانخفاض رصيد التمويل قصير الأجل آثار عكسية على التكاليف المنافسة.

ينصب التركيز الأساسي للمدير المالي عند إدارة الحسابات الجارية على تقليل التكلفة الإجمالية وبالتالي زيادة قيمة المساهمين. يمكن تقييم كل من أرصدة الحسابات هذه كمياً باستخدام نماذج القرار. يؤكد الجزء المتبقي من هذا الفصل على الأساليب والاستراتيجيات الفعالة للإدارة الفعالة للحسابات الجارية التي يتحمل المدير المالي المسؤولية المباشرة عنها.

5/8 معايير وشروط الحسابات المدينة

تنتج الحسابات المدينة (AR) من شركة تباع منتجاتها أو خدماتها بالائتمان ويتم تمثيلها في دورة التحويل النقدي بمتوسط فترة التحصيل. هذه الفترة هي متوسط طول الفترة من البيع بالائتمان حتى تصبح الدفعة أموالاً قابلة للاستخدام للشركة.

تتكون متوسط فترة التحصيل ACP من جزأين:

الأول ، الأطول بشكل عام ، هي فترة الائتمان. يتم قياسها على أنها الوقت من البيع (أو فواتير العميل) حتى يضع العملاء مدفوعاتهم في البريد.

الثاني هو الوقت الذي يبدأ فيه العملاء في إرسال المدفوعات بالبريد إلى الوقت الذي يكون فيه لدى الشركة أموال قابلة للإنفاق في حسابها المصرفي.

يتضمن الجزء الأول من متوسط فترة التحصيل، إدارة الائتمان المتاح لعملاء الشركة، اما الجزء الثاني يتضمن تلقي المعالجة وتحصيل المدفوعات.

كما هو الحال مع جميع الحسابات المدينة ، تتطلب إدارة المستحقات من المديرين موازنة المصالح المتنافسة. من ناحية أخرى ، يفضل المديرون (بشكل عام مديرو النقد أو الخزنة) تلقي المدفوعات النقدية عاجلاً وليس آجلاً. يؤدي هذا التفضيل إلى شروط ائتمانية صارمة وتنفيذ صارم لتلك الشروط.

من ناحية أخرى ، يمكن للشركات استخدام شروط الائتمان كأداة تسويقية لجذب عملاء جدد (أو لمنع العملاء الحاليين من الانشقاق إلى شركة أخرى). يدعو هذا الهدف إلى شروط ائتمانية أسهل وأكثر مرونة.

من المهم أيضًا أن نفهم أنه في العديد من الشركات ، لا تخضع سياسة الائتمان عمومًا لسيطرة المديرين الماليين (النقد أو الخزانة) ، بل هي جزء من وظائف المبيعات أو خدمة العملاء. بالنسبة للعديد من الشركات التي ترغب في الحفاظ على قدرتها التنافسية ، تعد شروط الائتمان جزءًا ضروريًا من تحديد أسعار البيع النهائية لمنتجاتها وخدماتها.

الإدارة الفعالة للائتمان والحسابات المدينة تتضمن التعاون بين موظفي المبيعات وخدمة العملاء والتمويل والمحاسبة. تشمل مجالات الاهتمام الرئيسية ما يلي:

1. وضع وإبلاغ السياسات العامة للائتمان والتحصيل للشركة.
2. تحديد من يمنح الائتمان ومقدار الائتمان الممنوح لكل عميل.
3. إدارة عملية إعداد الفواتير والتحصيل في الوقت المناسب وبطريقة دقيقة.
4. تطبيق المدفوعات وتحديث حسابات القبض في دفتر الأستاذ.
5. مراقبة حسابات القبض على أساس فردي وإجمالي.
6. متابعة الحسابات المتأخرة وبدء إجراءات التحصيل إذا لزم الأمر.

في الشركة النموذجية ، تتعامل أقسام الائتمان والحسابات المدينة مع معظم هذه المهام. عادة ما تكون إدارة النقد مسؤولة عن إدارة الاستلام الفعلي للمدفوعات. عادةً ما يتعين على مدير النقد أيضًا جمع وتنظيم بيانات التحويل التي يتم إرسالها مع المدفوعات حتى يتمكن من تحديد الفواتير التي تم دفعها.

القرار الأول الذي يجب على الشركة اتخاذه هو ما إذا كانت ستقدم ائتمانًا تجاريًا على الإطلاق. هناك العديد من الأسباب لتقديم الائتمان ، بما في ذلك زيادة المبيعات ، وتلبية الشروط التي يقدمها المنافسون ، وجذب عملاء جدد ، وتوفير الفرص المناسبة بشكل عام.

في بيئة الأعمال التجارية النموذجية ، قد تضطر الشركة إلى تقديم ائتمان تجاري فقط لتوليد المبيعات. هذا هو الحال بشكل خاص بالنسبة لشركة كبيرة تبيع لشركات أصغر ، حيث تحتاج الشركة الأصغر فترة الائتمان من أجل بيع البضائع حتى تتمكن من الدفع للمورد. لن تتمكن الشركة الصغيرة عادةً من الوصول إلى أنواع أخرى من الائتمان ، لذلك إذا لم يقدم المورد ائتمانًا ، فلن يكون هناك بيع.

كما ذكرنا سابقًا ، ترى العديد من الشركات أن الائتمان التجاري وشروط الائتمان مجرد امتداد لسعر البيع. قد يستخدمون

شروط الائتمان لتحفيز العملاء أو التنافس مع الموردين الآخرين. في كثير من الحالات ، تملي ممارسات الصناعة ما إذا كانت الشركات تقدم الائتمان وبأي شروط.

مجرد أن تقرر الشركة تقديم ائتمان تجاري ، يجب عليها بعد ذلك القيام بما يلي:

1. تحديد معايير الائتمان الخاصة بها: من الذي يتم تقديم الائتمان اليه وكميته؟

2. حدد شروط الائتمان الخاصة به: ما هي المدة التي يتعين على العملاء الدفع خلالها، وهل يتم تقديم أي خصومات للدفع المبكر؟

3. تطوير سياسة التحصيل: كيف يجب التعامل مع الحسابات المتأخرة؟

4. مراقبة حسابات القبض الخاصة بالشركة على أساس فردي وإجمالي، وتحديد وضع كل عميل والجودة العامة للحسابات المدينة؟

بالإضافة إلى ذلك ، يجب أن يكون لدى الشركة إجراءات طلب نقدي فعالة مطبقة .

6/8 تغيير معايير الائتمان

الغالبية العظمى من مبيعات الشركات تتم عن طريق الائتمان. وبالتالي ، من الناحية العملية ، من المهم فهم كيفية تأثير إنشاء معايير الائتمان وتغييرها على المبيعات والتكاليف والتدفقات النقدية الإجمالية لشركة معينة.

كما ناقشنا سابقًا ، من الضروري أن تقيّم الشركات بدقة الجدارة الائتمانية للعملاء الأفراد الذين يشترون بالائتمان. هذا لا يعني أن الشركة يجب أن تقدم الائتمان فقط للعملاء الذين هم على يقين من سداد ديونهم. إن اتباع مثل هذه الإستراتيجية المتحفظة بشكل مفرط سيكلف الشركة الكثير من المبيعات المربحة ، خاصة إذا كانت الممارسة الصناعية ستصبح أكثر سخاء في تقديم الائتمان.

بدلاً من ذلك ، يجب على الشركة أن تقبل درجة من مخاطر التخلف عن السداد من أجل زيادة المبيعات - ولكن ليس لدرجة أن الأرباح الإضافية من المبيعات تغمرها استثمارات حسابات القبض الإضافية والديون المعدومة.

عادة ما يقع قرار تغيير شروط الائتمان على عاتق قسم المبيعات أو خدمة العملاء. ومع ذلك ، عادة ما يكون المدير المالي

مسؤولاً عن تقدير التدفق النقدي والأثر المالي للتغيير المقترح في معايير الائتمان.

لحسن الحظ ، فإن قياس التأثير المالي العام للتغيرات في معايير الائتمان واضح إلى حد ما. من المرجح أن يؤدي أي تغيير إلى فوائد وتكاليف ؛ يعتمد قرار تغيير المعايير على ما إذا كانت الفوائد تتجاوز التكاليف.

حيث سيؤدي تخفيف معايير الائتمان بشكل عام إلى زيادة مبيعات الوحدة وأرباح إضافية (يفترض الربح الإضافي من معايير الائتمان الميسرة أن كل وحدة يتم بيعها بهامش مساهمة إيجابي).

وهامش المساهمة هو سعر المنتج لكل وحدة مطروحاً منه التكاليف المتغيرة لكل وحدة وبالتالي فهو المقياس المباشر لإجمالي الربح لكل وحدة مبيعة.) ، سيؤدي تخفيف معايير الائتمان أيضاً إلى زيادة التكاليف من الاستثمار الإضافي في حسابات القبض ونفقات الديون المعدومة الإضافية.

سيؤدي تشديد معايير الائتمان بشكل عام إلى انخفاض الاستثمار في حسابات القبض وانخفاض مصروفات الديون المعدومة على حساب انخفاض المبيعات والأرباح. من الأسهل توضيح كيفية حساب التأثير الصافي لتغيير معايير الائتمان بإعطاء مثال.

مثال :

شركة Yeoman (YMC) الصناعية تنتج وتبيع منظم أقراص مضغوطة لمتاجر الموسيقى على مستوى الدولة. تتقاضى YMC رسوماً قدرها 20 دولاراً / وحدة وجميع مبيعاتها على أساس الائتمان ، مع اختيار العملاء للحصول على ائتمان على أساس عملية التسجيل.

من خلال معايير الائتمان الحالية ، تتوقع YMC بيع 120.000 وحدة خلال العام المقبل ، مما يحقق مبيعات إجمالية قدرها 2400.000 دولار (120.000 وحدة × 20 دولاراً / وحدة). التكاليف المتغيرة هي 12 دولاراً / وحدة ، ولدى YMC تكاليف ثابتة قدرها 240.000 دولار في السنة.

تفكر YMC في تخفيف معاييرها الائتمانية وتتوقع التأثيرات التالية: زيادة بنسبة 5% في المبيعات إلى 126000 وحدة. زيادة متوسط فترة التحصيل من 30 يوماً (المستوى الحالي) إلى 45 يوماً ؛ وزيادة في مصاريف الديون المعدومة من 1% (المستوى الحالي) إلى 2% من المبيعات.

تخطط YMC للحفاظ على سعر بيع المنتج دون تغيير عند 20 دولارًا / وحدة ، مما يعني أن إجمالي المبيعات سيرتفع إلى 2.520.000 دولار (126000 وحدة × 20 دولارًا / وحدة).

المطلوب : إذا كان العائد المطلوب للشركة على الاستثمارات ذات المخاطر المتساوية هو 12% ، فهل يجب على YMC أن تخفف من معاييرها الائتمانية؟

لاتخاذ هذا القرار ، يجب على مديري YMC حساب:

(1) مقدار الأرباح التي ستزيد من المبيعات الإضافية التي من المتوقع أن تحققها معايير الائتمان المربحة ؛

(2) تكلفة الاستثمار الهامشي في الحسابات المدينة؛

(3) تكلفة الديون المعدومة الهامشية؛

(4) ما إذا كانت الفوائد المالية تتجاوز التكاليف.

(1) هامش الربح من المبيعات.

نحن نفترض أن زيادة حجم المبيعات بنسبة 5% لن تؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة لشركة YMC. وبالتالي ، نحن بحاجة إلى حساب التغييرات في الإيرادات والتكاليف المتغيرة فقط. على وجه التحديد ، يمكننا حساب الزيادة الهامشية في الأرباح حيث :

هامش الربح من الزيادة في المبيعات = Δ المبيعات $\times$ هامش المساهمة

$$\Delta = \text{المبيعات} \times (\text{سعر البيع} - \text{التكلفة المتغيرة للوحدة})$$

حيث: Δ المبيعات: التغير في الوحدات المباعة نتيجة التغير في السياسة الائتمانية.

$$\text{هامش الربح من زيادة المبيعات} = 6000 \text{ وحدة} \times (\$20 - \$12)$$

$$= 6000 \text{ وحدة} \times \$8 = \$48000 \text{ دولار}$$

(2) تكلفة هامش الاستثمار في الحسابات المدينة:

لتحديد تكلفة هامش الاستثمار في الحسابات المدينة ، يجب علينا حساب تكلفة تمويل المستوى الحالي للحسابات المدينة ومقارنتها بالتكلفة المتوقعة بموجب معايير الائتمان الجديدة.

وهنا يجب علينا أولاً حساب مقدار استثمار YMC حالياً في حسابات القبض بناءً على مبيعاتها السنوية الحالية ، والتكاليف المتغيرة. ومعدل دوران حسابات القبض. ثم نكرر هذه العملية لمستوى المبيعات المتوقع أن ينتج عن تغيير في معايير الائتمان.

مع ملاحظة انه يتم استخدام التكاليف المتغيرة في حساب الاستثمار في حسابات القبض لأن هذه هي المصروفات النقدية الفعلية للشركة المتكبدة (والمقيدة في الحسابات المدينة).

$$\frac{\text{التكلفة المتغيرة الكلية للمبيعات الحالية}}{\text{معدل دوران الحسابات المدينة}} = \text{متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة (AIAR)}$$

$$\text{التكلفة المتغيرة الكلية للمبيعات الحالية (TVC)} = \text{الوحدات المباعة سنوياً} \times \text{تكلفة الوحدة المتغيرة.}$$

$$\frac{365}{\text{متوسط فتره التحصيل}} = \text{معدل دوران الحسابات المدينة (TOAR)}$$

يمكننا استخدام هذه المعادلات لحساب متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة (AIAR) لمعايير الائتمان الحالية و AIAR المقترحة:

أولاً ، نحسب التكلفة الإجمالية المتغيرة (TVC) للمبيعات السنوية وفقاً لمعايير الائتمان الحالية ، TVC والخطوة المقترحة ، TVC .

$$\text{التكلفه الاجماليه المتغيره للمبيعات السنويه} =$$

$$120000 \text{ وحده} \times \$ 12 = \$ 1.440.000$$

$$\text{التكلفه الاجماليه المتغيره للمبيعات المتوقعه} =$$

$$126000 \text{ وحده} \times \$ 12 = \$ 1.512000$$

بعد ذلك ، نلاحظ أنه من المتوقع أن يرتفع متوسط فترة التحصيل البالغة 30 يومًا بموجب الخطة الحالية ، إلى 45 يومًا بموجب الخطة المقترحة. في ضوء ذلك يمكننا حساب معدل دوران حسابات القبض المستحقة (TOAR) في إطار شروط الائتمان الحالية ، TOAR ، والمقترحة ، TOAR ، كما يلي :

$$\frac{365}{\text{متوسط فترة التحصيل}} = \text{معدل دوران الحسابات المدينة المستحقة الحالية (TOAR)}$$

$$12.2 \text{ مرة} = \frac{365}{30}$$

$$8.1 \text{ مرة} = \frac{365}{45} = \text{معدل دوران الحسابات المدينة المستحقة المتوقعة (TOAR)}$$

تشير مقاييس معدل الدوران هذه إلى أنه إذا خففت YMC من معاييرها الائتمانية ، فسوف يتباطأ تسليم حساباتها المدينة من 12.2 مرة في السنة إلى 8.1 مرة في السنة. من الواضح أن هذا التباطؤ يرجع إلى البطء بشكل عام في دفع العملاء مبالغ الائتمان الإضافية الناتجة عن معايير الائتمان الميسرة.

لدينا الآن جميع المدخلات المطلوبة لحساب متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة الحالية والمتوقعة.

التكلفة الاجماليه المتغيره الحاليه	= متوسط الاستثمار في الحسابات الحاليه
معدل دوران حسابات القبض	
المستحقه الحاليه	

$$1.440000$$

$$\$ 118.033 = \frac{1.440000}{12.2}$$

التكلفة الاجماليه المتغيره المتوقعة	= متوسط الاستثمار في الحسابات المتوقعة
معدل دوران حسابات القبض	
المستحقه المتوقعة	

$$1.512.000$$

$$\$ 186.667 = \frac{1.512.000}{8.1}$$

من خلال هذه الإجراءات، يمكننا الآن تحديد تكلفة هامش الاستثمار في حسابات القبض ويعكس ذلك هامش الاستثمار في حسابات القبض المطلوبة لدعم التغيير المقترح في سياسة الائتمان مضروباً في العائد المطلوب على الاستثمار.

تكلفة هامش الاستثمار في الحسابات المدينة =

الاستثمار الاضافي × العائد المطلوب

= (متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة المتوقعه -

متوسط الاستثمار في الحسابات المدينة الحالية) × العائد =

$$\$8.236 = 0.12 \times 68.634 = 0.12 \times (118.003 - 186.667)$$

هذه القيمة البالغة \$ 8236 هي تكلفة اعتماد معايير

الائتمان الميسرة ؛ يمثل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار \$ 68.634

إضافيًا في حسابات القبض بدلاً من استثمار هذه الأموال في أصل آخر يحقق ربحًا.

(3) تكلفة الديون المدومة الهامشية:

تتوقع YMC أن تخفيف معايير الائتمان الخاصة بها سيزيد

من مصاريف الديون المدومة من 1٪ إلى 2٪ من المبيعات. يمكننا

حساب تكلفة ذلك عن طريق طرح المستوى الحالي لمصروفات الديون

المدومة من المستوى المتوقع لمصروفات الديون المدومة بموجب

معايير الائتمان الجديدة المقترحة. كما يلي :

الديون المعدومه المتوقعه =

المبيعات المتوقعه × معدل الديون المعدومه المتوقعه

$$\$ 50.400 = 0.02 \times 2.520.000 =$$

الديون المعدومه الحاليه =

المبيعات الحاليه × معدل الديون المعدومه الحاليه

$$\$ 24.000 = 0.01 \times 2.400.000 =$$

تكلفة هامش الديون المعدومه =

معدل الديون المعدومه المتوقع - معدل الديون المعدومه

الحالي

$$\$ 26.400 = 24.000 - 50.400 =$$

(4) صافي الربح لقرار الائتمان:

الآن وقد قمنا بحساب الفوائد المالية الفردية وتكاليف تغيير

معايير الائتمان الخاصة بشركة YMC ، يمكننا حساب صافي الربح

الإجمالي لقرار الائتمان.

صافي الربح لقرار الائتمان =

هامش الربح من الزيادة في المبيعات - تكلفه هامش
الاستثمار في الحسابات المدينة - تكلفة هامش الديون المعدومة.

$$\$ 13.364 = 26.400 - 8.236 - 48.000 =$$

نظرًا لأنه من المتوقع أن يؤدي تخفيف معايير الائتمان الخاصة بشركة YMC إلى زيادة أرباحها بمقدار 13364 دولارًا ، يجب على الشركة تنفيذ التغيير المقترح. سيعوض هامش الربح من المبيعات الإضافية التكلفة الإجمالية لهامش الاستثمار في حسابات القبض وهامش الديون المعدومة .

7/7 شروط الائتمان

شروط الائتمان هي شروط البيع للعملاء ، يعني شرط صافي 30 يوم أن العميل أمامه 30 يومًا من بداية فترة الائتمان لدفع مبلغ الفاتورة بالكامل. تقدم بعض الشركات خصومات نقدية بشروط ، مثل 10/2 صافي 30. تعني هذه الشروط أن العميل يمكنه الحصول على خصم نقدي بنسبة 2٪ من مبلغ الفاتورة إذا تم السداد خلال فترة الخصم النقدي التي تبلغ 10 أيام ، أو يمكن للعميل دفع كامل مبلغ الفاتورة خلال فترة الائتمان التي تبلغ 30 يومًا.

تؤثر طبيعة عمل الشركة على شروط الائتمان العادية. على سبيل المثال ، الشركة التي تباع سلعًا قابلة للتلف سيكون لها شروط ائتمانية قصيرة جدًا لأن عناصرها قليلة. ستقدم هذه الشركات عادةً فترات قصيرة للعميل خلالها يقوم بالدفع.

قد تصمم شركة تعمل في مجال موسمي شروطها لتناسب دورات الصناعة. كذلك يرغب معظم المديرين في أن تكون شروط الائتمان العادية لشركاتهم متوافقة مع معايير الصناعة. ستخسر الشركة الأعمال إذا كانت شروطها أكثر تقييدًا من تلك الخاصة بمنافسيها ، وإذا كانت شروطها أقل تقييدًا من تلك الخاصة بمنافسيها ، فإنها ستجذب عملاء ذوي وضع مالي سيئ، الذين ربما لا يستطيعون الدفع وفقًا لشروط الصناعة القياسية.

الطريقة الشائعة المستخدمة لخفض استثمار الشركة في حسابات القبض هي تضمين خصم نقدي في شروط الائتمان. يوفر الخصم النقدي حافزًا نقديًا للعملاء للدفع عاجلاً. من خلال تسريع عمليات التحصيل ، سيؤدي الخصم إلى تقليل استثمار الشركة في حسابات القبض .

لكن الخصم سيقبل أيضًا من الربح لكل وحدة لأن العميل يدفع أقل من مبلغ الفاتورة الكامل. يجب أن يؤدي الخصم النقدي أيضًا إلى

تقليل الديون المدومة (لأن العملاء سيدفعون عاجلاً) ويجب أن يزيد حجم مبيعات الوحدة (لأن العملاء الذين يأخذون الخصم النقدي يدفعون سعرًا أقل للمنتج).

كذلك يجب على الشركات التي تفكر في تقديم خصم نقدي إجراء تحليل التكلفة والعائد لتحديد ما إذا كان الخصم يحقق أرباحًا كافية أم لا.

مثال

تمتلك شركة Masson متوسط فترة تحصيل يبلغ 45 يومًا: 37 يومًا حتى يضع العملاء مدفوعاتهم في البريد ؛ و 8 أيام أخرى لاستلام ومعالجة وتحصيل المدفوعات. يفكر Masson في تغيير شروط الائتمان الخاصة به من صافي 30 إلى 10/2 صافي 30. ومن المتوقع أن يؤدي التغيير إلى تقليل متوسط فترة التحصيل إلى 26 يومًا.

تبيع Masson حاليًا 1200 وحدة من منتجاتها مقابل 2500 دولار لكل وحدة. تكلفتها المتغيرة لكل وحدة هي 2000 دولار. وتضع الشركة تقديرًا بأن 70٪ من عملائها سيحصلون على خصم 2٪ وأن تقديم الخصم سيزيد المبيعات بمقدار 50 وحدة سنويًا ولكنه لن يغير نسبة الديون المدومة لهذا المنتج.

تكلفة الفرصة البديلة لشركة Masson للأموال المستثمرة
في حسابات القبض هي 13.5% سنويًا.

المطلوب : هل يجب أن تقدم الشركة الخصم النقدي المقترح؟

يوضح تحليل التكلفة والعائد ، المعروض في الجدول التالي

، أن صافي تكلفة الخصم النقدي يبلغ \$ 2846 . وبالتالي ، لا
ينبغي على Masson تنفيذ الخصم النقدي المقترح.

تحليل تقديم خصم نقدي في شركة Masson

\$ 25.000 295.890 (-) (+) 178.082 (=) <u>117.808</u> 15.904 (-) <u>43.750</u> (2.846) =		هامش الربح من زيادة المبيعات 50وحدة × (2500 - 2000)
		الاستثمار الحالي في الحسابات المدينة ÷ 45) × (1200 وحده) × \$ 2000
		(365
		صافي الاستثمار في الحسابات المدينة ÷ 26) × (1250 وحده) × \$ 2000
		(365
		تقليل الاستثمار في الحسابات المدينة
		تكلفة الاحتفاظ من تقليل الاستثمار في الحسابات المدينة (117.808 × 0.135)
		تكلفة الخصم النقدي (0.70 × 1.250 × \$ 2.500 × 0.02)
	صافي الربح(التكلفه) من الخصم النقدي المقترح	

ونلاحظ في الجدول السابق :

- عند تحليل الاستثمار في حسابات القبض ، نستخدم التكلفة المتغيرة 2000 دولار للمنتج المباع ، بدلاً من سعر البيع البالغ 2500 دولار ، لأن التكلفة المتغيرة تمثل المصروفات النقدية الفعلية للشركة المتكبدة والمقيدة في الحسابات المدينة.
- يتم تقييد الاستثمار الجديد في حسابات القبض لمدة 26 يومًا فقط بدلاً من 45 يومًا بموجب الشروط الأصلية. ويتم حساب 26 يومًا كما يلي :

$$26 \text{ يومًا تقريبًا} = 10 \times 0.70 + (37 \times 0.30) + 8 \text{ أيام}$$

- تبلغ تكلفة فرصة Masson البديلة للأموال 13.5٪ سنويًا.

8/8 سياسة التحصيل

يجب أن تحدد الشركة سياسة التحصيل الخاصة بها وكيف ستنفذ هذه السياسة. كما هو الحال مع معايير وشروط الائتمان ، قد يكون نهج المجموعات وظيفية من وظائف الصناعة والبيئة التنافسية أداة جيدة للعديد من الحسابات المتأخرة، حيث قد يؤدي تذكير أو خطاب نموذجي أو مكالمة هاتفية أو زيارة شخصية إلى بدء العمل

في الدفع ، كحد أدنى ، يجب على الشركة عمومًا تعليق المزيد من المبيعات للعميل حتى يتم سداد الحسابات المتأخرة.

إذا فشلت هذه الإجراءات في تحريك مدفوعات العميل ، فقد يكون من الضروري التفاوض مع العميل بشأن المبالغ التي تجاوزت موعد استحقاقها وإبلاغ مكاتب الائتمان.

من الممكن أن تكون الشركة قد باعت البضائع بامتياز ، أو حصلت على تعهد بضمان مقابل الحساب ، أو حصلت على ضمانات شخصية أو مؤسسية أخرى من العميل. في هذه الحالات ، يجب على الشركة الاستفادة من هذه الخيارات للحصول على المبالغ مستحقة الدفع.

بشكل عام كحل أخير ، يمكن تحويل الحساب إلى وكالة تحصيل أو إحالته إلى محامٍ لاتخاذ إجراء قانوني مباشر. من الواضح أنه يجب إجراء تحليل التكلفة والعائد في كل مرحلة لمقارنة تكلفة إجراءات التحصيل الإضافية مقابل تكلفة مجرد شطب الحساب كدين معدوم.

9/8 مراقبة الائتمان

تتضمن مراقبة الائتمان مراجعة مستمرة لحسابات القبض على الشركة لتحديد ما إذا كان العملاء يدفعون وفقًا لشروط الائتمان المحددة. وإذا كان العملاء لا يدفعون في الوقت المحدد ، فإن مراقبة الائتمان سوف تنبه الشركة بالمشكلة.

يجب على الشركات مراقبة الائتمان على أساس فردي وإجمالي. المراقبة الفردية ضرورية لتحديد ما إذا كان كل عميل يدفع في الوقت المناسب ولتقييم ما إذا كان العميل ضمن حدود الائتمان الخاصة به.

تشير مراقبة الائتمان على أساس إجمالي إلى الجودة الشاملة لحسابات قبض الشركة. حيث تعتبر المدفوعات البطيئة مكلفة للشركة لأنها تزيد من متوسط فترة التحصيل وبالتالي استثمار الشركة في حسابات القبض.

إذا كانت الشركة تستخدم أيضًا حساباتها المدينة كضمان للحصول على قرض، فستستبعد المؤسسة المقرضة عمومًا أي حسابات فات موعد استحقاقها من تلك المستخدمة كحسابات احتياطية لحد الائتمان، لذلك فإن التغييرات في حسابات القبض

المستحقة بمرور الوقت يمكن أن تقلل من السيولة الإجمالية للشركة وتزيد من الحاجة إلى تمويل إضافي.

وتتمثل الأساليب الثلاثة الأكثر تكرارًا لمراقبة الجودة الشاملة للحسابات المدينة هي:

(1) متوسط فترة التحصيل ؛

(2) تقادم الحسابات المدينة.

(3) مراقبة أنماط الدفع.

(1) متوسط فترة التحصيل

يعد متوسط فترة التحصيل (ACP) ، هو المكون الثاني لدورة التحويل النقدي. كما هو مذكور في بداية الفصل، فإنه يمثل متوسط عدد الأيام التي تكون فيها مبيعات الائتمان معلقة. يتكون متوسط فترة التحصيل من عنصرين:

(1) الوقت من البيع حتى قيام العميل بالدفع في البريد

(2) وقت استلام ومعالجة وتحصيل المدفوعات بمجرد

إرسالها بالبريد من قبل العميل.

ويمكن تحديد متوسط فترة التحصيل كما يلي :

حسابات القبض

متوسط فترة التحصيل

متوسط المبيعات في اليوم

إذا افترضنا أن الإيصال والمعالجة ووقت التحصيل ثابت ، فإن متوسط فترة التحصيل يخبر الشركة بعدد الأيام (في المتوسط) التي يستغرقها العملاء لدفع حساباتهم. عند تطبيق هذه الصيغة ، يجب أن يكون المحللون متسقين في استخدامهم لفترة المبيعات ويجب أن يتكيفوا مع التقلبات الموسمية المعروفة.

مثال

لدى شركة SCOFIELD رصيد حسابات القبض \$ 1.200.000. بلغت المبيعات خلال التسعين يوماً الماضية \$ 3.600.000 لمتوسط رقم مبيعات يومي قدره \$ 40.000. وعلى ذلك

$$30 \text{ يوم} = \frac{\$ 1.200.000}{\$ 40.000}$$

متوسط فترة التحصيل

ومع ذلك ، لاحظ أحد المحللين في SCOFIELD أن المبيعات قد زادت مؤخرًا ، حيث بلغ متوسط المبيعات على مدار الثلاثين يومًا الماضية \$ 45000 في اليوم. بناءً على ذلك تصبح :

	1.200.000	
متوسط فترة التحصيل	\$	= 26.7 يوم
	\$ 45.000	

يسمح متوسط فترة التحصيل للشركة بتحديد ما إذا كانت هناك مشكلة عامة في حساباتها المدينة. ومع ذلك ، يمكن لمتوسط فترة التحصيل ACP أيضًا إرسال إشارات مضللة عندما تتقلب المبيعات اليومية.

في المثال السابق ، افترض أن شروط ائتمان SCOFIELD هي صافي 25 يوم. يؤدي استخدام الشهر الأخير لحساب متوسط المبيعات اليومية إلى متوسط فترة تحصيل يبلغ 26.7 يومًا ، وهو ما يكون صحيحًا وفقًا للهدف نظرًا لشروط ائتمان SCOFIELD.

ومع ذلك ، فإن استخدام متوسط المبيعات اليومية على مدار الأشهر الثلاثة الماضية يؤدي إلى فترة تحصيل أطول تبلغ 30 يومًا.

لذلك ، عند استخدام هذه النسبة لتقييم أداء قسم التحصيل ، يجب أن يكون المحللون على دراية بتأثير تقلبات المبيعات على حساباتهم.

(2) تقادم الحسابات المدينة

إذا اعتقدت الشركة أن لديها مشكلة في التحصيل ، فإن الخطوة الأولى في تحليل المشكلة هي تقادم حسابات القبض المستحقة. ومن خلال القيام بذلك ، يمكن للشركة تحديد ما إذا كانت المشكلة موجودة في حساباتها المدينة بشكل عام أو أنها تعزى إلى عدد قليل من الحسابات المحددة أو إلى فترة زمنية معينة.

ومن جهة أخرى يتطلب تقادم الحسابات المدينة أن تقوم الشركة بتقسيم حساباتها المدينة إلى مجموعات بناءً على وقت المنشأ. حيث يؤدي التقادم وجود أجزاء من إجمالي رصيد حسابات القبض المستحقة التي ظلت معلقة لفترات زمنية محددة. ويحدث التوقف عادةً على أساس شهر بشهر ، وربما إلى ثلاثة أو أربعة أشهر.

الغرض من تحديد مدي تقادم الحسابات المدينة هو السماح للشركة بتحديد المشاكل المرتبطة بذلك، على سبيل المثال، إذا كانت الشركة التي لديها شروط متوسط فترة تحصيل صافي 30 (مطروحًا منها الاستلام والمعالجة ووقت التحصيل) 50 يومًا ، فستحتاج إلى

تقادم حساباتها المدينة إذا كان عمر غالبية الحسابات شهرين، فإن الشركة تواجه مشكلة عامة ويجب أن تراجع عمليات حسابات القبض الخاصة بها.

إذا أظهر التقادم أن الشركة تجمع معظم الحسابات في حوالي 35 يوماً وأن عددًا قليلاً من الحسابات فات موعد استحقاقها بشكل كبير ، فيجب على الشركة تحليل ومتابعة تحصيل تلك الحسابات المحددة المتأخرة.

كذلك إذا كان لدى الشركة نسبة عالية بشكل غير طبيعي من الحسابات المستحقة التي بدأت في شهر معين ، فقد يُعزى ذلك إلى حدث معين خلال تلك الفترة الزمنية ، مثل التعاقد مع ائتمان جديد أو بيع منتج دون المستوى المطلوب يتنازع العميل على جودته مما استدعي تأجيل الدفع.

يقدم الجدول التالي مثلاً على جدول التقادم. إذا كانت شروط الائتمان المعلنة للشركة في هذا المثال صافي 60 يوماً ، فإن جدول التقادم سيخبرنا أن 80% من مستحقات الشركة جارية & 20% فات موعد استحقاقها.

نموذج لجدول تقادم الحسابات المدينة

عمر الحساب	الحسابات المدينة	نسبة الحسابات المدينة
صفر- 30 يوم	\$ 1.200000	50%
31- 60 يوم	720000	30%
61- 90 يوم	336000	14%
91- إلخ	144000	6%
إجمالي الحسابات المدينة	2.400000	100%

(3) مراقبة نمط الدفع:

يعد متوسط فترة التحصيل وتقادم الحسابات المدينة تقنيات مراقبة ممتازة عندما تكون المبيعات ثابتة نسبياً. ومع ذلك ، بالنسبة للشركات الدورية أو النامية ، من المحتمل أن توفر كلا التقنيتين نتائج مضللة.

على سبيل المثال ، يقسم متوسط فترة التحصيل رصيد حسابات القبض على متوسط المبيعات اليومية. إذا تم قياس رصيد الحسابات المدينة خلال فترة المبيعات المرتفعة لشركة دورية ، فسيتم تشويه متوسط فترة التحصيل بسبب ذروة المبيعات الدورية.

نمط الدفع هو التوقيت العادي الذي يدفع فيه عملاء الشركة حساباتهم ؛ يتم التعبير عنها كنسبة مئوية من المبيعات الشهرية المحصلة في كل شهر بعد البيع. كل شركة لديها نمط يتم فيه دفع مبيعات الائتمان الخاصة بها. إذا تغير نمط الدفع ، يجب على الشركة مراجعة سياساتها الائتمانية.

يؤدي استخدام نمط دفع العميل للشركة إلى تجنب مشاكل المبيعات الدورية أو المتزايدة عند مراقبة الحسابات المستحقة الدفع. تتمثل إحدى طرق تحديد نمط الدفع في تحليل مبيعات الشركة والمجموعات الناتجة على أساس شهري. أي بالنسبة لمبيعات كل شهر ، تحسب الشركة المبلغ المحصل في شهر البيع وكل شهر من الأشهر التالية.

من خلال تتبع هذه الأنماط على مدار فترة زمنية ، يمكن للشركة تحديد متوسط نمط مجموعاتها باستخدام إما جدول بيانات أو تحليل الانحدار. بالنسبة لمعظم الشركات ، تميل هذه الأنماط إلى الاستقرار إلى حد ما بمرور الوقت حتى مع تقلب أحجام المبيعات. مثال:

حددت شركة DJM الصناعية أنها تجمع في المتوسط 10% من مبيعات الائتمان في شهر البيع & 60% في الشهر الذي

يلي البيع & 30٪ المتبقية في الشهر الثاني بعد البيع. وبالتالي ، إذا كانت المبيعات لشهر يناير 200000 \$ ، فإن الشركة تتوقع جمع 20000 \$ في يناير ، و 120.000 \$ في فبراير ، والمبلغ المتبقي 60.000 \$ في مارس. يوضح الجدول التالي مثلاً على هذا النهج ، والذي يمكن توسيعه لتطوير جزء المقبوضات النقدية من الميزانية النقدية.

المجموعات المتوقعة لشركة DJM الصناعية باستخدام مراقبة نمط الدفع

المبيعات المتوقعة	يناير	فبراير	مارس	ابريل	مايو
يناير 200000	\$20000	120.000	60.000		
فبراير 150000		15.000	90.000	45.000	
مارس 300000			30.000	180.000	90.000
ابريل 400000				40000	240000
مايو 250000					25000
إجمالي مجموعات المشروع للميزانية النقدية			180000	265000	355000

ملاحظات: تم إنشاء هذا الجدول على أساس افتراض أن الشركة تجمع 10٪ من مبيعات كل شهر في شهر البيع ، و 60٪ في الشهر الذي يلي البيع ، و 30٪ المتبقية في الشهر الثاني بعد البيع.

يوفر العمود الأول المبيعات المتوقعة لكل شهر، إجمالي
الأعمدة المتبقية تعكس التدفقات النقدية الفعلية لكل شهر. في
التطبيق الواقعي ، سيتم تضمين المجموعات المتبقية من الربع الأخير
من العام السابق لإكمال التدفقات النقدية المتوقعة في يناير وفبراير.

الفصل التاسع

كيفية تقييم الأسهم

How to value stocks

بعض التعريفات المتعلقة بالتدفقات النقدية:

يعتقد العديد من أعضاء مجالس إدارة الشركات والمديرون التنفيذيون والمتخصصون في علوم الاقتصاد أن الأولوية رقم واحد في أي نشاط تجاري هي تحقيق أموالٍ لحملة الأسهم، وأن الأرباح الأكثر مفضلة على الأرباح الأقل.

يجب أن يكون الهدف من الإدارة إسعاد حملة الأسهم من خلال بيع منتجاتٍ وخدماتٍ حقيقية وتحقيق أرباحٍ حقيقية نقدية، وليس من خلال تليفق إيراداتٍ مزيفةٍ وهمية ولا من خلال الإعلان عن أرباحٍ خيالية وليس من خلال استخدام عمليات محاسبية مبالغ فيها أو مزيفة لدفع ودعم أسعار الأسهم بصورة زائفة. إذا نجحت الإدارة في مهمتها وقامت بخلق نشاطٍ مربحٍ ومدار بطريقة جيدة، فإن سعر سهم الشركة يجب أن يرتفع، ويجب أن تكافأ الإدارة عندئذٍ بشكلٍ مناسب. سوف يصبح المديرون الذين كان أدائهم ضعيفاً مستشارين، وسوف يتركون الشركة بهدوء. وإذا حاول المديرون إثراء أنفسهم على حساب ضرر الدائنين وحملة الأسهم من خلال التلاعب بالقواعد وخرق القوانين، فإنه يجب أن ينتهي بهم المطاف في السجون.

دخل التشغيل، ومصروفات التشغيل، وصافي ربح التشغيل:

كيف تحقق المؤسسة أرباحاً؟ إنها تقوم بتطوير وتشغيل خطوط إنتاج، وتقوم بتصنيع المنتجات أو تقديم الخدمات، ثم تقوم بتحقيق إيراداتٍ من منتجاتها وخدماتها لطرفٍ آخر. وحين تقوم الشركة بتحقيق إيراداتٍ فإنها تتحمل مصروفات تشغيل مثل تكاليف البضاعة المباعة (والتي تتضمن تكاليف إهلاك المصروفات المصنوع والمعدات)، ومصروفات مبيعات، ومصروفات عامة وإدارية، وتكاليف بحث وتطوير.

$$\text{مصروفات التشغيل} = \text{تكاليف البضاعة المباعة} + \text{مصروفات مبيعات} + \text{مصروفات عامة وإدارية} + \text{مصروفات البحث والتطوير}$$

ويأمل حملة الأسهم أن تكون إيرادات الشركة أكبر من المصروفات المرتبطة بالمصروفات التي حققت هذه الإيرادات. ويُطلق على الفرق بين إيرادات تشغيل إحدى الشركات ومصروفات التشغيل الدخل من التشغيل أو صافي دخل التشغيل.

$$\text{صافي دخل التشغيل} = \text{إيرادات التشغيل} - \text{مصروفات التشغيل}$$

كيف يمكن قياس صافي ربح التشغيل؟ إنه الدخل الذي يتم تحقيقه من العمليات المستمرة للشركة، ومن المفترض أنه يعكس القدرة على تحقيق إيراداتٍ في المستقبل، والتزامات أو احتياجات المصروفات لأنشطة التشغيل التي تمثل العمليات المستمرة للشركة. ويعتبر صافي ربح التشغيل هو الدخل الذي تحققه الشركة من عملياتها المستمرة دون الأخذ في الحسبان مدفوعات الضرائب على دخل العوائد الخاصة بالشركة ومدفوعات الفائدة على إصدارات الديونية الخاصة بالشركة، أو المدفوعات الصادرة في شكل

توزيعات أرباح على الأسهم المميزة. وبالنسبة لشركات التصنيع والتكنولوجيا، لا يحتسب الدخل القادم من الفوائد والدخل القادم من الاستثمار والأرباح أو الخسائر غير العادية والدخل من العمليات غير المستمرة ضمن صافي ربح التشغيل.

عند تقييم أحد الأسهم، يهتم المستثمرون جدًا بالإيرادات ومصروفات التشغيل وصافي أرباح التشغيل. ويعد هامش صافي ربح التشغيل مقياسًا مهمًا للتدفقات النقدية، والذي يساعد في قياس وتقدير ربحية الشركة المستمرة من التشغيل. والمعادلة الخاصة بهامش صافي ربح التشغيل هي:

$$\text{هامش صافي ربح التشغيل} = \text{صافي ربح التشغيل} + \text{الإيرادات}$$

وكمثال، دعنا نلق نظرةً على الإيرادات والمصروفات، ودخل التشغيل الخاصة بمؤسسة ميكروسوفت. تعتبر هذه الشركة اللاعب المهيمن في سوق البرامج للحاسبات الشخصية. وتزود أنظمة التشغيل الخاصة بالشركة والتي تشمل نظام التشغيل DOS وكل برامج النوافذ ما يزيد عن 85% من الأجهزة المستخدمة حاليًا. وتقوم الشركة أيضًا بتطوير وتسويق التطبيقات الأكثر مبيعًا في العالم - ومنها: مجموعة برامج MS Office. وتعتبر الشركة أيضًا أكبر موردٍ للخدمات والبرامج لشبكة الإنترنت من خلال برنامجها Explorer والذي يحتل المركز رقم واحد على مستوى البرامج المتصفح لشبكة الإنترنت. في عام ٢٠٠٢ كانت الحصة السوقية لشركة ميكروسوفت هي أكبر حصةٍ لأيٍّ من الشركات في العالم. وفيما يلي قائمة الدخل لعام ٢٠٠٢ في الرسم (٤ - ١) وهو مأخوذ من موقع شركة ميكروسوفت. وسوف نقوم بالتركيز بصفةٍ أساسيةٍ على القيود الخاصة بإيرادات ميكروسوفت، وإجمالي مصروفات التشغيل والدخل من التشغيل.

الأرقام بالليون . فيما هذا العوائد لكل سهم

٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	العام المنتهى في ٣٠ يونيو
١٨٣٦٥ دولار	٢٥٢٩٦ دولار	٢٢٩٥٦ دولار	الإيرادات
٥,١٩١	٣,٤٥٥	٣,٠٠٢	مصروفات التشغيل :
٤٣٠٧	٤,٣٧٩	٣,٧٧٢	تكلفة الإيرادات
٥٤٠٧	٤,٨٨٥	٤,١٢٦	بحث وتطوير
١٥٥٠	٨٥٧	١,٠٥٠	مبيعات وتسويق
١٦,٤٥٥	١٣,٥٧٦	١١,٩٥٠	عامة وإدارية
١١,٩١٠	١١,٧٢٠	١١,٠٠٦	إجمالي مصروفات التشغيل
(٩٢)	(١٥٩)	(٥٧)	دخل التشغيل
(٣٠٥)	(٣٦)	٣,٣٢٦	خسائر في استثمارات الأسهم وأخرى
١١,٥١٣	١١,٥٦٥	١٤,٢٧٥	دخل لو (خسارة) من الاستثمار
٣,٦٨٤	٣,٨٠٤	٤,٨٥٤	الدخل قبل خصم الضريبة
			مخصصات ضرائب الدخل

٧٨٢٩	٧٧٢١	٩١٢١	الدخل قبل التعديلات المحاسبية
			الأثر التراكمي للتعديلات المحاسبية
-	(٣٧٥)	-	(صافي طوائف الدخل ١٨٥ دولاراً)
<u>٧٨٢٩ دولار</u>	<u>٧٣٤٦ دولار</u>	<u>٩١٢١ دولار</u>	صافي الدخل
العوائد الأساسية لكل سهم :			
١,٤٥ دولار	١,٤٥ دولار	١,٨١ دولار	قبل التعديلات المحاسبية
-	(٠,٠٧)	-	التأثير المجمع للتعديلات المحاسبية
<u>١,٤٥ دولار</u>	<u>١,٣٨ دولار</u>	<u>١,٨١ دولار</u>	
العوائد الخاصة بكل سهم (مخففة)			
١,٤١ دولار	١,٣٨ دولار	١,٧٠ دولار	قبل التعديلات المحاسبية
-	(٠,٠٦)	-	التأثير المجمع للتعديلات المحاسبية
<u>١,٤١ دولار</u>	<u>١,٣٢ دولار</u>	<u>١,٧٠ دولار</u>	
القسمة المرجح للأسهم المتداولة :			
<u>٥٤٠٦</u>	<u>٥٣٤١</u>	<u>٥١٨٩</u>	أساسي
<u>٥٥٧١</u>	<u>٥٥٥٣</u>	<u>٥٥٣٦</u>	مخفف

الرسم ٤-١ قائمة دخل شركة ميكروسوفت لعام ٢٠٠٢

باستخدام هذه التقسيمات، سوف نقسم الدخل السنوي من التشغيل لشركة ميكروسوفت وفقاً لصافي الإيرادات (دخل التشغيل ÷ صافي الإيرادات) ومن هذه العملية نجد أن صافي هامش ربح التشغيل لشركة ميكروسوفت كان يساوي 47.9%، 46.3%، 42.0% خلال السنوات من ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٢ على الترتيب - بمتوسط قدره 45.4% خلال تلك الفترة.

رأينا أيضاً أن صافي الإيرادات قد ازداد من ٢٢٩٥٦ مليون دولار إلى ٢٥٢٩٦ مليون دولار ثم إلى ٢٨٣٦٥ مليون دولار، وهو ما يمثل نمو دخل بمقدار 10.2% في عام 2001، 12.1% في عام

٢٠٠٢. أي أن معدلات نمو الشركة كانت أعلى من التسعينات. ولا تزال هذه المعدلات الخاصة بهامش صافي ربح التشغيل ومعدلات النمو مذهلة ومميزة لمثل هذه الشركة الكبيرة. في الحقيقة تميل معدلات النمو وهامش صافي ربح التشغيل إلى الانخفاض بمرور الوقت، ويحدث هذا عادةً مع نمو الشركة والمنافسة التي تأكل وتقلل من هامش ربح التشغيل. وللأسف، فإن معدلات وصافي ربح التشغيل المتقلصة لا تكون في صالح قيمة الأسهم. وفي الفصل الخامس، سوف نوضح لك كيفية استخدام هذه النسب لأغراض التقييم وكذلك مقاييس التدفقات النقدية المأخوذة من ميزانية الشركة وقوائم التدفقات النقدية.

التدفقات النقدية الحرة للشركة:

لكي تحقق الشركة إيرادات؛ لا يجب عليها فقط تحمل مصروفات تشغيل، بل يجب عليها أيضًا استثمار أموال في عقارات ومبانٍ ومعدات، وفي رأس المال العامل لدعم أنشطتها التجارية. وقد يكون الاستثمار الجديد للشركة واستثمارها السنوي في المصانع والممتلكات والعقارات والمعدات كبيرًا جدًا ويمثل تدفقات خارجية كبيرة للشركة.

مثال: في أواخر التسعينات، قامت شركة ماكдонаلدز باستثمار حوالي 20% من إجمالي إيراداتها السنوية للتوسع في عددٍ من مطاعمها، وعمل التجديدات، وتوفير المصروفات التي يتطلبها نشاط الوجبات السريعة. لقد كانت تدفقات نقدية خارجية كبيرة. وجزء في تلك المصروفات الرأسمالية يُطْلَق عليه خصم الإهلاك، والذي تحصل عليه إحدى الشركات حين تقوم سنويًا بتحديد مصروفاتها الأساسية لأغراض الضرائب. ويعتبر الإهلاك مصروفًا غير نقدي وليس تدفقات نقدية خارجية. ويتمثل صافي الاستثمار الذي تخصصه الشركة لدعم عملياتها في صورة:

$$\text{صافي الاستثمار} = \text{الاستثمار الجديد} - \text{الإهلاك}$$

ويعتبر رأس المال العامل في استثمار الشركة في حسابات القبض بالإضافة إلى المخزون (وكلاهما تدفقات نقدية خارجية) مطروحًا منها حسابات أوراق الدفع (تدفقات نقدية داخلية).

$$\text{رأس المال العامل} = (\text{حساب أوراق القبض} + \text{المخزون}) - (\text{حساب أوراق الدفع})$$

ويعد صافي التغير في رأس المال العامل هو التغير السنوي المطلوب لدعم الإيرادات والعمليات المتزايدة للشركة.

يجب أن تدفع المؤسسة ضريبة دخل، وهو ما يمثل تدفقًا خارجيًا آخر على عوائدها وأرباحها. من الرسم (٤ - ١)، نرى أن شركة ميكروسوفت كان لديها مخصصات قدرها ٣٦٨٤ مليون دولار تحت بند ضرائب دخل عن عام ٢٠٠٢، والتي عندما يتم قسمتها على دخل الشركة قبل ضرائب الدخل والذي يُقدَّر بـ ١١٥١٣ مليون دولار يساوي معدل ضريبة قدره 32%. تمثل النفقات الرأسمالية، ورأس المال العامل، ومدفوعات ضريبة الدخل تدفقات نقدية خارجية حقيقية من الشركة.

كيف نقوم بجمع أو ضم هذه المقاييس للتدفقات النقدية معاً للحصول على قيمة أحد الأسهم؟ نحن نستخدم تدفقات نقدية حرة مخصصة لحساب القيمة الحقيقية لسهم الشركة. ويعرف الرقم الناتج من تعديل مقياس العوائد المرتبط بصافي ربح التشغيل بالنسبة للتدفقات النقدية الفعلية للضرائب، وصافي الاستثمار في الأصول طويلة الأجل وصافي التغير في رأس المال العامل، يعرف كل هذا **بالتدفقات النقدية الحرة للشركة**.

وتعتبر التدفقات النقدية الحرة للشركة مقياساً مهماً لحملة الأسهم، إنها تمثل المبالغ المتبقية بعد سداد المصروفات النقدية كافة واستثمارات التشغيل التي تطلبها الشركة. وهي المبالغ الفعلية المتاحة لسداد المطالبات المتعددة على الشركة، وخاصةً تجاه حملة الأسهم. وتستخدم هذه المعادلة لحساب التدفقات النقدية الحرة السنوية للشركة.

التدفقات النقدية الحرة للشركة = صافي ربح التشغيل - الضرائب - الاستثمار الصافي - صافي التغير في رأس المال العامل

ويعتبر التحديد المحاسبي للعوائد والأرباح مفيداً لأغراض المحاسبة، ولكن من وجهة نظرٍ تتعلق بتقييم الأسهم، يجب على حملة الأسهم أن يكونوا أكثر اهتماماً بمقدار التدفقات النقدية الحرة للشركة.

كيف تؤثر جميع هذه التدفقات النقدية في قيمة أحد الأسهم؟ يمكن بإختصار الإجابة فيما يلي: في أي استثمار، تخلق المؤسسة قيمةً إضافيةً لحملة الأسهم فقط عندما تحقق عائداً، وذلك بعد خصم جميع تعديلات صافي التدفقات النقدية؛ بحيث يتجاوز هذا العائد المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للمؤسسة. ويحدث هذا فقط عندما يحقق الاستثمار تدفقاتٍ نقديةً حرةً إضافيةً للشركة.

لقد ذكرنا أن **قيمة أي استثمار** (وليس السعر بالضرورة) **تساوي** القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة والتي يُخصم منها نسبة معينة مقابل المخاطر والوقت؛ لذلك لا تحدد قيمة إحدى الشركات من خلال الأداء التاريخي، أو حتى من خلال الأداء الحالي، بل تتحدد قيمة الشركة من خلال اعتقاد المستثمرين فيما يتعلق بالأداء المستقبلي لها.

أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة:

يستخدم هذا الكتاب أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة لتقييم المؤسسة ويبني هذا الأسلوب على افتراضين. **أولها:** هو أن الشركة سوف تحتفظ بهيكلٍ دائمٍ نسبياً من رأس المال، **وثانيها:** هو أن إدارة الشركة سوف تعمل لصالح الملاك، وهو افتراض خاطئ أحياناً،

يتضمن **الافتراض الأول** أن الشركة سوف يكون لديها نسبة ثابتة من الديون والأسهم الممتازة والأسهم العادية في حصتها السوقية. ويؤثر هذا الافتراض في حساب **المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال** بمرور الوقت. ومع زيادة الحصة السوقية للشركة فإن مقدار الدين والأسهم الممتازة والأسهم العادية يجب أن يزداد بنسبةٍ مماثلة. ويتضمن **الافتراض الثاني** أن التدفقات النقدية التي تحصل عليها الشركة سوف يعاد

استثمارها فقط في مشروعات تجارية مربحة، وإلا سوف تُدفع على صورة أرباح لحملة الأسهم. يعني مصطلح "إعاده استثماره في مشروعات تجارية مربحة" أن هذه المشروعات سوف تخلق تدفقات نقدية حرة إضافية للشركة. وبالتالي سوف تحقق معدل عائد أعلى من المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة، وسوف تزيد من قيمة الأسهم.

ماذا يعني يعني هذا الافتراض لأية مؤسسة؟ إذا كان المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة ميكروسوفت بنسبة 10%؛ فإن الشركة يجب عليها ألا تستثمر في مشروعات تحقق عائد متوقع أقل من 10%، وإلا كان على الشركة أن تقوم بتوزيع تدفقاتها النقدية الحرة على حملة الأسهم. من السهل إيجاد استثمارات ومشروعات بمعدل عائد أعلى في قطاعات النمو مثل: أجهزة الكمبيوتر، وصناعات الأدوية.

التدفقات النقدية الحرة - برامج إعادة شراء الأسهم مقابل توزيعات الأرباح:

إذا لم تكن هناك فرص استثمار مربحة متوافرة، فيجب على الشركة إعادة تدفقاتها النقدية الحرة لحملة الأسهم. يمكن توزيع التدفقات النقدية الحرة على حملة السهم في شكل توزيعات وهي مدفوعات خاضعة للضرائب أو من خلال قيام المؤسسة بإعادة شراء الأسهم في السوق المفتوح. وحاليًا تعتبر عمليات إعادة شراء الأسهم هي ما تفضله العديد من المؤسسات لتوزيع التدفقات النقدية الحرة.

هل تعتمد قيمة السهم على سياسة التوزيعات؟ لقد اثبت عدد من الباحثين ان سياسة التوزيعات في الشركة يجب ألا تؤثر على القيمة الحالية للسهم. ومع ذلك، تؤثر سياسة التوزيعات بدرجة كبيرة في القيمة المستقبلية المتوقعة للسهم.

فيما يلي أحد الأمثلة التي توضح العلاقة بين سياسة التوزيعات وسعر السهم. لنفترض أن شركة ما - وسنطلق عليها اسم الشركة (ص) - لديها قاعدة رأس مال مستقرة قدرها ١ مليار دولار وممولة فقط من الأسهم، ولها أسهم متداولة قدرها ١٠٠ مليون سهم. وهي تعمل في صناعة تنافسية تساوي فيها تكلفة رأس المال من الأسهم 10% ويبلغ حجم خصم الضرائب على الاستثمارات الجديدة هو أيضًا ١٠%. لنفترض أن هذه الشركة تكسب ١٠٠ مليون دولار سنويًا بعد خصم الضرائب والاستثمار الصافي، وتقوم بتوزيع عوائدها كافة على المساهمين في شكل توزيعات أرباح، اعتمادًا على تكلفة رأس المال، فإن عمليات هذه الشركة تدعم حصة سوقية من الأسهم قدرها =

$$[100 \text{ مليون دولار} \div (0.10)] = 1 \text{ مليار دولار أو } 10 \text{ دولار للسهم على أساس عدد أسهم متداولة قدرها } 100 \text{ مليون سهم.}$$

وتتوقع الشركة في المستقبل تحقيق ١٠٠ مليون دولار سنويًا بعد خصم الضرائب، وسوف تقوم بدفع كافة عوائدها للمساهمين في شكل توزيعات أرباح. إذا ظل العائد المطلوب عند 10%، فإن الشركة سوف يكون لديها ١ مليار دولار - ١٠ دولارات للسهم - قيمة سوقية دائمة للسهم. يبين الجدول (4 - 1) كيفية أداء سهم الشركة المذكورة بمرور الوقت.

الجدول (٤ - ١) سعر سهم الشركة (س)

توزيعات قدرها ١٠٠%						
السنة	الحصة السوقية من الأسهم	العوائد	العائد المطلوب	التوزيعات	صافي الاستثمار	سعر السهم
١	١ مليار دولار	١٠٠ مليون دولار	١٠%	١٠٠ مليون دولار	صفر	١٠ دولارات
٢	١ مليار دولار	١٠٠ مليون دولار	١٠%	١٠٠ مليون دولار	صفر	١٠ دولارات
٣	١ مليار دولار	١٠٠ مليون دولار	١٠%	١٠٠ مليون دولار	صفر	١٠ دولارات

يحصل المساهمون في هذه الشركة على ١٠٠ مليون دولار سنوياً في شكل توزيعات، وهو ما يساوي ١ دولار لكل سهم من الأسهم المتداولة أي 10% عائد على حصة الشركة من الأسهم في السوق وقدرها 1 مليار دولار، يظل سعر السهم ثابتاً عند ١٠ دولارات للسهم؛ لأن المساهمين يحصلون على نسبة 10% المطلوبة في شكل توزيعات بمقدار 1 دولار لكل سهم. ويشبه الأداء المفترض لهذه الشركة الأداء الفعلي لإحدى شركات الكهرباء في سوق الأسهم.

إحدى الشركات المماثلة للشركة في المثال السابق تُعرّف بالشركة (ص)، وهي تعمل في نفس الصناعة، ولديها نفس العوائد السنوية بعد خصم الضرائب وقدرها ١٠٠ مليون دولار، والشركة (ص) ممولة بالكامل من الأسهم، ولديها ١٠٠ مليون سهم متداول، ولديها نفس العائد بعد الضرائب على الاستثمارات الجديدة وقدره 10%، وبدلاً من أن تقوم الشركة بعمل توزيعات أرباح على المساهمين، تعيد الشركة استثمار عوائدها كافة في النشاط، وتحقق عائداً على استثماراتها الجديدة قدره 10% سنوياً.

لذلك ازدادت عوائد الشركة من ١٠٠ مليون دولار في العام الأول إلى ١١٠ مليون دولار في العام الثاني ثم بلغت ١٢١ مليون دولار في العام الثالث. على أساس تكلفة رأس المال من الأسهم قدره 10%، فإن الحصة السوقية من الأسهم التي يمكن للشركة تدعيمها تزداد من ١ مليار دولار (تساوي ١٠ دولارات للسهم) في العام الأول إلى $[110 \text{ مليون دولار} \div (0.10)] = 1.1$ مليار دولار (تساوي ١١ مليار دولار للسهم)، وفي العام الثاني إلى $[121 \text{ مليون دولار} \div (0.10)] = 1.21$ مليار دولار (تساوي 12.10 دولار للسهم) في العام الثالث. يحصل المساهمون في الشركة (ص) على نسبة العائد وقدرها 10% الخاصة بهم من خلال الزيادة في سهم الشركة. انظر الجدول (٤ - ٢).

الجدول ٢-٤ سعر سهم الشركة (ص)

لا توجد توزيعات أرباح					
السنة	الحصة السوقية	العوائد	العائد المطلوب	الاستثمار الصافي	سعر السهم
١	١ مليار دولار	١٠٠ مليون دولار	١٠%	صفر	١٠٠ مليون دولار
٢	١,١ مليار دولار	١٠٠ مليون دولار	١٠%	صفر	١١٠ مليون دولار
٣	١,٢١ مليار دولار	١٠٠ مليون دولار	١٠%	صفر	١٢١ مليون دولار

لا يحصل حملة الأسهم في شركة (ص) على توزيعاتٍ حالية، ولكنهم يتوقعون الحصول على زيادةٍ في سعر السهم حيث تعيد الشركة استثمار عوائدها في مشروعاتٍ استثمارية تحقق عائداً قدره 10% سنوياً.

تساوي أسهم كل من الشركتين ١٠ دولارات للسهم اليوم -وهذا هو السعر في العام الأول- لا تعتمد الأسعار الحالية للأسهم على سياسات التوزيعات المرتبطة بالأسهم. إن الذي تغير هو اتجاه سعر أسهم الشركتين في المستقبل: ١٠ دولار للسهم للشركة الأولى (س) لأنها تدفع عوائدها التي تُقدَّر بـ 10% لحملة الأسهم في شكل توزيعات أرباح، وزيادة متوقعة قدرها ١٠% سنوياً في سعر سهم الشركة الثانية (ص) لأن عوائدها يعاد استثمارها بعائدٍ قدره 10% سنوياً بعد خصم الضريبة.

هذا التفسير الخاص بثبات التوزيعات لـ "مودجلياني"، و"ميلر" يبين أن سعر السهم منفصل عن سياسة توزيعات الأرباح للشركة، والآن لدينا سؤال صعب لمناقشته، وهو: إذا كانت الإدارة تؤمن بأن أسهمها مغالى في سعرها بدرجةٍ كبيرة، هل يجب على الشركة أن تعيد شراء أسهمها؟

قطعاً لا! إن شراء الشركة لأسهمها المغالى في سعرها في السوق المفتوح يضر بمن سيحتفظون بالأسهم حيث يعمل على نقل الثروة من الشركة إلى حملة الأسهم الذين يقومون ببيع أسهمهم. إذا لم يكن لدى الشركة فرص تستثمر فيها التدفقات النقدية الحرة، ولم تكن ترغب في القيام بعمل توزيعات أرباح أو زيادتها، فالبديل الأفضل هو أن تستثمر الأموال الزائدة مؤقتاً في استثمارات آمنة- حتى ولو كان الاستثمار يقدم معدل عائد أقل من تكلفة رأس مال الشركة.

ولقد واجهت شركات ميكروسوفت، وإنتل، وسيسكو مثل هذه المحنة، وقامت باستثمار تدفقات نقدية حرة في أوراقٍ مالية قصيرة الأجل عالية التصنيف.

من الذي يحدد ما إذا كان سهم الشركة مسعراً بأعلى من سعره؟ من النادر أن تسمع المدير التنفيذي أو أحد المديرين الماليين يشكي من أن سهم شركته مقيم بأعلى من قيمته. عندما تسمع مثل هذا المضمون، يجب أن تدرك أن عليك البيع. في ٢٣ سبتمبر عام ١٩٩٩، وفي مؤتمر للكتّاب التجاريين في مدينة سياتل، صرح "ستيف بولمر" رئيس شركة ميكروسوفت قائلاً: "هناك مبالغة في تقييم أسهم شركات التكنولوجيا، وإنه لشيءٌ سخيف. وأنا أضع سهم شركتنا ضمن هذه المجموعة".

في ذلك الوقت، كانت شركة ميكروسوفت يتم التعامل عليها بواقع ٩٦ دولاراً لكل سهم. وعلى أساس عدد الأسهم المتداولة وقدرها 5.2 مليار سهم، فإن حصتها السوقية من الأسهم كانت تبلغ ٥٠٠ مليار دولار. وقد أدت تعليقات السيد "بولمر" إلى انخفاض قدره 108.33 نقطة في مؤشر ناسداك ليصل إلى 27498.83 بانخفاض قدره 3.79% في ذلك اليوم. وقد صعد مؤشر ناسداك إلى ارتفاع حوالى ٥٢٠٠ نقطة في مارس ٢٠٠٠ وكان سعر سهم شركة ميكروسوفت في نهاية عام ٢٠٠٢ عند 51.70 دولاراً للسهم. كان السيد "بولمر" على حق. ولو أننا أنصتت إلى تعليقاته، لكننا قد استطعنا أن نتجنب الكثير من المتاعب.

لنفترض أن إدارة الشركة لا تؤمن بأن سهم الشركة مبالغ فيه. والأكثر من ذلك أن معظم الإدارات تعتقد أن سهم الشركة رخيص للغاية. وفقاً لبرامج إعادة الشراء، تقوم الشركات بشراء أسهمها في السوق المفتوح وتقلل من عدد الأسهم المتداولة. وتفيد عمليات إعادة شراء الأسهم حملة الأسهم من خلال تقليل المعروض من الأسهم المتداولة وزيادة سعر السهم.

ويفضل بعض المستثمرين شراء سهم إحدى الشركات التي تدفع تدفقات نقدية حرة من خلال أحد برامج إعادة شراء الأسهم. ويتوقع هؤلاء المستثمرين رؤية سعر أحد الأسهم ينمو باستمرار بمرور الوقت كما حدث مع المثال الافتراضي للشركة (ص) بدلاً من الحصول على توزيعات أرباح ربع سنوية، ويجد المستثمرون في شرائح ضريبية مرتفعة أنه من المؤلم أن يدفعوا ضرائب على التوزيعات التي يحصلون عليها أيضاً إذا لم يكن المستثمرون في حاجة حالياً إلى التوزيعات لأغراض الإنفاق، فإنهم يضطرون إلى تحديد الجهة التي يريدون إعادة استثمار هذه التوزيعات فيها ويتحملون تكاليف عمليات إضافية نتيجة القيام بذلك.

يمكنهم تحديد الوقت الذي يبيعون فيه أسهمهم، ثم يدفعون الضرائب بمعدلاتٍ ضريبية منخفضة على الأرباح الرأسمالية طويلة الأجل. تعطي برامج إعادة شراء الأسهم المستثمرين الفرصة لتقليل مدفوعات الضرائب، في حين تسمح للمؤسسة بالاحتفاظ بفلسفة أو بسياسة دفع تدفقات نقدية حرة زائدة. حيث قد يشتري مستثمرون حصص أسهم في إحدى شركات المرافق -مثل: شركة أديسون- أو شركة معينة مثل الشركة (س) التي افترضناها -من أجل تدفقات التوزيعات التي تقوم بها مع إمكانية نمو التوزيعات.

وتؤدي سياسة إعادة شراء الأسهم والتوزيعات المختلفة إلى وجود تنوع أمام العملاء؛ مما يتيح لهم اختيار الأسلوب الملائم. ويقوم المتقاعدون والمستثمرون الآخرون المهتمون بالعوائد الفورية بشراء أسهم

شركات تقدم تدفقاتها النقدية الحرة من خلال توزيعات الأرباح. وعلى العكس، يظهر المستثمرون المعنيون أكثر بتعظيم قيمة أسهمهم ميلهم إلى الشركات التي تقوم بعمل توزيعات قليلة، أو لا تقدم توزيعاتٍ على الإطلاق حيث تقوم بتوزيع تدفقاتها النقدية الحرة من خلال برامج إعادة شراء الأسهم.

التدفقات النقدية الحرة- قرار الاستثمار الخاص بالمؤسسة:

تعد قاعدة الاستثمار التي يعتمد عليها أسلوب التدفقات النقدية الحرة بسيطة: استثمار في أحد المشروعات أو الأنشطة التجارية فقط إذا كان المشروع يحقق تدفقات نقدية حرة إضافية للشركة. سوف ينتج عن هذا الاستثمار زيادة في قيمة الأسهم.

يجب أن تتعهد الشركة بالقيام بمشروعات تزيد من التدفقات النقدية الحرة للشركة. إذا كان المشروع سيقبل من التدفقات النقدية الحرة المخصصة للشركة، فإن النتيجة سوف تكون انخفاضاً في قيمة الأسهم. وبدلاً من الاستثمار في أحد المشروعات التي قد تقلل من قيمة الأسهم، ينبغي أن تدفع الشركة الأموال للمستثمرين من خلال عمليات إعادة شراء الأسهم أو مدفوعات في شكل توزيعات أرباح.

أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة – أين يعمل؟

تمثل الأسهم التي ينطبق عليها أسلوب التقييم باستخدام التدفقات النقدية الحرة للشركة 95% من الأسهم العادية التي يتم التعامل عليها في أسواق الأسهم الأمريكية والعالمية. ومع ذلك، عند تقييم الشركات ذات الرفع المالية العالية (مثل: صناديق استثمار العقارات والمؤسسات المالية) ومع الشركات التي ليس لها تدفقات نقدية حرة جارية (مثل شركة إنترميد) وشركات المحافظ الاستثمارية (مثل: شركة إنترنت كابيتال جروب، وبيركشاير هاثاوي) فإن أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة يحتاج إلى بعض التعديلات الطفيفة.

من المتعارف عليه أن ميزانيات البنوك التجارية وبنوك الاستثمار تقوم على القيمة الدفترية، وليس على القيمة السوقية بما يساوي 90% تقريباً إصدارات مديونية، 10% أسهم أو حقوق ملكية. وسوف نناقش القيمة السوقية مقابل القيمة الدفترية في الفصل السادس.

تحتاج المؤسسات المالية أيضاً إلى استثمار قليل في المباني والمصانع والمعدات. ويتمثل الجزء الأكبر من استثماراتها في التزامات مالية تشبه إلى حد كبير في خصائصها استثمارات رأس المال العامل. وتعد ميزانيات الشركات المالية أكثر أهمية في تقييمها من الميزانيات المالية للشركات الصناعية. ويعتبر الفائض في الأصول الجارية ذا أهمية أكبر من الالتزامات الجارية، وسوف نتعرض لهذا الموضوع بكثير من التفصيل عند تقييم أسهم شركتي سيتي جروب وميريل لينش في الفصل الثامن.

يجب أن يتم عمل تعديلات بالنسبة للشركات التي لديها حالياً القليل، أو ليس لديها تدفقات نقدية حرة أو الشركات التي تعاني من صافي خسائر التشغيل. وتشمل هذه التعديلات التغير في هامش صافي

التشغيل بمرور الوقت وتقدير احتمال الإيرادات المتوقعة الناتجة عن المنتجات عالية المخاطر التي تعتمد التدفقات النقدية لها على الموافقة التنظيمية للإنجازات العلمية في المستقبل.

لماذا التدفقات النقدية المخصومة، وليس العوائد الخاصة بالأسهم؟

يركز العاملون في وول ستريت غالبًا على الرقم ربع السنوي للأرباح لكل سهم. كما تقوم شركات الاستثمار مثل: فيرست كول، وزاكس، والمحللون العاملون في شركات السمسرة بتقييم الأرباح ربع السنوية. وبالتالي فإن سهم الشركة الذي لا يحقق أو يتجاوز هذه التقديرات يكون في مأزق.

مما لا شك فيه أنه في حالة تساوي كل الأمور الأخرى، فإننا نفضل أن تمدنا الشركة التي نملك أسهمًا فيها بالكثير من الأرباح والعوائد. ذلك لا تتساوى كل الأمور الأخرى دائمًا. عند قياس العوائد، كثيرًا ما يكون هناك عجز في الأرباح الخاصة بكل سهم. لماذا؟ لأنه عند حساب الأرباح لكل سهم لا يتم الاهتمام بتوزيعات الأرباح أو بعامل الوقت بالنسبة للنقود. (تذكر المبدأ رقم ٧).

كذلك لا يوجه الاهتمام بعامل المخاطر (تذكر المبدأ رقم ١)، كما لا يوجه أي اهتمام إلى الوقت الذي يتوقع فيه المستثمر الحصول على التدفقات النقدية. في الحقيقة، لا توجد عملية خصم على الإطلاق عند حساب أرباح أي سهم. (تذكر المبدأ رقم ١٠). وتتجاهل توقعات الأرباح المتوقعة لكل سهم تمامًا المخاطر والوقت المرتبط بالعوائد التي تم التعامل معها في تحليل التدفقات النقدية المخصومة. كما أن توقعات الأرباح لا تتضمن توقعات الأداء المستقبلي للشركة.

ويفضل المحللون العمل وفقًا لنظام التدفقات النقدية المخصومة بدلاً من النسب المرتبطة بالأرباح لسببين إضافيين.

أولاً : يمكن حساب العوائد بعددٍ من الوسائل والتي تتراوح بين استخدام أنواع مختلفة من الرقابة المحاسبية على المخزون، إلى استخدام أساليب مختلفة لحساب الإهلاك، إلى وسائل عديدة للتعرف على الإيرادات.

ثانيًا: لا تتناول حسابات نسب الأرباح الاستثمارات في الأصول الثابتة ورأس المال العامل الذي يُعد ضروريًا لدعم نمو الشركة.

إذا تطلب نمو الأرباح لكل سهم الكثير من الاستثمارات الإضافية، فإن نمو الأرباح قد ينتج عنها بالفعل انخفاض في التدفقات النقدية الحرة، وانخفاض في قيمة سهم الشركة.

كانت العديد من المؤسسات تحدد نسب الأرباح الخاصة بكل سهم وتوقعات نمو الأرباح من خلال حيلٍ محاسبيةٍ لتحقيق أو تجاوز التوقعات في وول ستريت، وتعتبر الحيل المحاسبية اليومية وسائل غير مرغوب فيها، ولكنها قانونية تستخدم لدعم وتعزيز قائمة الدخل.

فقد قامت شركات الاتصالات بمبادلة الكابلات، وسرعان ما قامت بتسجيل الفارق على هيئة دخل. لقد كان هذا عملاً غير أخلاقي، حتى وإن بدا شرعياً أو قانونياً. كما أدخلت شركة وورلد كوم مستوى جديداً من الجرأة والتهور إلى نظم محاسبة الشركات عندما قامت بتسجيل ما يزيد عن ٩ مليار دولار

مصرفات عادية على أنها مصرفات رأسمالية. لذلك نؤكد هنا انه في ظل عدم وجود الأرقام المحاسبية التي يمكن الاعتماد عليها، تكون عملية تقييم الأسهم عملية غير ذات قيمة.

أسلوب تقييم التدفقات النقدية الحرة المخصصة للشركة:

العملية ذات المراحل الأربعة:

يستخدم في أسلوب التقييم للتدفقات النقدية الحرة المخصصة عملية ذات أربع خطوات لتقييم سهم الشركة، في هذا القسم سوف نقوم بتقييم سهم شركة ميكروسوفت قبل إعلانها في ١٦ يناير ٢٠٠٣ عن عملية تجزئة أسهمها بمعدل سهمين لكل سهم ليصبح ساريًا في ٢٨ يناير.

الخطوة الأولى: تبدأ بحساب التدفقات النقدية المتوقعة: إن أول ما يتطلبه النشاط هو التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة للشركة. وهنا نستخدم الافتراضات المتعلقة بمعدل نمو الشركة، وصافي هامش ربح التشغيل، ومعدل الضريبة على الدخل، والمتطلبات الثابتة للاستثمار، ومتطلبات رأس المال العامل المتراكم.

الأمر أسهل مما يبدو. في الفصل الخامس. سوف نقوم بوصف مدخلات هذه التدفقات النقدية وكيفية تقديرها بطريقة معقولة. تنقسم التدفقات النقدية المتوقعة إلى فترتين من الزمن: أولاً، فترة العائد الإضافي التي فيها تحقق الشركة تدفقات نقدية من عمليات التشغيل، ثانياً، فترة القيمة المتبقية - أي فترة الوقت التي تعقب فترة العائد الإضافي، والتي تكون فيها الشركة غير قادرة على تحقيق وخلق تدفقات نقدية حرة إضافية.

الخطوة الثانية - تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال هو معدل الخصم الذي نستخدمه في عملية التقييم. سوف نوضح لك كيفية تقدير المتوسط الخاص بإحدى الشركات في الفصل السادس.

الخطوة الثالثة - حساب قيمة المؤسسة: نستخدم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لخصم التدفقات النقدية المتوقعة خلال فترة العائد الإضافي للحصول على القيمة الكلية للتدفقات النقدية للشركة من العمليات، ونقوم بحساب القيمة المتبقية للشركة والتي عادةً ما تمثل من 60% إلى 90% من القيمة الكلية للشركة، وذلك كما يلي

صافي ربح التشغيل بعد الضرائب في نهاية فترة العائد الإضافي ÷ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

ثم بعد ذلك نقوم بخصم هذه القيمة المستقبلية لتحقيق القيمة الحالية بمعدل خصم = المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال

وسوف نقوم بإضافة التدفقات النقدية من العمليات، والقيمة المتبقية والأصول قصيرة الأجل للحصول على قيمة الشركة ككل. وسوف نقوم بشرح هذا العمل بكثير من التفصيل في نهاية هذا القسم.

قيمة الشركة = التدفقات النقدية من العمليات + القيمة المتبقية + الأصول قصيرة الأجل

الخطوة الرابعة- حساب القيمة الحقيقية للسهم: نقوم بطرح قيمة الالتزامات قصيرة الأجل والالتزامات ذات الأولوية- الديون والأسهم المميزة من قيمة نشاط الشركة للحصول على القيمة بالنسبة لحقوق الملكية العامة كما هو موضح فيما يلي:

قيمة حقوق الملكية = قيمة الشركة - (السندات + الأسهم المميزة) - الالتزامات قصيرة الأجل

ثم نقوم بحساب القيمة الحقيقية لكل سهم من الأسهم العادية =

نسبة القيمة إلى حقوق الملكية العامة ÷ عدد الأسهم المتداولة للحصول على.

من أين نحصل على كل هذه البيانات للقيام بعملية التقويم؟ المدخلات الضرورية لإتمام الخطوة الأولى -التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة- هي موضع تركيز الفصل الخامس، كما أن المدخلات والمعلومات المطلوبة لإنجاز الخطوة الثانية -تقدير المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال- موضحة في الفصل السادس. ولكن قبل أن نبدأ، دعنا نقضي بعض الوقت في مناقشة نظرية الميزة التنافسية التي تكمن وراء حسابات التدفقات النقدية من العمليات البيئية في الخطوة الثالثة فيما سبق.

فترة العائد الإضافي والميزة التنافسية:

بسبب الميزة التنافسية التي تتمتع بها الشركة، فإنها تكون قادرةً على تحقيق عوائد على الاستثمارات الجديدة، والتي تكون أكبر من تكلفة رأس المال خلال فترة العائد الإضافي. تعتبر شركة آي. بي. إم في الخمسينات والستينات، وشركة آبل في الثمانينات، وميكروسوفت وإنتل، وسيكو في التسعينات من أمثلة الشركات التي تمتعت بقدر عالٍ من الميزة التنافسية.

لا شك في أن النجاح يجذب المنافسين الذين يحاولون بدورهم نفي الخدمة بتكلفة أقل؛ مما يؤثر في السوق ومعدلات نمو الإيرادات. وتعمل أنشطة التسعير والتسويق التي يقوم بها المنافسون على خفض هوامش صافي ربح التشغيل. ويعمل صافي ربح التشغيل المنخفض على خفض العائد على الاستثمارات الجديدة إلى مستوياتٍ تقترب من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

عندما تفقد إحدى الشركات ميزتها التنافسية ويتساوى العائد من الاستثمارات الجديدة مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، فإن المؤسسة تقوم بالاستثمار في استراتيجيات استثمار تكون فيها القيمة الحالية الإجمالية الصافية تساوي صفرًا. والأسوأ من ذلك؛ يمكن أن تحقق الشركات عوائد سلبية وتدمر قيمة الأسهم - راقب ما فعلته شركة بي. إم في الثمانينات، وشركة آبل في التسعينات، وشركات الاتصالات في 2000.

يجذب الحجم المتزايد منافسةً إضافية. ومع تطور الصناعات ونمو قطاعات السوق، يمكن أن يكون لدى الشركات التي تخدم هذه القطاعات إيراداتٍ صغيرة نسبيًا -من ١٠ مليون دولار إلى ١٠٠ مليون دولار- ولا تدخل ضمن شاشات رادار المنافسين أو تجذب اهتمامهم.

ومع ذلك، عندما تتجاوز إحدى الشركات مستوى إيرادات ١٠٠ مليون دولار، يبدأ المنافسون الرئيسيون في ملاحظة ذلك، ويبدأون في دخول مجال القطاع مؤثرين ذلك على النمو وهوامش الأرباح،

لذلك، فإن الشركات ذات الحصة السوقية الصغيرة -والتي يواجهها القليل من المنافسة في أحد قطاعات السوق الفريدة- يمكنها تحقيق أرباح غير عادية من عملياتها.

تعتمد فترة الوقت التي يمكن للشركة خلالها تحقيق أرباح غير عادية على قدرتها على إنتاج منتجات معينة، وعلى الصناعة التي تعمل فيها الشركة والحوافز التي أمام المنافسين للدخول في هذا النشاط. فالأسواق التي تحظى بحوافز مرتفعة للدخول، مثل المنتجات التي لها حماية براءة اختراع، أو العلامات التجارية القوية، أو قنوات التسويق الفريدة، فقد يكون لديها فترة عائد إضافي طويلة -من ١٠ إلى ١٥ سنة أو أطول من ذلك.

من الناحية المثالية، تكون فترة العائد الإضافي لمعظم الشركات من ٥ إلى ٧ سنوات أو أقل من ذلك. في حالة تساوي كل العوامل الأخرى، فإن فترة العائد الإضافي القصيرة ينتج عنها قيمة منخفضة للسهم.

ماذا يحدث بعد فترة العائد الإضافي؟ هل تخسر الشركة أو تُشهر إفلاسها؟ كلا! تفقد الشركة الميزة التنافسية على منافسيها. إن فقد الميزة التنافسية يعني أن قيمة سهم الشركة قد يظل في نمو، ولكن فقط بمعدل العائد المطلوب من السوق للسهم -وليس بمعدل نمو مرتفع بطريقة غير عادية.

على سبيل المثال: إذا كان سعر سهم الشركة (ع) (والتي لا تقدم توزيعات أرباح) هو ١٠ دولار، ومعدل العائد المطلوب هو ١٢٪، فإن حملة السهم يتوقعون أن ينمو إلى (١٠ دولارات $\times 1.12$) = 11.20 دولارًا بعد مضي عام، (11.20 دولارًا $\times 1.12$) = 12.54 دولارًا بعد مضي عامين، (12.54 $\times 1.12$) = 14.03 دولارًا بعد مضي ثلاثة أعوام، وهكذا إلى ما لا نهاية.

لكن بمجرد أن تتوقف أو تنتهي فترة العائد الإضافي ولا يكون لدى الشركة المزيد من الاستثمارات الجديدة المربحة، فإن الشركة يجب عليها أن تدفع كل تدفقاتها النقدية الحرة لحملة الأسهم من خلال توزيعات الأرباح أو عمليات إعادة شراء الأسهم.

عندما يتساوى العائد على الاستثمارات مع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، فإن المستثمرين يحصلون فقط على ما يعادل المخاطر التي يتحملونها مقابل حيازتهم لسهم الشركة، ولا يتم تحقيق أية قيمة إضافية من الاستثمارات الجديدة.

ولا يزال سعر السهم ينمو أو يزداد في القيمة ولكن نموه لا يتجاوز توقعات السوق المعدلة بالمخاطر (أو يتمشى مع آمال المستثمرين)، عند هذه النقطة، يمكن معاملة العوائد بعد الضرائب للشركة وتقييمها وفقًا لما يُعرف بديمومة أو استمرارية التدفقات النقدية، وهي تساوي صافي ربح التشغيل للشركة بعد الضرائب مقسومًا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، ويتم خصم الرقم الناتج من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لتحقيق القيمة الحالية.

يُطلق على هذه القيمة المخصومة القيمة المتبقية للشركة، وهو رقم مهم جدًا وغالبًا يمثل من 60% إلى 90% من القيمة الكلية للشركة. وتكون القيمة المتبقية حساسة للتوقعات الخاصة بصافي ربح التشغيل بعد الضرائب والمتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركة، كما سيتم وصفه فيما يلي.

فيما يلي بعض المعايير المستخدمة لتحديد فترة العائد الإضافي الأقل والأكثر تحفظاً.

1. **الشركات ذات التوقعات غير الجيدة:** وهي التي تعمل في صناعة عالية التنافس منخفضة هامش الأرباح والتي لا يكون لهم فيها أي شيء مميز، وهي تحظى بفترة عائد إضافي قدرها عام واحد.
2. **الشركات المقبولة:** وهي التي لها اسم معروف وسمعة مقبولة وربما فائدة تنظيمية (إحدى شركات المرافق مثل إديسون على سبيل المثال)، ولكنها لا تتحكم في التسعير أو النمو داخل الصناعة التي تعمل فيها، وهي تحظى بفترة عائد إضافي قدرها 5 سنوات.
3. **الشركات الجيدة ذات العلامات التجارية الجيدة:** وهي ذات اقتصاديات ضخمة وقنوات توزيع جيدة ومعروفة من قبل المستهلك (مثل ماكдонаلدز) ولها فترة عائد إضافي قدرها 7 سنوات.
4. **الشركات الرائعة:** ذات احتمالات النمو الكبيرة وقوة التسويق الهائلة والأسماء المعروفة والمكاسب (مثلاً: شركة إنتل، وميكروسوفت، وكوكاكولا، وديزني)، وهي تحظى بفترة عائد إضافي قدرها 10 سنوات.

نحن لا نؤمن بالذهاب إلى أبعد من 10 سنوات في فترة العائد الإضافي. تقوم بعض نماذج التقييم الأساسية للأسهم مثل نموذج خصم توزيعات الأرباح بتضمين نمو العوائد والتوزيعات الزائد عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لفترة غير محددة من الزمن. ويتم خصم التدفقات النقدية في هذه النماذج إلى ما لا نهاية. لكننا نعتقد أن فترة 10 سنوات تعد مقداراً معقولاً من الوقت لتضمين دورات المنتج في الأسواق.

هل تفقد المؤسسة بالفعل الميزة التنافسية وفائدة فترة العائد الإضافي؟ بالنسبة للشركات التي تُدار بطريقة جيدة تكون الإجابة بالنفي، سوف تستمر معظم الشركات جيدة الإدارة في ابتكار وتخفيض تكاليف التشغيل وزيادة الكفاءة، وابتكار استراتيجيات نشاط جديدة، والاحتفاظ بميزتها التنافسية لفترة طويلة. بعض الشركات سوف تشهر إفلاسها. وبعضها يتم الاستحواذ عليه أو يندمج مع شركات أخرى. ولكن مفهوم فكرة العائد الإضافي أو فترة التوقع هي المفهوم الذي يجب أن ينتج عنه عملية تقييم أكثر تحفظاً وأقل تهوراً. ونحن عندما نستثمر، نفضل أن نخطئ في جانب التحفظ بدلاً من أن ندفع مبالغ زائدة في أحد الأسهم.

فئات التقسيم الثلاث:

عند حساب قيمة الشركة، يقسم أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة وبرامج العمليات الحسابية أصول والتزامات الشركة والتدفقات النقدية المخصصة إلى ثلاث فئات وفترات زمنية:

التدفقات النقدية من العمليات: أولاً، وخلال فترة العائد الإضافي، نقوم بحساب التدفقات النقدية للشركة. وهي تمثل الفارق بين التدفقات النقدية الداخلة إلى التشغيل، والتدفقات النقدية الناتجة منه. ثم يتم خصم التدفقات النقدية الحرة. وتعتبر عوامل الخصم أحد دوال المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة، ووقت التدفقات النقدية المتوقعة.

القيمة المتبقية للشركة: ثانيًا، نجد لدينا القيمة المتبقية للمؤسسة القيمة التي تحسب عن طريق أخذ صافي ربح التشغيل بعد الضرائب في نهاية فترة العائد الإضافي وقسمتها على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة وخصمها لتحقيق القيمة الحالية لها (أيضًا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة).

في نهاية فترة العائد الإضافي: نفترض أن المؤسسة تتلقى عائدًا على الاستثمارات يساوي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة، لذلك فإن صافي القيمة الحالية للاستثمار الإضافي الذي تقوم به الشركة يكون صفرًا وبالتالي لا توجد أية قيمة إضافية لحملة الأسهم.

الأصول قصيرة الأجل: ثالثًا، نقوم بإضافة الأصول قصيرة الأجل للشركة، حيث نقوم بضم الأصول الجارية الفعلية فقط التي يمكن بيعها أو تسيلها بسعر يقترب من القيمة الاسمية مثل: الأوراق المالية المستثمر فيها والمخزون، وحسابات القبض، والاستثمارات المالية الجارية الأخرى للشركة.

بيد أننا لا نقوم بتضمين الأصول غير الملموسة مثل الشهرة -والتي قد يكون من الصعب بيعها- أو تقييمها، أو الأصول طويلة الأجل -مثل المصانع والمعدات- والتي تعد ضرورية لتحقيق تدفقات نقدية للشركة من العمليات. وهكذا تظهر الميزانية الحالية للشركة. على سبيل المثال، وفقًا لميزانية شركة ميكروسوفت في ٣٠ يونيو ٢٠٠٢، كان لدى الشركة 38.6 مليار دولار نقدًا، وأوراق مالية فائضة قابلة للبيع في دفاترها ومثل هذه الأصول ليس لها أية مخاطر تشغيل، ويجب ألا يتم خصمها في إجراءات التقييم.

تمثل قيمة نشاط الشركة مجموع التدفقات النقدية المخصومة من العمليات بالإضافة إلى القيمة المتبقية المخصومة للشركة بالإضافة إلى الأصول قصيرة الأجل.

قيمة نشاط الشركة = التدفقات النقدية من العمليات + القيمة المتبقية + الأصول قصيرة الأجل

بمجرد أن يتم حساب القيمة الكلية للشركة، تقوم بطرح مقدار الالتزامات قصيرة الأجل والقيمة السوقية للسندات والأسهم المميزة، ثم قسمة هذا المبلغ على عدد الأسهم المتداولة، وذلك للحصول على القيمة الحقيقية لكل سهم.

القيمة الحقيقية = (قيمة الشركة - السندات - الأسهم المميزة - الالتزامات قصيرة الأجل) + عدد الأسهم المتداولة

من الناحية الرياضية لا يعتبر هذا الأسلوب أكثر صعوبة من حساب التدفقات النقدية المخصومة السابقة الذكر. ولا توجد حسابات تفاضل وتكامل، أو معادلات معقدة -مجرد جمع، وطرح، وضرب، وقسمة-. ومن خلال قوة وسحر أجهزة الحاسب، تتم مثل تلك الحسابات في الحال!

شركة ميكروسوفت - مثال بسيط للتدفقات النقدية المخصومة:

ما مدى صعوبة أن تقوم بحساب قيمة الأسهم مثل المحترفين؟ إنها ليست صعبة جدًا! لشرح عملية التقييم؛ سوف نأخذك الآن خلال عملية تقييم مبسطة لشركة ميكروسوفت والخطوات الأربع هي:

- التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة،
- تقدير معدل العائد المطلوب **(المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC)**،
- خصم التدفقات النقدية المتوقعة على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال WACC
- حساب القيمة الحقيقية لكل سهم.

الخطوة الأولى: التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة لشركة ميكروسوفت

تشمل التدفقات النقدية المتوقعة لحملة الأسهم توزيعات الأرباح النقدية، إذا وُجدت، بالإضافة إلى الزيادة المتوقعة (أو الانخفاض) في سعر السهم خلال فترة حياة المستثمر للسهم. وكما وضعنا في الفصل الثالث: من السهل على البنك تقدير التدفقات النقدية المتوقعة من قرض الرهن العقاري لـ"ماري": لأنها اتفقت على أن تدفع للبنك مبلغ ٧٣٤ دولارًا شهريًا بالضبط. وتعد التقديرات الدقيقة للتدفقات النقدية للأسهم العادية أكثر صعوبة. وسوف نشرح هذه الوسائل التي تساعدك للتغلب على التعقيدات المرتبطة بتقدير التدفقات النقدية.

يقوم تحليل تقييم التدفقات النقدية المخصومة الذي نستخدمه بتقدير التدفقات النقدية الحرة للشركة، والتدفقات النقدية الحرة هي مبالغ نقدية متاحة لدفعها لحملة الأسهم، وتعتبر نسبة الأرباح المخصصة لكل سهم أسلوب قياس محاسبي ووسيلة محاسبية لقياس أداء الشركة.

في حين أن التدفقات النقدية الحرة المخصومة تعد وسيلة للمستثمر لقياس العوائد المتوقعة لحملة الأسهم. والتدفقات النقدية المخصومة أكثر ارتباطًا بالمصروفات الشخصية؛ لذلك فهي تعني لك الكثير، إلا إذا كنت تعمل محاسبًا بالطبع.

يستخدم أسلوب التدفقات النقدية الحرة المخصومة مقاييس أداء الشركة التي تركز فقط على المبالغ النقدية الفعلية التي تتدفق من وإلى الشركة. وتحظى أنشطة الشركة التي تحقق صافي تدفقات نقدية إضافية إلى الشركة مثل النمو المتزايد للإيرادات أو صافي هامش ربح التشغيل المتزايد بتأثير إيجابي على قيمة السهم. وتعد هذه أنشطة جيدة.

بينما نجد أن أنشطة الشركة التي ينتج عنها صافي تدفقات نقدية خارجة من الشركة مثل معدلات الضرائب العالية على الدخل، والاحتياجات المرتفعة لاستثمار رأس المال، أو احتياجات كبيرة لرأس المال العامل، أو صافي هامش أرباح تشغيل منخفضة بسبب التكاليف المتزايدة للعمالة أو تكاليف الإنتاج الأخرى، لها تأثير سلبي على قيمة السهم. قد تكون هذه المدفوعات ضرورية من وجهة نظر الشركة، ولكنها ليست أنشطة جيدة لقيمة السهم.

سوف نناقش كيفية تقدير التدفقات النقدية للشركة في الفصل الخامس. حيث تركز على خمسة مقاييس للتدفقات النقدية هي: معدل نمو الإيرادات ١١، وصافي هامش ربح التشغيل ٤٢٪، وصافي المعدل الثابت لاستثمار رأس المال (يساوي معدل الاستثمار مطروحًا منه معدل الإهلاك - انظر البيان التالي)، والمعدل المتراكم لاستثمار رأس المال العامل 9.8٪، ومعدل ضريبة دخل الشركة 32٪.

من المتوقع أن ينمو صافي ربح التشغيل لشركة ميكروسوفت خلال فترة العائد الإضافي ما يزيد عن 2.5 مرة، من ١٣٢٢٤ مليون دولار في عام ٢٠٠٣ إلى ٣٣٨٢٧ مليون دولار في عام ٢٠١٢، ولكي نتحول من صافي ربح التشغيل إلى التدفقات النقدية الحرة للشركة يجب: (١) إضافة الإهلاك (مصرف غير نقدي)، (٢) طرح ضرائب الدخل، ورأس المال العامل المتراكم، واستثمار رأس المال الثابت. (انظر أيضًا الرسم ٤ - ٤). وتتمثل توقعات التدفقات النقدية الحرة بالمليون دولار في الاتي

السنة	٢٠٠٢	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	...	٢٠١٢
التدفقات	\$ ٩,٠٣٢	\$ ١٠,٠٢٦	\$ ١١,١٢٨	\$ ١٢,٣٦٣	...	\$ ٢٣,١٠٤
النقدية الحرة						

الخطوة الثانية: تقدير معدل الخصم لشركة ميكروسوفت

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:

ما هو المعدل المناسب المستخدم في خصم التدفقات النقدية غير المؤكدة (ولكنها متوقعة)؟ هناك وسائل عديدة لخصم التدفقات النقدية المستخدمة في سوق رأس المال. تقوم الطريقة المستخدمة في هذا الكتاب بحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بعد دفع الضرائب للشركة، ثم استخدام الناتج لحساب التدفقات النقدية للشركة، وسوف نوضح لك كيفية تقدير وحساب رأس المال المرجح للشركة بالطريقة العادية.

كيف تحسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؟ تخبرنا نظريات الاقتصاد (كما تم مناقشتها في المبدأ الأساسي رقم ١٠ عند وصف نموذج تسعير الأصل الرأسمالي) بأن معدل خصم المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة يعد عاملاً أساسياً في الفئات الثلاثة العامة لعلاقة المخاطر/ العائد التي يتطلبها السوق وهي:

- معدل العائد الأساسي لأي استثمار، وكذلك معدل الفائدة طويلة الأجل الخالي من المخاطر (الذي يتضمن توقعات التضخم). وسوف نستخدم عائد سندات الخزنة استحقاق ١٠ سنوات (يتوافق تاريخ الاستحقاق أو يتزامن مع الحد الأكثر لفترة العائد الإضافي).
- بالنسبة للعائد المتوقع المرتبط بمديونية الشركة والأسهم المميزة، فإننا نستخدم هامشاً يزيد على العائد الخالي من المخاطر، والذي يعكس مخاطر الإخفاق للشركة.
- بالنسبة للعائد المتوقع المرتبط بالأسهم العادية، سوف نستخدم تقدير السوق للعلاوة الحالية لمخاطر الأسهم بالإضافة إلى المخاطر المنتظمة (معامل بيتا) المرتبطة بسهم الشركة.

لكي نصل إلى المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة، يجب أن يتم تعديل تكلفة مدخلات رأس المال التي سبق وصفها بعاملين آخرين هما: إمكانية خصم الضرائب على مدفوعات الفائدة، ونسبة السندات والأسهم المميزة، والأسهم العادية التي تستخدمها الشركة في تمويل عملياتها .

يمكن أن يكون لمعدل الخصم المستخدم في عملية التقييم وتحركات أسعار الفائدة عامة تأثير هائل على القيمة السوقية للسهم. ويعكس سعر الخصم المستخدم لتقييم أحد الأسهم عوامل المخاطر الثلاثة التي سبق وصفها. ويجب أن تحظى الاستثمارات ذات المخاطر المماثلة بمعدلات خصم مماثلة. أما العوامل التي ساعدت على خفض سعر الخصم مثل الانخفاض في أسعار الفائدة بسبب توقعات تضخم منخفض، أو انخفاض في علاوة مخاطر الأسهم بسبب سقوط الشيوعية، والزيادة في التجارة الحرة بين الدول ساعدت على زيادة تقييمات الأسهم بدرجة كبيرة في التسعينات. كان السبب الهام لنسب الزيادة في تقييمات سوق الأسهم والتي تجاوزت معدلات نمو أرباح الشركات خلال التسعينات هو الانخفاض الكبير في معدلات الفائدة وانخفاض المتوسط المرجح لتكلفة رأس مال الشركات المرتبط به. إن وجود متوسط مرجح منخفض لتكلفة رأس المال يزيد من قيمة السهم. وعلى العكس، فإن العوامل التي تزيد معدل الخصم مثل التضخم المرتفع، والعمليات المحاسبية المزيفة، والسياسات المقيدة التي تفرضها الحكومة سوف يكون لها تأثير سلبي كبير في أسعار سوق الأسهم. وبالمثل، فإن العوامل التي تزيد علاوة مخاطر السهم مثل الهجمات الإرهابية والجوانب المعوقة للإنتاج والتوزيع، وأزمات العملات والتجارة سوف تزيد أيضًا من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال وتؤثر سلبًا في أسعار الأسهم. يُقلل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال المرتفع من قيمة الأسهم. (سوف نناقش كل الأشياء المتعلقة بالمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالتفصيل في الفصل السادس). من السهل حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة ميكروسوفت عن أية شركة أخرى؛ حيث إن هذه الشركة ممولة بالكامل من خلال أسهم عادية. وليس لدى شركة ميكروسوفت سندات أو أسهم مميزة متداولة. في هذا المثال البسيط، كان المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال معبرًا عن تكلفة الأسهم العادية. تبدو حصة رأس المال والمتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة ميكروسوفت علي النحو الآتي:

مصدر رأس المال	مقدار رأس المال	معدل الخصم
ديون	صفر	صفر
أسهم مميزة	صفر	صفر
أسهم عادية	٢٤٤٤٨٧ مليون دولار	١٠٪
المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال		١٠٪

في وقتٍ ما في عام ١٩٩٩، كان لشركة ميكروسوفت حصة رأس مال في السوق تزيد عن ٦٠٠ مليون دولار لكن سعر سهم شركة ميكروسوفت انخفض بما يزيد عن النصف. تُعرف حصة رأس المال في السوق بأنها القيمة السوقية للسندات والأسهم المميزة والأسهم العادية المتداولة.

وحيث إن شركة ميكروسوفت ليس لها سندات مصدرة، وليس لديها أسهم مميزة، فإن الحصة السوقية تساوي عدد الأسهم العادية المتداولة مضروبة في سعر السهم. وقد كانت الحصة السوقية لشركة ميكروسوفت كالتالي (في ١٢ أغسطس ٢٠٠٢).

$$\text{عدد الأسهم العادية المتداولة} \times \text{سعر السهم} = \text{الحصة السوقية من رأس المال } ٥٤١٥ \text{ مليون} \times \\ ٤٥.١٥ \text{ دولار} = ٢٤٤.٥ \text{ مليار دولار}$$

فائض العوائد خلال ١٠ سنوات

ميكروسوفت

رأى فاندر الموائد	٥٨٥٥٢	إجمالي قيمة الشركة	\$ ٢٢٢٠٩٢
قيمة التبنية	\$ ٨٨٩٨٤	موزن الخز	\$ ٠
ول لميرة الأجل	\$ ٤٧٨٢٧,٠	أسهم عادية	\$ ٠
حال قيمة الشركة	\$ ٢٢٢٠٩٢	خصوم لميرة الأجل	\$ ١١٩٤٠
		إجمالي القيمة إلى حقوق الملكية بالشركة	\$ ٢١٠٤٢٢
		القيمة الحقيقية للأسهم	\$ ٣٨,٨٩

(١)	(٢)	(٣)	(٤)	(٥)	(٦)	(٧)	(٨)	(٩)	(١٠)	(١١)	(١٢)	(١٣)
نهاية السنة	الإيرادات	صافي ربح	بعد دفع	الضرائب	الضرائب	الاستثمارات	المالكات	الاستثمارات	التغير في	رأس المال	التغيرات	التغيرات
٢٠٠٣ / ١٠ /	٢٨٣٦٥	١٣٢٢٤	٤٢٣٢	٨٩٩٢	٨٥٠	١١٩٩	٣٤٦-	٣٠٦	٩٠٣٢	٠,٩٠٩١	٨٢١١	
٢٠٠٤ / ١٠ /	٣١٤٨٥	١٤٦٧٨	٤٦٩٧	٩٤٨١	٩٤٤	١٣٦٨	٣٨٤-	٣٤٠	١٠٠٢٦	٠,٨٢٦٤	٨٢٨٩	
٢٠٠٥ / ١٠ /	٣٤٩٤٩	١٦٢٩٣	٥٢١٤	١١٠٧٩	١٠٤٧	١٤٧٤	٤٢٧-	٣٧٨	١١١٢٨	٠,٧٥١٣	٨٣٦١	
٢٠٠٦ / ١٠ /	٣٨٧٩٣	١٨٠٨٥	٥٧٨٧	١٢٢٩٨	١١٦٣	١٦٣٦	٤٧٤-	٤١٩	١٢٣٥٣	٠,٩٨٣٠	٨٤٣٧	
٢٠٠٧ / ١٠ /	٤٢٧٩٧	٢٠٠٧٥	٦٤٢٤	١٣٦٥١	١٢٩١	١٨١٦	٥٢٦-	٤٦٥	١٣٧١١	٠,٦٢٠٩	٨٥١٤	
٢٠٠٨ / ١٠ /	٥٣٠٥١	٢٢٢٨٣	٧١٣٠	١٥١٥٢	١٤٣٢	٢٠١٦	٥٨٤-	٥١٦	١٥٢٢٠	٠,٥٩١٥	٨٥٩١	
٢٠١٠ / ١٠ /	٥٨٨٩٠	٢٤٧٣٤	٧٩١٥	١٦٨١٩	١٥٩٠	٢٢٣٨	٦٤٨-	٥٧٣	١٦٨٩٤	٠,٥١٣٢	٨٦٦٩	
٢٠١١ / ١٠ /	٦٥٣٦٨	٢٧٤٥٥	٨٧٨٥	١٨٩٦٩	١٧٦٥	٢٤٨٤	٧١٩-	٦٣٦	١٨٧٥٢	٠,٤٦٦٥	٨٧٤٨	
٢٠١٢ / ١٠ /	٧٢٥٥٩	٣٠٤٧٥	٩٧٥٢	٢٠٧٢٣	١٩٥٩	٢٧٥٧	٧٩٨-	٧٠٦	٢٠٨١٥	٠,٤٢٤١	٨٨٢٨	
٢٠١٣ / ١٠ /	٨٠٥٤٠	٣٣٨٢٧	١٠٨٢٥	٢٣٠٠٢	٢١٧٥	٣٠٩١	٨٨٦-	٧٨٤	٢٣١٠٤	٠,٣٨٥٥	٨٩٠٨	
٢٠١٤ / ١٠ /	٨٠٥٤٠	٣٣٨٢٧	١٠٨٢٥	٢٣٠٠٢	٢١٧٥	٣٠٩١	٨٨٦-	٧٨٤	٢٣١٠٤	٠,٣٨٥٥	٨٩٠٨	

لرسم ٤-٤ شاشة ميكروسوفت للبيانات العامة

ترتبط تكلفة الأسهم العادية لشركة ميكروسوفت بمستويات أسعار الفائدة (أوراق الخزينة الأمريكية استحقاق ١٠ سنوات) كما أن مخاطر الشركة مرتبطة بسوق الأسهم ككل (معامل بيتا الخاصة بالشركة)؛

وحيث إننا نخوض في تفاصيل تتعلق بشركة ميكروسوفت في هذا المثال، فقد استخدمنا متوسط المرجح لتكلفة رأس المال بنسبة 10%.

الخطوة الثالثة: حساب القيمة الكلية لشركة ميكروسوفت

تقوم الخطوة الثالثة بخصم التدفقات النقدية على معدل العائد المتوقع، في أسلوب التدفقات النقدية المخصومة يكون معدل العائد المطلوب هو المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. تذكر المثال الخاص بالرهن العقاري في الفصل الثالث، فهو نفس المفهوم.

تشمل الخطوة الثالثة مرحلتين: (١) حساب القيمة المخصومة للتدفقات النقدية المتوقعة على مدى فترة العائد الإضافي وقدره ١٠ سنوات. (٢) حساب قيمة شركة ميكروسوفت بعد فترة العشر سنوات - القيمة المتبقية. يقدم الرسم (٤ - ٥) التدفقات النقدية المتوقعة للسنوات من ٢٠٠٣ - ٢٠١٢ لشركة ميكروسوفت، وبلغ إجمالي أو مجموع التدفقات النقدية المخصومة على مدى فترة العائد الإضافي وقدره 10 سنوات ٨٥٥٥٢ مليون دولار.

السنة	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	...	٢٠١٢
التدفقات النقدية						
المخصومة						
	\$ 9,031	\$ 10,026	\$ 11,128	\$ 12,363	...	\$ 23,104
\$ 8,213	← 0,9091					
\$ 8,286	←	0,8264				
\$ 8,361	←		0,7513			
\$ 8,437	←			0,6830		
\$ 8,908	←				0,3855	

الرسم ٤ - ٥ التدفقات النقدية المخصومة لشركة ميكروسوفت

يبين الرسم (٤ - ٤) حساب القيمة الكلية للشركة. تبدأ التدفقات النقدية الحرة المخصومة (85.552 مليون دولار) وتضيف القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة فيما بعد نهاية فترة العائد الإضافي عام ٢٠١٢ فتنتج القيمة المتبقية صافي ربح التشغيل بعد الضرائب مقسومًا على المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. وتساوي القيمة المتبقية لشركة ميكروسوفت [٢٣٠٠٢ مليون دولار ÷ (0.10)] = ٢٣٠٠٢٣ مليون دولار. وحيث إن هذه هي القيمة في مدى ١٠ سنوات من الآن. نقوم بخصمها من عامل خصم العشر سنوات وقدره 0.3855 للحصول على القيمة الحالية، وهي ٨٨٦٨٤ مليون دولار.

لحساب قيمة الشركة، نقوم بجمع التدفقات النقدية الحرة على مدى فترة العائد الإضافي وقدرها ١٠ سنوات (٨٥٥٥٢ مليون دولار)، والقيمة المتبقية (٨٨٦٨٤ مليون دولار) والأصول قصيرة الأجل (٤٧٨٢٧ مليون دولار) المرتبطة بميزانية الشركة، ونصل إلى قيمة لشركة ميكروسوفت قدرها ٢٢٢٠٦٢ مليون دولار.

الخطوة الرابعة: حساب القيمة الحقيقية لسهم شركة ميكروسوفت

تشمل الخطوة النهائية حساب القيمة الإجمالية لحقوق الأسهم العادية عن طريق طرح القيمة السوقية للالتزامات الشركة وقسمة هذا المبلغ على الأسهم المتداولة. ليس لشركة ميكروسوفت سندات أو أسهم مميزة متداولة، وإجمالي التزاماتها قصيرة الأجل هو 11640 مليون دولار.

ويوضح الرسم (4-4) حساب القيمة الإجمالية لحقوق ملكية الأسهم العادية. وتبلغ القيمة السوقية المقدرة للأسهم العادية لشركة ميكروسوفت ٢١٠٤٢٢ مليون دولار. وتعطي قسمة هذا الرقم على عدد الأسهم المتداولة (٥٤١٥ مليون سهم) في ١٢ أغسطس ٢٠٠٢ قيمة مقدرة بواقع 38.86 دولار لكل سهم.

لاحظ أن القيمة الحقيقية التي تبلغ 38.36 دولار تمثل حوالي 16% أقل من سعر الإغلاق في ١٢ أغسطس وقدرها 45.15 دولارًا. وقد كنا سنبيع سهم الشركة لو كان في حيازتنا، أو على الأقل نمتنع عن شرائه إلا بعد أن يهبط السعر إلى مستوى أقل. ولم نقم بتعديل القيمة الحقيقية للسهم بسبب التخفيف المرتبط بخيارات الأسهم، وهذا التعديل كان يمكن أن ينتج عنه انخفاض آخر في قيمة سهم شركة ميكروسوفت. وسوف نناقش موضوع خيارات الأسهم في الفصل السادس.

التقسيم - النمو مقابل القيمة، والحصة السوقية الكبيرة مقابل الحصة السوقية الصغيرة:

كثيراً ما نقرأ عن الصناديق المشتركة ومديري الاستثمار المتخصصين في أسهم القيمة، أو أسهم النمو، أو أسهم الشركات ذات الحصة السوقية الكبيرة، أو أسهم الشركات ذات الحصة السوقية الصغيرة. كيف يجب أن يؤثر تصنيف أحد الأسهم الذي ينتمي إلى أيٍّ من هذه الفئات على قيمة السهم؟ **أسهم النمو** هي الأسهم التي يتوقع لها أن تحقق إيراداتٍ مرتفعةً أو معدلات نمو أرباح مرتفعة تُقدَّر عادةً بـ ١٥% وأكثر خلال المستقبل القريب. وتتميز أسهم النمو بنسب سعر إلى الأرباح مرتفعة وقيمة دفترية منخفضة في القطاعات الرائجة أو التي عليها إقبال في سوق الأسهم. وقد كانت قطاعات النمو في الآونة الأخيرة هي صناعات التكنولوجيا أو قطاعات التقنية العالية مثل الاتصالات، والحاسبات، والأدوية، وتكنولوجيا المعلومات.

أسهم القيمة هي الأسهم التي من المتوقع أن يكون لها إيرادات منخفضة أو معدلات نمو أرباح منخفضة، وهي أسهم شركات في أنشطة ناضجة مثل شركات المرافق، والبنوك، والسمسرة، والتصنيع، وصناعة السيارات. وتتميز هذه الأسهم بنسب سعر إلى الأرباح منخفضة ونسبة قيمة دفترية إلى قيمة

سوقية عالية. وترتبط أسهم القيمة بشركاتٍ في قطاعاتٍ من سوق الأسهم لا يفضلها المستثمرون أو في صناعاتٍ مملّةٍ ليس لديها ما يجذب انتباه مراسلي الأخبار التجارية في التليفزيون.

وأسهم الشركات الكبيرة هي أسهم لها حصة رأسمال في السوق من الأسهم تزيد عن خمسة مليارات دولار. في حين أن أسهم الشركات المتوسطة لها حصة سوقية من الأسهم من مليار إلى خمسة مليارات دولار، وأسهم الشركات الصغيرة هي أسهم الشركات ذات حصة رأسمال من الأسهم في السوق أقل عامة من مليار دولار.

لسببٍ أو لآخر تحظى أساليب استثمار مختلفة بالقبول أو الرفض، وقد كان أداء المستثمرين الذين يركزون على شركات ذات الحصة السوقية الكبيرة جدًّا خلال فترة ارتفاع السوق ١٩٩٧ - ١٩٩٩ بأرباحٍ في مؤشر S&B500 تقدر بـ 31%، 26.7%، 19.5% قبل أن ينعكس الاتجاه إلى 10.1% في عام ٢٠٠٠، 13% في عام ٢٠٠١، 23.4% في عام ٢٠٠٢.

تذكر المناقشة في الفصل الثاني المتعلقة بالأسواق ذات الكفاءة والدراسة التي قام بها كلٌّ من "فاما" و"فرنش". على الرغم من أنهما لم يستخدموا النمو أو القيمة لتصنيف الأسهم، فقد وجدا أن الأسهم ذات نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية مرتفعة، والتي يُطلق عليها معظم المستثمرين مصطلح أسهم القيمة، يفوق أدائها باستمرار وبدرجة كبيرة الأسهم ذات نسب قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة، أي أسهم النمو.

ونحن نعتقد أنه سواء كان السهم لشركة كبيرة أو صغيرة، وكان سهم نمو أو قيمة، فإن إجراءات التقييم لا تختلف. يجب أن يهتم المستثمرون فقط بالتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل والمخاطر المرتبطة بهذه التدفقات النقدية المتوقعة. فالقيمة السوقية لأي سهم -نمو أو قيمة، أو سهم شركة كبيرة أو صغيرة- يمكن أن تكون أقل أو أكبر من قيمته الحقيقية. وفيما يتعلق بأسهم القيمة، سوف يكون لأسهم النمو معدلات نمو متوقعة مرتفعة وغير واقعية في معظم الأحوال، فيما يتعلق بأسهم الشركات الكبيرة والشركات الصغيرة قد يكون لها معدلات بيتا مرتفعة لتكلفة رأس المال مرتفع، ولكن إجراءات التقييم لكل فئة يجب أن تكون متشابهة أو متطابقة.

إن أسلوب التقييم الخاص بنا يمنحك المعلومات التي تحتاجها لتحديد الأسهم المقومة بأعلى من قيمتها، والأسهم الرخيصة، والأسهم التي يجب أن ترتفع، والأسهم التي في طريقها للهبوط. ونحن نرحب بتجربتك لهذا الأسلوب.

التقسيم - الخطوة التالية:

والآن بعد أن شعرت بالإرهاق من المناقشات الخاصة بالتدفقات النقدية الحرة، والتدفقات النقدية المخصومة، ونسبة الأرباح لكل سهم، وهذه المصطلحات المزعجة فقد حان الوقت للانتباه. نحن على وشك تطبيق النظرية وتوضيح كيفية القيام بشيءٍ مفيدٍ في الطريق إلى تحليل التدفقات النقدية! في الفصل التالي، سوف نوضح لك كيفية حساب التدفقات النقدية الحرة، ونشرح المتغيرات الأكثر أهميةً

لعملية الحساب. وسوف نستمر في مساعدتك في وضع أساس استقلالك المالي وقدرتك على اتخاذ قراراتك الخاصة المتعلقة بالاستثمار في الأسهم.

ملاحظة:

عند حساب القيمة المتبقية للمؤسسة ، من المفروض أنه لا يوجد صافي استثمارات جديدة . مثلا ، الاستثمار = الإهلاك وليس هناك رأس مال عامل إضافي مطلوب . وكمثال : في نهاية فترة العائد الإضافي والتي قدرها ١٠ سنوات ، إذا كان صافي ربح التشغيل بعد الضرائب للشركة = مليون دولار ، وكان المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال = ١٠٪ ، فإن القيمة المستقبلية المتبقية للشركة = مليون دولار / $(٠,١٠) = ١٠$ مليون دولار ، وهذا المبلغ سوف يتم خصمه للحصول على القيمة الحالية بمعامل الخصم الذي يساوي ١,٠ مقسوما على $(١,٠ + \text{المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لشركة})$ وهذا المجموع مرفوع إلى $١٠ = ١,٠ \div (٠,١ + ١,٠) = ١٠ (٠,٣٨٥٥)$. أي أن القيمة المتبقية = $١٠ \text{ مليون دولار} \times ٠,٣٨٥٥ = ٣٨٥٥٠٠٠ \text{ دولار}$.

الفصل العاشر

التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة

Forecasting expected cash flows

تمهيد:

في نظام التدفقات النقدية المخصومة، سوف تؤدي خمسة مقاييس للتدفقات النقدية إلى نهايات سعيدة في محفظتك من الأسهم. وتتمثل المقاييس الخمس للتدفقات النقدية التي نعتد أو نركز عليها في:

- معدل النمو.
- هامش صافي ربح التشغيل.
- معدل الضريبة على الدخل للشركة،
- صافي الاستثمار،
- الاستثمار المتراكم لرأس المال العامل.

وتعد هذه المقاييس للتدفقات النقدية أكثر المدخلات أهمية في تحديد التدفقات النقدية الحرة للشركة، وتمثل التدفقات النقدية الحرة للشركة الفارق بين التدفقات النقدية الداخلة للشركة، وتلك التدفقات النقدية الخارجة منها.

التدفقات النقدية الحرة للشركة = التدفقات النقدية الداخلة - التدفقات النقدية الخارجة

من الطبيعي أن يؤثر العديد من قرارات التشغيل الخاصة بالشركة في هذه المقاييس المتعلقة بالتدفقات النقدية بطريقة أو بأخرى. كما أن القرارات المرتبطة بالمرتبات والحوافز التنفيذية، والموردين الجدد تؤثر صافي هامش ربح التشغيل. في حين أن القرارات المتعلقة بمصروفات البحث والتطوير والمنتجات الجديدة وشركات الإعلان تؤثر في معدلات النمو والميزة التنافسية وصافي هامش ربح التشغيل وصافي الاستثمار. وتؤثر خيارات الإدارة في المتغيرات كل يوم داخل الشركات الكبيرة.

يبين لك هذا الفصل كيف تؤثر المقاييس الخمسة للتدفقات النقدية في قيمة المؤسسة، أحيانًا ما تكون عملية تقييم التدفقات النقدية عملية مملة، ولكنها أهم جزء في عملية الاستثمار. وخلال عملية تقييم التدفقات النقدية، سوف تتعلم الكثير عن الشركة التي تقوم بتقييمها.

وسوف ندرس هنا شركة سيسكو (www.cisco.com) ونناقش المدخلات التي نستخدمها لتقدير التدفقات النقدية المتوقعة لشركة سيسكو.

معدلات النمو وفترة العائد الإضافي:

عندما نتحدث عن النمو في سياق التقييم: فإننا نهتم كثيرًا بنمو عوائد وأرباح الشركة، ويعتبر النمو في العوائد نتيجة لـ :

- نمو الإيرادات التي تحقق المزيد من التدفقات النقدية الداخلة للشركة.
- انخفاض في المصروفات وزيادة في صافي هامش ربح التشغيل، والتي ينتج عنها أموال أقل تدفقًا خارج الشركة.
- الجمع بين الإيرادات المتزايدة والمصروفات المتدنية.

في حالة تساوي الأشياء الأخرى كافة، يفضل مديرو الشركات ومحلو هامش ربح وول ستريت أن يكون نمو الإيرادات هو السبب في الزيادة في العوائد. ونحن نحاول أن نحافظ على عملية التقييم بسيطة قدر الإمكان على الأقل بالنسبة للجزء الأول من تقييم أحد الأسهم.

إذا افترضنا أن مدخلات التقييم سوف تظل مستمرة بمرور الوقت (وهو ما يعني أن صافي التشغيل وصافي معدلات الاستثمار ومعدل ضريبة الدخل لا تتغير خلال فترة العائد الإضافي) عندئذ فإن النمو في التدفقات النقدية للشركة سوف يظل كما هو سواء طبقنا معدل النمو المفترض بطريقة مباشرة على الإيرادات، أو إذا قمنا بتغيير كل من نمو الإيرادات وصافي هامش التشغيل للوصول إلى معدل نمو ملائم للعوائد.

ومن الأسهل بكثير استخدام معدل نمو إيرادات مستمر لمضاعفة نمو العوائد بدلاً من تغيير المدخلات. في عمليات التقييم الأكثر تفصيلاً والتي سنقوم بها في الفصل الثامن سوف نقوم بتغيير المدخلات بمرور الوقت حتى يمكن الوصول إلى النمو من خلال الجمع بين الإيرادات المتزايدة وصافي هامش ربح التشغيل المنخفض. والآن، لنحافظ على الأشياء بسيطة ونفترض أنه عندما نناقش النمو؛ فإننا سوف نقوم بتطبيق معدل النمو على إيرادات الشركة.

بعد الإيراد الجاري للشركة والنمو المتوقع للإيرادات (إيجابياً كان أو سلبياً) خلال فترة العائد الإضافي مدخلات على قدر كبير من الأهمية عند تقييم إحدى الشركات. وتعتبر هذه المدخلات الخطوة الأولى في التنبؤ بالتدفقات النقدية المتوقعة للشركة. ويعد مصطلح معدل نمو الإيرادات سهل التفسير. أما كيفية تقديره فهي أكثر صعوبة قليلاً.

من أين نحصل على معدلات النمو؟ بعض المواقع على شبكة الإنترنت مثل Yahoo، First Call، Zacks، Finance بها توقعات عن نمو الأرباح أو العوائد المتوقعة لمدة خمس سنوات. كما أن العديد من شركات السمسة في وول ستريت يمكنها التنبؤ أيضاً بهذه التدفقات. وقد يكون تاريخ المؤسسة في الفترة الأخيرة واتجاه النمو بمثابة مؤشر أساسي جيد للنمو المتوقع.

معدلات النمو: أسهم القيمة في مقابل أسهم النمو والعودة إلى المتوسط

كما أن العلم يخبرنا بأن الكون لا يمكن أن يستمر في التمدد للأبد. يخبرنا علماء الرياضيات بأن أي مؤسسة لا يمكن أن تنمو للأبد بمعدل أعلى بكثير من معدل نمو الاقتصاد الذي تعمل فيه المؤسسة. من المستحيل بالنسبة لإحدى الشركات أن تنمو عملياتها كل عام بمعدل نمو مرتفع غير معقول.

وقد احتفظت بعض الشركات مثل سيسكو وتايكو بمعدلات نمو مرتفعة خلال التسعينات من خلال شراء النمو - الاستحواذ على شركات أصغر بأسعار مرتفعة ودمج هذه الشركات في الشركة الأم - إلا أن شراء الشركات عالية النمو كان له تكلفة كبيرة على الأسهم الصادرة حديثاً بمعرفة الشركة لتمويل شراء الشركة المستهدفة والتخفيف التالي للأسهم المتداولة للشركة.

وحيث إن أسهم النمو تتميز بنسبة سعر إلى الأرباح مرتفعة، ونسبة قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة، فإنها لا تظل أسهم نمو إلى الأبد، في النهاية، تحل التكنولوجيا الجديدة محل القديمة، وتصل حماية براءة الاختراع إلى نهايتها، ويدخل المنافسون ساحة المعركة ويعملون على انخفاض الحصة السوقية، ويقللون هوامش الأرباح بنسبة معقولة.

إن دلائل النجاح التي بدت مشرقة ذات مرة بالنسبة للشركة وللصناعة لم تعد كذلك. باختصار، سرعان ما تصبح أسهم النمو أسهمًا عادية، وقد تصبح أسهم قيمة؛ لذلك من الخطأ أن تستخدم معدل نمو مرتفع للغاية لفترة طويلة من الوقت عند تقييم أحد الأسهم. وقد يكون هذا خطأ مكلفًا جدًا. ففي النهاية، تبدأ معدلات النمو لكافة الشركات في الاقتراب من معدل النمو العام للاقتصاد الذي تعمل فيه الشركات.

معدلات النمو: توصياتنا

عند تقييم أحد الأسهم؛ ينبغي أن ننظر إلى سيناريوهات تعتمد علي معدلين مختلفين للنمو على الأقل. يستخدم تقييمنا الأول معدل نمو معتمدًا على تقديرات المحللين، والتي ندرك أنها متفائلة، وغالبًا ما ينتج عنها قيمة مرتفعة. ويستخدم تقييمنا الثاني معدل نمو أكثر تحفظًا، والذي عادةً ما يعتمد على معدل النمو المتوقع للاقتصاد الذي تعمل فيه الشركة (من 3% إلى 5% للأسهم الأمريكية) والتي عادةً ما ينتج عنها تقييم منخفض. في حالة تساوي كل الأشياء الأخرى، تمثل هاتان القيمتان أساسًا للقيمة الحقيقية. وهناك معدل نمو ثالث غالبًا ما تقوم بمراجعته، وهو معدل النمو المتوقع بالنسبة للصناعة أو القطاع الذي تعمل فيه الشركة.

إذا كان سعر السهم أعلى من أعلى تقييم له، نتجنب شراء السهم أو نقوم ببيعه، وإذا كان سعر السهم يقع بين أعلى وأقل تقييم ونعتقد بوجود فرصة معقولة عن أن أرباح الشركة سوف تساوي أو تتجاوز تقديرات المحللين، نفكر في شراء السهم. أما إذا كان سعر السهم أقل من أقل تقييماتنا، نعتبر هذا السهم فرصة شراء جيدة، لكن بعد التأكد من صحة هذا التحليل بالطبع.

معدل نمو إيرادات شركة سيسكو:

إن شركة سيسكو سيستمر هي الشركة التي سنقوم بتقييمها على مدى الفصلين التاليين. تقدم الشركة خطأ كبيرًا من المنتجات الخاصة بنقل المعلومات أو البيانات، والصوت والصورة، سواء كان حول العالم على شبكة الإنترنت أو داخل شبكات الإنترنت الخاصة. وتقوم شركة سيسكو بصناعة أجهزة الاتصالات، والخدمات، وتكنولوجيا التحويل، وأمان الشبكة وشبكات العمل البصرية، وبرامج الإدارة. وتقوم الشركة بتسويق منتجاتها من خلال قوة البيع المباشرة، وكذلك من خلال أنظمة توزيع أخرى. ويشعل المنافسون للشركة شركة ألكاتيل، وليوسنت، ونورتل نت وورك، وسيمنس إيه جي، وسينيا، وشركة إيركسون. وقد حققت شركة سيسكو إيرادات قدرها 18915 مليون دولار (صافي مبيعات) في عام ٢٠٠٢، 83% منها كانت من مبيعات المنتجات، 17% كانت من مبيعات الخدمات.

في التسعينات ارتفع سعر سهم شركة سيسكو وهو أحد أسهم شركات التكنولوجيا الرائدة في مجال الإنترنت إلى طبقات الجو العليا. وفي عام ٢٠٠٠، عندما كان السهم في أعلى نقطة له، كانت الحصة السوقية من الأسهم للشركة هي أكبر حصة لأي شركة في العالم، ووصلت إلى ٦٠٠ مليار دولار! ومنذ هذا الارتفاع، هبطت حصة الشركة من الأسهم في السوق بنسبة ٨٣% وهي الآن عند 97.8 مليار \$.

وعند هذا المستوى يُباع سهم شركة سيسكو بنسبة سعرٍ إلى الأرباح قدرها 53% وبنسبة سعرٍ إلى المبيعات تزيد عن 5%، ولا تزال الشركة غنية وفقاً للمعايير التاريخية. في ٦ أغسطس ٢٠٠٢، أعلنت الشركة أنها قامت بزيادة برنامج إعادة شراء الأسهم لديها بمقدار ٥ مليار دولار، وبالتالي الموافقة على إعادة شراء ما قيمته ٨ مليار دولار من الأسهم.

لقد قمنا بتحميل التقرير السنوي لشركة سيسكو لعام ٢٠٠٢ من موقعها على شبكة الإنترنت وأعدنا وضع قائمة الدخل لعام ٢٠٠٢ كما في الرسم (5 - 2).

لكي نصل إلى وجهة نظر متكاملة عن نمو وأداء شركة سيسكو على مدى السنوات، استخدمنا مصادر معلومات أخرى لتشمل خمس سنوات من بيانات الإيرادات (يحتوي التقرير السنوي على بياناتٍ عن الإيرادات لمدة ثلاث سنوات فقط). في الجدول (٥ - ١) انظر وتأمل في نمو إيرادات شركة سيسكو من ٦٤٥٢ مليون دولار في ١٩٩٧ إلى 18915 مليون دولار في عام ٢٠٠٢ - زيادة قدرها ثلاثة أضعاف خلال فترة السنوات الخمس.

من السهل حساب معدل النمو السنوي في الإيرادات، فقط عليك بقسمة إيرادات إحدى السنوات على إيرادات العام السابق، ثم اطرح 1.0 على سبيل المثال: تم حساب معدل نمو عام واحدٍ لشركةٍ من خلال قسمة إيرادات عام ٢٠٠١ وقدرها ٢٢٢٩٣ مليون دولار على إيرادات عام ٢٠٠٠ للشركة، وقدرها ١٨٩٢٨ مليون دولار، وطرح 1.0، وبصورة حسابية تحصل على التالي:

$$(22293 \div 18928 - 1.0) = 1.178 - 1.0 = 0.178 = \text{معدل نمو قدره } 17.8\%$$

وحتى لو كانت معدلات النمو سلبية كما حدث مع شركة سيسكو في عام ٢٠٠٢، تطبق نفس المعادلة. وعندئذ يكون معدل نمو شركة سيسكو لعام ٢٠٠٢ كالتالي:

$$(18915 \div 22293 - 1.0) = 0.8485 - 1.0 = -0.1515 = \text{معدل نمو قدره } -15.15\%$$

كان متوسط معدل نمو الإيرادات لمدة خمس سنوات لشركة سيسكو 26.62% في حين كان معدل النمو السنوي المركب هو ٢٤%. تذكر المبدأ رقم (٥) في الفصل الثاني من الدقة والأكثر تحفظاً أن تعتمد على معدلات النمو السنوية المركبة بدلاً من متوسط معدلات النمو البسيطة والتي تزيد من تقدير الأداء الفعلي للسهم.

كيف كان أداء أرباح شركة سيسكو خلال تلك الفترة؟ انخفض هامش أرباح تشغيل شركة سيسكو من 24.9% في عام ٢٠٠٠ إلى 4.8% في ٢٠٠١، ثم ازداد إلى 19.5% في عام ٢٠٠٢. وانخفض صافي دخل التشغيل من ٤٧١٩ مليون دولار في عام ٢٠٠٠ إلى ١٠٧٦ مليون في عام ٢٠٠١ قبل أن

يرتد إلى ٣٦٨٣ مليون دولار في عام ٢٠٠٢. وسوف نتحدث عن هامش صافي ربح التشغيل، وصافي ربح التشغيل في الجزء التالي.

بيان مجمع للمبيعات

(الأرقام بالليون ، فيما عدا المبالغ لكل سهم) .

نهاية العام	٢٧ يوليو ٢٠٠٢	٢٨ يوليو ٢٠٠١	٢٩ يوليو ٢٠٠٠
صافي المبيعات			
منتجات	١٥٦٦٩ دولار	١٩٥٥٩ دولار	١٧٠٠٢ دولار
خدمات	٣٢٤٦	٢٧٣٤	١٩٢٦
إجمالي صافي المبيعات	١٨٩١٥	٢٢٢٩٣	١٨٩٢٨
تكلفة المبيعات			
منتجات	٥٩١٤	١٠١٩٨	٥٩٧٠
خدمات	٩٨٨	١٠٢٣	٧٧٦
إجمالي تكلفة المبيعات	٦٩٠٢	١١٢٢١	٦٧٤٦
إجمالي هامش الربح	١٢٠١٣	١١٠٧٢	١٢١٨٢
مصروفات التشغيل			
أبحاث وتطوير	٣٤٤٨	٣,٩٢٢	٢٧٠٤
مبيعات وتسويق	٤٢٦٤	٥,٢٩٦	٣٩٤٦
عامة وإدارية	٦١٨	٧٧٨	١٣٣
تكاليف إقامة هيكلية وتكاليف خاصة أخرى	-	١,١٧٠	-
استهلاك الشهرة	-	٦٩٠	١٥٤
استهلاك الأصول غير الملموسة المشتراة	٦٩٩	٣٦٥	١٣٧
أبحاث وتطويرات جارية	٦٥	٨٥٥	١٣٧٣
إجمالي مصروفات التشغيل	٩٠٩٤	١٣٠٧٦	٨٩٤٧
دخل التشغيل (خسارة)	٢,٩١٩	٢٠٠٤	٣٢٣٥
لوائد ودخل آخر (خسارة) صافي	٢٠٩	١١٣	١١٠٨
الدخل (خسارة) قبل مخصصات ضريبة الدخل	٢٧١٠	٨٧٤	٤٣٤٣
مخصصات ضريبة الدخل	٨١٧	١٤٠	١٦٧٥
صافي الدخل (خسارة)	١٨٩٣ دولار	١,٠١٤ دولار	٢٦٦٨ دولار
صافي الدخل (خسارة) لكل سهم - أساسي	٠,٢٦ دولار	٠,١٤ دولار	٠,٣٩ دولار
صافي الدخل (خسارة) لكل سهم - مخفف	٠,٢٥ دولار	٠,١٤ دولار	٠,٣٦ دولار
الأسهم المستخدمة في حساب لكل سهم - أساسي	٧,٣٠١	٧,١٩٦	٦,٩١٧
الأسهم المستخدمة في حساب لكل سهم - مخفف	٧٤٤٧	٧١٩٦	٧٤٣٨

الرسم ٢-٥ قائمة دخل شركة سيسكو لعام ٢٠٠٢

الجدول ١-٥ شركة سيسكو سيستمز

إيرادات خمس سنوات (الأرقام بالليون دولار)			
السنة	الإيراد	مقدار الزيادة بالدولار	نسبة الزيادة %
٢٠٠٢	\$ ١٨٩١٥	٣٣٧٨-	-١٥,١٥ %
٢٠٠١	٢٢٢٩٣	٣٣٦٥	١٧,٧٨ %
٢٠٠٠	١٨٩٢٨	٦٧٥٥	٥٥,٤٩ %
١٩٩٩	١٢١٧٣	٣٦٨٥	٤٣,٤١ %
١٩٩٨	٨٤٨٨	٢٠٣٦	٣١,٥٦ %
١٩٩٧	٦٤٥٢	-	-
متوسط معدل نمو لمدة خمس سنوات			
٢٦,٦٢ %			
متوسط مركب لمعدل النمو لمدة خمس سنوات			
٢٤,٠٠ %			

لا تعتبر معدلات النمو المنكمشة وهوامش الدخل المتناقصة والأرباح المنخفضة علامات جيدة بالنسبة لنمو السهم. وقد بدا جلياً أن المنافسين يهاجمون بنجاح مجال معدات الإنترنت -حيث كانت شركة سيسكو ذات مرة هي المورد المهيمن- وأن الطلب على منتجات الشركة قد وهن، كما أنه مع زيادة حجم الشركة يصبح من الصعب جداً الاستمرار في النمو بمعدل نمو مرتفع بطريقة غير عادية. يجب أن تقترب معدلات النمو في النهاية أو تنخفض عن معدل نمو الاقتصاد. يجب أن يحدث هذا حتى ولو كانت شركة سيسكو أكبر شركة في مجالها.

من السهل أيضاً بالنسبة لأي مدير تنفيذي أن يتحدث عن الإيرادات ونمو العوائد، من أن يقوم بتطوير المنتجات والسياسات التي تتجز بالفعل هذا النمو. ويجب علي المستثمر إلقاء نظرة على حديث العلاقات العامة في الماضي، وأن يكون واقعياً في تقديرات النمو، وإن يحترس فيما يتعلق بمدى معقولية توقعات النمو وتأثيرها على قيمة السهم.

ماذا عن معدلات نمو شركة سيسكو؟ كما ناقشنا سابقاً في هذا الجزء، يتحدث معظم المستثمرين وينظرون إلى نمو الشركة في العوائد أو الأرباح مقارنةً بإيراداتها. سوف يأتي النمو في العوائد من أحد مصدرين: النمو في الإيرادات، يُعرف بالمصدر الأول للنمو (لأن الإيرادات هي القيد الأول في قائمة الدخل)، أو النمو في دخل التشغيل كنتيجة لوجود هامش صافي أرباح تشغيل مرتفع، ويُعرف بالمصدر الأدنى للنمو (لأن دخل التشغيل يقع في أسفل قوائم الدخل).

يمكن أن ينتج النمو في التشغيل إما بسبب الإيرادات المرتفعة، أو في ظل البيئة التي ينخفض فيها الحجم، أي عند حدوث انخفاض في التكاليف. ولا يهم إذا ما كان مصدر الأرباح هو النمو في الإيرادات أو صافي أرباح تشغيل مرتفعة، ولا يؤثر كذلك في تقييمنا للشركة. كما أن مصدر الأرباح والعوائد لا يؤثر كثيراً في عملية تحليل التدفقات النقدية المخصومة.

عند تقييم أحد الأسهم، يتم استخدام كافة المعلومات المتاحة والمعلن عنها في الفترة الأخيرة عن الشركة، وهذا يعني أننا نقوم بفحص التقرير ربع السنوي الأخير والنشرات الخاصة بالعوائد. كما تقوم العديد من الشركات بنشر هذه التقارير على مواقعها على شبكة الإنترنت.

كما يعتبر موقع هيئة الرقابة والإشراف أيضاً مستودعاً رئيسياً للمعلومات السنوية وربع السنوية عن الشركات. ويقدم آخر تقرير ربع سنوي مؤشراً جيداً عن توقعات الإيرادات والعوائد للشركة. ويقوم المحللون بتغطية محتويات هذه التقارير ربع السنوية والنشرات الخاصة بالعوائد. عادةً ما تحدث مفاجأة سلبية نتيجة الهبوط غير المعقول في سعر أحد الأسهم. كما قد تحدث مفاجأة إيجابية نتيجة قفزة غير متوقعة في سعر أحد الأسهم.

ما السبب وراء وجود ردود الأفعال الكبيرة بالنسبة لتلك المفاجآت الصغيرة نسبياً في العوائد؟ تذكر

أن قيمة أحد الأسهم تعتمد بقدر كبير على التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل. إذا هبطت معدلات النمو أو انخفض صافي هامش ربح التشغيل، عندئذ يقوم المحللون والمستثمرون بوضع هذه الأرقام المنخفضة داخل نموذج تسعير التدفقات النقدية المخصومة، وهنا قد يكون التغير الناتج في القيمة الحقيقية كبيراً.

للمحافظة على هذا المثال بسيطاً سوف نركز على التقرير السنوي لشركة سيسكو ونذكر استخدام البيانات ربع السنوية. ومفاجات العوائد لحين الحديث عن التقييم في الفصل الثامن. **ماذا يقول المحللون في وول ستريت عن معدلات النمو المستقبلية المتوقعة؟** في ١٤ أغسطس من عام ٢٠٠٢، تم عمل مراجعة تقديرات المحللين بالنسبة لشركة سيسكو، وذلك بالدخول إلى موقع Yahoo Finance (<http://finance.yahoo.com/>) ويستخدم هذا الموقع بيانات بحثية مقدمة من كلٍ من شبكة First Call، Financial Thomson، وعند أخذ آراء المحللين الأربعة الذين تتبّعوا شركة سيسكو وجدوا أن ١٣ محلاً يصنّفون أسهم الشركة على أنها أسهم قوية تغري بالشراء، بينما كان رأي ١٧ محلاً آخر أن تلك الأسهم جيدة ويُستحسن شراؤها، في حين أن ١٠ محللين منهم يُصنّفونها على أنها أسهم تصلح للاحتفاظ كما كان تقدير النمو في العوائد في الأجل الطويل (٥ سنوات) هو 20% سنوياً.

لقد تم أيضاً الرجوع إلى موقع شركة Zacks (www.zacks.com/) للحصول على تقديرات مفضلة للمحللين عن شركة سيسكو، وبلغت تقديرات نمو لخمس سنوات قدرها 20.05%، ولا شك أن تقديرات

نمو قدرها ٢٠% تعد مبالغاً فيها، ولكن ستستخدم للوصول إلى أعلى تقدير للقيمة الحقيقية لسهم شركة سيسكو.

لنفترض أن استراتيجية شركة سيسكو على شبكة الإنترنت تروق لنا ونؤمن بأن نمو إيرادات أكبر سوف يتبع ذلك خاصةً وهي تسيطر بأجهزتها على العالم أجمع. وبغرض السهولة، ولكي نتماشى مع تقديرات المحللين، سوف نستخدم معدل نمو إيرادات قدره 20%، وهو افتراض متهور أو مبالغ فيه في ضوء نمو إيرادات شركة سيسكو خلال السنوات الثلاث الماضية -من 55% إلى 17% إلى 15%- من الواضح أنه ليس اتجاهًا إيجابيًا. وكذلك سوف نقوم أيضًا بتقديم بعض الافتراضات أكثر تحفظًا من خلال تخيل السيناريو التالي: ماذا يحدث في حالة النمو بمقدار 5%، وهو ما يتوافق مع النهاية العظمى لنمو الاقتصاد الأمريكي.

فترة العائد الإضافي: توصياتنا

حتى ولو كانت الشركة شركة عظيمة جديدة بفترة عائد إضافي قدرها ١٠ سنوات، كثيرًا ما نقوم أيضًا بمراجعة كيفية استجابة وتأثير القيمة الحقيقية لسهم الشركة في حالة انكماش الطلب على منتجات الشركة وانخفاض فترة العائد الإضافي. عندما نقوم بتقييم إحدى الشركات يمكن أن نرى بسهولة كيف أن تخفيض فترة العائد الإضافي للشركة من ١٠ إلى ٧ ثم إلى ٥ سنوات تؤثر في القيمة الحقيقية بشكل واضح. في مواقف معينة، ينتج عن تخفيض فترة العائد الإضافي زيادة في قيمة السهم. ويحدث هذا عندما تكون الشركة تحقق مكاسب على استثماراتها الجديدة حاليًا أقل من المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لديها. إن تخيل السيناريوهات المقترحة بخصوص فترة العائد الإضافي للشركة يمنحك الفرصة لرؤية كيفية تأثير التدفقات النقدية على قيمة السهم بشكل فعلي.

فترة العائد الإضافي لشركة سيسكو:

تذكر قاعدة 1، 5، 7، 10 الموجودة في الفصل الرابع. إننا نعتقد أن سيسكو شركة رائعة جديدة بفترة عائد إضافي قدرها ١٠ سنوات. لماذا؟

لأنه يجب أن يتوافق طول فترة العائد الإضافي مع الفترة الزمنية التي يتوقع المستثمر خلالها أن تكون استراتيجية الشركة ناجحة. وهذا أن تلك الاستراتيجية سوف تحقق تدفقات نقدية حرة، أي سوف تحقق معدل عائد على الاستثمارات الجديدة يزيد عن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة. الاستراتيجيات التي تعتمد على حماية براءة الاختراع، أو قنوات التوزيع الكبيرة، أو العلامات التجارية، والقيمة يجب أن تحظى بفترة عائد إضافي طويلة نسبيًا.

تحظى شركة سيسكو بمنتجات رائعة، وعلامة تجارية معروفة، وقنوات توزيع ذات كفاءة، ومع ذلك يبدو أن المنافسين يقومون بالتسلل إلى الأسواق التي سيطرت عليها سيسكو لسنوات. لقد أدت المنافسة الشديدة في أسواق أجهزة الإنترنت إلى انكماش هوامش الأرباح وانخفاض نمو المبيعات.

ومع ذلك لا نزال نعتقد أن سيسكو في موقع جيد في مجال الصناعة التي تعمل فيها، وسوف نستخدم فترة عائد إضافي قدرها ١٠ سنوات في أثناء مراجعة باقي تحليل التدفقات النقدية.

مدخلات التقييم المرتبطة بنمو الإيرادات وفترة العائد الإضافي:

سوف تكون مدخلاتنا المتعلقة بالإيرادات ومعدل نمو الإيرادات وفترة العائد الإضافي في شاشة الإدخال. كما هو موضح في الشكل التالي 2-5 كما يلي:

الرسم ٢-٥ شركة سيسكو للأنظمة

قائمة إيرادات متوقعة			
(الأرقام بالملين دولار)			
السنة	الإيرادات	الزيادة بالدولار	نسبة الزيادة
٢٠٠٢	\$١٨٩١٥	—	—
٢٠٠٣	\$٢٢٦٩٨	\$٣٧٨٣	%٢٠,٠٠
٢٠٠٤	\$٢٧٢٣٨	\$٤٥٤٠	%٢٠,٠٠
٢٠٠٥	\$٣٢٦٨٥	\$٥٤٤٨	%٢٠,٠٠
٢٠٠٦	\$٣٩٢٢٢	\$٦٥٣٧	%٢٠,٠٠
٢٠٠٧	\$٤٧٠٦٧	\$٧٨٤٤	%٢٠,٠٠
٢٠٠٨	\$٥٦٤٨٠	\$٩٤١٣	%٢٠,٠٠
٢٠٠٩	\$٦٧٧٧٦	\$١١٢٩٦	%٢٠,٠٠
٢٠١٠	\$٨١٣٣١	\$١٣٥٥٥	%٢٠,٠٠
٢٠١١	\$٩٧٥٩٧	\$١٦٢٦٦	%٢٠,٠٠
٢٠١٢	\$١١٧١١٧	\$١٩٥١٩	%٢٠,٠٠

الإيرادات (بالملين دولار)
 ١٨٩١٥ دولار
 معدل نمو الإيرادات (%)
 ٢٠,٠
 فترة العائد الإضافي (بالسنوات)
 ١٠

يسمح أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بإضافة مدخلاتٍ سنويةٍ لمعدلات نمو الإيرادات على مدى فترة العائد الإضافي. على سبيل المثال، يمكن أن تعتمد تحليلات التقييم على معدلات النمو المتزايدة أو المتناقصة بمرور الوقت، يمكنها تقبل أو استيعاب افتراضات نموٍ عديدة متعددة المراحل. وسوف نناقش أساليب النمو متعددة المراحل في الفصل الثامن.

صافي هامش ربح التشغيل وصافي ربح التشغيل:

في هذا الجزء، تبدأ المصطلحات في التدفق بغزارة. يساوي صافي هامش ربح التشغيل صافي ربح التشغيل للشركة مقسومًا على إيرادات التشغيل، أي الدخل من العمليات المستمرة. ولكي نصل إلى هذه النسبة، نأخذ إيرادات التشغيل، ونطرح منها تكاليف البضاعة المباعة، وكذلك مصروفات البيع، والمصروفات العامة والإدارية، وتكاليف البحث والتطوير، بعدها نقوم بقسمة الرقم الناتج على إيرادات التشغيل.

صافي هامش ربح التشغيل =

$$\frac{\text{إيرادات التشغيل} - (\text{تكاليف البضاعة} - \text{مصروفات البيع والمصروفات الإدارية} - \text{تكاليف البحث والتطوير})}{\text{إيرادات التشغيل}} =$$

$$\frac{\text{صافي ربح التشغيل}}{\text{إيرادات التشغيل}} =$$

تأتي البيانات الخاصة بتكاليف البضاعة، ومصروفات البيع، والمصاريف الإدارية، وتكاليف البحث والتطوير أيضًا من قائمة دخل الشركة. ويعتبر صافي هامش ربح التشغيل للشركة عنصرًا مهمًا في تحديد القيمة الحقيقية لسهم الشركة.

إذا كان صافي هامش ربح التشغيل سلبيًا أو غير كافٍ لتغطية صافي الاستثمار المطلوب لدعم نمو الشركة، فإن هناك احتمالًا كبيرًا أن تكون القيمة الحقيقية للشركة تساوي صفرًا، وهو ما لا يمثل رقمًا جيدًا إذا كنت من حملة الأسهم. ومن الواضح أن الشركة لن تستمر في العمل أو التشغيل للأبد بطريقة تدمر ثروة حملة الأسهم.

ويجب هنا توخي الحذر حيث إن أسلوب التدفقات النقدية المخصومة بعوائد التقييم قد ينتج عنها قيمة حقيقية تساوي صفرًا إذا لم تحقق الشركة تدفقات نقديةً إيجابية. سوف نصف كيفية تغيير معدلات النمو وهوامش الربح بمرور الوقت؛ لذلك فإن أسلوب التدفقات النقدية المخصومة يمكن أن يقوم بتقييم بعض المواقف بطريقة غير سليمة.

كما أن هناك شركات مختلفة أيضًا قد تستخدم أسماءً ومسمياتٍ مختلفةً لأرقام الإيرادات والمصروفات في تقاريرها السنوية. على سبيل المثال، تطلق شركة سيسكو على جانب التدفقات النقدية الداخلة "صافي مبيعات"، وتستخدم شركة ماكдонаلدز مصطلح "إجمالي الإيرادات"، وميكروسوفت "الإيرادات"، وتستخدم شركة إنتل "صافي الإيرادات".

وقد أعلنت شركة سيسكو أن تكاليف إعادة الهيكلة والتكاليف الخاصة تعتبر جزءًا من مصروفات التشغيل. لكننا لم نتفق مع هذا، ولم نتضمنها في حساباتنا عند القيام بحساب صافي هامش ربح التشغيل. احذر عندما نقوم بفحص التقارير السنوية، وتأكد من عملية جمع القيود بطريقة متجانسة! ليست هناك هيئة أو جهة محاسبة مالية مفوضة تملّي صيغة القوائم المالية التي يجب على أية شركة استخدامها. وتقوم الشركات في الصناعات المختلفة بإعداد قوائمها المالية بطرق مختلفة. على سبيل المثال، تعلن شركات التكنولوجيا والشركات الصناعية عن صافي هامش أرباح التشغيل بالطريقة التي سبق وصفها، فلم يتم تضمين دخل الفوائد أو الدخل من التوزيعات، ومصروفات الفوائد في حساب صافي أرباح التشغيل، أو صافي هامش أرباح التشغيل. وبالنسبة للشركات المالية، يتم تضمين دخل الفوائد والدخل من التوزيعات ومصروفات الفوائد في حساب صافي أرباح التشغيل أو صافي هامش أرباح التشغيل.

صافي هامش أرباح التشغيل: توصياتنا

بسبب الضغوط التنافسية والتكنولوجيا دائمة التغير أو الاقتصاد ككل يمكن أن يتباين صافي هامش ربح التشغيل الخاص بإحدى الشركات بصورة كبيرة من عام إلى آخر. إذا أظهرت الشركة صافي هامش أرباح تشغيل متزايدة أو منخفضة، فإننا نستخدم آخر صافي هامش أرباح التشغيل في تقييمنا الأساسي. إذا كان لدى الشركة صافي هامش تشغيل غريبة أو شاذة كتلك التي أظهرتها شركة سيسكو في الجدول (٥ - ٣) التالي، فإننا نقوم باستخدام متوسط لهوامش أرباح التشغيل للشركة على مدى السنوات الثلاثة الأخيرة.

إذا كان لدى الشركة صافي هامش أرباح تشغيل سلبية أو منخفضة للغاية، والتي تخلق قيمة حقيقية قدرها صفرًا، فإننا ربما ننظر نظرة فاحصة للسهم. ربما علينا أن نتخيل سيناريوهات مختلفة ونفترض أن مجلس إدارة الشركة في وقت من الأوقات سوف يفعل الشيء السليم. ويقوم بتغيير الإدارة، وأن الإدارة سوف تؤسس أو تضع التغيرات التي سوف تغير أداء الشركة ليصل صافي هامش ربح التشغيل إلى مستوى مماثل لهامش الأرباح المعتاد في المجال الذي تعمل فيه الشركة من خلال النظر إلى هامش صافي ربح التشغيل المجموعة من الشركات الأخرى في الصناعة. إذا حدثت هذه التغيرات واعتقدنا أن هامش صافي ربح التشغيل سوف يزداد، يمكن أن نضع أعلى هامش صافي ربح التشغيل متوقع في عملية التقييم، وتقييم ما يمكن أن يكون عليه قيمة سهم الشركة في المستقبل، ثم نستطيع أن نقرر ما إذا كان شراء أحد الأسهم يمكن أن يكون بمثابة استثمار جيد ينطوي على مضاربة اعتمادًا على نسبة المخاطر مقابل العائد.

صافي هامش ربح التشغيل لشركة سيسكو:

لخلق نظرة ثانية على قائمة دخل شركة سيسكو لعام 2002 (الرسم ٥ - ٢) لحساب صافي ربح التشغيل وهامش صافي ربح التشغيل على مدى السنوات الثلاث الأخيرة. (انظر الجدول ٥ - ٣).

الجدول ٢-٥ شركة سيسكو سيستمز

بيان بصافي هامش أرباح التشغيل لمدة ٣ سنوات (الأرقام بالmillions دولار)						
السنة	الإيرادات	تكاليف البضاعة	المصروفات الإدارية	البحوث والتطوير	صافي ربح هامش صافي التشغيل	صافي ربح هامش صافي التشغيل
٢٠٠٢	١٨٩١٥	٦٩٠٢	١٨٨٢	٣٤٤٨	٣٦٨٣	%١٩,٤٧
٢٠٠١	٢٢٢٩٣	١١٢٢١	٦٠٧٤	٣٩٢٢	١٠٧٦	%٤,٨٣
٢٠٠٠	١٨٩٢٨	٦٧٤٦	٤٥٧٩	٢٧٠٤	٤٧١٩	%٢٤,٩٣
متوسط ثلاث سنوات	-	-	-	-	-	%١٦,٤١

وكمثال لنقوم بحساب هامش صافي ربح التشغيل لشركة سيسكو لعام 2002:

$$\frac{18915 \text{ دولار} - (6902 \text{ دولار} + 4882 \text{ دولار} + 3448 \text{ دولار})}{18915 \text{ دولار}} = \text{صافي ربح التشغيل}$$

$$0.1947 = \frac{3683 \text{ دولار}}{18915 \text{ دولار}} = 19.47\%$$

لقد كان هامش صافي ربح التشغيل لشركة سيسكو شاذًا وغريبًا يتغير ما بين 24.93% في عام ٢٠٠٠ إلى 4.83% في عام 2001، 19.47% في عام ٢٠٠٢!! والآن بعد أن عرفنا كيف كان أداء الشركة في الماضي يجب أن نُقدّر أدائها المتوقع مستقبلاً. والآن، سوف نفترض أن سيسكو سوف تستمر في العمل طبقاً لمتوسط الثلاث سنوات، وهو 16.41% بالنسبة لهامش صافي ربح التشغيل الخاص بها في المستقبل القريب.

مدخلات التقسيم المتعلقة بهامش صافي ربح التشغيل:

المدخلات المتعلقة بهامش صافي ربح التشغيل بالنسبة لبرنامج ValuePro2002 في شاشة الإدخال الرئيسية هي:

صافي هامش ربح التشغيل (%) 16.41%

اعتمادًا على معدل النمو طويل الأجل المتوقع للمحللين وقدره 20% سنويًا، ونسبة 16.41% سنويًا المقدرة لصافي هامش ربح التشغيل، تحصل على هامش صافي ربح التشغيل، وصافي ربح التشغيل المتوقع المبين في الجدول (٥-٤). كما أن صافي ربح التشغيل مبين أيضًا في شاشة General Proforma (انظر الرسم ٥ - ٦ الذي سوف يأتي فيما بعد في هذا الفصل).

الجدول ٤-٥ شركة سيسكو سيستمز

هامش صافي ربح التشغيل وصافي ربح التشغيل المتوقع (الأرقام بالmillions دولار)			
السنة	الإيرادات	هامش صافي ربح التشغيل %	صافي ربح التشغيل
٢٠٠٢	١٨٩١٥ دولار	-	-
٢٠٠٣	٢٢٦٩٨ دولار	%١٦,٤١	٣٧٢٥ دولار
٢٠٠٤	٢٧٢٣٨ دولار	%١٦,٤١	٤٤٧٠ دولار
٢٠٠٥	٣٢٦٨٥ دولار	%١٦,٤١	٥٣٦٤ دولار
٢٠٠٦	٣٩٢٢٢ دولار	%١٦,٤١	٦٤٣٦ دولار
٢٠٠٧	٤٧٠٦٧ دولار	%١٦,٤١	٧٧٢٤ دولار
٢٠٠٨	٥٦٤٨٠ دولار	%١٦,٤١	٩٢٦٨ دولار
٢٠٠٩	٦٧٧٧٦ دولار	%١٦,٤١	١١١٢٢ دولار
٢٠١٠	٨١٣٣١ دولار	%١٦,٤١	١٣٣٤٦ دولار
٢٠١١	٩٧٥٩٧ دولار	%١٦,٤١	١٦٠١٦ دولار
٢٠١٢	١١٧١١٧ دولار	%١٦,٤١	١٩٢١٩ دولار

يسمح أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بإضافة مدخلات سنوية مختلفة من صافي هامش ربح التشغيل على مدى فترة العائد الإضافي، ويمكنه استيعاب افتراضات عديدة في عملية التقييم. ويسمح هذا لصافي ربح التشغيل (دخل التشغيل) بأن يتنوع مع تنوع ناتج الإيرادات (مع معدلات نمو متباينة) مضروباً في هامش صافي ربح التشغيل (بنسب متباينة).

كما يخبرنا أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بعدد غير محدود من المدخلات من معدل نمو هامش صافي ربح التشغيل إلى الإيرادات: وذلك لخلق المزيد من خيارات تقييم النمو بصورة أكثر مما تعتقد.

معدل ضريبة الدخل والضرائب المعدلة:

في حسابنا للتدفقات النقدية الحرة للشركة نقوم بعمل تعديلات ملائمة للضرائب لمعرفة ما يتبقى لحملة الأسهم.

يأخذ أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة صافي التشغيل، ويقوم بعمل تقدير للمدفوعات المعدلة بعد الضرائب على أساس معدل ضريبة الدخل التي تدفعها المؤسسة، ثم يطرح الضرائب المعدلة لحساب هامش صافي ربح التشغيل. نحن نطلق عليها مدفوعات ضريبية معدلة لأن مدفوعات الضرائب

الفعلية لجهات الضريبة الحكومية المتعددة تصل إليها من خلال حساباتٍ معقدة واتباع قوانين ضرائب متعددة، أضف إلى ذلك دفع ٦٠٠ دولار في الساعة أتعاب محاسب الضرائب في نيويورك. تشمل هذه الحسابات عناصر مؤجلة ومعاملات ضريبة معقدة لا يستطيع الإنسان العادي فهمها.

أحياناً، بسبب اكتساب ميزةٍ من قوانين الضرائب، يكون معدل ضريبة الشركة أقل بمقدارٍ كبيرٍ من معدل الضريبة المفروض -وهو 35% في الولايات المتحدة- في أحيان أخرى، بسبب الضرائب المؤجلة، قد يكون معدل الضريبة على الشركة أعلى بكثيرٍ من معدل الضريبة المفروضة.

إذا استمرت الشركة في تحقيق أرباحٍ في الأجل الطويل، يجب أن يقترب معدل الضريبة من أقصى معدلٍ للضريبة المفروضة.

إن التخفيضات الضريبية الخاصة بنسبة الفائدة المرتبطة بإصدارات المديونية (السندات) والحماية الضريبية التي توفرها السندات غير متضمنة في أسلوب التدفقات النقدية الحرة. حيث يتم إدخالها ضمناً في عملية تقييم التدفقات النقدية الحرة من خلال تعديل المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال. هذه التعديلات والتي سيتم وصفها في الفصل السادس تقلل من تكلفة عنصر المديونية في المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لتحويله إلى متوسط مرجح لتكلفة رأس المال بعد الضرائب.

ويكون أسلوب التدفقات النقدية الحرة لحساب لحساب هامش صافي التشغيل =

$$\text{صافي ربح التشغيل بعد خصم الضرائب} = \text{صافي ربح التشغيل} - \text{قيمة الضرائب} \\ \text{صافي ربح التشغيل} \times (1 - \text{معدل الضريبة}).$$

معدل ضريبة شركة سيسكو:

لقد حددنا معدل ضريبة شركة سيسكو من قائمة دخلها من خلال قسمة الدخل قبل المبالغ المخصومة تحت حساب ضريبة الدخل على مخصصاتها لضريبة الدخل. تُظهر قائمة دخل شركة سيسكو لعام ٢٠٠٢ (انظر الرسم ٥ - ٢) الدخل قبل مخصصات ضرائب الدخل وقدرها ٢٧١٠ (٨٧٤)، ٤٣٤٣ مليون دولار لأعوام ٢٠٠٢، ٢٠٠١، ٢٠٠٠ على الترتيب، ومخصص لضرائب الدخل بمقدار ٨١٧، ١٤٠، 1675 مليون دولار.

وحيث إن شركة سيسكو كان لديها خسائر في عام ٢٠٠١، فإن حساب المعدل لهذا العام يكون غير ذي معنى. كان معدل الضريبة لعام ٢٠٠٠ (١٦٧٥ دولار ÷ ٢٧١٠ دولار) = 38.57%، وكان معدل الضريبة لعام ٢٠٠٢ هو (٨١٧ دولار ÷ ٢٧١٠ دولار) = 30.15%. وكان متوسط معدل الضريبة لهذين العامين هو 34.36%.

مدخلات التقسيم المتعلقة بمعدل الضريبة:

تتمثل المدخلات المرتبطة بمعدل الضريبة لبرنامج Value Pro 2002 شاشة الإدخال الرئيسية في:

معدل الضريبة (نسبة مئوية) 34.36%

يسمح أسلوب التدفقات النقدية الحرة بإدخال مدخلات سنوية تتعلق بمعدلات الضرائب على مدى فترة العائد الإضافي ويمكنه استيعاب وقبول افتراضاتٍ عديدة لمعدل الضريبة في عملية التقييم، وسوف تستخدم هذا الرقم في حساب هامش ربح التشغيل لمدة ١٠ سنوات كما هو موضح في الجدول (٥) - (٥).

صافي الاستثمار:

صافي الاستثمار هو المبلغ المطلوب لدعم نمو الشركة، ويشمل: الاستثمار الجديد في المباني، والممتلكات، والمصانع، والمعدات مطروحًا منه مصروف الإهلاك المرتبط بالاستثمارات السابقة. وتأتي المعلومات لهذه العملية الحسابية من قائمة التدفقات النقدية للشركة. وعند التحدث من خلال الأرقام، يكون صافي الاستثمار:

$$\text{صافي الاستثمار} = \text{الاستثمار الجديد} - \text{مصروفات الإهلاك}$$

الجدول ٥-٥ شركة سيكو سيستمز

الضرائب وصافي ربح التشغيل بعد خصم الضرائب المتوقعة (الأرقام بالميون دولار)				
السنة	صافي ربح التشغيل بعد خصم الضرائب	معدل الضريبة	الضرائب	صافي ربح التشغيل بعد خصم الضرائب
٢٠٠٢				
٢٠٠٣	\$ ٣٧٢٥	%٣٤,٣٦	\$ ١٢٨٠	\$ ٢٤٤٥
٢٠٠٤	\$ ٤٤٧٠	%٣٤,٣٦	\$ ١٥٣٦	\$ ٢٩٣٤
٢٠٠٥	\$ ٥٣٦٤	%٣٤,٣٦	\$ ١٨٤٣	\$ ٣٥٢١
٢٠٠٦	\$ ٦٤٣٦	%٣٤,٣٦	\$ ٢٢١٢	\$ ٤٢٢٥
٢٠٠٧	\$ ٧٧٢٤	%٣٤,٣٦	\$ ٢٦٥٤	\$ ٥٠٧٠
٢٠٠٨	\$ ٩٢٦٨	%٣٤,٣٦	\$ ٣١٨٥	\$ ٦٠٨٤
٢٠٠٩	\$ ١١١٢٢	%٣٤,٣٦	\$ ٣٨٢٢	\$ ٧٣٠٠
٢٠١٠	\$ ١٣٣٤٦	%٣٤,٣٦	\$ ٤٥٨٦	\$ ٨٧٦١
٢٠١١	\$ ١٦,٠١٦	%٣٤,٣٦	\$ ٥,٥٠٣	\$ ١٠,٥١٣
٢٠١٢	\$ ١٩,٢١٩	%٣٤,٣٦	\$ ٦,٦٠٤	\$ ١٢,٦١٥

يعتمد صافي الاستثمار إلى حدٍ كبيرٍ على قرارات الإدارة المرتبطة بالشركة والتي تحميها الشركة. لا تريد الإدارة في حالاتٍ كثيرة أن يكون المنافسون على علمٍ ووعي بالمشروعات التي تقوم بها الشركة، وقد يكون من الصعب الحصول على معلوماتٍ تتعلق بالاستثمارات المخطط لها.

يعد الاستثمار في الممتلكات والمصانع والمعدات ضروريًا للاحتفاظ بكلٍ من الخدمات والمبيعات ولنمو الإيرادات والأرباح. أحيانًا قد تمر إحدى الصناعات بفترة مبالغية في الاستثمار، وتتمادى الشركات بطريقة خاطئة في بناء المنشآت والبنية الأساسية.

كانت الأمثلة على التماهي في البناء في التسعينات ومطلع الألفية الجديدة هي شركات الاتصالات والشركات التي تورد كابلات الألياف الضوئية. خلال تلك الفترة، كانت نسب الاستثمار الجديد إلى الإيرادات لهذه الشركات مرتفعة للغاية لدرجة عدم وجود إمكانية أمام شركات الاتصالات لتحقيق تدفقات نقدية حرة إيجابية.

صافي الاستثمار : توصياتنا

لقد وجدنا أن أسهل طريقة لتقدير قيمة صافي الاستثمار هي القيام بما يلي:

1. خلال فترة العائد الإضافي والذي يفترض أن يحدث نموًا في الإيرادات من المتوقع أن تستمر نسب الاستثمار الصافي ومصفوفات الإهلاك عند متوسط النسب المعتادة.
2. بعد فترة العائد الإضافي، والتي نفترض فيها أن العائد من الاستثمار الصافي يساوي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة، فإن الاستثمار الصافي يساوي الإهلاك؛ لذلك تحتفظ الشركة بالممتلكات والمصانع والمعدات.

تؤكد إجراءات التقييم التي تم وصفها في هذا الفصل على أنه لكي تحتفظ بنمو الإيرادات، فلا بد أن يستمر الاستثمار الجديد للشركة في السير على أساس نسبة من إجمالي الإيرادات. عندما يتوقف نمو الإيرادات، يتماشى الاستثمار الجديد فقط مع مصروفات الإهلاك، وفي هذه الحالة يكون الاستثمار الصافي يساوي صفرًا، بمعنى:

$$\text{الاستثمار الجديد} - \text{مصروفات الإهلاك} = \text{صفر}$$

يعتقد بعض المحللين أنه من الأدق التنبؤ بالاستثمار الصافي والاستثمار الجديد بناءً على النمو التراكمي للإيرادات. لكننا وجدنا أن مثل التعديل مريب، ونُفَضِّل استخدام أسلوب النسبة من الإيرادات. أيضًا عندما ترتفع نسب الاستثمار الجديد بدرجة كبيرة وتخرج عن السيطرة كما حدث في فترة المبالغية في الاستثمار لشركات الاتصالات، سوف نفترض أن الاستثمار الجديد سوف يعود لمعدلات سابقة يمكن تدعيمها.

صافي الاستثمار لشركة سيسكو:

دعنا نلق نظرة الآن على نسب الاستثمار لشركة سيسكو ونسب الإهلاك كي نشعر بالاطمئنان لهذه العملية الحسابية. بالإضافة إلى نمو عملياتها الجارية، تحظى شركة سيسكو بتاريخ نمو المشتريات من خلال شراء الشركات. وتوضح قائمة التدفقات النقدية لعام ٢٠٠٢ أن استحواذ الشركة للملكية والمعدات كان ٢٦٤١ مليون \$ في عام ٢٠٠٢، ٢٢٧١ مليون \$ في ٢٠٠١، ١٠٨٦ مليون \$ في عام 2000.

وكما هو موضح في الجدول ٥ - ٦ على مدار السنوات الثلاث الماضية، استثمرت شركة سيسكو حوالي 10% من الإيرادات في شراء مباني ومصانع ومعدات، لكن معظمها وهو يمثل 8.31% قد ضاع بسبب الإهلاك. إذا افترضنا أنه على مدى العشر سنوات القادمة استثمرت أرقام شركة سيسكو الخاصة بمبالغ استثمار وإهلاك بصورة مماثلة، عندئذ تكون قائمة صافي الاستثمار لشركة سيسكو كما هو موضح في الجدول (٥ - 7).

الجدول ٥-٦ شركة سيسكو سيستمز

بيان تاريخي للاستثمار والإهلاك (الأرقام بالليون دولار)						
السنة	الإيراد	الاستثمار	نسبة الاستثمار	الإهلاك	نسبة الإهلاك	صافي الاستثمار
٢٠٠٢	\$ ١٨٩١٥	\$ ٢٦٤١	% ١٣,٩٦	\$ ١٩٥٧	% ١٠,٣٥	\$ ٦٨٤
٢٠٠١	\$ ٢٢٢٩٣	\$ ٢٢٧٧	% ١٠,١٩	\$ ٢٢٣٦	% ١٠,١٣	\$ ٣٥
٢٠٠٠	\$ ١٨٩٢٨	\$ ١٠٨٦	% ٥,٧٤	\$ ٨٦٣	% ٤,٥٦	\$ ٢٢٣
متوسط ٣ سنوات			% ٩,٩٦		% ٨,٣١	

مدخلات التقييم المرتبطة بصافي الاستثمار :

تتمثل المدخلات المرتبطة بالاستثمار الجديد ومصرفات الإهلاك المستخدمة في حساب صافي الاستثمار على شاشة المدخلات الرئيسية في برنامج ValuePro 2002 في الآتي:

معدل الاستثمار الجديد (نسبة من الإيرادات) 9.96%

معدل الإهلاك (نسبة من الإيرادات) 8.31%

يسمح أسلوب التدفقات النقدية الحرة للشركة بإضافة مدخلات سنوية خاصة بنسب الاستثمار الجديد ومصرفات الإهلاك على مدى فترة العائد الإضافي، ويمكنه قبول افتراضات عديدة خاصة باستثمار رأس المال والإهلاك في عملية التقييم.

قائمة بصافي الاستثمار المتوقع (الأرقام بالميون دولار)				
السنة	الإيرادات	الاستثمار	الإهلاك	صافي الاستثمار
٢٠٠٢	١٨٩١٥			
٢٠٠٣	\$ ٢٢٦٩٨	\$ ٢٢٦١	\$ ١٨٨٧	\$ ٢٧٥
٢٠٠٤	\$ ٢٧٢٣٨	\$ ٢٧١٤	\$ ٢٢٦٤	\$ ٤٥٠
٢٠٠٥	\$ ٣٢٦٨٥	\$ ٣٢٥٦	\$ ٢٧١٧	\$ ٥٣٩
٢٠٠٦	\$ ٣٩٢٢٢	\$ ٣٩٠٧	\$ ٣٢٦٠	\$ ٦٤٧
٢٠٠٧	\$ ٤٧٠٦٧	\$ ٤٦٨٩	\$ ٣٩١٢	\$ ٧٧٧
٢٠٠٨	\$ ٥٦٤٨٠	\$ ٥٦٢٧	\$ ٤٦٩٥	\$ ٩٣٢
٢٠٠٩	\$ ٦٧٧٧٦	\$ ٦٧٥٢	\$ ٥٦٣٣	\$ ١١١٩
٢٠١٠	\$ ٨١٣٣١	\$ ٨١٠٢	\$ ٦٧٦٠	\$ ١٣٤٢
٢٠١١	\$ ٩٧٥٩٧	\$ ٩٧٢٣	\$ ٨١١٢	\$ ١٦١١
٢٠١٢	\$ ١١٧١١٧	\$ ١١٦٦٨	\$ ٩٧٣٥	\$ ١٩٣٣

رأس المال العامل الإضافي أو المتراكم:

تحتاج الشركة إلى رأس المال العامل لدعم أنشطة البيع الخاصة بالشركة، وعند حسابه لا بد أن تحدد كلاً من الأصول والالتزامات قصيرة الأجل، حيث إنها تعتمد مباشرةً على الإيرادات. وتتمثل فئات الأصول الجارية والالتزامات الجارية التي ترتبط مباشرةً بالمبيعات في المخزون أي الأموال المستخدمة بمعرفة الشركة لتمويل منتجاتها قبل بيعها، وحسابات الدفع أي الأموال التي تدين بها الشركة لجهاتٍ أخرى. وهكذا نعرف رأس المال العامل على أنه حسابات القبض، بالإضافة إلى المخزون مطروحاً منه حسابات الدفع:

$$\text{رأس المال العامل} = [(\text{حسابات القبض} + \text{المخزون}) - \text{حسابات الدفع}]$$

عادةً ما يكون التغير في صافي رأس المال العامل، سواء كان إيجابياً أو سلبياً متناسباً مع التغير في الإيرادات. بعض الشركات مثل إنتل والتي يبلغ متوسط رأس المال العامل الإضافي لها 14.8% من الإيرادات لديها مبالغ نقدية هائلة مربوطة في رأس المال العامل.

رأس المال العامل المتراكم: توصياتنا

توجد العناصر التي تُستخدَم لحساب رأس المال العامل المتراكم ضمن قائمة الدخل الخاص بالشركة. في كثيرٍ من الأحوال لا تتأثر القيمة الحقيقية لسهم الشركة بمصدر التدفقات النقدية. ومع هذا يستخدم العديد من المحللين الدلائل الواردة في بيانات قائمة الدخل، مثل الزيادة الكبيرة في المخزون، أو حسابات القبض كعلامة تحذير مبكرة، والتي قد تشير إلى وجود مشاكل في الشركة.

ونحن نقوم باستخدام عملية بسيطة لحساب النسبة التي نستخدمها لرأس المال المتراكم، ونقترح عليك القيام بنفس العمل. وهذه النسبة سواء كانت إيجابية أو سلبية تضرب في الزيادة أو الانخفاض في الإيرادات وليس المستوى النهائي للإيرادات.

على سبيل المثال: إذا كانت نسبة رأس المال العامل 10%، وكانت الزيادة المقدرة في الإيرادات 100 مليون دولار، فإن

$$\text{احتياجات رأس المال العامل المتراكم} = 100 \text{ مليون \$} \times (10\%) = 10 \text{ مليون \$}.$$

وبالمثل، إذا كان معدل نمو الشركة = صفراً، فإن احتياجات رأس المال العامل الإضافي تكون صفراً.

رأس المال العامل المتراكم لشركة سيسكو:

لنلق نظرة على رأس المال العامل (مأخوذ من قائمة دخل الشركة، انظر الرسم ٥ - ٤) على مدى العامين الماضيين لنرى التأثير الذي يمكن أن تحققه الزيادة في الإيرادات. يبين الجدول (٥ - ٨) أن شركة سيسكو لديها مقدار كبير من المبالغ النقدية المرتبطة برأس المال العامل - متوسط 9.63% من الإيرادات.

الجدول ٥-٨ شركة سيسكو سيمنتز

بيان تاريخي لمدة عامين لرأس المال العامل (الأرقام بالمليون دولار)						
السنة	الإيرادات	حسابات القبض	المخزون	أوراق دفع	رأس المال العامل	نسبة رأس المال العامل
٢٠٠٢	\$ ١٨٩١٥	\$ ١١٠٥	\$ ٨٨٠	\$ ٤٧٠	\$ ١٥١٥	٨,٠١
٢٠٠١	\$ ٢٢٢٩٣	\$ ١٤٦٦	\$ ١٦٨٤	\$ ٦٤٤	\$ ٢٥٠٦	١١,٢٤
المتوسط لمدة عامين						٩,٦٣

بالنسبة لتقديرنا لرأس المال العامل المتراكم، نحن نتوقع أن رأس المال العامل سوف يتوسع بمعدل 9.63% مضروباً في الزيادة السنوية في الإيرادات، كما هو موضح في الجدول (5 - 9).

مدخلات التقييم المرتبطة برأس المال العامل المتراكم:

تتمثل المدخلات المرتبطة برأس المال العامل المتراكم لبرنامج ValuePro 2002 على شاشة المدخلات الرئيسية في:

رأس المال العامل (نسبة من التغير في الإيرادات) 9.63%

يسمح نظام التدفقات النقدية الحرة للشركة بإضافة مدخلات سنوية لنسب رأس المال العامل المتراكم على مدى فترة العائد الإضافي، ويمكنه استيعاب افتراضات عديدة تتعلق باستثمار رأس المال العامل في عملية التقييم.

التدفقات النقدية الحرة الخاصة بالشركة:

تقدير التدفقات النقدية الحرة خلال فترة العائد الإضافي:

لحساب التدفقات النقدية الحرة للشركة سوف نأخذ صافي ربح التشغيل بعد الضرائب ثم نطرح الاستثمار الصافي ورأس المال العامل المتراكم للوصول إلى التدفقات النقدية الحرة للشركة. تذكر أن معادلة التدفقات النقدية الحرة في الفصل الرابع كانت:

$$\text{التدفقات النقدية الحرة للشركة} = \text{صافي ربح التشغيل} - \text{الضرائب} - \text{صافي الاستثمار} - \text{صافي التغير في رأس المال العامل.}$$

توالم مالية مجمعة

(الأرقام بالليون فيما عدا القيمة الاسمية)

٢٨ يولييه ٢٠٠١	٢٧ يولييه ٢٠٠٢	
		الأصول
		الأصول الجارية
\$ ١٨٧٣	\$ ٩١٨٤	النقد وأهواء النقد
٢٠٣٤	٢١٧٢	استثمارات قصيرة الأجل
١١٦٦	١١٠٥	حسابات القبض، صافي مسوحات الحسابات الشكوك فيها بمقدار \$ ٣٣٦ في ٢٧ يولييه ٢٠٠٢ و \$ ٢٨٨ في ٢٦ يولييه ٢٠٠١
١٦٨٤	٨٨٠	صافي الخزون
١٨٠٩	٢,٣٠	أصول قريبة موقعة
٤٠٥	٢٣٩	إيجارات محملة ، صافي
٥٦٤	٥٢٣	مصرفات مستحقة وأصول جارية أخرى
١٢٨٣٥	١٧٤٣٣	إجمالي الأصول الجارية
١٠٣٤٦	٨٨٠٠	استثمارات
١٢٦٤	-	استثمارات مقيمة
٢٥٩١	٤١٠٢	صافي مبانى ومعدات
٣١٨٩	٢٥٦٥	شبكة الملائمة
١٤٧٠	٧٩٧	صافي أصول غير ملموسة مخترعه
٢٥٣	٣٩	صافي إيجارات محملة
٣٢٩٠	٢٠٥٩	أصول أخرى
\$ ٣٥٢٣٨	\$ ٣٧٧٩٥	إجمالي الأصول
		الالتزامات وحقوق ملكية المساهمين
		الالتزامات الجارية :
\$ ٦٤٤	\$ ٤٧٠	حسابات الدفع
٢٤١	٥٧٩	قريبة دخل مستحقة
١٠٥٨	١٣٦٥	تعميمات مستحقة
٢٤٧٠	٢,٤٣	إيرادات موقعة
٢٥٥٣	٢,٩٦	التزامات أخرى مستحقة
٣٨٦	٣٢٢	التزامات إعادة هيكلة
٧٣٥٢	٨,٧٥	إجمالي الالتزامات الجارية

٢٠١١	٢٠١٠	إيرادات مؤجلة
٨٠٩٦	٩,٢٤	إجمالي الالتزامات
الالتزامات والالتزامات طارئة (ملاحظة ٨) :		
٢٢	١٥	حقوق الألفية
حقوق ملكية المساهمين :		
-	-	أسهم مميزة ، من غير التبعة الاسمية : المرح به خمسة أسهم
أسهم غير مصدرة ومطلوبة		
أسهم عادية ورأس مال إضافي مدفوع مقدماً ٥٠,٠٠١ ليرة اسمية : المرح به		
٢٠,٠٠٠ سهم ٧,٣٠٣ و ٧,٣٢٤ أسهم مصدرة ومطلوبة في ٢٧ يولييه ٢٠٠٢		
و ٢٨ يولييه ٢٠٠١ على الترتيب		
٢٠٠٥١	٢٠٩٥٠	أرباح محتجزة
٧٣٤٤	٧٧٣٣	خسائر أخرى مجمعة
(٢٧٥)	(٢٧)	
٢٧١٢٠	٢٨٦٥٦	إجمالي حقوق ملكية المساهمين
\$ ٣٥٢٣٨	\$ ٣٧٧٩٥	إجمالي الالتزامات وحقوق ملكية المساهمين

الرسم ٤-٥ البيان المالي لشركة سيسكو لعام ٢٠٠٢

الجدول ٩-٥ شركة سيسكو سيتمز

رأس المال العامل المتوقع (الأرقام بالليون دولار)			
السنة	الإيرادات	الزيادة في الإيرادات	رأس المال العامل المتراكم
٢٠٠٢	\$ ١٨٩١٥		
٢٠٠٣	\$ ٢٢٦٩٨	\$ ٣٧٨٣	\$ ٣٦٤
٢٠٠٤	\$ ٢٧٢٣٨	\$ ٤٥٤٠	\$ ٤٣٧
٢٠٠٥	\$ ٣٢٦٨٥	\$ ٥٤٤٨	\$ ٥٢٥
٢٠٠٦	\$ ٣٩٢٢٢	\$ ٦٥٣٧	\$ ٦٣٠
٢٠٠٧	\$ ٤٧٠٦٧	\$ ٧٨٤٤	\$ ٧٥٥
٢٠٠٨	\$ ٥٦٤٨٠	\$ ٩٤١٣	\$ ٩٠٧
٢٠٠٩	\$ ٦٧٧٧٦	\$ ١١٢٩٦	\$ ١٠٨٨
٢٠١٠	\$ ٨١٣٣١	\$ ١٣٥٥٥	\$ ١٣٠٥
٢٠١١	\$ ٩٧٥٩٧	\$ ١٦٢٦٦	\$ ١٥٦٦
٢٠١٢	\$ ١١٧١١٧	\$ ١٩٥١٩	\$ ١٨٨٠

لقد رأينا في بداية هذا الفصل أن

صافي ربح التشغيل بعد الضرائب = صافي ربح التشغيل - الضرائب.

ولحساب التدفقات النقدية الحرة نستخدم المعادلة التالية:

التدفقات النقدية الحرة للشركة = صافي ربح التشغيل بعد الضرائب - صافي الاستثمار - صافي التغير في رأس المال العامل

يستخدم الجدول (٥ - ١٠) هذه المعادلة، وذلك لحساب التدفقات النقدية الحرة لشركة سيسكو.

الجدول ٥-١٠ شركة سيسكو سيتمز

التدفقات النقدية الحرة المتوقعة للشركة (الأرقام بالليون دولار)					
السنة	الإيرادات	صافي ربح التشغيل بعد خصم الضرائب	صافي الاستثمار	رأس المال العامل المتراكم	التدفقات النقدية الحرة للشركة
٢٠٠٢	\$ ١٨٩١٥				
٢٠٠٣	\$ ٢٢٦٩٨	\$ ٢٤٤٥	\$ ٣٧٥	\$ ٣٦٤	\$ ١٧٠٦
٢٠٠٤	\$ ٢٧٢٣٨	\$ ٢٩٣٤	\$ ٤٥٠	\$ ٤٣٧	\$ ٢٠٤٧
٢٠٠٥	\$ ٣٢٦٨٥	\$ ٣٥٢١	\$ ٥٣٩	\$ ٥٢٥	\$ ٢٤٥٧
٢٠٠٦	\$ ٣٩٢٢٢	\$ ٤٢٢٥	\$ ٦٤٧	\$ ٦٣٠	\$ ٢٩٤٨
٢٠٠٧	\$ ٤٧٠٦٧	\$ ٥٠٧٠	\$ ٧٧٧	\$ ٧٥٥	\$ ٣٥٣٨
٢٠٠٨	\$ ٥٦٤٨٠	\$ ٦٠٨٤	\$ ٩٣٢	\$ ٩٠٧	\$ ٤٢٤٥
٢٠٠٩	\$ ٦٧٧٧٦	\$ ٧٣٠٠	\$ ١,١١٩	\$ ١,٠٨٨	\$ ٥٠٩٤
٢٠١٠	\$ ٨١٣٣١	\$ ٨٧٦١	\$ ١,٣٤٢	\$ ١,٣٠٥	\$ ٦١١٣
٢٠١١	\$ ٩٧٥٩٧	\$ ١٠٥١٣	\$ ١,٦١١	\$ ١,٥٦٦	\$ ٧٣٣٥
٢٠١٢	\$ ١١٧١١٧	\$ ١٣٦١٥	\$ ١,٩٣٣	\$ ١,٨٨٠	\$ ٨٨٠٣

تقدير القيمة المتبقية:

تقيس القيمة المتبقية للشركة التدفقات النقدية الحرة التي تحققها الشركة بعد مرور فترة العائد الإضافي. في هذا المثال، تعد القيمة المتبقية مقياساً للأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية للشركة من العام الحادي عشر وإلى ما لا نهاية. وتعتبر القيمة المتبقية أيضاً عنصراً مهماً: حيث تمثل من 60% إلى 90% عادةً من قيمة الشركة.

تذكر حديثنا المتعلق بإطار الوقت بعد فترة العائد الإضافي - حيث افترضنا أن معدل العائد على الاستثمار = المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة، وأن الاستثمار الجديد = الإهلاك، وأن احتياجات رأس المال العامل المتراكم للشركة = صفرًا. إن تقييم التدفقات النقدية طويلة الأجل هو حساب بسيط لصافي ربح التشغيل للشركة بعد الضرائب ولحساب القيمة المتبقية =

صافي ربح التشغيل بعد خصم الضرائب في نهاية فترة العائد الإضافي ÷ المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال للشركة

ثم عمل قيمة حالية للناتج باستخدام عامل القيمة الحالية المناسب.

نستخدم تقسيم شركة سيسكو كمثال، كما هو موضح في الجدول (5 - 10)، سوف يكون صافي ربح التشغيل بعد خصم الضرائب للشركة في العام العاشر من فترة العائد الإضافي (٢٠١٢) هو ١٢٦١٥ مليون دولار. إذا افترضنا أن المتوسط المرجح لرأس مال شركة سيسكو كان 10.04% ومعامل الخصم في العام العاشر هو (0.3841) فإن:

القيمة المتبقية للشركة = صافي ربح التشغيل بعد خصم الضرائب ÷ المتوسط المرجح لرأس المال × معامل الخصم =

$$12.615 \text{ مليون \$} \div (0.1004) \times (0.3841) = 48.268 \text{ مليون \$}$$

تمثل القيمة المتبقية لشركة سيسكو التي تقدر بـ 48.3 مليون \$ 60 % تقريباً من إجمالي القيمة لحقوق ملكية الشركة

الفصل الحادي عشر

المشتقات المالية

بعد دراسة هذا الفصل فإنه من المتوقع أن تصبح ملماً بالمفاهيم العامة للموضوعات التالية:

- المعاملات الفورية (الأنية) Spot Transaction.
- الصفقات الآجلة Forword Transaction.
- المعاملات التي تجمع بين المعاملات الفورية والاجلة وهي عمليات المبادلة Swap Transaction.
- الخيارات Option Transaction.
- العمليات المستقبلية Financial Futurs.

1/10 مفهوم المشتقات المالية

تهتم الهندسة المالية بابتكار أدوات وعمليات مالية جديدة تسهم في معالجة المشاكل المالية المعاصرة، وتعد المشتقات أحد أهم ابتكارات الهندسة المالية وأهم التطورات الرئيسية في الأسواق المالية التي ظهرت في القرن الماضي، وتطورت على نحو ملحوظ في الربع الأخير منه.

والمشتقات هي أدوات تستخدمها المؤسسات المالية للحد من المخاطر التي تتعرض لها أو قد تتزايد المخاطر عندما تستخدم تلك الادوات في عمليات المضاربة للاستفادة من التغيرات السعريّة في المستقبل.

وزادت أهمية المشتقات المالية بسبب الثورة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات وانعكاسها على أسواق المال وما صاحبها من تعاظم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، مما أدى إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة (غير تقليدية) تسهل من عملية نقل وتوزيع المخاطر.

والمشتقات هي أدوات مشتقة من أدوات استثمارية أساسية مثل

الأسهم, السندات, العقارات, العملات الأجنبية، الذهب والسلع، ويتم تنفيذ المشتقات من خلال عقود مالية لها مدة زمنية محددة فضلاً عن شروط معينة تحدد عند تحديد العقد بين طرفي العقد (البائع والمشتري)، ويمكن معرفة الغرض الرئيس لابتكارها المتمثل بحماية المستثمرين من التقلبات الواسعة في الأسواق وتخفيض المخاطر المتوقعة من تغير أسعارها في المستقبل .

كذلك المشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتنوع هذه العقود وفق طبيعتها ومخاطرها واجالها. تعطي المشتقات المالية لحاملها الحق في الحصول على سلسلة من المدفوعات النقدية في مرحلة او وقت محدد في المستقبل من البائع وربما في بعض الحالات يتم تسليم أصل بدلاً من الدفع النقدي.

وتعد المشتقات من التطورات المهمة في أشكال الاستثمارات التي تزايد الاهتمام بها في الاسواق المالية خلال العقود الخمس الأخيرة، وتم التعامل مع بعض ادوات المشتقات في البورصات اما البعض الاخر فيتم توفيره للعملاء بواسطة المؤسسات المالية

وتشمل المشتقات كل من العقود المستقبلية Future والآجلة

Forwards والمبادلات Swaps والخيارات Options , ومزيج من العقود المركبة يطلق عليها بمشتقات المشتقات Derivatives of Derivative كما هو الحال في عقود المبادلات الخيارية Swaptions حيث يكون موضوع هذه العقود منتجات حقيقية (Real Commodities) أو مؤشرات معينة مثل سعر المبادلات (Exchange Rate) أو سعر الفائدة (Interest Rate) أو أوراق مالية (Securities) من أسهم وسندات أو عملات أجنبية (Foreign Currencies).

وتقوم الهندسة المالية على استخدام المشتقات في إدارة المخاطر، التحوط وتحقيق العوائد المناسبة وتلبية حاجات المستثمرين لأنها تعطي المستثمر فرصة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها من خلال استبدال أصل معين بأصل آخر بسعر محدد وفي موعد أو قبل موعد محدد في المستقبل، وقد أسهمت في حل العديد من المشاكل المتعلقة بالاستثمار والأسواق المالية من خلال تنويع الأدوات المالية المتاحة لمتداول ومن ثم تخفيض التكلفة والمخاطر والمخاطر.

وتستخدم المشتقات عموماً لتخفيض المخاطرة والوقاية والأمان والمضاربة والاستثمار، كما أن أسعارها تتغير تبعاً لتغير أسعار الأصول الرئيسية التي اشتقت منها، ويكون تداولها في الأسواق المالية المنظمة والأسواق الموازية، ويمكن تداول المشتقات المالية لمجموعة متنوعة من الأسباب منها:

1. تمكن المستثمرين فيها من التغطية لبعض المخاطر الموجودة مسبقاً من خلال اتخاذ مواقف في أسواق المشتقات التي تعوض الخسائر المحتملة في السوق الأساسي أو في مكان معين ومعظم المستثمرين في المشتقات يصفون أنفسهم بالمتحفظون.

2. استعمال أسلوب المضاربة (أي اتخاذ مواقف لتحقيق الربح من تحركات الأسعار المتوقعة) ومن الصعب التمييز ما إذا كانت تجارة معينة لتحوط والمضاربة، وأسواق نشطة تتطلب مشاركة كل المتحفظين والمضاربين .

نستخلص من كل ما تقدم بأن المشتقات المالية بوصفها عقوداً مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية العمومية، وترتبط قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول الأساسية المرتبطة بها. وتستخدم كأداة

للتحوط (Hedge) من مخاطر الاستثمار.

2/10 اسواق الخيارات (عقود الخيارات المالية)

تم تداول عقود الخيار لأول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ولقد انتشر استخدام هذه الخيارات فيما بعد على نطاق واسع عبر العالم، وتعود نشأة هذه العقود أساسا إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار لذلك يشترون هذا الحق ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين مقابل تعويض التجار.

أما فيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل تتمثل في: الأسهم، السندات، العملات الأجنبية أو حتى مؤشرات الأسهم.

كما تعتبر هذه العقود بديل عن المتاجرة مباشرة في الأسهم العادية حيث بدلا من شراء أسهم يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق استلام أو تسليم أصل ما في ظروف معينة.

1/2/10 مفهوم عقود الخيار:

الخيارات هي أدوات مالية تستخدم للتحوط، وبالتالي كلا من العقود المستقبلية والخيارات تساعد في التحوط من مخاطر السعر، وكذلك تقديم فرصة الاستثمار للمضاربين الذين هم على استعداد لتحمل المخاطر، وبالتالي فإن العقود المستقبلية والخيارات في الأسواق تكون من المهام الأساسية التي لا يمكن تجاهلها في بيئة الأعمال الحديثة، وفي المقابل نجد ان نشاط المضاربة في كثير من السلع الأساسية من شأنه زعزعة استقرار الأسواق لذلك فهي تخضع وتتشكل وفق قوانين البلد.

ويعد التعامل بالأركان الأساسية للخيارات قديما قدم الحضارات اليونانية والفينيقية والرومانية والمصرية القديمة والخيارات هي فئة من المشتقات المالية وتعد من العناصر الأساسية للكثير من العقود المالية، وتكون الأساس لاغراض التحوط ومهمة ليست فقط في المؤسسات المالية وإنما للمضاربين والمستثمرين على حد سواء.

وقبل إنشاء السوق المنتظمة كانت السوق تشتمل على عدد محدود من التجار والسماسرة يتبعون اتحاد تجار خيار البيع والشراء

وكان التجار والسماسرة يعلنون عبر الصحف المتخصصة عن استعدادهم لإبرام الصفقات ومساعدة الاطراف المختلفة على التفاوض والوصول إلى اتفاقات بشأن تاريخ التنفيذ وسعر التنفيذ ومقدار العمولة.

وقد استمر هذا الوضع إلى ان ظهرت أول سوق منتظمة لعقود الخيارات عام 1973م في مدينة شيكاغو، أطلق عليها بورصة شيكاغو (CBOE)، إذ عملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل في السوق غير المنتظمة، بحيث أصبح التعامل بالخيارات أكثر سهولة وسرعة، مما يعني تحسين سيولة الخيار.

وعقود الخيار هي بطبيعتها عمليات آجلة وعقود مستقبلية (Futures) مع وجود اختلاف هام ان مشتري هذه العقود (الخيار) له حق الخيار وليس الإلزام لإتمام أو الرجوع عنها، وبالتالي لا يكون في أي حال ملزم لإتمامه. وأن المستثمر الذي اشترى خيارات لديه ثلاثة انماط متاحة في التصرف هي:

- بيع عقد الخيار في تاريخ التنفيذ وبالتالي يصبح مالكاً للاصل .
 - بيع عقد الخيار في السوق المنظمة للخيارات قبل تاريخ التنفيذ
 - ترك الخيار تنتهي مدة اجله (صلاحيته) وأصبح من دون قيمة .
- وتشمل عقود الخيار طرفي العقد وهم البائع والمشتري فضلاً عن ذلك فأنها تتضمن مجموعة من العناصر الرئيسية مثل:

- 1- تاريخ التعاقد .
 - 2- نوع الأصل محل التعاقد.
 - 3- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد.
 - 4- سعر التنفيذ (Exercise price) وهو السعر الذي بموجبه تتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد.
 - 5- تاريخ التنفيذ (إذا كان الخيار من النوع الأوربي) أو المدة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي).
- بناءً على ما سبق فإن الخيار هو عبارة عن (عقد ثانوي يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع كمية محددة من أصل محدد بسعر متفق عليه وفي موعد محدد ويكون لحامل العقد (حق بيع أو

حق شراء) الحرية في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد لكن يجب على محرر عقد الخيار التنفيذ إذا رغب مشتري عقد الخيار ذلك.

في سوق الخيارات خسارة المشتري تكون بمثابة ربح للبائع. لذلك فان الخيارات هي لعبة ذات مجموع صفري (Zero-Sum Game), والخيار عموماً يكون على نوعين، خيار الشراء وخيار البيع, وان مشتري خيار الشراء يكون متفائلاً (Bullish) أو يتوقع ارتفاع سعر الاصل الأساسي على العكس من مشتري خيار البيع المتشائم (Bearish). أما محرر خيار الشراء فهو محايد إلى متشائم قليلاً، إذ انه يتوقع انخفاض سعر الاصل الأساسي أو على الأقل بقاءه على حاله بدون تغير. بينما يتوقع محرر خيار البيع ارتفاع سعر الاصل الأساسي أو على الأقل بقاءه على حاله، فهو محايد إلى متفائل قليلاً.

والخيارات عامة والخيارات متعددة الأصول بوجه خاص، هي مهمة وفئة من فئات المشتقات المالية وتعد حجر الأساس للكثير من العقود المالية، وان احد أغراضها المهمة، هي التحوط وتجنب الخطر وان وفرة هذه الخيارات تمثل دعماً للتسعير الفعال ليس فقط

للمؤسسات المالية، وإنما للمضاربين والمستثمرين أيضا.

مما سبق يمكننا التوصل الي :

- عقد الاختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد, ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري، ويحصل المشتري على العقد مقابل علاوة (مكافأة) يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد.
- تعبر عقود الخيار عن الحق في الاختيار بين بديلين هما إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه.
- يعرف عقد الخيار أيضا على أنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد، يسمى السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة، ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد.

2/2/10 أنواع عقود الخيار:

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع أخذًا بعدة معايير:

أولاً: الأنواع الرئيسية: حيث تقسم إلى نوعين هما خيارات الشراء وخيارات البيع.

خيار الشراء: هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو المكافأة (سعر الخيار). ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.

خيار البيع: هو أيضاً عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحبه في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين بسعر ما وتاريخ مستقبلي مقابل علاوة دفع تدفع للبائع، ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

ثانيا: حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى:

خيارات أمريكية: هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شرائه للعقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.

خيارات أوروبية: يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في يوم واحد).

3/2/10 المصطلحات الأساسية في عقود الاختيار:

أولا: سعر الممارسة (سعر التنفيذ): هو السعر المحدد مسبقا في عقد اختيار الشراء والذي يسمح لمشتري العقد بشراء الأصل محل العقد بهذا السعر أو هو السعر المحدد مسبقا في عقد اختيار البيع والذي يسمح لمشتري العقد ببيع الأصل محل العقد بهذا السعر.

ثانيا: تاريخ انتهاء صلاحية العقد: هو التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ، وهو آخر موعد لممارسة حق البيع أو الشراء الآجل، أي أن حامل العقد إذا لم يقيم بالتنفيذ في هذا التاريخ فإن العقد يصبح غير قابل للتنفيذ أو التداول

فيما بعد. كما يعبر عن التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ أو ممارسة حقه، إذا كانت الظروف ملائمة لذلك.

ثالثا: المكافأة أو العلاوة: هي السعر المدفوع بواسطة مشتري العقد للحصول على حق الاختيار وتسمى أيضا سعر الخيار، وعليه فإن المكافأة تعني التضحية (التكلفة) التي يجب على مشتري الاختيار تقديمها، إذا هي غير قابلة للاسترداد مهما كانت التغيرات المستقبلية.

رابعا: عقد الشراء/البيع المعياري: يعطى الحق لمشتري العقد في شراء (بيع) 50 سهم مثلا من أسهم شركة معينة بسعر ممارسة محدد.

خامسا: خيار الشراء المغطى: هو العقد الذي يمتلك محره أو بائعه السهم أو الأصل محل العقد (دون أن يلجأ لشرائه من السوق في حالة تنفيذ العقد).

4/2/10 كيفية عمل عقود الخيار:

سوف نركز في هذا العنصر على العقود الخاصة بالأسهم,
وقبل التعرض إلى الأمثلة نورد الجدول التالي 1/5 الذي يمثل ملخصا
لخصائص خيارات الشراء والبيع:

جدول 1/5 خصائص خيارات الشراء والبيع لطرفي العقد

خيار البيع	خيار الشراء	نوع الخيار العقد
1- حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- ملزم بدفع مكافأة مقابل الخيار. 3- تتحقق الأرباح من انخفاض أسعار الأسهم. 4- الربح غير محدد	1- حق شراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- ملزم بدفع مكافأة مقابل الخيار 3- تتحقق الأرباح من ارتفاع أسعار الأسهم 4- الربح غير محدد النطاق	المشتري

5- الخسارة محددة.	5- الخسارة محددة.	
1- ملزم بشراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- له الحق في الحصول على مكافأة. 3- تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع الأسعار. 4- الربح محدد. 5- الخسارة غير محددة.	1- ملزم ببيع أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- له الحق في الحصول على المكافأة. 3- تتحقق الأرباح من ثبات أو انخفاض أسعار الأسهم. 4- الربح محدد. 5- الخسارة غير محددة.	البائع

1/4/2/10 أمثلة عن عمل عقود الخيار

أولا بالنسبة لخيارات الشراء: نعطي مثال شامل لكل من شراء وبيع عقد شراء آجل.

مثال: مستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيار شراء آجل أوروبي لـ 100 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر ممارسة 100 جنيه للسهم، وأن تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين، وسعر الخيار هو 5 ج للسهم.

بالنسبة لهذا المثال فإن المستثمر يشتري الخيار بسعر 5 ج × 100 سهم = 500 ج (العلاوة) ويتفق مع البائع على سعر ممارسة (السعر المذكور في العقد) هو 100 ج.

وهنا يكون أمام هذا المستثمر ثلاث حالات للتصرف في نهاية صلاحية العقد.

الحالة (1): نفرض أن سعر السهم السوقي ينخفض إلى 98 ج عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد. هنا يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم سعره 100 ج في حين أنه يستطيع شراءه من السوق بسعر 98 ج فقط ولو قام

بالتنفيذ يتكبد خسارة متمثلة في 2 ج للسهم بالإضافة إلى العلاوة.
أما في حال عدم تنفيذه يخسر فقط العلاوة أو المكافأة المبدئية وهي
500 ج.

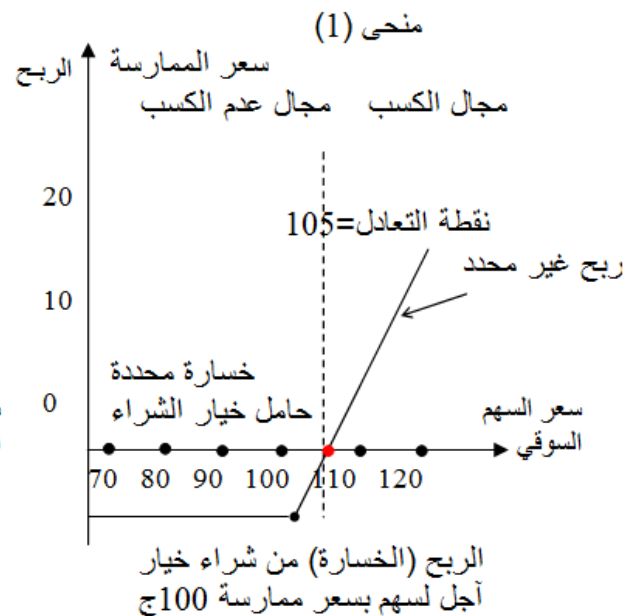
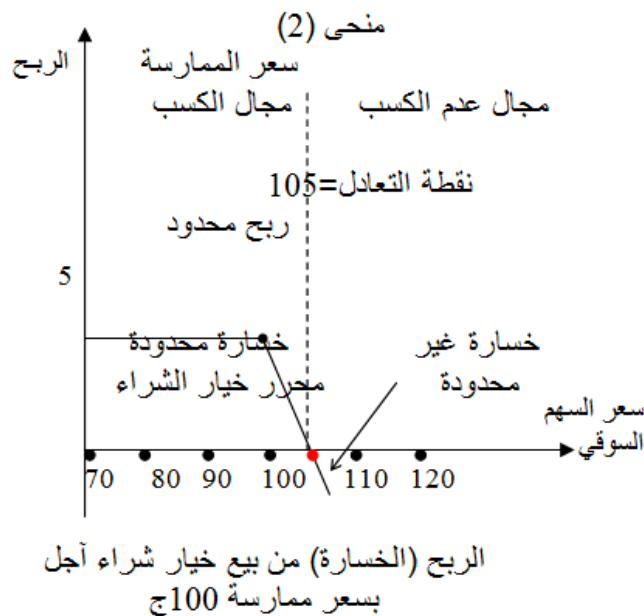
الحالة (2): بفرض ارتفاع سعر السهم السوقي إلى 115 ج في تاريخ
نهاية الصلاحية, في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في شراء
100 سهم بسعر 100 ج في حين يباع في السوق بمبلغ 115 ج,
وهنا يحقق ربحا يتمثل في: $115 - 100 = 15$ ج للسهم

الربح = 15×100 سهم = 1500 ج
أما صافي الربح = الربح - العلاوة = $1500 - 500 = 1000$ ج

الحالة (3): يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة
وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار في
حد ذاته. هذا بالنسبة للمشتري أما البائع:

في الحالة الأولى يتحصل على عائد أو ربح ثابت وهو العلاوة أي
500 ج .

في الحالة الثانية: يتكبد خسارة متمثلة في 1000 ج
الخسارة = العلاوة - الخسارة الكلية = $500 - 1500 = -1000$
ويمكن تمثيل المثال بالمنحنى التالي شكل 1/5:



نقطة التعادل = سعر الممارسة + العلاوة (المكافأة)

$$105 = 5 + 100 \text{ ج.}$$

نلاحظ من خلال المنحنى (1) أن: مشتري العقد لا يقوم بتنفيذ العقد إذا ما كان سعر السهم السوقى اقل من سعر الممارسة وبالتالي يخسر العلاوة فقط.

في حالة ارتفاع السعر السوقى عن سعر الممارسة يقوم بالتنفيذ رغم تعرضه لخسارة في المجال $[100-105]$ فمثلا إذا كان السعر السوقى 102 ج فإن الربح يتمثل في: $2 \text{ ج} \times 100 \text{ سهم} = 200 \text{ ج}$ والربح الصافى $= 200 - 500 = -300$ (خسارة) إلى أن يبلغ السعر السوقى نقطة التعادل حيث لا يحقق المشتري أي ربح ولا خسارة وبعد ارتفاع السعر عن نقطة التعادل فإن المشتري يبدأ في تحقيق أرباح.

مثال: عند السعر 106 العائد $= 6 \times 100 = 600 \text{ ج}$

الربح الصافى $= 600 - 500 = 100 \text{ ج}$.

أما بالنسبة للمنحنى (2): فإن البائع يحصل على أرباح متمثلة في العلاوة إذا لم ينفذ العقد أي إذا كان سعر السهم السوقى أقل من سعر الممارسة. وتبدأ أرباحه في الانخفاض إذا ما بدأ المشتري في

تنفيذ عقده وذلك إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من سعر الممارسة، لأن البائع هنا يقوم ببيع الأسهم بسعر أقل مما هو موجود في السوق، أما عند نقطة التعادل فلا يحقق لا ربح ولا خسارة.

عند نقطة التعادل : 105 ج - 100 ج (سعر الممارسة) = 5 ج
(قيمة الخسارة).

$$100 \times 5 \text{ (سهم)} = 500 \text{ ج}$$

$$\text{الربح (الخسارة)} = 500 \text{ علاوة} - 500 \text{ خسارة} = 0$$

ثانياً: بالنسبة لخيارات البيع:

مثال: نفترض أن بائع العقد يبيع خيار بيع آجل لأسهم شركة معينة بسعر ممارسة هو 50 ج وبعلاوة كلية 75 ج وهنا يقوم مشتري العقد بدفع علاوة يستلمها البائع وهي 75 ج، نأخذ الحالات التالية:

1. إذا كان سعر السهم السوقي 45 ج: هنا يقوم المشتري بتنفيذ العقد لأنه سيحصل على الأرباح فهو يبيع 100 سهم لبائع/
محرر العقد بسعر 50 ج في حين يستطيع شراءها من السوق بـ 45 ج للسهم.

ربح السهم الواحد = $50 - 45 = 5$ ج

الربح الاجمالي = $5 \times 100 = 500$ ج

الربح الصافي = $500 - 75 = 425$

في حين أن بائع العقد يتكبد خسارة متمثلة في (500-

75=425 ج)

2. إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من 50 ج مثلا 60 ج: في

هذه الحالة لا ينفذ المشتري حقه في البيع ويخسر فقط العلاوة

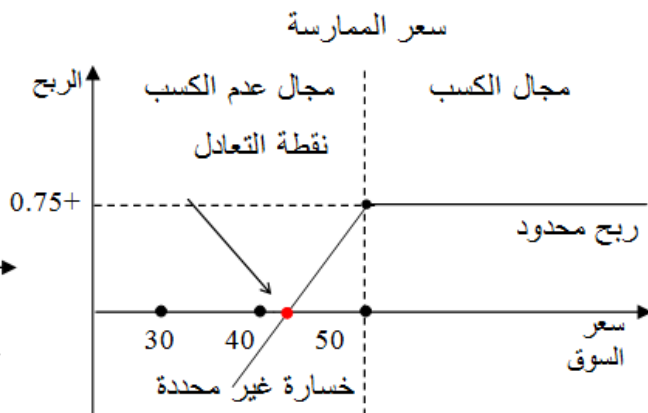
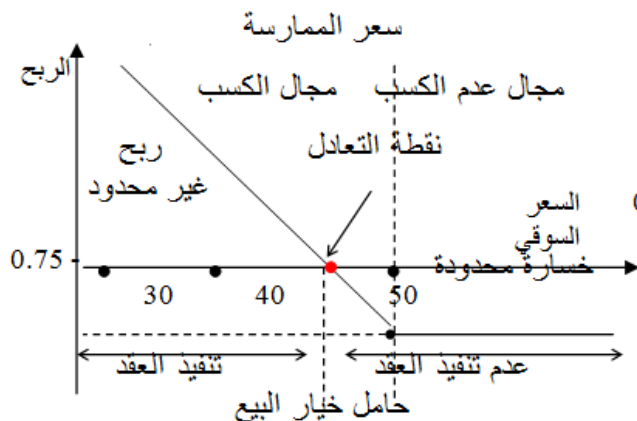
وهي 75ج.

أما البائع فيحصل على ربح ثابت وهو العلاوة.

ويمكن تمثيل هذا المثال أيضا بمنحنيات بيانية:

شكل 2/5

طبيعة عمل عقود خيار البيع



الربح (الخسارة) من بيع خيار بيع آجل بسعر ممارسة
50 ج للسهم (محرر الخيار)

الربح (الخسارة) من شراء خيار بيع آجل بسعر
ممارسة 50 ج

نقطة التعادل = سعر الممارسة - العلاوة

$$49.25 = 0.75 - 50 =$$

نلاحظ من خلال المنحنيات أنه إذا كان السعر السوقي للأسهم أقل من سعر الممارسة فإن مشتري العقد يقوم بتنفيذ حقه ببيع 100 سهم بسعر 50 ج.

مثلا عند السعر 40 ج:

يربح المشتري 10 ج للسهم $\times 100$ سهم = 1000 ج
الربح الصافي: $1000 - 75 = 925$ ج

بالنسبة للبائع فإنه يخسر قيمة الربح الصافي للمشتري لأنه يشتري أسهم بسعر 50 ج في حين تباع في السوق بسعر 40 ج فقط، أي الخسارة 1000 ج.

أما عند الوصول الي نقطة التعادل (نقطة التعادل = سعر الممارسة - العلاوة) فإن كل من المشتري والبائع لا يحققان ربحا ولا خسارة، لأنه في نقطة التعادل يكون سعر السهم السوقي 49,25.

$$\text{ربح السهم الواحد} = 50 - 49.25 = 0.75$$

$$\text{الربح (الخسارة)} = 0.75 \text{ ربح} - 0.75 \text{ علاوة} = 0$$

أما إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر الممارسة ففي هذه الحالة فإن المشتري لا ينفذ العقد ويتكبد خسارة متمثلة في سعر الخيار (العلاوة) أي 0.75 للسهم, أما البائع فيحقق ربحاً وهو قيمة العلاوة.

2/4/2/10 العوامل المؤثرة على سعر الخيار

قبل التطرق إلى العوامل المؤثرة على سعر الخيار نتطرق إلى بعض المعادلات الرئيسية:

• القيمة الحقيقية لخيار الشراء = سعر السهم السوقي - سعر الممارسة.

• القيمة الحقيقية لخيار البيع = سعر الممارسة - سعر السهم السوقي.

• القيمة الزمنية لخيار الشراء = سعر تداول الخيار في سوق رأس المال - القيمة الحقيقية لخيار الشراء.

ونلخص هذه العوامل في الجدول التالي:

جدول 2/10

تلخيص العوامل المؤثرة على سعر

إسم المتغير	خيار الشراء	خيار البيع
سعر السهم السوقي	+	-
سعر الممارسة	-	+
الوقت المتبقي من مدة الخيار	+	+
تقلب الاسهم	+	+
اسعار الفائدة	+	-
توزيعات الارباح	-	+

(+) تأثير إيجابي

(-) تأثير سلبي

- سعر السهم السوقي: يلاحظ أن لمستوى السعر تأثير مباشر على القيمة الحقيقية فأى زيادة في أسعار الأسهم لها تأثير موجب على القيمة الحقيقية لخيار الشراء وسلبي لخيار البيع.

- **سعر الممارسة:** له تأثير مباشر أيضا ففي سعر ممارسة منخفض خيار الشراء أكثر تكلفة من اذا كان السعر مرتفع.
- **المدة:** كلما زادت المدة كان المشتري مستعد لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كما تزيد المخاطر بالنسبة للبائع لذلك يطلب ثمن أكبر.
- **تقلب السهم:** كلما زادت درجة حساسية السهم للتقلب تزيد أسعار الخيارات.

3/10 العقود المالية المستقبلية Financial futures:

عرفت هذه العقود منذ أكثر من 100 عام حيث كانت تتداول في بورصات شيكاغو ولندن، وكانت السلع مثل: البن والسكر والذهب والفضة... الخ هي موضوع هذه العقود، وكان الهدف الأساسي من وجود هذه البورصات هو حماية التجار والمصنعين من تحركات الأسعار في غير صالحهم نتيجة لتغير ظروف الإنتاج أو بسبب الاضطرابات السياسية أو الاقتصادية.

وابتداء من سنة 1972 تم انشاء أول بورصة للتعامل في العقود المالية المستقبلية وتسمى **International Monetary Market (IMM)** وهي السوق النقدية الدولية وهي فرع لبورصة شيكاغو التجارية (**Chicago Mercantile Exchange**) وذلك للتعامل في هذه العقود وأذونات الخزينة العامة والسندات والنقد الأجنبي ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

وفي لندن تطورت سوق العقود المستقبلية (بورصة لندن للعقود المالية الدولية) حيث يجري الاتجار بعقود الخيار والعقود المستقبلية.

1/3/10 تعريف العقود المالية المستقبلية:

هي عقود قانونية ملزمة تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع كمية نمطية محددة من أحد الأدوات المالية بسعر محدد في وقت إبرام العقد، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، كأن ينص العقد على تسليم ما قيمته مليون دولار أذون خزانة أمريكية في يونيو 2005 تدر عائدا قدره 10.5% سنويا مثلا، أو تسليم عملة

أجنبية معينة في تاريخ معين.

ويتم هذا التعاقد في جلسة مزاد علني في بورصة العقود المستقبلية التي يوجد بها عدد من غرف التعامل تختص كل واحدة منها بالتعامل في العقود المستقبلية على سلعة معينة، وفي هذه الغرفة يلتقي المتعاملون من أعضاء السوق على حلقة في غرفة التعامل.

2/3/10 خصائص العقود المستقبلية:

1- تتميز بأنها عقود نمطية (standard contracts) من حيث تحديد الكمية والنوع وشهور التسليم، ويتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح (Open Outcry) في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت سمسة.

2- يجري تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة للقاصة (Clearing House) تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة وضمان تنفيذ العقود إذا ما تعثر أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من

التزامات وفقا للعقد.

3- إن التسليم الفعلي للأدوات المالية التي تم التعاقد عليها بموجب العقود المالية المستقبلية نادر الحدوث، وذلك على عكس السوق الفورية، فأغلب العقود المالية المستقبلية تأخذ اتجاهها عكسيا قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء تتحول إلى صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي وتتيح عملية تنميط كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية بسهولة إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة.

4- تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المالية المستقبلية تميل إلى الانخفاض.

3/3/10 نظام الهامش في سوق العقود المالية المستقبلية:

نظام الهامش (The Margin System) له أهمية خاصة في سوق العقود المستقبلية إذ يتعين على كل طرف من طرفي التعاقد -البائع والمشتري- إيداع نسبة من قيمة العقد أي هامش مبدئي (Initial Margin) لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك فور

إبرام العقد، وهذا الهامش لا يعتبر دفعة مقدمة الي الطرف الاخر على نحو ما يحدث في الأسهم، وإنما هي تودع كضمان لحماية أطراف التعامل من مخاطر تخلف أيهما عن الوفاء بالتزاماته المترتبة على العقد.

وتختلف قيمة الهامش في العمليات المستقبلية، وتتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الأسعار في السوق، وحسب ما ينص عليه العقد. وتتراوح نسبة هذا الهامش بين 0.1 & 10 % من القيمة الاسمية للعقد، ويستخدم الهامش في تغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في نهاية كل يوم.

فمثلا : يتطلب العقد الذي تبلغ قيمته 25000 جنيه إسترليني إيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار من كل من البائع والمشتري عند البداية في الصفقة، ويجري متابعة الهامش على النحو التالي:

يطلب المشتري من السمسار شراء عقد مستقبلي بمبلغ 25000 جنيه إسترليني تسليم يونيو بسعر 2 دولار للجنيه، فتكون قيمة العقد 50000 دولار.

ويقوم المشتري بإيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار (أي 3

% من قيمة العقد) عن طريق السمسار, ومن المعروف أنه في سوق العقود المستقبلية يجري تقييم العقود القائمة في نهاية اليوم على أساس أسعار الإقفال.

فلو حدث أن انخفض سعر الإسترليني إلى 1.98 دولار مثلاً فإن المشتري يحقق خسارة قدرها 500 دولار في الصفقة، هنا لا يطلب من المشتري زيادة قيمة الهامش، حيث ما زال الهامش المبدئي فائضاً بمبلغ 1000 دولار ($50000 - 500 = 49500$).

ولكن إذا انخفض الجنيه الإسترليني إلى 1.95 دولار وأصبحت قيمة العقد 48750 دولار، فإنه يتعين على المشتري إيداع مبلغ \$ 250 ($50000 - 48750 = 1250$), $1250 - 1000 = 250$) قبل بداية العمل في اليوم التالي من أجل الوصول إلى الحد الأدنى من الهامش والذي يطلق عليه هامش الوقاية أو هامش الصيانة (Maintenance Margin) ويبلغ 1000 دولار في مثالنا.

ويتراوح هذا الهامش بين 75 % & 80 % من قيمة الهامش المبدئي وعلى عكس ذلك إذا أسفرت نتيجة التقييم اليومي

عن تحقيق أي ربح فإنه يتم سداده للمشتري بشرط بقاء الحد الأدنى من الهامش (\$ 1000) كما هو.

ويعني الأخذ بنظام الهامش إعادة تقييم العقود القائمة يوميا، ثم معرفة مقدار الربح أو الخسارة اللذين تحققا، فإذا تحرك السعر لصالح العميل فإن الزيادة في قيمة الهامش تدفع له، وإذا تحرك السعر في غير صالحه فإنه يطالب باستكمال الهامش وذلك على أساس يومي.

فإذا فشل المتعاقد في تغطية هامش الصيانة، فإن العقد يغلق تلقائيا (أو يصفى) بعد أن يقوم بيت السمسرة بإبرام صفقة عكسية (Reverse Trade) لحساب العميل إذ يشتري بإسمه عقد بنفس القيمة وبالسعر الجاري.

4/3/10 غرفة المقاصة: (Clearing House):

يوجد لكل سوق من أسواق العقود المالية المستقبلية غرفة للمقاصة لتسوية الصفقات المالية بين أعضاء السوق وتسهيل تدفق الأرصدة الناجمة عن تنفيذ العقود. وتلعب غرفة المقاصة دورا هاما لتحملها المخاطر الائتمانية التي تنتج عن العقود المستقبلية عن

طريق تقديم الضمان لتنفيذ إلتزامات كل من البائع والمشتري.

وتؤمن غرفة المقاصة نفسها ضد مخاطر تأخر أحد أطراف

التعاقد عن الوفاء بإلتزامه باستخدام هامش الصيانة.

في الصفقات المالية المستقبلية لا تكون إلتزامات كل من البائع والمشتري تجاه أحدهما الآخر - على الرغم من أن الصفقة قد أبرمت بينهما - وإنما يكون إلتزام كل منهما تجاه غرفة المقاصة التي تلعب دور البائع بالنسبة إلى المشتري ودور المشتري بالنسبة إلى البائع، وهذا يتطلب من غرفة المقاصة متابعة انتقال العقد بالبيع والشراء.

فعندما يتقدم المشتري الأصلي الأول لبيع العقد الذي يملكه، تؤدي غرفة المقاصة دور المشتري وتدفع له قيمة العقد حسب الأسعار الجارية، ثم يلي ذلك أن تقوم غرفة المقاصة بدور البائع ويحرر عقد بيع جديد بإسم المشتري الثاني بالسعر الجاري وهكذا.

ومن ذلك يتضح أن السعر في العقد الجديد قد يختلف عن السعر في العقد الأول إذا ما اختلفت الأسعار الحالية عن تلك التي كانت سائدة وقت تحرير العقد الأول، وعندما يحل تاريخ التسليم

المحدد في العقد تقوم غرفة المقاصة بوضع الترتيبات لكي يقوم البائع الأصلي الذي باع العقد للمشتري الأصلي بتسليم المشتري الأخير الأصل محل العقد.

وليس من الضروري استعلام مسئول المقاصة عن الجدارة الائتمانية للطرف الذي عقدت الصفقة لصالحه، لأن مثل هذا الاستعلام يبطئ من حركة الإجراءات الخاصة بالعقود المستقبلية والتي تتميز بالسرعة.

5/3/10 استخدامات العقود المستقبلية:

تستخدم العقود المستقبلية إما للتجارة (Trading)، أو لتغطية مخاطر التغيرات المستقبلية (Hedging)، وفيما يلي نناقش بالتفصيل كلا منهم.

اولا : استخدام العقود المستقبلية للتجارة (المضاربة):

المقصود بالتجارة هنا المضاربة على تغيرات الأسعار في المستقبل مما يتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق بعض الأرباح من بيعهم أو شرائهم عقود مالية مستقبلية حسب تنبؤاتهم بالنسبة لاتجاه تحركات الأسعار إما صعودا أو هبوطا.

وتجدر الملاحظة أن المضارب لا يمتلك الأصول التي يريد بيعها ولا يرغب في شرائها أو امتلاكها وإنما هدفه هو الحصول على الفرص لتحقيق الأرباح من هذه التجارة.

لنفرض أن المضارب توقع بأن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم معين ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي، فسوف يقوم بشراء تلك العقود .

أما إذا تنبأ بأن أسعار العقود المستقبلية في تاريخ التسليم ستكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس التاريخ، فسوف يعمل على بيع عقود مستقبلية.

ثانيا : استخدام العقود المستقبلية للتغطية:

تستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المضادة (المعاكسة) في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار الأسهم وذلك عن طريق أخذ مركز مضاد (Counteracting)

Position في سوق العقود المستقبلية ومساوي تماما للمركز الحالي الذي يهدف الي تغطيته.

فإذا رغب أحد التجار في إبرام صفقة شراء من السوق الحاضرة في فترة مستقبلية، فإنه يستطيع أن يثبت سعرا مناسباً وذلك بشراء عقود مستقبلية، بحيث إذا ارتفع السعر في السوق الحاضرة في تلك الفترة (أي انخفاض المردود المالي) فإن أية خسارة ستنتج على ذلك سوف يقابلها تحقيق ربح عند بيع هذه العقود.

وتجدر الإشارة هنا أنه من أجل ضمان إرساء أسس سوق منظم في عمليات العقود المالية المستقبلية، قامت بورصات السوق النقدية الدولية (IMM) فرع لبورصة شيكاغو التجارية أو بورصة لندن للعقود المالية المستقبلية الدولية (LIFFE) بتنميط شروط التعاقد في العقود المستقبلية كما يلي:

1. وحدة التعامل Unit of Trading

2. شهور التسليم Delivery Months

3. تاريخ التسليم Delivery Date

4. الحد الأولي لتقلب السعر (النقطة)

Minimum Price Movement (Tick)

5. قيمة النقطة Tick value

6. الهامش المبدئي Initial Margin

ويجري تسعير العقود وفقا لأسعار الصرف السائد، فالعقد المستقبلي يتم تسعيره على النحو المتبع في سوق الصرف الأجنبي، كما يتضح أن النقطة الواحدة أي أن الحد الأدنى لتقلب السعر في العقد تعادل 0.01 سنت فإذا افترضنا أن أحد التجار اشترى ثلاثة (03) عقود بالإسترليني بسعر 1.6800 للدولار وأن السعر وصل خلال أسبوع إلى 1.7300 دولار فإنه يكون بذلك قد حقق 500 نقطة في كل عقد نتيجة تغير السعر، ولما كانت قيمة النقطة حسب العقد النمطي هي 2.50 دولار فإن إجمالي الربح المحقق يبلغ 3750 دولار تم حسابه على النحو التالي:

$$(1.7300 - 1.6800) \times 0.0001 \times 2.5 \times 3 = \text{قيمة النقطة} \times 3 \text{ عقود}$$

$$= 3750 \$ (\text{إجمالي الربح}).$$

وتحدد الإشارة إلى أن المضاربين ينجذبون إلى سوق العقود المستقبلية للعملة عندما يعتقدون أن السعر الجاري للعقود المستقبلية يختلف بشكل ملموس عن ذلك السعر الخاص الذي يتوقعونه في تاريخ التسليم.

6/3/10 مقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيار:

هناك بعض أوجه التشابه بينهما، كما نجد بعض جوانب الاختلاف:

اولا: أوجه التشابه:

- لا يعطي العقدان للمتعاقد أي حق على موضوع العقد قبل موعد التسليم.
- يمنح العقدان لحاملهما الحق في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بسعر يحدد عند التعاقد.
- يكون للعقدان فترة مستقبلية، وتكلفة التعامل في كل منهما بسيطة.
- تتمتع عقود الخيار والعقود المستقبلية بجاذبية بالنسبة

للمضاربين خاصة وأنه في استطاعتهم المضاربة على أسعار السلع المتاحة في السوق سواء كانت بضائع أو عملات أو أسهم أو أدونات الخزنة ... إلخ، دون الحاجة إلى تملك الأصول محل المضاربة.

ثانياً: أوجه الاختلاف:

- يكون لمشتري عقد الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، أما العقود المستقبلية فهي عقود ملزمة للمتعاقدين لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق.

- تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيار على قيمة العلاوة المدفوعة، في حين تمتد الخسارة في حالة العقود المستقبلية لتشمل القيمة الكلية للعقد.

- لا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة العلاوة التي دفعها للبائع عند التعاقد، في حين أن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المتعاقد للخسارة.

7/3/10 مقارنة بين سوق العقود المستقبلية وسوق العقود الآجلة:

توجد فروق جوهرية بين سوق العقود المستقبلية وسوق العقود الآجلة نلخصها فيما يلي:

(1) مكان التعامل: يتم التعامل في السوق المالية المستقبلية في البورصة وهي سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت سمسة، أما التعامل في سوق العقود الآجلة فيكون بين العميل والبنك.

(2) أسلوب التعامل: يكون على شكل جلسة مفتوحة بالمزاد العلني، أما في سوق العقود الآجلة فيكون عن طريق الهاتف والفاكس.

والجدول التالي 3/5 يوضح أهم أوجه المقارنة بينهما:

جدول 3/10

مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

بيان	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
أسلوب التعامل	جلسة مفتوحة بالمزاد العلني	الهاتف والفاكس بين العميل والبنك

عن طريق البنوك المختلفة ويتم إبرام العقد مباشرة بين العميل والبنك الذي يتعامل معه.	في سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة	مكان التعامل
عقود شخصية يتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد، والعمولة تكون محلاً للتفاوض بين العميل والبنك ولا يتم إعلانها، ليس لها سوق ثانوية لأنها عقود شخصية ولا مجال للمضاربة.	هي عقود نمطية والمبالغ نمطية حسب العملة، تواريخ التسليم نمطية، والشهور محددة، العمولة محددة، لها سوق ثانوي بعض المضاربين.	طبيعة العقود
العلاقة بين البنك وعملية علاقة شخصية مباشرة ولذلك فإن المخاطر الائتمانية تتحملها أطراف التعاقد.	تقوم غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد فهي التي تبيع وتشتري من الأطراف المتعاقدة وهي التي تتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حالة إخلال أحدهما بالتزاماته.	الطرف المتعاقد
الضمان هو الجدارة الائتمانية للعميل كما يقدرها البنك.	يستخدم الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر الطرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته.	الضمان

السيولة	تتاح السيولة من خلال الهامش المدفوع.	تتوفر السيولة من خلال الحد الائتماني الذي يمنحه البنك لعميله.
التسوية	تتم من خلال غرفة المقاصة ويجري دفع الأرباح للعميل وتحصيل الخسائر منه يوميا والذي يجعل التقييم اليومي للعقود يعكس قيمتها السوقية الفعلية.	تتوقف التسوية على الترتيبات التي تم الاتفاق عليها بين البنك وعميله، كما أنه لا يتم تسديد أية مدفوعات قبل إتمام التسوية النهائية للعقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد وأن النسبة لا تتجاوز 2% من العقود يتم إنهاؤها بالتسليم.	يتم إنهاء العقد عادة بالتسليم.

4/10 اسواق الاستبدالات (عقود المبادلة)

1/4/10 مفهوم عقود المبادلات swap:

تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينها فترة زمنية (من شهر الي سنة)، كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه

بيعا فوريا، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون استرليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه.

بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء، ففي العقد الأول تم بيع الإسترليني، وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر.

ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (Swap rate) أو هامش السعر الآجل ويبلغ في المثال: 2.10 - 2 = 0.10 وهي قيمة العلاوة التي احتسبت للإسترليني وهذا الفرق يعبر عنه بالنقطة فنقول سعر المبادلة 1000 نقطة.

والنقطة تعني في لغة العملة الأجنبية جزء من المئة من السنة في عملية التسعير، فإذا قيل سعر صرف الإسترليني مقابل الدولار ارتفع من 1.5426 إلى 1.5428 دولار فإن معنى ذلك ارتفاع السعر بنقطتين والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1% فإذا تغير سعر الفائدة من 9% إلى 9.5% فيقال أن هناك ارتفاع بنصف نقطة.

وسعر المبادلة ليس بسعر الصرف، وإنما هو فرق سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة.

وفي معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف، غير أنه يحدث في بعض الأحيان أن يشتري أحد المتعاقدين العملة شراء فوراً من جهة ما ثم يبيعها آجلاً لجهة أخرى، وفي هذه الحالة يطلق على عملية المبادلة هذه المبادلة الموجهة (Engineered swap) تمييزاً لها عن المبادلة التامة (Pure swap) والتي تتم بين نفس طرفي التعاقد في عمليتي الشراء والبيع وفي عملية المبادلة الموجهة لا يشترط تساوي المبلغين في عقدي الشراء والبيع.

2/4/10 استخدامات عقود المبادلة:

تمارس عمليات المبادلة في الأحوال التالية:

1- تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت وبدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترويج المغطى بأسعار الفوائد.

2- تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل

(Foward against foward), كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم آجل لمدة ثلاثة شهور, ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد, وذلك لتوقع تغير مقدار العلاوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العملتين) لصالح المتعامل.

3- تستخدم عمليات المبادلة في خلق وضع مضاد للوضع المشار إليه في البند 2 أعلاه بعد جني الأرباح المحققة نتيجة تغير أسعار الفائدة لصالح المتعامل.

4- إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقرض الذين تتفق ظروف كل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته, فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم يبيعها في تاريخ آجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب, ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.

5- إذا خرج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة

أجنبية أخرى (لارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأخيرة مثلا) فإن عملية المبادلة تجنب المستثمر مخاطر تغير سعر الصرف عند إعادة تحويل رأس المال المستثمر إلى العملة الوطنية.

6- تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عليها بسبب المضاربة، حيث يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية بيعا فوريا ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آجلا في نفس الوقت أو العكس، وذلك لخفض الضغوط الواقعة على عملته، وتلجأ البنوك المركزية أيضا للمبادلة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

3/4/10 أمثلة على عملية المبادلة:

نفترض أن مستثمرا أمريكي متميز يمكنه الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفصيلي "مميز" (Prime Rate) غير أنه يريد تمويل استثمار له في اليابان قدره 10 مليارات

ين ياباني، وكانت تكلفة حصوله علي هذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالين الياباني لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال اليابانية هي 7.75 % وهي تكلفة مرتفعة وذلك بالمقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقرض الياباني على قرض مماثل وليكن 7.25 %.

كما سنفترض أن مستثمرا يابانيا يرغب في تمويل استثمار له في الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ 100 مليون \$ وكانت تكلفة حصوله علي هذا المبلغ من خلال طرح سندات بالدولار لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال في نيويورك تبلغ 7% وهي تكلفة مرتفعة نظرا لعدم سبق تواجد المستثمر الياباني في السوق الأمريكية وذلك بالمقارنة إلى سعر الفائدة الذي يدفعه المقرض الأمريكي على قرض مماثل والذي يبلغ 6.5 % فقط.

في هذا المثال تتحقق منفعة متبادلة لكل من هذين المستثمرين إذا ما اتفقا سويا واقترض كل منهما من احد البنوك الوطنية قرضا بعملته الوطنية بالقيمة التي يحددها الطرف الآخر وبسعر الفائدة التفضيلي ثم يتم مبادلة التزامات كل منهما لمدة 10 سنوات.

ولكن هناك مخاطر تتمثل في تغير أسعار الصرف بين الدولار

والين، وكذلك كل المخاطر الائتمانية التي تترتب على اخفاق أي من المقترضين في الوفاء بالتزامه قبل الطرف الآخر.

ولتجنب هذه المخاطر يمكن للمقترضين اللجوء إلى أحد البنوك لإبرام عقد مبادلة العملات بينهما لتغطية مخاطر أسعار الصرف، وكذلك تغطية المخاطر الائتمانية في مقابل دفع عمولة للبنك تقدر بـ (0.125 %) مثلا، وبذلك يكون كل من الطرفين المتعاقدين قد حقق وفرا في تكلفة الاقتراض على النحو التالي:

بالنسبة للمستثمر الأمريكي يكون قد حقق مبلغ في تكلفة حصوله على القرض بالين الياباني نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق اليابانية 7.750 % وتكلفة حصوله على نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالدولار الأمريكي ومبادلته بالين الياباني من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ:

$$(7.250 \% + 0.125 \%, \text{ قيمة عمولة البنك} = 7.375 \%)$$

مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين الياباني عند إبرام

$$0.375 = 7.375 - 7.750 \text{ عقد المبادلة}$$

وبالنسبة للمستثمر الياباني فقد حقق وفرا في تكلفة حصوله علي القرض بالدولار الأمريكي نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق الأمريكية بسعر 7 % وتكلفة حصوله علي نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالين الياباني ومبادلته بالدولار من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ:

$$(6.500 \% + 0.125 \% \text{ قيمة عمولة البنك} = 6.625$$

$$(\% \text{ مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين عند عقد المبادلة } 7\% - 6.625 \% = 0.375.$$

مثال 2: سنفترض أن أحد المستثمرين البريطانيين (A) يريد تمويل مشروع له في أمريكا، وأنه يجد صعوبة في الاقتراض بالدولار من السوق الأمريكية، ففي هذه الحالة يمكنه اقتراض المبلغ المطلوب بالإسترليني ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالدولار.

بمعنى أن يكون عليه إلّتزام بالإسترليني مقابل أصول مقومة بالدولار، وسنفرض أيضا أن هناك مستثمرا أمريكيا (B) يريد تمويل استثمار في إنجلترا ويجد صعوبة في الاقتراض بالإسترليني من السوق

البريطانية، وفي هذه الحالة يمكنه أن يقتض المبلغ المطلوب بالدولار ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالإسترليني (بمعنى أن يكون عليه إلزام مقوم بالدولار مقابل أصول مقومة بالإسترليني) في هاتين الحالتين، سيجد المستثمران (A) & (B) أن لدى كل منهما مركزا مكشوفًا بالنقد الأجنبي، وأنه معرض للخسارة في حالة تغيير سعر الصرف في غير صالحه.

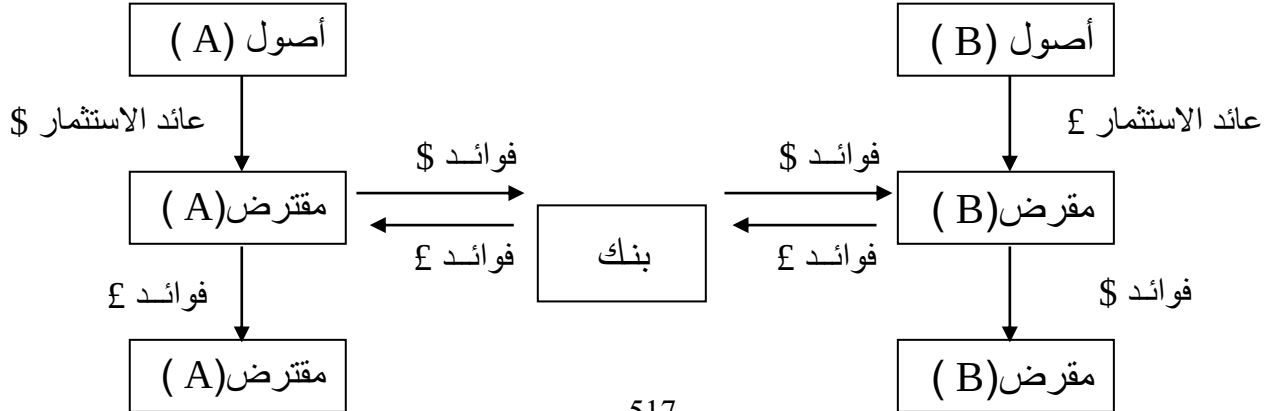
فالمقترض (A) سوف يتعرض للخسارة في حالة ارتفاع قيمة الإسترليني مقابل الدولار، حيث أنه سيعيد شراء الإسترليني بسعر أعلى لتسديد مدفوعات الأقساط والفوائد، وسيجد المقترض (B) أنه سوف يتعرض لنفس المخاطر إذا ما ارتفع الدولار مقابل الإسترليني.

ولتجنب هذه المخاطر يتم عقد صفقة مبادلة من خلال أحد البنوك بحيث يتعهد المقترض (A) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالدولار للمقرض (B) من خلال البنك، كما يتعهد المقترض (B) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض

بالاسترليني للمقرض (A) من البنك الذي يقوم بدور الوسيط مقابل عمولة يتقاضاها من كل المقرضين دون الحاجة إلى معرفة أي منهما بالآخر، وبدون أن يدري أي من المقرضين بأن هناك عملية مبادلة قد تمت، وهذا حسب الشكل التالي:

شكل 3/5

عملية مبادلة عملتين مع توسط البنك



وكما تجري مبادلة الإلتزامات على نحو ما رأينا في المثال السابق، فإنه يمكن مبادلة الأصول المقومة بعملتين مختلفتين أيضا مثل سندات صادرة بالدولار وأخرى صادرة بالإسترليني.

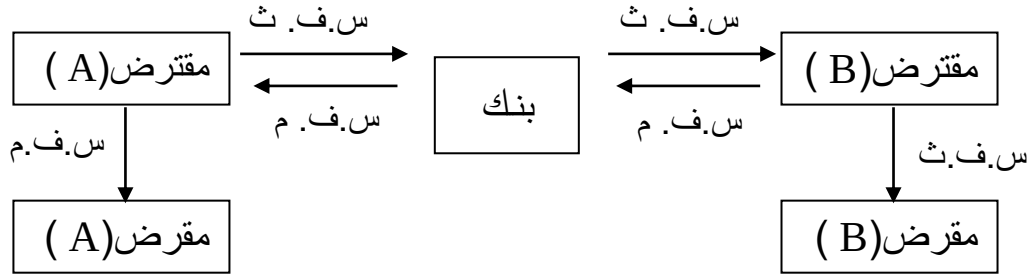
كما يمكن عقد صفقة مبادلة للفوائد كأن تستبدل فائدة ثابتة بأخرى متغيرة (معومة) فإذا كان المقرض غير قادر على الحصول على قرض بسعر فائدة ثابت نظرا لعدم كفاية جدارته الإئتمانية أو لارتفاع نسبة سعر الفائدة الثابت بحيث تفوق مقدرة المقرض، لهذا لجأ الي الحصول على القرض بسعر فائدة متغير، ونظرا لتخوفه من ارتفاع هذا السعر الذي يتم تحديده مقدما كل (3) أشهر مثلا، فإنه سيحاول مبادلة إلتزامه القائم بسداد سعر الفائدة المتغير على القرض مقابل إلتزامه بسداد الفائدة على القرض على أساس سعر ثابت.

في هذه الحالة يطلب المقرض من أحد البنوك القيام بدور الوسيط في عملية المبادلة مقابل عمولة، وهنا يجب على هذا البنك أن يجد مقترضا آخر قد اقترض بسعر فائدة ثابت إلا أنه يفضل سداد الفائدة على القرض على أساس متغير، أو أن يقوم البنك نفسه

بالاقتراض بسعر فائدة ثابت ثم يبادل إلتزامه مع إلتزام المقرض (A) وفقا للآتي:

شكل 4/5

عملية مبادلة أسعار فائدة مع توسط بنك



س.ف.ث: سعر فائدة ثابت

س.ف.م: سعر فائدة متغير

