

اسلامیات

الله ارکان

اللہ ارکان

دکتر  
جنیاح تدقیق

دارالذہبۃ الفردوس

منتدى سور الأزبكية

---

WWW.BOOKS4ALL.NET

# **أَسْيَاثُ الإِدَارَةِ الْمَالِيَّةِ**



# أسسیات الادارۃ الماليۃ

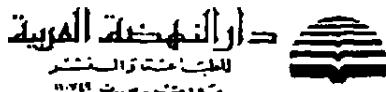
دکتور

جمیل احمد توفیق

أسئلہ ادارۃ الاعمال  
کلیتہ التجارۃ  
جامعة الرکنیۃ وبها مختبر و تالیریہ



## حقوق الطبع محفوظة



\* الإِدَارَة: بيروت، شارع مدحت باشا، بناية  
كريديمة، تلفون: ٣٠٤٨١٦ / ٣١٢٢٩٣ / ٣٠٩٨٣٠  
برقأ: دائحة، ص.ب ١١-٧٤٩  
تلوكس: NAHDA 40290 LE  
29354 LE

\* الْمَكْبَثَة: شارع البستانى، بناية اسكندرانى  
رقم ٣، غربى الجامعة العربية،  
تلفون: ٣١٦٢٠٢

\* الْمُسْتَوْدَع: بير حسن، تلفون: ٨٣٣١٨٠

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ  
**مُحتوياتِ الْكِتَابِ**

**الباب الأول**

**مقدمة**

الفصل الأولى : طبيعة و مجال الادارة المالية .....	١٥
مجال الإدارة المالية .....	١٨
المداخل البديلة .....	١٩
هدف الإدارة المالية .....	٢٧
مكان الوظيفة المالية في الهيكل التنظيمي .....	٣٢
الإدارة المالية كوظيفة و كوحدة إدارية .....	٣٤
علاقة الإدارة المالية بعيادين معرفة أخرى .....	٣٥
وظائف الإدارة المالية .....	٣٦
منهج الدراسة .....	٤١
الفصل الثاني: السيولة والربحية .....	٤٣
السيولة .....	٤٥
التدفق النقدي .....	٤٥
الاهمال والأموال .....	٤٧

التدفقات النقدية وحساب الأرباح والخسائر .....	٥٢
التغيرات في الأرصدة النقدية .....	٥٦
الربح .....	٦٢
القوة الإيرادية للمنشأة .....	٦٣
وسائل تحسين القوة الإيرادية .....	٦٦
معدل العائد على استثمار الملاك .....	٧٠

## الباب الثاني

### التحليل المالي

<b>الفصل الثالث : التحليل المالي</b>	
خطوات التحليل المالي .....	٧٥
الدراسة المقارنة لقوائم المالية .....	٨٠
الميزانية العمومية المقارنة .....	٨٠
قائمة الأرباح والخسائر المقارنة .....	٨٨
قائمة الأموال .....	٩٢
مفهوم الأموال .....	٩٤
إعداد قائمة الأموال .....	٩٨
<b>الفصل الرابع : النسب المالية</b>	
اختيار النسب المالية .....	١٠٨
نسب السيولة .....	١١١
نسب النشاط .....	١١٥
نسب رأس المال .....	١٢١
نسب الربحية .....	١٢٣
حدود استخدام النسب المالية .....	١٢٨
مشاكل رياضية تتعلق باستخدام النسب .....	١٢٩

١٣٢ .....	اختيار المعايير .....
١٣٥ .....	القوائم المالية كمستندات تاريخية .....

### الباب الثالث التخطيط المالي

١٣٩ .....	الفصل الخامس : تخطيط الاحتياجات المالية قصيرة الأجل .....
١٤٠ .....	أهمية التخطيط على مستوى المنشأة .....
١٤٤ .....	طبيعة الميزانيات التقديرية .....
١٤٧ .....	الميزانية التقديرية التقديمة .....
١٤٨ .....	إعداد الميزانية التقديرية النقدية .....
١٦٣ .....	استخدامات الميزانية التقديرية النقدية .....
١٦٥ .....	حدود استخدام الميزانية التقديرية النقدية .....
١٦٧ .....	الفصل السادس: تخطيط الأرباح .....
١٦٩ .....	اجراءات تخطيط الأرباح .....
١٧٠ .....	التحليل البيئي .....
١٧١ .....	تحليل التعادل .....
١٧٧ .....	رفع التشغيلي .....
١٨٠ .....	تحليل التعادل النقدي .....
١٨٥ .....	القائمة التقديرية للأرباح والخسائر .....
١٩٠ .....	مشروع الميزانية العمومية .....

### الباب الرابع تخطيط الاستثمارات الرأسمالية

١٩٥ .....	الفصل السابع : تقييم اقتراحات الانفاق الرأسمالي .....
١٩٦ .....	الانفاق الرأسمالي .....
١٩٩ .....	الاجراءات العامة للميزانية الرأسمالية .....

٢٠١ .....	تقييم البدائل .....
٢٠٢ .....	طرق التقييم .....
٢٠٣ .....	طريقة درجة الضرورة .....
٢٠٥ .....	طريقة فترة الاسترداد .....
٢٠٨ .....	الطريقة المحاسبية .....
٢١٠ .....	أساس طرق التقييم الصحيحة .....
٢٢٦ .....	طريقة معدل العائد .....
٢٣٥ .....	طريقة صافي القيمة الحالية .....
٢٣٩ .....	مقارنة معدل العائد بصافي القيمة الحالية .....
٢٤٤ .....	التنظيم والرقابة .....
<b>٢٤٧ .....</b>	<b>الفصل الثامن : تقدير تكلفة الأموال .....</b>
٢٤٨ .....	معنى تكلفة الأموال .....
٢٥٢ .....	حساب تكلفة الاقتراض .....
٢٥٦ .....	حساب تكلفة الملكية .....
٢٦١ .....	التكلفة المرجحة للأموال .....
٢٦٣ .....	تأثير هيكل رأس المال على تكلفته .....
<b>٢٦٧ .....</b>	<b>الفصل التاسع : تقييم اقتراحات الانفاق الرأسمالي</b>
٢٧٥ .....	في ظل ظروف الخطر .....
٢٧٦ .....	الانحراف المعياري في قياس الخطر .....
٢٨٢ .....	معامل الاختلاف في قياس الخطر .....
٢٨٣ .....	طرق معالجة الخطر في التقييم المالي للمشروعات .....
٢٨٤ .....	الاسلوب غير الرسمي .....
٢٨٧ .....	اسلوب تعديل سعر الخصم .....
٢٩٧ .....	اسلوب المعادل المؤكد .....
	تحليل الحساسية .....

## الباب الخامس التمويل

الفصل العاشر : الهيكل المالي ..... ٣٠١
أنواع الأموال المتاحة ..... ٣٠٣
العوامل المحددة لأنواع الأموال المستخدمة ..... ٣٠٨
الملاءمة ..... ٣٠٩
الدخل ..... ٣١٣
الخطر ..... ٣٢١
السيطرة والإدارة ..... ٣٢٣
المرونة ..... ٣٢٤
التوقيت ..... ٣٢٦
تقييم العوامل المحددة لأنواع الأموال المستخدمة ..... ٣٢٦
الفصل الحادي عشر : التمويل قصير الأجل ..... ٣٣٣
رأس المال العامل ..... ٣٣٤
الإئتمان المصرفي ..... ٣٤٠
أنواع القروض المصرفية ..... ٣٤٣
أسباب استخدام الإئتمان المصرفي ..... ٣٥٣
الائتمان التجاري ..... ٣٥٥
العوامل التي تؤثر على منح الائتمان التجاري ..... ٣٥٦
شروط الائتمان التجاري ..... ٣٥٩
تكلفة الائتمان التجاري ..... ٣٦٢
أسباب استخدام الائتمان التجاري ..... ٣٦٤
الفصل الثاني عشر : التمويل متوسط وطويل الأجل ..... ٣٦٨
مصادر التمويل متوسط الأجل ..... ٣٦٩

٣٦٩ .....	قرص مباشرة متوسطة الأجل .....
٣٧٣ .....	التمويل بالاستئجار .....
٣٨٠ .....	مصادر التمويل طوبل الأجل .....
٣٨١ .....	الأسهم العادية .....
٣٨٧ .....	الأسهم الممتازة .....
٣٩٣ .....	السندات .....
٤٠٤ .....	الأرباح المحجوزة .....

## الباب السادس

### إدارة الأصول

<b>الفصل الثالث عشر : ادارة النقدية والذمم</b>	<b>٤١٥ .....</b>
ادارة النقدية .....	٤١٦ .....
تحديد مستوى النقدية الازمة .....	٤١٦ .....
رقابة التدفق النقدي الداخلي .....	٤٢٢ .....
رقابة التدفق النقدي الخارج .....	٤٢٤ .....
استخدام النقدية العاطلة .....	٤٢٥ .....
تقييم إدارة النقدية .....	٤٢٧ .....
ادارة الذمم .....	٤٢٩ .....
التحكم في مستوى الذمم .....	٤٣٠ .....
خطوات عملية منع الائتمان .....	٤٣١ .....
رقابة المتأخرات من الذمم .....	٤٣٩ .....
تقييم إدارة الذمم .....	٤٤٠ .....
<b>الفصل الرابع عشر : إدارة المخزون السلعي والأصول الثابتة</b>	<b>٤٤٣ .....</b>
ادارة المخزون السلعي .....	٤٤٤ .....
تكلفة المخزون .....	٤٤٦ .....

وظائف المخزون ..... ٤٤٨	
الحجم الاقتصادي ..... ٤٥٠	
مخزون الأمان ..... ٤٥٥	
مخزون التوقع ..... ٤٥٩	
تقييم إدارة المخزون السلعي ..... ٤٦٣	
إدارة الأصول الثابتة ..... ٤٦٤	
تقييم إدارة الأصول الثابتة ..... ٤٦٩	

## الباب السابع مشاكل خاصة

الفصل الخامس عشر : تحديد قيمة المنشأ ..... ٤٧٣	
القيمة عند التصفية ..... ٤٧٦	
القيمة الدفترية ..... ٤٧٧	
القيمة الدفترية المعدلة ..... ٤٧٩	
القيمة السوقية ..... ٤٨٠	
القيمة الرأسمالية للأرباح ..... ٤٨٢	
التقويم في الحياة العملية ..... ٤٨٩	
المراجع ..... ٤٩١	



للبَشَرِ الْأَوَّلِ  
مُقْدَمة



## **القصاص والدول**

### **طبيعة ومكان الادارة المالية**

مررت الوظيفة المالية في عالمنا المعاصر بمراحل متعددة حتى وصلت إلى وضعها الحالي . ففي المرحلة الأولى كانت مسؤولية المدير المالي الأساسية هي الحصول على الأموال الازمة للمشروع وتوفيرها . وقد نتجت هذه المسئولية عن الظروف الاقتصادية التي عايشها العالم كله في فترة الكساد العظيم في الفترة ما بين ١٩٢٩ و ١٩٣٣ حيث كان التركيز الأساسي منصب على هيكل رأس المال بالمشروعات . وفي بداية الخمسينيات تحول الاهتمام إلى استخدام الأموال ، وكثير الحديث عن مفهوم « تدفق الأموال » كأداة لتحليل عمل الادارة الداخلية للمشروع . أما في المرحلة الثالثة فان نطاق التمويل إمتد إلى السياسات والقرارات التي لها تأثير على « قيمة المشروع » . وتتحدد هذه القيمة بعاملين أساسيين ، الأول الإيرادات المستقبلة والثاني هو « خطر » اختلاف الإيرادات الفعلية عن هذه الإيرادات المتوقعة . ويتأثر هذان العاملان بدورهما بعوامل أخرى مثل مزيج السلعة - السوق ، حجم المشروع ، معدل نموه ، نوعية الأصول التي تستثمر فيها أموال المشروع ، موقف سيولة المشروع ، وأخيراً مدى استخدام القروض في عمليات المشروع .

ويلاحظ أن العالم كله يمر في السنوات الأخيرة بمشاكل اقتصادية عديدة أهمها التضخم وندرة الأموال وارتفاع تكلفة الأموال . وبالتالي فإن الأهمية

المعطاة للاستخدام الفعال للأموال النادرة والمكلفة زادت بدرجة كبيرة . و كنتيجة للتوسيع في إستخدام الأموال المقترضة وارتفاع تكلفة الأموال فإن المدير المالي وجد من الضروري ان يوجه جل اهتمامه ناحية إعتبارات هيكل رأس المال ، والمقدرة على دفع الفوائد وسداد الديون عندما يحين أجلها . وبالإضافة إلى ذلك فان العمل على تحسين قيمة المشروع أصبح عنصراً رئيسياً وحساساً عند التفكير في الحصول على أموال الملكية .

وتتأثر مهام المسئول المالي بالمشروع بأربعة جوانب أساسية :

- ١ - ضرورة إدراك العلاقات المتداخلة بين تدفقات السلع العادي والمعلومات والتقديرية . فمسئولة المدير المالي لا تقصر على الرقابة على تدفق التقديرية ، بل أنه يلعب دوراً هاماً في وضع هيكل تدفق المعلومات والسلع والرقابة عليهم .
- ٢ - والعنصر الثاني هو التداخل بين القرارات المالية والوظائف الإدارية الأخرى . ولكي تقوم المنشأة - ككل - بأداء وظيفتها على الوجه الأكمل ، فإنه يقع على عاتق المدير المالي الأخذ في الاعتبار أثر هذه القرارات على أنشطة الانتاج ، التسويق ، التخطيط والرقابة ، متطلبات العمالة ، البحوث والتنمية ، أنظمة الصنع ... الخ .
- ٣ - والعنصر الثالث هو الاقتناع بالمفهوم الذي يعتبر أن المشروع في تفاعله مع الظروف البيئية المحيطة يمثل « ميكانيكية مطوعة ومتعلمة ... Adaptive and Learning Mechanism ». فوظائف التخطيط والرقابة هي أجزاء من نظام للمعلومات المرتبطة للتصحیح ، مصمم للحصول على ردود فعل سريعة للتغيرات البيئية وللأنخطااء في تنفيذ الخطط الموضوعة .
- ٤ - وأخيراً ، وحيث أن رجال التمويل مسؤولون في النهاية عن تصميم وتشغيل أنظمة المعلومات والتدفق النقدي ، فهم أيضاً مسؤولون عن رقابة جميع عمليات المشروع وبالذات مراكز الربحية الرئيسية فيه . فيشتراك رجال

التمويل في مراجعة وتقسيم وتعديل جميع جوانب التشغيل في المشروع ، وهدفهم النهائي من ذلك هو المساهمة في تعظيم قيمة المشروع . وحيث أن جميع سياسات المشروع تتعكس في النهاية على قيمة المشروع ، فيمكن - ويبدون خطأ كبير - أن نعتبر أن « نظرية المشروع ككل » هي في الواقع « نظرية مالية للمشروع » .

وتعتبر الوظيفة المالية واحدة من أهم الوظائف في نشاط المنشأة . فلا يمكن لأية منشأة أن تقوم بنشاطها من إنتاج أو تسويق أو غيرها من وظائف المشروع دون توافر الأموال الازمة لتمويل أوجه النشاط المختلفة وأوجه الانفاق المتنوعة . ولهذا فالوظائف الثلاث للمشروع - الإنتاجية والتسويقية والمالية - تعتبر الدعامة الأساسية التي يعتمد عليها نشاط المشروع لتحقيق أهدافه .

ويتضح عند دراسة الوظائف الثلاث السابقة أنه لا توجد صعوبات كبيرة عند تحديد مجال كل من وظيفتي الإنتاج والتسويق ، ولكن الصعوبة تظهر عند محاولة تحديد وتمييز نطاق الوظيفة المالية . ويرجع السبب في ذلك إلى أن معظم الأهداف والسياسات والقرارات والعمليات الإنتاجية والتسويقية يستحيل النظر إليها بمعزل عن الاعتبارات المالية . فكل أنواع العمل في مجال الإنتاج والتسويق وغيرها من وظائف تنطوي كلها تقريباً بطريق مباشر - أو على الأقل بطريق غير مباشر - على عملية الحصول على الأموال واستخدامها . ورغم أن التداخل المستمر بين الوظيفة المالية وبين وظائف المشروع الأخرى - والذي سيتبين لنا بصورة واضحة عند تقدمنا في الدراسة - يؤدي إلى صعوبة تحديد مجال الوظيفة المالية إلا أنه يظهر مدى أهميتها بالنسبة للوظائف الأخرى للمشروع .

وعلى الرغم من الدور الهام الذي تلعبه الوظيفة المالية في إدارة شئون المشروعات ، فإنها لم تلق الاهتمام الذي كانت تلقاه كل من وظيفتي الإنتاج والتسويق . ولكن نتيجة للتغيرات المختلفة التي حدثت في نشاطنا

الاقتصادي ، فإن وظيفتي التخطيط المالي والرقابة على الموارد المالية أصبحت تحتل مركزاً أكثر أهمية عما كان عليه الحال في الماضي . وهذه الأهمية المتزايدة ترجع إلى العديد من العوامل منها الآتي :

- ١ - التغير الجذري الذي حدث في هيكل إقتصادنا القومي .
- ٢ - زيادة عدد الوحدات الإنتاجية زيادة كبيرة خلال السنوات الأخيرة .
- ٣ - زيادة أهمية القطاع العام كمستخدم رئيسي للموارد المالية .
- ٤ - ارتفاع مستوى الأسعار .

ولقد أدت هذه العوامل مجتمعة إلى زيادة المنافسة على الأموال زيادة كبيرة ، مما ترتب عليه جعل رأس المال أكثر ندرة . وهذا الوضع يعني ضرورة المحافظة على الموارد المالية المتاحة وحمايتها من كل إحتمالات الارتفاع أو الضياع . يضاف إلى ذلك أن زيادة معدلات التنمية تتوقف على القدرة على أداء الوظيفة المالية بطريقة سليمة . ولا شك أن الظروف الإقتصادية الصعبة التي يمر بها الاقتصاد المصري في الوقت الحالي تتطلب ضرورة زيادة الاهتمام بهذه الوظيفة ، فالموارد المحلية محدودة والتడفقات الأجنبية والعربية لم تصل إلى المستوى المرتفع . وهذه الأمور تزيد من جسامه العباء الواقع على رجال الإدارة المالية لاستخدام الموارد المالية المتاحة أفضل استخدام ممكن .

## مجال الإدارة المالية

ظل تعريف الوظيفة المالية لسنوات طوال يستمد من قائمة - تعد عن طريق الملاحظة - للأعمال التي يقوم بها المدير المالي ورجاله في المشروع . وكانت الأولوية تعطى لتلك الأنشطة التي يتكرر حدوثها أكثر من غيرها في هذه القائمة . ولكن الصعوبة في هذا التعريف العملي هي أن المسؤوليات التي

يتحملها المدير المالي كانت تختلف اختلافاً كبيراً من منشأة لأخرى . حفأً أن المدير المالي يقوم دائمًا بوظائف مالية من نوع ما ، ولكن من الواضح أيضاً أن هناك مظاهر هامة للادارة المالية كثيراً ما تم بعيداً عن المدير المالي وجهازه . فقد تقع مسئولية إتخاذ القرارات المالية الأساسية في إحدى الشركات على لجنة من أعضاء مجلس الإدارة ، بينما قد تعهد هذه المسئولية في شركة أخرى إلى رئيس مجلس الإدارة أو إلى عضو مجلس الإدارة . بل وفي شركات القطاع العام نجد أن الكثير من القرارات المالية الأساسية قد يتخذ في مستوى أعلى من مستوى الشركة وخارج نطاق إدارتها ، كأن تتخذ في مستوى الوزارة مثلاً . وبالتالي لوأخذنا في الاعتبار هذه الأمور وهذه الاختلافات فإننا نجد أن الوظائف المالية التي يقوم بها دائمًا مكتب المدير المالي تنطوي فقط على المسؤوليات الروتينية ، والتي من الأفضل أن تصنف كوظائف تفاصيلية تتعلق بالتمويل وليس بالادارة المالية بمعناها الحقيقي . وهذه الوظائف الروتينية - مثل قبض الأموال ودفعها والمحافظة عليها والاحتفاظ بالأوراق المالية والاتفاق مع شركات التأمين . . . الخ - رغم أهميتها - إلا أنها نادراً ما تنطوي على إتخاذ قرارات في الادارة المالية . ولذا فإن الملاحظة العملية للأعمال التي يقوم بها المدير المالي تساعده في اختيار التعريف ولكنها لا يمكن أن تقدم في حد ذاتها تعريفاً مستقلاً للادارة المالية .

## المدخل البديلة

بالرغم من كثرة التعريفات التي تحاول تحديد مجال الإدارة المالية إلا أنه من الممكن تقسيم هذه التعريفات إلى ثلاثة مجموعات عريضة . وإحدى هذه المجموعات تنادي بأن الوظيفة المالية هي تلك الوظيفة التي تهم بالنقدية . ونظراً لأن كل عملية تجارية بالتقريب تنطوي على نقدية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ، فإن الوظيفة المالية تختص بكل شيء يحدث في المنشأة . ويتفق معظم كتاب الإدارة المالية على أن هذا التعريف من الشمول

بدرجة تجعله عديم المعنى .

وفي الطرف الآخر نجد تعريفاً ضيقاً ومحدوداً نسبياً ، يقول بأن الإدارة المالية تهتم بالحصول على الأموال اللازمة للمشروع وإدارة هذه الأموال . وهذا المدخل يعتبر المدخل التقليدي الذي ساد الدراسة الأكاديمية للإدارة المالية . وترتكز الدراسة فيه على كيفية الحصول على الأموال مع مناقشة مصادر هذه الأموال وال العلاقات القانونية والمحاسبية بين المشروع وتلك المصادر ، بما في ذلك إعادة توزيع الدخل والأصول بين هذه المصادر . ومن الناحية الاقتصادية فإن هذا المدخل للإدارة المالية يفترض أن الطلب على رأس المال وقرارات الإنفاق التي تسبب هذا الطلب تتحدد في مكان آخر داخل المنشأة ، وأن دور السياسة المالية يقتصر على تحديد أفضل طريقة للحصول على هذه الأموال من خليط المصادر المتاحة .

أما المدخل الثالث فهو الذي ينظر للإدارة المالية كجزء متكملاً من الإدارة الشاملة للمنشأة ، وليس كشخص إستشاري يهتم بعمليات الحصول على الأموال . وطبقاً لهذه النظرة العريضة فإن الهدف الرئيسي للسياسة المالية هو الإستخدام الحكيم للأموال ، وأن العملية الأساسية التي تنطوي عليها هي المقارنة الرشيدة بين مزايا الإستخدامات المحتملة وبين تكلفة المصادر البديلة المحتملة ، بحيث يمكن تحقيق الأهداف المالية الشاملة للمشروع . ويفترض هذا المدخل أن الإقتراحات المتعلقة باستخدام الأموال تعتبر من المعطيات ، وكذلك الظروف الحاضرة والمتوخدة الخاصة بالتقنيولوجيا وأسواق كل من السلع والخدمات ورأس المال . وعلى ضوء هذه المعطيات فإن وظيفة الإدارة المالية هي مراجعة ورقابة القرارات الخاصة بتوجيه أو إعادة توجيه الأموال إلى الاستخدامات الجديدة أو القائمة بالفعل . وبالتالي فإن الإدارة المالية - بالإضافة إلى الحصول على الأموال - تهتم مباشرة بالإنتاج والتسويق وغيرهما من وظائف المشروع وذلك عند إتخاذ القرارات الخاصة بالحصول على الأصول أو التخلص منها .

## **المدخل التقليدي :**

من إستعراضنا السابق للمدخل البديلة الثلاثة للإدارة المالية وجدنا أن المدخل الثاني - رغم أنه محدود نسبياً - هو المدخل التقليدي الذي ساد الدراسة العلمية للإدارة المالية لفترة طويلة ، وقد أطلق على البرامج الدراسية التي تعالج هذا الموضوع مسميات مختلفة منها التمويل التجاري ، أو تمويل المشروعات ، أو تمويل الشركات المساهمة . ولا يعني إنتشار هذا المدخل أنه لم يتعرض خلال هذه الفترة للنقد بل كان في الواقع معرضاً باستمرار لانتقادات شديدة تدور أساساً حول النقاط الأربع الآتية :

- ١ - يعالج المدخل التقليدي موضوع الوظيفة المالية كلها من وجهة نظر المستثمر الخارجي بدلاً من وجهة نظر متخذ القرارات المالية داخل المنشأة . وهذا النقد كان يصاحب بصفة عامة إقتراحات بأن جزءاً على الأقل من محتويات الموضوع يجب أن يأتي من وجهة نظر المسئول عن النشاط المالي داخل المشروع والذي ينظر دائماً إلى خارجه بدلاً من وجهة النظر الخارجية عن المشروع والتي تنظر إلى داخله . أو بعبارة أخرى أن المعالجة ينبغي أن تتناول وجهة نظر المدير المالي للمشروع بدلاً من وجهة نظر المستثمر الخارجي .
- ٢ - تعطي المعالجة التقليدية اهتماماً أكثر من اللازم لتمويل الشركات المساهمة مع إعطاء إهتمام قليل لمشاكل تمويل الأشكال الأخرى من المشروعات .
- ٣ - إن تتبع المعالجة التقليدية كان مبنياً بشكل وثيق حول الأوجه غير المتكررة أثناء دورة حياة مشروع ما والتي تسود خلالها العلاقات المالية الخارجية . ويتربّ على ذلك توجيه كل الإهتمام إلى أمور مثل الترويج والإنسجام والإندماج وإعادة الرسملة وإعادة التنظيم مما لا يترك مكاناً للإهتمام بمشاكل الشركة العادية والتي تنمو نمواً طبيعياً .

٤ - وأخيراً فان المدخل التقليدي يوجه جل إهتمامه إلى أدوات ومشاكل التمويل طويل الأجل وذلك على حساب مشاكل إدارة رأس المال العامل .

ولقد أدت الانتقادات السابقة مجتمعة - والإنتقاد الأخير بصفة خاصة - إلى إحداث تغيير مستمر في طرق المعالجة وتركيز الاهتمام . وعلى الرغم من هذا التغيير المستمر فان دراسة الإدارة المالية على أساس هذا المدخل التقليدي ما زالت معرضة للانتقادات بسبب ميلها نحو الاهتمام الأكثر من اللازم بالوصف التفصيلي مع ندرة المعالجة التحليلية .

### المدخل الجديد :

ان المشكلة الأساسية للادارة المالية كدراسة أكاديمية لا ترجع بكاملها إلى مسألة المعالجة أو تركيز الاهتمام . فجذور المشكلة ترجع إلى حقيقة أن الموضوع استمر قاصراً على المسائل المتعلقة بالحصول على الأموال . وطالما أن دراسة الادارة المالية تقتصر على عملية الحصول على الأموال الالزامية لتنفيذ قرارات الإنفاق التي اتخذت بالفعل في مكان آخر ، فان هذه الدراسة لا يمكنها أن تتناول بطريقة صريحة مسائل هامة يمكن صياغتها في شكل الأمثلة الآتية :

هل ينبغي على المنشأة أن توجه الأموال إلى أغراض معينة ؟

هل العوائد المتوقعة تقابل المعايير المالية للإداء ؟

كيف تتحدد هذه المعايير وما هي تكلفة الأموال للمنشأة ؟

كيف تتغير تكلفة الأموال باختلاف خليط التمويل المستخدم ؟

والمسائل الهامة التي تثيرها الأمثلة السابقة تدخل في صميم الإدارة المالية السليمة . يضاف إلى ذلك أن التحليل الصريح لهذه المسائل الأساسية هو أمر ضروري قبل الحصول على إجابة مقبولة يمكن الدفاع عنها حتى بالنسبة للسؤال التقليدي البسيط الخاص بكيفية الحصول على الأموال الالزامية . وما لم ينظر إلى المسألة كجزء من المشكلة المالية الشاملة الخاصة بتخصيص

رأس المال ، فان الإجابة على سؤال «كيف ينبغي على الشركة أن تحصل على أموالها؟» ستتحول إلى الوصف المعتمد للأساليب والأدوات والملاحظات والقواعد التمويلية ، ذلك الوصف التقليدي الذي لم يتغير كثيراً خلال الخمسين سنة الأخيرة .

وعلى الرغم من الاهتمام الكبير الذي وجه في السنوات الأخيرة للمسائل الهامة سابق الإشارة إليها ، فان هذه المشاكل ليست بالجديدة في حد ذاتها ، فقد كان على منشآت الأعمال دائماً أن تتخذ قرارات تتعلق بتخصيص رأس المال : ما مقدار رأس المال الذي ينبغي استثماره؟ ما هي الأصول اللازم الحصول عليها؟ ما هي مصادر التمويل الواجب استخدامها؟ وكان على إدارة المشروع أن تختار بطريق مباشر أو غير مباشر حجم وهيكل اصوله وخصوصه ومعدل التغير في هذه العناصر ، ولكن الجديد في الأمر هو الإهتمام الحديث لتنمية أساس منظم وصريح لإتخاذ مثل هذه القرارات .

ولاشك أن محاولة الوصول إلى معايير واضحة وصريحة للمساعدة على الإستخدام الحكيم للأموال ليست بالمسألة الهينة ، بل بالعكس تعتبر من المشاكل المعقّدة التي تحتاج إلى بذل الجهد الضخم للتغلب على ما يحيطها من صعوبات . ومن أمثلة ذلك : كيف ينبغي قياس تكلفة الأموال؟ كيف يمكن تقييم إقتراحات الإنفاق الرأسمالي؟ كيف تؤثر السياسة التمويلية على تكلفة الأموال؟ .

وينبغي علينا أن نلاحظ أن الاهتمام بهذه المسائل لا يقتصر على المشروعات الخاصة التي تعمل من أجل تحقيق الربح ، بل يمتد أيضاً إلى المشروعات العامة . فالكثير من القرارات الاستثمارية في القطاع العام تنطوي على مسائل مماثلة تتعلق بتخصيص رأس المال وتكلفته . وحتى بالنسبة لبعض المجتمعات الاشتراكية التي استبعدت منذ فترة فكرة الربحية والفائدة على أساس أنها من خصائص النظام الرأسمالي ، بدأت تعيد تقديم هذه

المفاهيم بطريقة أو أخرى كمؤشرات للاستخدام والتوزيع الأكثر كفاءة للأموال النادرة بين المنافذ المتنافسة . ويعملها هذا بذات هذه المجتمعات تواجه نفس المشاكل السابق ذكرها والتي تسود في المجتمعات الرأسمالية .

## محتوى المدخل الجديد

إذا أعيد تعريف نطاق الإدارة المالية لكي يغطي القرارات الخاصة بكل من الحصول على الأموال وإستخدامها فمن الواضح أن المضمون الرئيسي للموضوع ينبغي أن يهتم بكيفية قيام الإدارة المالية بوضع أحکامها المتعلقة بما إذا كانت المنشأة ينبغي أن تحافظ على ، أو تخفض ، أو تزيد من إستثماراتها في كل أنواع الأصول التي تتطلب أموال المنشأة . وهذا بدوره يستلزم أساساً مقبولاً للإجابة على الأسئلة الثلاث الآتية :

- ١ - ما هي الأصول المحددة التي ينبغي على المنشأة الحصول عليها ؟
- ٢ - ما هو الحجم الكلي للأموال التي يحتاجها المشروع ؟
- ٣ - ما هي مصادر تمويل هذه الإحتياجات ؟

وترتبط هذه الأسئلة الثلاث بعضها ارتباطاً وثيقاً ، فالحجم الكلي للتمويل يتاثر بأنواع الفرص الإستثمارية المتاحة وأيضاً بالظروف المؤثرة على مصادر التمويل ، كما أن تكلفة الأموال ومدى توافرها تتوقف إلى حد ما على كمية ونوع الأغراض الإستثمارية التي ستستخدم هذه الأموال . وبعبارة أخرى ، فإن الأسئلة الثلاث السابقة ما هي في الحقيقة إلا ثلاثة أوجه لسؤال واحد أساسي ، وعملياً ينبغي الإجابة عليها جميعاً في وقت واحد .

ويمكن ذكر مضمون هذه الأسئلة الثلاث المرتبطة بطريقة بديلة كالتالي :

- ١ - ما هو الحجم الذي ينبغي أن تكون عليه المنشأة ، وما هي السرعة التي ينبغي أن تنمو بها ؟

٢ - في أي شكل يجب عليها أن تحفظ بأصولها ؟

٣ - كيف ينبغي أن يكون هيكل خصومها ؟

وهناك ثلاثة مستلزمات مسبقة ينبغي توافرها للحصول على أساس رشيد للإجابة على هذه الأسئلة ، وهذه المستلزمات هي :

أولاً : تحديد هدف صريح يجب أن تتجه إليه الإدارة المالية . والهدف المناسب لكل من شركات القطاع العام وشركات منشآت القطاع الخاص هو العمل على زيادة قيمة المنشأة ، فهذا الهدف يعتبر من أفضل الوسائل للتعبير عن الكفاءة عند استخدام الموارد المتاحة .

ثانياً : وضع أساس نظامي وصحيح لتوجيه الأموال إلى المنشأة وخلالها بحيث يمكن تحقيق الأهداف المالية طويلة الأجل ويكون هذا الأساس من عنصرين هما :

(أ) إقامة هيكل تنظيمي يمكن أن تنساب فيه المعلومات المتعلقة بكل أساليب الإستثمار والتمويل المتاحة .

(ب) القيام بمجموعة من التحاليل الالزمة لوضع المعايير والأهداف التشغيلية التي تحقق - أفضل من غيرها - الهدف الشامل أو الأهداف السابق تحديدها .

ثالثاً : وضع مدخل مقبول لمشكلة اختيار المزيج المثالي للتمويل (تشكيل الهيكل المالي) وذلك من بين مصادر التمويل العديدة والممتدة للمنشأة .

من استعراض الجوانب السابقة يتضح أن أبعاد الإدارة المالية السليمة تنطوي على مضمونين يجعلها أكثر شمولًا من المضمونين التي تتناولها المعالجة التقليدية للموضوع .

ولكن هذا الشمول لا يعني أن الوظيفة المالية تختص بكل ناحية من

نواحي نشاط المنشأة و بكل عملية من عملياتها ، فهناك مجموعة لا يستهان بها من القرارات التي تتخذ في المنشأة ولكنها لا تتطوّر على تغييرات في استخدام الأموال ، ومن ثم فهي تقع خارج نطاق الإدارة المالية بالرغم من أنها قد تكون ذات تأثير هام على ربحية المنشأة . ومن المفید في هذه الحالة النظر إلى تلك القرارات على أنها قرارات « فنية » أو غير مالية . ومن أمثلة هذه القرارات الفنية الآتى : قرارات التسعير ، التغيرات في أساليب التسويق والإعلان والتي لا تتطوّر على تغيير في الميزانية التقديرية السنوية للإعلان ، القرارات الخاصة بالعمليات الإنتاجية والتي لا تصاحبها زيادة في المخزون الكلى أو المعدات والتجهيزات ، والقرارات المتعلقة بالعلاقات التنظيمية والإدارية . حقاً ان الكثير من هذه القرارات قد يؤثر على حجم وتقویت التدفقات المستقبلة للأموال ، ولكنه لا ينطوي على تغييرات حالية في حجم الأموال المستمرة .

نخلص من مناقشتنا السابقة لمجال الإدارة المالية إلى أن المحتوى الأكاديمي للموضوع قد تطور بسرعة خلال السنوات الأخيرة . فقد كان الاهتمام في الماضي منصبًا على عملية الحصول على الأموال ، ولهذا كانت المعالجة تهتم بالوسائل والمنشآت التي يمكن عن طريقها الحصول على الأموال وخاصة طويلة الأجل . أما الآن فإن المدخل الحديث للإدارة المالية لا يقتصر على عملية الحصول على الأموال بل أتسع لكي يتناول أيضاً الإستخدام الأمثل لهذه الأموال . وبالإضافة إلى ذلك فقد حدث تحول آخر انتقل بدراسة الإدارة المالية من الأسلوب الوصفي إلى الأسلوب التحليلي ذلك الأسلوب الذي يتلائم مع المضمون الجديد لها . وبالتالي فإن الإدارة المالية لم يعد ينظر إليها كشخص منفرد بل كجزء متكملاً من الإدارة العليا . كما أن هدف الوظيفة المالية - طبقاً لهذا المدخل - ليس مجرد الحصول على الأموال اللازمة للإدارة التشغيلية ، ولكن أن تقرر - مع هذه الإدارات - حجم الأموال التي ستستخدم ، والأغراض التي ستوجه إليها وذلك على ضوء تكلفة ومدى توافر المصادر البديلة للأموال .

ويمكن النظر إلى التحول الذي حدث في ميدان الادارة المالية بطريقة أخرى أكثر وضوحاً ، فقد كان الاهتمام في الماضي قاصراً على جانب الخصوم من الميزانية العمومية ، أما الآن فقد إمتد الاهتمام لكي يشمل الموازنة بين حجم ومكونات ونمو كل من جانبي الأصول والخصوم .

## هدف الإدارة المالية

لكي يستطيع متخد القرارات أن يعمل بكفاءة داخل المشروع فلا بد أن يكون له هدف محدد يحكم الانشطة التي يتولاها . وفي هذا الكتاب سيكون تعاملنا مع « منظمات الأعمال » فقط ، كما سيكون إفتراضنا الأساسي أن ملاك المشروع يهدفون إلى تحقيق الربح وذلك بصرف النظر عن الشكل القانوني الذي يتخذه المشروع . وعلى هذا الاساس ، فلن نتناول الجوانب المالية للقرارات التي تتخذ بواسطة المستهلكين ، او الاجهزه الحكومية ، او المنشآت التي لا تهدف للربح ، وإن كنا سنذكر بين حين وأخر ان بعض المبادئ المالية التي تنطبق على منظمات الأعمال يمكن أن تكون مرشدأ لقرارات هذه المجموعات الأخيرة . والواقع أن إختلاف أهداف منظمات الأعمال عن أهداف هذه المجموعات يجعل التوصل إلى مجموعة من المبادئ أو النظريات التي تنطبق على الجميع أمر مستحيلا ففي حالة منشآت الأعمال يكون التساؤل دائمأ عن السرعة التي يتم بها تغطية تكلفة الاستثمار المبدئي ، أو عن الأرباح التي يتحققها إفتتاح فرع جديد للمنشأة . ولا يمكننا طرح نفس التساؤل في حالة مستشفى أو مدرسة مثلاً .

ولنقم بفحص هدف الربح بصورة أكثر عمقاً . في الواقع إننا نبحث عن معيار يمكن إستخدامه في الحكم على القرارات المالية : هل القرار جيد أم رديء؟ هل من الأفضل إستثمار ١٠٠٠٠ جنيهًا في هذه الآلة أم تلك؟ والإجابة السريعة عن هذه التساؤلات هي القول بأننا يجب أن نختار ذلك التصرف الذي يترتب عليه «أقصى ربح ممكن» . ولكن هذا المفهوم غامض

إلى حد كبير حيث إنه لا يعطينا إجابات شافية عن أمور هامة ؛ فمثلاً : هل نعني الأرباح قصيرة الأجل أم طويلة الأجل ؟ وهل نقصد معدل الربح (نسبة مئوية) أم القيمة بالجنيهات ؟ وهل المقصود هي الأرباح لاجمالية أم أرباح أصحاب المشروع ؟

ولتقييم القرارات المالية ، فلا بد أن ندرك أن إهتمام المالك لا يوجه فقط إلى الأرباح في حد ذاتها بل يوجه أيضاً ناحية « توقيت » هذه الأرباح . فهم بلا شك يفضلون الحصول على ٥٠٠٠ جنيه هذا العام و ٢٠٠٠ جنيه في العام القادم عن الحصول على ٢٠٠٠ جنيه هذا العام و ٥٠٠٠ جنيه في العام القادم . وكما سنذكر فيما بعد فإن « القيمة الحالية »<sup>(١)</sup> لتدفق نقدي ٥٠٠٠ ، ٢٠٠٠ جنيهًا تزيد عنها تدفق نقدي ٢٠٠٠ ، ٥٠٠٠ جنيهًا في ظل نفس مستوى الخطير . وبالاضافة إلى ذلك ، فإن إهتمام المالك يمتد إلى الأخطر التي يمكن أن يتعرضوا لها ، فهم يفضلون الوضع الذي تكون فيه فرصة تحقيقهم لمبلغ ٥٠٠٠ جنيهًا سنويًا إلى ٥ عن الوضع الذي تكون فيه هذه الفرصة هي ٢ إلى ٥ . ولا شك أن « القيمة الحالية » للتدايق الأول تزيد على القيمة الحالية للتدايق الثاني .

ومن هذا يتضح أن هدف « تعظيم الربح » هو هدف غامض إلى حد كبير ولا يأخذ في الاعتبار عنصر التوقيت أو عنصر الخطير ، وبالتالي فيجب علينا أن نبحث عن هدف آخر للقرارات المالية .

ويوسعنا التعامل مع كل من التوقيت والخطير بتحديد هدفنا ليتخذ الصورة التالية : تعظيم القيمة الحالية للأستثمار أو لتصرف معين . ويعنى آخر ، يمكننا القول بأن الهدف هو تعظيم الثروة (Maximization of wealth) ، ومع

---

(١) سيتم مناقشة موضوع « القيمة الحالية » بالتفصيل في فصل فحوص قاعدة .

بقاء الأشياء الأخرى على حالها ، فإننا سنقوم بإختيار تلك التصرفات التي سيتم الحصول على عوائدها بعد فترة زمنية قصيرة ، وتميز بإن درجة خطورتها النسبية محدودة للغاية ، وتغليها على التصرفات التي يتم الحصول على عوائدها بعد فترة زمنية طويلة ، كما أن درجة خطورتها مرتفعة . ولا بد أن تزيد القيمة الحالية لهذه العوائد المستقبلة عن التكلفة الناجمة عن القيام بتصرف معين . وعلى هذا الأساس فإن نقاشنا ينصب على صافي القيمة الحالية .

ولا شك أن التزام رجال الإدارة المالية بهذا الهدف ( تعظيم صافي القيمة الحالية ) حين إتخاذهم للقرارات المالية سيترتب عليه في النهاية زيادة قيمة المنشأة والتي ستتعكس في زيادة السعر السوفي للسهم ( في حالة تداول أسهم المنشأة في سوق الأوراق المالية ) . ومن المعروف أن إجمالي القيمة السوقية لأسهم المنشأة يمثل القيمة التي يعطيها جميع المشتركين في سوق الأوراق المالية لهذه المنشأة ( فهي قيمة المنشأة كما « تدرك » بواسطة جميع الأطراف المعنية بها ) ويتحدد سعر السهم السوفي بإعتبارات عديدة ، منها : إيراد السهم الحالي والمستقبل ، توقيت هذا الإيراد ومدى الخطورة المرتبطة به ، وسياسات توزيع الأرباح التي تتبعها المنشأة . وفي النهاية يمكن القول بأن سعر السهم السوفي هو مؤشر على مدى كفاءة الإدارة في أداء أعمالها نيابة عن المساهمين .

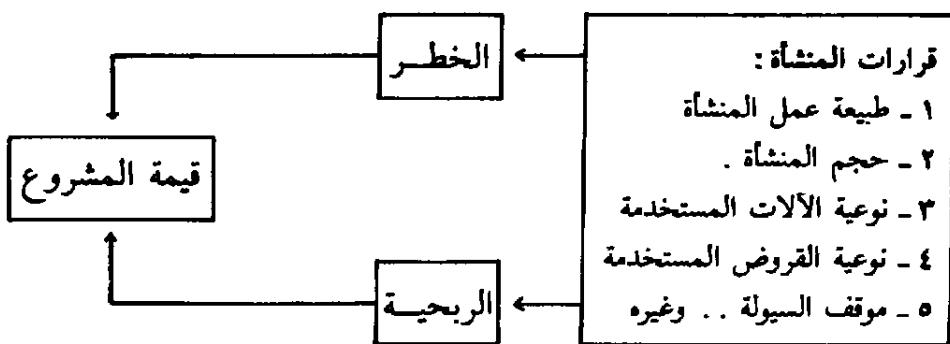
وغالباً ما يقوم ملاك المشروع بتفويض السلطة إلى طبقة المديرين المحترفين . وفي السنوات الأخيرة ظهر اتجاه ينادي بأن هؤلاء المديرين في إدارتهم لمنظمات الأعمال لا يهدفون إلى تعظيم ثروة المالك ، بل انهم يهدفون إلى تحقيق ربح « عادل » وحصة « مناسبة » من السوق . وبالإضافة إلى ذلك فلا يقتصر اهتمام المديرين على المالك فقط ، بل يتعداهم إلى العاملين بالمنظمة والمستهلكين والموارد والمجتمع . وأخيراً ، فإن المديرين قد يقومون بتعظيم « مفعتهم » على حساب ثروة المالك . فالمرتبات

العالية للمديرين ومشاركتهم في الأرباح وحقهم في شراء أسهم المنظمة بأسعار منخفضة ، كلها اعتبارات تؤدي إلى انفاص ثروة الملاك .

ونحن لا ننكر أن جميع هذه الأمور هي أمور لها أهميتها الكبرى . ولكن لحسن الحظ ، يجب علينا - كرجال إدارة مالية - ألا نشغل أنفسنا بها أكثر من اللازم . فإذا قمنا بإتخاذ القرارات التي تؤدي إلى تعظيم صافي القيمة الحالية لملك المشروع ، فإن ذلك يترب عليه - بدون شك - تعظيم القيمة الإجمالية للثروة والتي يمكن للمديرين أن يقوموا بتوزيعها على المالك والعاملين والمساهمين وكذلك على أنفسهم . وبناء على ذلك ، فليس هناك تعارض بين أهداف ملوك المشروع من ناحية وأهداف المديرين المحترفين من ناحية أخرى . فإتخاذ القرارات التي تحقق أهداف المجموعة الأولى ستؤدي بالضرورة إلى تحقيق أهداف المجموعة الثانية .

يتضح مما سبق ، أن إهتمام الإدارة المالية الأساسي منصب على تلك القرارات والتصيرات التي لها تأثير على قيمة المنشآة ، وعلى كيفية تعظيم هذه القيمة . وقد رأينا أن قيمة المنشآة تتوقف على تدفقات الإيرادات المتوقع تحقيقها في المستقبل وهي ما يطلق عليها « الربحية » ، وكذلك على درجة المخاطرة التي تصاحب هذه التدفقات . فمثلاً إذا كان الإيراد المتوقع لمشروعين أ ، ب هو ١٠٠٠٠ جنيه سنوياً لكل منهما ولفتره زمنية غير محدودة ، وكان نشاط المشروع « أ » هو القيام بشراء سندات حكومية وأرباحها تتكون من الفائدة السنوية المدفوعة ، وكان نشاط المشروع ب هو التغيب عن البترول في البحار والمحيطات ، فلا شك أن « القيمة السوقية » للمشروع أ - بسبب إنخفاض درجة المخاطرة - تكون أكبر كثيراً من قيمة المشروع ب ، وهذا يعني أن الثمن الذي قد يكون السوق مستعداً لدفعه لشراء المشروع أ هو ١٥٠ ٠٠٠ جنيه ، في حين أنه لا يكون مستعداً أن يدفع أكثر من ١٠٠ ٠٠٠ جنيه في المشروع ب بسبب ارتفاع درجة المخاطرة فيه .

ويمكن إظهار هذه العلاقة بالصورة التالية :



ويعتبر قرار اختيار الصناعة التي يعمل بها المشروع - أو مزيج السلعة / السوق - أهم القرارات التي يتخذها المشروع . ويعجرد إتخاذ هذا القرار فإن قيمة كل من الربحية والخطر تكون قد تحددت وذلك في ضوء القرارات التي تتخذ بشأن حجم المشروع ، ونوعية الآلات ومدى استخدام القروض ، وموقف السيولة بالمشروع وغير ذلك من الأمور . فهذه القرارات تؤثر بلا شك على كل من الربحية والخطر . فمثلاً زيادة سيولة المشروع تؤدي إلى تخفيض درجة المخاطرة . ولكن حيث أن النقدية - كأصول من أصول المشروع - لا تتحقق في حد ذاتها عائداً ، فإن ذلك معناه إنخفاض في ربحية المشروع . وإنفس المنطق ، فإن استخدام قروض إضافية سيؤدي إلى زيادة معدل العائد - أو الربحية - لحملة الأسهم ، وفي نفس الوقت فإن زيادة الإقراض معناها زيادة درجة المخاطرة . وتهدف الإدارة المالية إلى تحقيق التوازن بين الخطر والربحية بصورة تؤدي إلى تعظيم ثروة ملاك المشروع ( بصرف النظر عن طبيعة ملكية المشروع : خاصة أو عامة ) .

وقد تم تصميم كثير من نماذج اتخاذ القرارات لتساهم في حل العديد من المشاكل ، ومن ضمن هذه المشاكل - بطبيعة الحال - مشكلة تعظيم الثروة . وتعرف النماذج بأنها تمثل رمزي للعالم الواقعي . وتكون من مجموعة من المتغيرات وال العلاقات التي تربط بينها . وبصورة عامة ، فإن

النموذج يقوم بربط المتغيرات المتحكم فيها وكذلك المتغيرات غير المتحكم فيها بالخرجات والأداء . ويكون حل النموذج من تحديد قيم المتغيرات المتحكم فيها التي تؤدي إلى تعظيم الأداء ( متضمنا تخفيض التكلفة إلى أدنى حد ممكن ) .

## مكان الوظيفة المالية في الهيكل التنظيمي

لو نظرنا إلى الوظيفة المالية نظرة عامة وشاملة لوجدنا أنها في حقيقة الأمر وسيلة في جميع المنشآت وذلك من ناحية مظاهرها الرئيسية . ومعنى هذا أن الاعتبارات المالية توجد في جميع المشروعات بغض النظر عن حجمها أو طبيعتها . حقاً إن تفاصيل الوظيفة قد تتفاوت تفاوتاً بيناً ، ولكن المبادئ والأسس الهامة لهذا العمل واحدة لا اختلاف فيها .

والطرق التي تتبعها المنشآت المختلفة في تنظيم الوظيفة المالية تختلف اختلافاً ملحوظاً . ففي المشروعات الصغيرة نجد أن صاحب المشروع أو مديره ( عادة يجمع بين الصفتين ) هو المسئول الوحيد عن الإنتاج والتسويق والتمويل وأحياناً عن المزيد من الوظائف الأخرى ، أما في المنشآت المتوسطة والكبيرة فعادة ما توجد إدارة مستقلة تتولى الشئون المالية . ويطلق على هذه الإدارة إسم الإدارة المالية . كما يطلق على رئيسها عادة إسم المدير المالي . ولكن يلاحظ أن بعض المنشآت الكبرى وخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية قد تقوم بتقسيم مسئوليات النشاط المالي بين المدير المالي وبين المراقب المالي . فتسند إلى المراقب المالي بالإضافة إلى عمله الأصلي وهو الإشراف على الحسابات ، مسئولية إعداد التنبؤات المالية والموازنات التخطيطية وتقديم فاعلية استخدام الأموال في النواحي المختلفة للمشروع . وفي هذه الحالات غالباً ما يكون المراقب المالي مسؤولاً أمام المدير المالي . ولكن في بعض الأحيان قد نجد أن كلاهما يكون مسؤولاً أمام رئيس مجلس الإدارة والعضو المنتدب .

وينبغي على المدير المالي أن يكون قريباً 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 مسؤولاً 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 الإدراة ، رئيس مجلس الإدراة ، العضو المنتدب ولجان مجلس الإدراة . فقد يقوم مجلس الإدراة بناء على نصيحة رئيسه باتخاذ القرارات النهائية في أمور معينة مثل بناء مصنع جديد أو الحصول على قرض طويل الأجل . وبالتالي ، بالرغم من أن هذه القرارات النهائية في الميدان المالي قد يتخذها مجلس الإدراة ، إلا أن المدير المالي ما زال مسؤولاً مسئولة هامة بمساهمته الفعالة في عملية الوصول إلى قرارات سلية في الكثير من الأمور التي تتعلق بالوظائف الأخرى للمشروع . وتقع على المدير المالي مسئولية التأكد من أن النواحي المالية المتعلقة بهذه القرارات قد عرضت عرضاً سليماً أمام هؤلاء المسؤولين عن اتخاذ القرارات النهائية ، كما أن عليه أن يتتأكد من فهمهم لهذه النواحي فيما كاملاً .

ويؤكد الكلام السابق والمتعلق بأهمية الدور الذي تلعبه الإدارة المالية والمدير المالي النتائج التي وصلت إليها الدراسات القليلة التي تمت في هذا المجال . فيتضح من واقع هذه الدراسات أن المدير المالي وهو المشرف على الشؤون المالية بالمنشأة يتصل مباشرة برئيس مجلس الإدراة . بل أننا نلاحظ أنه في أغلب شركات القطاع العام يكون المدير المالي عضواً في مجلس الإدراة ، أي عضواً عاملاً في الإدارة العليا للمشروع . ونظراً لأهمية التخطيط والرقابة في القطاع العام ، فلقد ازدادت أهمية الدور الذي يلعبه المدير المالي ، وأصبح بحق اليد اليمنى لرئيس مجلس الإدراة .

وفي الشركات الكبيرة تعتبر وظيفة التخطيط المالي أهم الوظائف التي يقوم بها المدير المالي ، ويلبي هذه الوظيفة في الأهمية الإشراف على العمليات المحاسبية ، وهذا العمل الأخير وإن كان يعني وجوب إلمام المدير المالي بنظرية المحاسبة ومبادئها إلماماً تماماً ، فإنه يعني أيضاً ضرورة تعرف وإلمام المحاسين بالإدارة المالية وخاصة لو رغبوا في الصعود في السلم الاداري والوصول إلى مراكز أعلى .

## الإدارة المالية كوظيفة وكوحدة إدارية

يلاحظ من المناقشة السابقة أن اصطلاح «الإدارة المالية» له معنيان ، فأولاً كنا نستخدم اصطلاح «الإدارة المالية Financial Management» بمعنى الوظيفة المالية أو النشاط المالي . وعندما انتقلنا إلى الكلام عن تنظيم الوظيفة المالية ذكرنا أنه عادة ما توجد إدارة مستقلة بالمنشأة تتولى هذا النشاط المالي ويطلق عليها إسم «الإدارة المالية Financial Department» وعلى هذا الأساس فإن اصطلاح الإدارة المالية قد يعني الوظيفة المالية وقد يعني أيضاً الوحدة الإدارية التي تتولى هذا النشاط . ولا شك أن هناك فرقاً كبيراً بين المعنين ، فالمعنى الأول أكثر شمولاً من المعنى الثاني نظراً لما سبق ذكره من أن الكثير من الأنشطة المالية الرئيسية قد تتم خارج الوحدة الإدارية المالية .

ويؤدي هذا الازدواج في المعنى - وهو غير موجود في اللغة الإنجليزية - إلى حيرة لدى بعض القراء عند تحديد المقصود من الاصطلاح . ومنعاً لمثل هذه الحيرة أو الخلط بين المعنين فإن اصطلاح الإدارة المالية سيستخدم في هذا الكتاب لكي يعني الوظيفة المالية أو النشاط المالي ، أما عند الإشارة إلى الوحدة الإدارية فستحاول أن تستخدم كلمة المدير المالي بدلاً من الإدارة المالية .

## **علاقة الإدارة المالية بمتادين معرفة أخرى**

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

**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 فرقاً بينهما . ولكن الصحيح هو أن المحاسبة تهتم أساساً بعملية جمع البيانات ، في حين تهتم الإدارة المالية بتحليل هذه البيانات بغرض إتخاذ القرارات . وعلى الرغم من إزدياد أهمية المحاسبة في الآونة الأخيرة كوسيلة لتزويد المعلومات الضرورية لإتخاذ القرارات الرشيدة ، فإن رجال الإدارة المالية تقع عليهم المسئولية الكاملة للتحليل والتخطيط والرقابة .

**الإقتصاد والإدارة المالية :** إن الإمام بجوانب المعرفة المذكورة عالية مطلوب لإتخاذ القرارات المالية الرشيدة ، ولكننا نستطيع القول بأن أكثر الجوانب ضرورة وأهمية من وجهة نظر رجال الإدارة المالية هي «المناخ الاقتصادي» ، ويعرف الإقتصاد عادة أنه دراسة استخدام الموارد المحدودة لمقابلة 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 الاساس فإنه يمكن اعتبار الإدارة المالية جانباً من جوانب النظرية الاقتصادية للمشروع .

**الاساليب الكمية والعلوم السلوكية والإجتماعية :** تتعامل الإدارة المالية مع البيانات والأفراد . وتتوفر عملية تحليل البيانات للمدير المالي فرصة استخدام الأساليب الكمية الحديثة مثل البرمجة الخطية والعددية والдинاميكية 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 تتضمنه العلوم السياسية ، وكذلك يلعب علم الاجتماع دوراً أساسياً في تفهم سلوك الأفراد داخل الجماعات . وأخيراً علم النفس ضروري في التعامل مع الشخصية والمكونات العاطفية للمديرين والمرؤوسين .

## **وظائف الإدارة المالية**

في ضوء المضمون الحديث للإدارة المالية - والذي سبق لنا مناقشته بشيء من التفصيل - ينبغي القيام بعدد من الوظائف الرئيسية حتى يمكن تحقيق الأهداف المالية .

وهذه الوظائف هي :

- ١ - التخطيط المالي وائزقة .
- ٢ - الحصول على الأموال .
- ٣ - استثمار الأموال .

وأحياناً قد تواجه المنشأة بعض المشاكل المالية الخاصة غير المتكررة مثل الانضمام أو الاندماج في منشأة أخرى . وفي مثل هذه الحالات تكون هذه المشاكل الوظيفة الرئيسية الرابعة للإدارة المالية .

ومن النادر أن تكون هذه الوظائف السابقة من مسئولية المدير المالي وحده . فالسياسات المالية عادة ما تؤثر على الانتاج ، وعلى التسويق ، أو على غيرهما من الوظائف الأخرى للمشروع . كما أن هذه السياسات غالباً ما تكون من الأهمية بمكان مما يؤثر على عمليات المنشأة كلها . ولهذه الأسباب السابقة فإن المدير المالي قد يقتصر على مجرد تقديم النصائح إلى رئيس مجلس الإدارة أو إلى أعضاء المجلس بخصوص بعض السياسات . بينما في الأمور الأخرى قد يتم البت فيها بواسطة لجان معينة ، أو ترك كلية للمدير المالي . ومن ثم فليس هناك نموذج معين متفق عليه للدور الذي يلعبه المدير المالي . فهذا الدور يتفاوت من منشأة لأخرى ومن حالة لأخرى طبقاً لعوامل متعددة أهمها الآتي :

- ١ - نوع الصناعة التي تتسمى إليها المنشأة .
- ٢ - حجم المنشأة وشكلها القانوني .
- ٣ - طبيعة السياسات موضوع الدراسة .
- ٤ - كفاءة ومقدرة المدير المالي وأيضاً مقدرة رئيس مجلس الإدارة وأعضاء المجلس .

وبالرغم من عدم وجود نموذج واحد للدور الذي يقوم به المدير المالي إلا أن وظائفه الرئيسية هي تلك الوظائف الأربع السابقة ذكرها والتي سنقوم الآن باستعراضها بكل اختصار .

### **أولاً : التخطيط المالي والرقابة**

سبق أن ذكرنا أن التخطيط يعتبر حالياً من أهم وظائف المدير المالي . ونظراً لأنه كثيراً ما يشترك في رسم السياسات طويلة الأجل الخاصة بالمنشأة كلها ، فينبغي على المدير المالي أن يبدأ بالحصول على صورة شاملة لعمليات ونشاطات المنشأة التي يعمل بها . فهو يهتم أولاً بالخطط طويلة

الأجل الخاصة بالتوسيع في الأصول الرأسمالية من مبانٍ وعددٍ وماكينات . . .  
الخ ، وهي التي تستلزم بطبيعتها استثمار مبالغٍ ضخمة فيها . وعلى أساس  
معرفته لهذه الخطط طويلة الأجل وأيضاً لتقديرات المبيعات في المستقبل  
القريب ينبغي على المدير المالي أن يقوم بعمل التقديرات المتعلقة بالتدفق  
النقدى ( التدفق الداخل والتدفق الخارج ) خلال الفترة الزمنية المقبلة . أي  
بعارة أخرى يقوم المدير المالي بتخطيط الاحتياجات المالية للمنشأة سواء  
الاحتياجات قصيرة الأمد أو الاحتياجات طويلة الأجل .

وعند تصميم هذه التقديرات التي يطلق عليها إسم الميزانيات  
التقديرية ، يجب على المدير المالي أن يأخذ في الحسبان صعوبة التنبؤ  
بالمستقبل ، وعليه أن يعترف باحتمال إنقلاب خططه رأساً على عقب نتيجة  
لعوامل وقوى خارجية لا سلطان له عليها . فمثلاً قد يحدث تطور شامل في  
المعدات والماكينات مما يجرِّب المنشأة على استثمار أموالٍ ضخمة لشراء  
معدات وماكينات جديدة لكي تحفظ بمركزها في الصناعة . ولا يعني  
الاعتراف بوجود مثل هذه الاحتمالات التي لا يمكن التنبؤ بها بدقة أن يغض  
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 .

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

## ثانياً : الحصول على الأموال ( التمويل )

إذا تبين من التقديرات الموضوعة أن التدفق الخارج للنقدية يفوق التدفق الداخلي ، وأن الرصيد النقدي لا يكفي لغطية العجز ، فإن المدير المالي يجد من الضروري الإلتجاء إلى مصادر خارج شركته للحصول على هذه الأموال الازمة . وتأتي هذه الأموال من مصادر مختلفة ، كما أنها تعرض تحت أنواع متنوعة من الاتفاques والشروط ولفترات زمنية متفاوتة . والمشكلة الرئيسية التي يواجهها المدير المالي في هذا المجال هي الحصول على « خليط أو مزيج » من هذه الأنواع يتاسب أكثر من غيره مع الاحتياجات المتوقعة لمنشأته . فأنواع التمويل التي تلقى قبولاً أكثر من غيرها نظراً لأنخفاض 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 مقاييساً سليماً للحكم على مقدرة المنشأة في الوفاء بالتزاماتها عندما يحين أجلها مستقبلاً . 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 يلزمها من الأموال .

## ثالثاً : استثمار الأموال ( ادارة الأصول )

بعد أن يقوم المدير المالي بتخطيط التدفقات النقدية المتوقعة ( الوظيفة الأولى ) ، ثم حصوله على آية أموال تظهر الحاجة إليها ( الوظيفة الثانية ) ، ينبغي عليه أن يتتأكد من أن هذه الأموال تستثمر بحكمة أو تستخدم إستخداماً إقتصادياً داخل المنشأة . ويمكننا الإشارة إلى هذه الوظيفة الثالثة بأنها وظيفة « إدارة الأصول Asset Management ». ونحن في الحقيقة نعني هنا أن

المدير المالي يجب أن يحاول الحصول على أكبر الفوائد والمنافع الممكنة من هذه الأموال التي تستمر في الأصول المختلفة للمنشأة . فمثلاً إذا كانت الحسابات المدينة (الذمم) بطيئة التحصيل ، فلن تتمكن المنشأة من تحقيق أحسن الاستخدامات لهذه الأموال . فكل أصل من الأصول المتداولة أو الثابتة يمثل استثماراً للأموال التي حصلت عليها المنشأة إما من الدائنين أو من ملاك المشروع . ومن المهم جداً أن تتمكن المنشأة بمرور الوقت من الحصول على أموالها المستثمرة 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 إطلاقاً لأنها تمثل إستخداماً غير إقتصادي للموارد المالية المتاحة للمنشأة .

#### رابعاً : مقابلة مشاكل خاصة

والوظيفة الأخيرة للمدير المالي هي ما يقوم به من أعمال عند مواجهته بعض المشاكل المالية الهامة ذات الطبيعة الخاصة ، أي التي لا يتكرر حدوثها خلال فترة حياة المشروع . ورغم أن هذه المشاكل الخاصة تتفاوت وتختلف إلا أنها عادة ما تشارك جميعها في مسألة واحدة وهي التقويم - تقويم المنشأة كلها ، أو تقويم جزء من أصولها . فمثلاً في حالة الإندماج أو الانضمام تواجهنا مشاكل قانونية وأخرى إقتصادية . ولكن أهم من ذلك مشكلة التقويم التي على أساسها ستم عملية التجمع هذا في حالة توسيع المنشأة ونجاحها ، أما إذا ساءت حالتها وأخذت تواجه الأنواع المختلفة من المشاكل والصعوبات فعلى المدير المالي تقع مسؤولية القيام بإجراء التعديلات المالية الالزمة لتصحيح الأوضاع وتجنب فشل المنشأة . أما إذا استحصل الأمر وثبت عدم كفاية وجدوى التعديلات التي تمت وأصبح الفشل مؤكداً ، فإن دور المدير المالي لا ينتهي بل يبقى قائماً لكي يشرف على النواحي المالية لعملية

التصفيه النهائية للمشروع وتوزيع ما يتحقق من التصفيه على الدائنين والملاك .

## منهج الدراسة

يهتم هذا الكتاب أساساً بالقرارات التي تتخذ في مجال الإدارة المالية تلك الوظيفة التي تعتبر من أهم وظائف المشروع . ولهذا السبب سناحول في دراستنا بقدر الإمكان أن ننظر إلى الأمور من وجهة نظر المدير المالي المسئول عن النشاط المالي في منشأته . ولقد إنتهينا توا من الاستعراض السريع لوظائفه الرئيسية ، وتكون هذه الوظائف الأربع في مجموعها الإطار العام لهذا الكتاب .

فبعد الباب الأول وهو مقدمة سنبدأ بدراسة الوظيفة الأولى للمدير المالي وهي التخطيط المالي والرقابة المالية ، ونظراً لأهمية هذه الوظيفة فإن مناقشتها ستستغرق ثلاثة أبواب . فيتناول الباب الثاني موضوع التحليل المالي بصفته الخطوة الأساسية التي ينبغي القيام بها قبل عملية التخطيط المالي . أما الباب الثالث فسيتعرض لموضوع التخطيط المالي . ولما كان موضوع تخطيط الاستثمارات الرأسمالية طويلة الأجل يحتاج إلى معايير ذات طبيعة خاصة فلقد خصصنا له باباً مستقلاً هو الباب الرابع .

وفي الباب الخامس ستتناول دراسة موضوع التمويل ، أي الوظيفة الثانية للمدير المالي وهي الحصول على الأموال . ويأتي بعده الباب السادس الذي سيناقش الوظيفة الرئيسية الثالثة ، وهي وظيفة إدارة الأصول ( إستثمار الأموال ) . أما الباب السابع وهو الأخير فسيخصص لدراسة مشكلة التقويم وخاصة في حالات الانضمام والاندماج ، وهي أهم مشكلة يقابلها المدير المالي عند قيامه بوظيفته الرابعة .

وأخيراً ، فإن الغرض الأساسي من هذا الكتاب هو تنمية مهارة المدير المالي حتى يمكنه القيام بعمله بكفاءة أكبر . وارتفاع كفاءته سينعكس بدون شك على استخدام الموارد المالية مما يعود بالفائدة على المجتمع كله . ومن ثم فإن النجاح في هذا المجال يعتبر عملاً له أهميته وخاصة ونحن في مرحلة تنمية إقتصادية واسعة النطاق تستلزم الاستخدام الاقتصادي الرشيد لكل الموارد الانتاجية المتاحة .

# المصلحة والربحية

يواجه المدير المالي مسؤولية ذات شقين عند مساهمته في تحقيق هدف الإدارة المالية ألا وهو زيادة قيمة المنشأة . فمن ناحية تقع عليه مسؤولية توفير وسائل الدفع والتي تتطلب التخطيط المالي ، تقدير المقبولات والمدفوعات النقدية ، الحصول على الأموال ، ورقابة استخدام وتوزيع هذه الأموال . ولا شك أن المحافظة على سيولة كافية لمقابلة الإلتزامات تؤدي إلى تخفيض الأخطار التي تواجهها المنشأة وأصحابها . ومن ناحية أخرى ، ينبغي على المدير المالي أن يبذل كل جهده حتى تتمكن المنشأة التي يعمل بها من تحقيق الأرباح . ويتأنى ذلك عن طريق توجيه النقدية المتاحة إلى أفضل الإستخدامات والاستثمارات . وزيادة قيمة المنشأة تستلزم بالضرورة الموازنة السليمة بين هذين الهدفين الفرعيين للإدارة المالية وهما : هدف السيولة Liquidity Objective وهدف الربح Profit Objective . وأن محاولة تحقيق هذين الهدفين معاً يضيف بعدها جديداً إلى وظيفة الإدارة المالية .

ويلاحظ أن الهدفين السابق الإشارة إليهما رغمما من كونهما هدفين

---

(١) رابع :

- Robert W. Johnson: Financial Management, Chapter 3.
- Bion B. Howard and Miller Upton: Introduction to Business Finance, Chapter 7..
- Paul G. Hastings: The Management of Business Finance, pp. 63-64.

توأمين إلا أنهم متناقضان . فنموروجياً على المدير المالي أن يقابل التدفق النقدي الداخل مع التدفق النقدي الخارج بطريقة تمنع وجود أي أرصدة نقدية لا لزوم لها تبقى عاطلة ولا تعود بأية إيرادات على المشروع . فكل جنيه يجب أن يستمر وي العمل في البضاعة بالمخزن أو الحسابات المدينة أو الأصول الثابتة أو أي أصل آخر . خلاف حساب النقدية . ولكن هل هذا الوضع يمكن تحقيقه ؟ الإجابة على هذا السؤال بكل بساطة لا . فالتدفق الداخل والتدفق الخارج للنقدية لا يمكن التنبؤ بهما بدقة كما أنه من النادر جداً أن يتعادلاً . ومن ثم يلجأ المدير المالي لحماية نفسه من هذا الخطر إلى الاحتفاظ برصيد نقدي . وهو كما سبق القول مسئول عن سداد الفواتير ودفع الالتزامات عندما يحل ميعادها . وبالتالي كلما زاد من حمايته للمنشأة ضد خطر التوقف عن سداد الالتزامات (عن طريق زيادة الرصيد النقدي ) ، كلما أدى ذلك إلى تخفيض إيرادات المنشأة (نتيجة لضياع العائد الذي كان يمكن تحقيقه لو استمرت هذه الأموال العاطلة ) .

ومن ثم ، إذا ساءت السمعة الائتمانية للمنشأة نتيجة لعدم مقدرتها على مقابلة التزاماتها ، فإن المدير المالي يكون قد فشل في القيام بإحدى مسؤولياته الأولية . أما لو احتفظ بنقدية تزيد عن اللازم فإنه يكون قد فشل أيضاً في مسانته نحو تحقيق وتنمية الارباح طويلة الأجل لمنشأته . وهذا هو في الحقيقة الموقف الذي يواجه المدير المالي عند مباشرته لعمله .

وسيخصص هذا الفصل لكي تناقش بالتفصيل المبادئ التي ينبغي على المدير المالي أن يتبعها لتحقيق كلا الهدفين . ولا يهمنا في هذا المجال معرفة كيفية وصوله إلى التوفيق النهائي بين السيولة والربحية ، بل سنقتصر الاهتمام على معرفة العوامل الرئيسية والأساسية التي يجب على المدير الماليأخذها في الاعتبار بخصوص كل واحد من هذين الهدفين التوأمين .

## السيرة

### التدفق النقدي

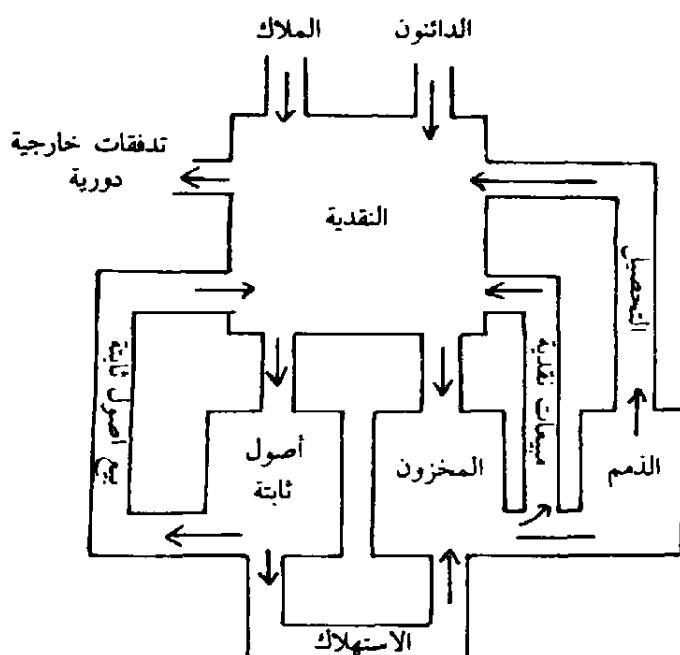
يعتبر الإلمام التام بالتدفق النقدي داخل المنشأة أمراً حيوياً في تفهم الإدارة المالية ، وحتى يمكننا توضيح هذا التدفق قدمانا النموذج رقم ٢ - ١ وهو يبين بكل بساطة ووضوح كيف تتدفق النقودية في منشأة ما . وفي هذا النموذج تظهر النقودية وهي تتدفق في أنابيب مع وجود عدد من الخزانات في الطريق . ونظراً لحاجتنا إلى النقودية لسداد الفواتير ، فإن الاهتمام سيتركز على الخزان النقدي أي النقودية المتوفرة أو الرصيد النقدي . وتتدفق النقودية إلى هذا الخزان دورياً عن طريق إصدار الأوراق المالية والاقتراض ، وكليهما من المصادر الخارجية للنقودية . أما المصدر الثاني للتدايق النقدي الداخل إلى الخزان فهو المصدر الداخلي ، أي من المبيعات النقودية ، ومن تحصيل حسابات العملاء ، ومن تحويل الأصول الثابتة إلى نقودية . وعادة نفترض أن هذا التدفق الداخلي للنقودية يتماز بالانتظام رغم أن بعض الشركات تستلم معظم نقديتها الخاصة بالمبيعات أول كل شهر أو في بعض المواسم المعينة .

ونأمل عادة أن تكون بعض النقودية الآتية إلى الخزان النقدي من المبيعات النقودية ومن تحصيل الذمم تمثل ربحاً . وطالما أن هذا الربح لا يدفع إلى ملاك المشروع فيمكن النظر إليه - إلى حد ما - كنوع من التمويل الخارجي (رغم أنه في حقيقة الأمر يمثل تمويلاً ذاتياً) . فبدلاً من أن يقوم أصحاب المشروع بسحب هذه الأرباح ثم إعادة إستمارها في مؤسساتهم ، تركوا هذه الأرباح في المشروع دون إزعاج .

وهناك أيضاً تدفقات نقودية تحدث دورياً إلى أطراف خارج المنشأة للاغراض الآتية : دفع الفوائد ، توزيع الأرباح أو مسحوات أصحاب المشروع ، دفع الضرائب ، وسداد القروض . وخلال فترات مختلفة قد توجه

## نحوذ رقم (٢ - ١) ما منشأة في التقدمة تدفق

تدفقات داخلية دورية



## **التدفقات الخارجية الدورية :**

القائمة

الضربة

مسحويات الملوك

سداد القروض

النقدية إلى شراء الأصول الثابتة . وأخيراً هناك تدفقات نقدية خارجة تحدث باستمرار وتتجه نحو المخزون السلعي ، الأجور والمهابيا ، نفقات البيع ، والمصروفات العمومية والإدارية . ولضمان التدفق المستمر للمواد إلى خطوط

الإنتاج فمن الضروري الاحتفاظ (في الخزان) بكميات كافية من المواد الأولية والخامات وهذه المواد تحول بعد إضافة الأجور وغيرها من المصروفات المختلفة إلى بضائع جاهزة بالمخزن . (لفرض تبسيط النموذج أظهرنا خزانًا واحداً للمخزون السليعي دون تفرقة بين المواد الأولية والخامات ، والبضائع تحت الصنع ، والبضائع الجاهزة) وكما هو معروف ليس من الضروري أن نحتفظ بمثل هذه الخزانات للمخزون من المواد والبضائع لأن الكثير من مشروعات الخدمة لا تحتفظ ببضائع لها أهميتها .

والنقدية التي تتحقق في الحال من المبيعات تتجه مباشرة إلى الخزان النقدي . ولكن قد يحدث البيع بالأجل ؛ ومن ثم تجمع هذه المبيعات في حساب الذمم ولا تتجه أية نقدية إلى الخزان النقدي إلا عندما يقوم العملاء بسداد حساباتهم . وتعتبر هذه النقدية الناتجة عن المبيعات - سواء العاجلة أو الآجلة - من أهم المصادر الداخلية للتدفقات النقدية الداخلية .

## الإهلاك والأموال :

هل الإهلاك « مصدر للنقدية » ؟ هذا السؤال كثيراً ما يسبب تخبطاً عند دراسة التدفقات النقدية ، ولذا سنحاول شرح هذه النقطة بشيء من التفصيل .

تقوم الشركة من وقت لآخر بدفع النقدية في سبيل الحصول على أصول ثابتة كآلية مثلاً . وتتوقع الشركة بمضي الوقت أن تتمكن من استرداد تكلفة هذه الآلة عن طريق بيع المنتجات ، تماماً كتوقعها استرداد تكلفة المواد الأولية والخامات التي تدخل في هذه المنتجات ونظراً لأن الآلة لا تستعمل في الحال كما هو الحال بالنسبة للمواد الأولية والخامات . فمن الضروري تحمل جزء من تكلفتها لكل وحدة تخرج من خط الإنتاج . وبالرغم من أن طريقة التحميل المتبعة لا تهمنا في هذا المجال ، إلا أن المستخدم في أغلب الحالات هو توزيع التكلفة الأصلية للآلة على عدد السنين المقدر لحياتها الإنتاجية ، ثم

تحميل متوجات كل سنة بنصيتها من هذه التكلفة الأصلية . وتحاول المنشأة ، عند تحديد سعر بيع المنتجات ، أن تسترد جميع التكاليف التي دفعتها في الفترة الحالية مثل الأجور والمواد ، وأيضاً التكاليف التي أنفقتها في فترة زمنية سابقة ، والنوع الأخير من المصاروفات يتمثل في الأصول الثابتة ، وهذا الجزء من التكلفة الأصلية التي تحاول المنشأة إسترداده حالياً هو ما يطلق عليه «إهلاك» .

ومن ثم فبدلاً من الإدعاء بأن الإهلاك هو «مصدر للأموال أو النقدية» فمن الأصح القول بأن الأموال التي تتولد من المبيعات تفوق المصاروفات التي تستخدم أموالاً حاضرة . ويمكن إيضاح ذلك باستخدام المثال الآتي : نفرض أن رجلاً نشطاً من رجال الأعمال قام باستثمار مبلغ ٥٠٠٠ جنية في مصنع لإنتاج عيدان الثقب . وسيتطلب هذا المصنع خلال ١٠ سنوات بمعدل سنوي يبلغ ٥٠٠ جنية . وبعد السنة الأولى من العمليات قد يظهر حساب الأرباح (قبل الضريبة) في الشكل التالي :

٢٠٠٠ جنية	مبيعات
٨٠٠ جنية	مواد أجور ، ومصاروفات أخرى مدفوعة
٥٠٠ جنية	إهلاك
<u>١٣٠٠ جنية</u>	
<u><u>٧٠٠ جنية</u></u>	ربع العمليات

والسؤال الآن هو : ما هو مقدار الأموال التي تولدت من العمليات قبل دفع الضريبة؟ والإجابة هي : الأموال التي تتحقق عن المبيعات (٢٠٠٠ جنية) والأموال التي دفعت للعمال وللمواد الأولية ولغيرها من المصاروفات الأخرى (٨٠٠ جنية) ولكن لم تستخدم أية أموال في سبيل الإهلاك لأن أحداً لم يكتب شيئاً أو يدفع نقدية قدرها ٥٠٠ جنية لأمر الإهلاك . وبالتالي يمكن وضع الأرقام السابقة في قائمة موجزة كما يلي :

## أموال تحققت عن العمليات :

٢٠٠٠ جنية	مبيعات
<u>٨٠٠ جنية</u>	مصروفات استخدمت أموال حاضرة
<u>١٢٠٠ جنية</u>	صافي الأموال التي حققتها العمليات

ولكي نوضح أن الإهلاك وحده ومن نفسه لا يعتبر مصدرًا للأموال سنفترض أنه في بداية العام الثاني احترق المصنع بالكامل ، وللأسف كان غير مؤمن عليه . فهل يمكن القول في هذه الحالة أن إدارة المصنع يمكنها الاعتماد على أموال تبلغ ٥٠٠٠ جنية سنويًا تأتي إليها عن طريق الإهلاك؟ لا شك أن هذا كلام غير معقول ، لأن الأموال التي تحققت عن المبيعات = صفر ، وصافي الأموال التي تولدت عن العمليات = صفر أيضًا .

وبالمثل يمكن أن نتساءل ، هل من الممكن زيادة الأموال التي تتحققها العمليات لو زدنا من الإهلاك! إن هذا أمر غير ممكن ، ولكن من الممكن زيادة هذه الأموال المتولدة وذلك بعد دفع الضريبة . ولنحاول الآن معرفة لماذا يمكن عمل ذلك : لنفرض أنه في السنة الأولى للعمليات واجهت إدارة المصنع مسألة الاختيار بين طريقتين لحساب الإهلاك ؛ طريقة القسط المتساوي أو طريقة القسط المتناقص . وفي نهاية السنة الأولى يكون الإهلاك حسب الطريقة الأولى ٥٠٠٠ جنية بينما يبلغ حسب الطريقة الثانية ٩٠٩٠ جنية . (حسب الطريقة الثانية يكون قسط الإهلاك في السنة الأولى  $\frac{1}{10}$  من قيمة الأصل ، وفي السنة الثانية  $\frac{9}{10}$  ، وهكذا يأخذ في التناقص حتى يبلغ  $\frac{1}{10}$  في السنة العاشرة) . وتبعاً لذلك نجد أن حساب الأرباح في كلام الحالتين البديلتين يكون كالتالي :

<u>الطريقة الأولى</u>	<u>الطريقة الثانية</u>	
٢٠٠٠	٢٠٠٠	المبيعات
٨٠٠	٨٠٠	مواد وأجور . . . الخ
٩٠٩	٥٠٠	إهلاك
<u>١٧٩٠</u>	<u>١٣٠٠</u>	
<u>٢٩١٠</u>	<u>٧٠٠</u>	ربع العمليات
<u>٧٢٧,٥</u>	<u>١٧٥٠</u>	ضريبة الأرباح (%) ٢٥
<u>٢١٨٢,٥</u>	<u>٥٢٥٠</u>	صافي الربح بعد الضريبة

وبإعادة تصميم القائمة السابقة كما فعلنا من قبل ، يمكننا أن نرى أن الأموال المتولدة عن العمليات تبقى كما هي بدون تغيير في الحالتين . ولكن الأموال التي تتحقق بعد دفع ضريبة الأرباح تكون أكبر في حالة الطريقة الثانية نظراً للميزة الضريبية التي يقدمها الأهمال الأكبر :

<u>الطريقة الأولى</u>	<u>الطريقة الثانية</u>	
٢٠٠٠	٢٠٠٠	مبيعات
٨٠٠	٨٠٠	مصروفات استخدمت أموال حاضرة
<u>١٢٠٠</u>	<u>١٢٠٠</u>	أموال حققتها العمليات
<u>٧٢٧,٥</u>	<u>١٧٥٠</u>	الضريبة المدفوعة
<u>١١٢٧٢,٥</u>	<u>١٠٢٥٠</u>	الأموال المتحققة بعد دفع الضريبة

ويلاحظ أنه حسب الطريقة الثانية يأخذ قسط الأهمال في الانخفاض من ستة لأخرى حتى يصل إلى حوالي ٩٠٩ جنيه في السنة العاشرة . ونفس الاتجاه سيحدث بالنسبة للميزة الضريبية . وبالتالي لو بقي سعر الضريبة كما هو بدون تغير خلال العشر سنوات ، فإن مجموع ما سيدفعه المشروع من

ضرائب خلال هذه المدة سيكون واحداً في الحالتين . فإذا كان هذا هو الوضع ، فما هي الميزة التي تحصل عليها المنشأة من وراء استخدام الطريقة الثانية بدلاً من الطريقة الأولى ؟ إن الميزة التي تحصل عليها المنشأة في هذه الحالة تنتج عن حقيقة قد يجهلها البعض ، وهي أن للنقد قيمة زمنية Time Value بمعنى أنه من الأفضل الحصول على الأموال أو النقد الآن بدلاً من الحصول عليها مستقبلاً وبالتالي فإن المنشأة السابقة تفضل أن تقوم الآن بدفع ضرائب منخفضة بدلاً من أن يتم ذلك في المستقبل . ويمكنها استخدام التقدية التي وفرتها بواسطة هذه الطريقة (دفع ضريبة منخفضة الآن بدلاً من ضريبة مرتفعة ) داخل المشروع على أمل أن تعود بإيرادات إضافية تزيد عن الضرائب المرتفعة التي ينبغي عليها دفعها في الجزء الأخير من فترة العشر سنوات .

ما سبق يوضح أن الاحلاك في حد ذاته ليس مورداً للأموال أو التقدية . ويرجع السبب الرئيسي في اعتقاد البعض بعكس ذلك إلى القصور في فهم طبيعة الاحلاك وخصائصها . فالاحلاك يعني أموراً متعددة أهمها في هذا المجال - من وجهة نظرنا - أنه توزيع لتكلفة شراء أصل طويل الأجل على حياته الانتاجية المقدرة . وبذلك يمكن مقابلة إيرادات الفترة بالمصروفات المتعلقة بهذه الإيرادات ، فتكلفة الأصل الثابت تعد في الواقع مصروفاً دفع مقدماً لا تقتصر الاستفادة منه على الفترة التي حدث فيها الدفع بالفعل . أو بعبارة أخرى يمكن القول أن الاحلاك ما هو الا قيد محاسبي لتوزيع تكلفة شراء الأصول الثابتة - والتي كانت تمثل تدفقاً نقدياً خارجاً في الماضي - على الفترات التي تستفيد منها . ومن ثم لا يمكن أن يكون الاحلاك مورداً للأموال (تدفقاً داخلاً) واستخداماً لها (تدفقاً خارجاً) في نفس الوقت .

ومن الأسباب التي ساعدت على سوء الفهم الاستخدام الشائع لإصطلاح مخصص الاحلاك في التقارير المحاسبية . فالمخصص يعني تجميع التقدية أو غيرها من الأصول لغرض استخدامها في الحالات العاجلة أو عند الحاجة ،

والمتعمق في طبيعة مخصص الاعمال يجده على عكس المعنى السابق تماماً ، فهو أصل سالب يمثل الاعمال أو النفاذ المتراكم للأصول وليس تخزينها والاحتفاظ بها . والقيد المحاسبي الذي يجعل حساب الإيرادات مديناً وحساب مخصص الاعمال دائناً ما هو في الحقيقة إلا قيداً دفترياً لا يخلق شيئاً بالمرة . بل أن كل ما يؤديه هذا القيد هو تحويل جزء من تكلفة الأصل إلى مصروف لكي يعكس ذلك الجزء من الأصل الذي استنفذ في هذه الفترة .

ويعتقد البعض أن احتساب الاعمال بحسب أعلى - للأخذ في الاعتبار ارتفاع مستويات الأسعار - يؤدي إلى توفير موارد للأموال تكفي لإحلال الأصول الثابتة التي ترتفع تكلفتها . الواقع أن هذا الاعتبار خاطئ ، لأن الإهلاك - كما رأينا - لا يعتبر مورداً للأموال . وبידلأ من ذلك يمكن تلافي ارتفاع مستويات الأسعار بتعديل سياسة تسعير المنتجات ، فإذا أمكن رفع أسعار البيع فإن زيادة النقدية في هذه الحالة يكون مرجعها زيادة الإيرادات وليس رفع أقساط الإهلاك ومن الناحية الأخرى فإن رفع أقساط الإهلاك قد يؤدي إلى تخفيض رقم الربح الخاضع للضريبة ، وبالتالي تخفيض ما يدفع لمصلحة الضرائب . وهذه هي الحالة التي يكون للإهلاك فيها تأثير غير مباشر على تدفق النقدية (كما سبق وأن رأينا) . حقاً لن يحدث تدفق داخل للنقدية ، ولكن هناك وفرة يحدث في التدفق الخارج للنقدية والمتجه لسداد الضرائب .

## التدفقات النقدية وحساب الارباح والخسائر

لكي يتمكن المدير المالي من دفع وسداد الالتزامات المالية عندما يحل أجلها ، ينبغي عليه تركيز الاهتمام على التدفقات النقدية الداخلية والخارجية . فإذا توقع زيادة في الاحتياجات النقدية فإنه ينظر إلى الفائض النقدي (الذي يتبع عن زيادة التدفق الداخل عن التدفق الخارج ) ، هذا إذا كان يأمل في

تمويل هذه الاحتياجات الزائدة من داخل المشروع دون اللجوء إلى مصادر خارجية .

وإذا قام المدير المالي بإعداد تبؤ لما يتوقعه من تدفقات نقدية فهذا ما يطلق عليه اسم الميزانية التقديرية النقدية Cash Budget والتي ستكون موضوع دراستنا في فصل قادم . وقد يقوم أيضاً بإعداد قائمة للمقيوضات والمدفوعات النقدية Cash Receipts and Disbursements ، والتي لا تخرج عن كونها سجل لجميع العمليات النقدية طبقاً للمصادر والاستخدامات الرئيسية . والفرق بين المقيوضات والمدفوعات النقدية أو بعبارة أخرى بين التدفق الداخلي والتدفق الخارج يمثل التغير الذي طرأ على رصيد النقدية خلال هذه المدة السابقة .

وتساعد قائمة المقيوضات والمدفوعات النقدية مساعدة كبيرة في تفهم حركة النقدية داخل المشروع ، وينبغي ملاحظة أن هذه القائمة تختلف اختلافاً كبيراً عن قائمة الدخل ( حساب المتاجرة والأرباح والخسائر ) ، ومن ثم ينبغي عدم الخلط بينهما . فالمحاسب عند محاولته الوصول إلى رقم صافي الربح يقتصر على عناصر الإيرادات والنفقات المتعلقة بالفترة المالية المعينة لا أكثر ولا أقل . أما محاولة تسجيل هذه العناصر وفقاً للفترة الزمنية التي حدث أو سيحدث فيها القبض أو البيع النقدي بالفعل فهذا أمر يؤدي إلى الإخلال بالصورة إخلالاً تاماً ، ولن يمكننا إطلاقاً من قياس صافي الربح الذي تتحققه المنشأة . فمثلاً لا يخفى عنا أنه من الخطأ الجسيم تحويل إيرادات هذه السنة بالتكلفة الكاملة لآلة جديدة اشتريت ودفع ثمنها نقداً هذا العام ولكنها ستظل صالحة للاستعمال لمدة عشر سنوات . ولهذه الحقيقة كثيراً ما يتجاهل المحاسب العلاقة بين العناصر التي تكون قائمة الدخل وبين الفترات الزمنية التي يحدث فيها القبض أو الدفع النقدي ، وهذا تجاهل له مبرراته الواضحة . وبالتالي عند إعداد حساب الأرباح والخسائر يأخذ المحاسب بعضًا من التدفقات النقدية الحقيقة والتي حدثت في الفترة الحالية ويقوم بتحويلها إلى فترات مالية أخرى ، وهو أيضاً يقوم بعمليات عكس ما سبق ، إذ يقوم بأخذ

بعض التدفقات النقدية التي حدثت في فترات مالية خلاف الفترة الجارية ويحملها للفترة الحالية . ويسبب هذه التعديلات الضرورية فإن الربع الذي يظهره المحاسب من النادر جداً أن يتعادل مع رقم النقدية الذي يتولد عن عمليات المنشأة . ونظراً لأهمية الالامام ومعرفة هذا الفرق ، سنحاول استعراض بعض مظاهره الرئيسية .

### تدفقات نقدية في الفترة الحالية تحمل لفترات أخرى

- ١ - بيع أصول ثابتة أو اصدار أوراق مالية أو سداد قروض : إن النقدية التي تحصل عليها المنشأة من بيع بعض أصولها الثابتة أو عن طريق اصدار أوراق مالية جديدة وكذا النقدية التي تقوم باستخدامها لسداد القروض ، كل هذه العمليات النقدية لا تظهر إطلاقاً في حساب الأرباح والخسائر لأنها لا تعتبر إيرادات أو نفقات .
- ٢ - نفقات لا تخضع للفترة المالية الحالية : تظهر في قائمة المقبولضات والمدفوعات النقدية الخاصة بالسنة الحالية بعض المدفوعات النقدية الخاصة بمصروفات مختلفة أو ضرائب أو كوبونات والتي في حقيقة الأمر تتعلق بسنة أخرى . ومثل هذه المدفوعات لن تظهر في حساب أرباح هذا العام بل ينبغي أن تظهر هذه العناصر في السنة التي استفادت من هذه النفقات .
- ٣ - شراء أصول ثابتة ومواد أولية وخامات ... الخ : تقوم المنشأة بشراء ما تحتاجه من مواد أولية وخامات وأصول ثابتة ، وعند دفع قيمتها تظهر في قائمة المقبولضات والمدفوعات النقدية ك Trident خارج للنقدية . ولكن حساب الأرباح والخسائر لن يبين إلا تكلفة المواد والخامات التي استخدمت بالفعل ونصيب هذا العام من خدمات الأصول الثابتة المشتراء . أما الباقي من شراء هذه الأصول فيحمل لحساب الأرباح والخسائر الخاص بالسنوات المقبلة .

٤ - التحصيل النقدي : يدخل ضمن النقدية التي يتم تحصيلها هذا العام من حساب الذمم مبيعات تمت في فترة مالية سابقة ، أو مقابل خدمات لم تقدمها المنشأة بعد . ومثل هذه المقبوضات النقدية الحالية لا تخص الفترة الحاضرة بل يجب تحصيلها إلى الفترات المالية التي تخصها .

### تدفقات نقدية في فترات أخرى تحمل للفترة الحالية

١ - الاعلاف : يحمل حساب الأرباح والخسائر الحالي بجزء معين من النقدية التي دفعت في الماضي في سبيل الحصول على الأصول الثابتة . وكما هو معروف فإن التحميل يقوم على أساس تقدير المحاسب للحياة التشغيلية للأصل ثم تحديد نصيب الفترة الحالية .

٢ - الديون المعدومة : لا شك أن المنشأ ، ستفقد في فترات مستقبلة بعض النقدية من خزان الذمم نتيجة للديون المعدومة ، وحيث أن هذا لا يسبب تدفقاً نقدياً خارجاً ، فإن الديون المعدومة لا تؤثر في قائمة المقبوضات والمدفوعات النقدية . أما المحاسب فإنه يأخذ مثل هذه الخسارة المحتملة في الحسبان عن طريق تحويل حساب الأرباح الحالية بتقدير خسائر الديون المعدومة التي قد تظهر من عمليات هذا العام .

٣ - الإيرادات والنفقات المقدمة أو المستحقة : فيما يتعلق بأي عناصر أخرى من الإيرادات والنفقات التي كانت عمليات نقدية في سنوات مبكرة أو ستكون عمليات نقدية في سنوات مقبلة ، فإن حساب أرباح هذا العام لن يتحمل منها إلا ما يخصه فقط . فمثلاً بالنسبة لقسط التأمين ضد الحريق الذي دفع العام الماضي وهو يغطي مدة ثلاثة سنوات ، من وجهة نظر التدفق النقدي حدث الدفع في السنة الماضية ومن ثم إنتهت الأمر . أما من وجهة نظر المحاسب فهو يقوم بتحميم أرباح هذه السنة بتصفيتها من الحماية ضد الحريق رغم أن المنشأة لم تدفع أي نقدية في هذا الخصوص في هذه السنة ، وأيضاً قد تنتهي السنة المالية في اليوم السابق لدفع أجور

العمال ، وهذا معناه أن التدفق الخارج للنقدية المتعلق بالأجور لن يحدث إلا في بداية السنة المقبلة ، ومع ذلك نجد المحاسب يقوم باحتساب هذه الأجور المستحقة وتحميل حساب الأرباح بكامل ما يخصه من أجور العمال ، ولا يخفى عنا أنه بدون القيام بمثل هذه التعديلات لن تتمكن من الوصول إلى رقم سليم يمثل أرباح المنشأة عن السنة المعينة .

## التغيرات في الارصدة النقدية

سبق أن ذكرنا أن مهمة المدير المالي تصبح سهلة إلى حد كبير لو تعادل التدفق الداخل للنقدية مع التدفق الخارج ، ولكن مثل هذا التعادل من النادر جداً حدوثه . ونضيف إلى ذلك أنه لا يكفي إطلاقاً أن يتم مثل هذا التعادل في نهاية المدة المالية . فلو حدث خلال السنة أن زادت النقدية الخارجية زيادة كبيرة عن النقدية التي تأتي إلى المشروع ، فقد يجد المدير المالي نفسه غير قادر على سداد الفواتير . ونحن نعلم إن إحدى الوظائف الرئيسية والجوهرية للمدير المالي هي العمل بكل جهد لمنع حدوث مثل هذا الوقف الخطير فإذا انخفض الرصيد النقدي فقد يلجأ المدير المالي إلى الحصول على نقدية إضافية من خارج المشروع ، أو قد يعمد إلى تخفيض الذمم والمخزون من البضائع والأصول الثابتة . وفي حالات أخرى قد يعارض ويقف في سبيل اقتراحات الإدارات الأخرى نظراً لتأثيرها غير المرضي على التدفق النقدي .

ويلاحظ أن بعض التغيرات في التدفق النقدي داخل المنشأة قد يكون نتيجة لقوى خارجية لا يمكن للمدير المالي السيطرة عليها ، وأحياناً قد تحدث تغيرات أخرى بسبب تبديل أو تعديل السياسات المختلفة الخاصة بالمنشأة . وستحاول الآن دراسة الأحداث أو التغيرات في السياسة والتي قد تسبب ارتفاع أو انخفاض مستوى الأموال في الخزان النقدي .

## أولاً : العوامل الخارجية

لو نظرنا إلى الخزان النقدي فاننا نجد أن مستوى النقدية يرتفع لو كان التدفق الداخلي الآتي من المبيعات النقدية والتحصيل من الذمم أكبر من التدفق الخارج الذي يذهب إلى المواد الأولية والأجور والضرائب وغيرها من المصاروفات . وكما رأينا ، فإن تجمع هذه النقدية لا يعني بالضرورة ان الشركة تحقق ربحاً بالمعنى المتعارف عليه في المحاسبة ، فلقد يحدث ارتفاع في مستوى النقدية إذا انخفضت مبيعات المنظمة نتيجة لتغيرات موسمية أو لتغيرات دورية في النشاط الاقتصادي . فنتيجة لانخفاض المبيعات فقد تعمد المنشأة إلى التقليل من إنتاجها . وهذا معناه انخفاض التدفق النقدي الخارج والذي يوجه إلى أجور العمال وغير ذلك من النفقات ، وهذا يسمح للشركة بانخفاض ما لديها من المخزون في المواد الخامات والبضائع تحت التشغيل ، أي أن الشركة ترك خزان البضائع بالمخزن يأخذ في الانخفاض ولا تعمل على احلال بضائع جديدة محل تلك التي تخرج . ولنفس السبب تحفظ المنشأة بمخزون صغير من البضائع الجاهزة . وأخيراً ، فإن انخفاض مستوى المبيعات يؤدي إلى صغر حجم حساب الذمم . وبالتالي فإن الخزانات التي تمثل المواد الأولية الخامات ، والبضائع تحت الصنع ، والبضائع الجاهزة ، والذمم تأخذ في الانخفاض تدريجياً مع عدم محاولة ملؤها بنفس المعدل . ومن ثم يمكن القول بصفة عامة ان الارتفاع في مستوى خزان النقدية يتوقف على درجة تخفيف مستوى الخزانات الأخرى السابق ذكرها .

وينخفض مستوى الخزان النقدي أثناء النشاط العادي للمشروع إذا زاد التدفق النقدي الخارج عن التدفق الداخلي . وهذا عادة يكون من مظاهر المنشأة المترقبة . وبالرغم من أن الانتاج والمبيعات قد يتسعوا عن طريق زيادة معدل التدفق خلال خطوط الأنابيب ، إلا أنه من غير المتوقع تحقيق هذا الارتفاع في المبيعات لأية فترة طويلة اذا بقيت البضائع بالمخزن على

مستوياتها القديمة . فالاستخدام السريع لما هو موجود في خزانات المواد والبضائع بأشكالها المختلفة سيؤدي بدون شك إلى صعوبات في الانتاج وفي التسليم نظراً للنقص في بعض المواد والبضائع المطلوبة . وإذا لم تكن العيوب الإضافية من النوع النقيدي فلا بد من إرتفاع حساب الذمم . وكلما أخذ التوسيع يضغط على الطاقة الانتاجية للمنشأة ، كلما أصبح من الضروري توجيه نقدية إضافية لشراء المزيد من الأصول الثابتة . وبإرتفاع المنسوب في الخزانات المختلفة فإنه من المتوقع انخفاض مستوى النقدية في الخزان النقدي الرئيسي . فمعدل توليد النقدية لا يكفي لمقابلة معدل التدفق الخارج الضروري لرفع المستويات في الخزانات المختلفة الخاصة بالبضائع بالمخزن ، وبالذمم ، وبالأصول الثابتة . وإذا لم يكن الخزان النقدي ممتئاً من البداية ، يصبح من الضروري على المنشأة أن توجه إلى المصادر الخارجية للحصول على ما تحتاجه من نقدية إضافية .

وينبغي ملاحظة أن التغيرات في مستوى الأسعار يؤثر تأثيراً قوياً على التدفق النقدي للمشروع و تستلزم بصفة خاصة القيام بتحطيم مالي على جانب كبير من الدقة . فلو ارتفعت الأسعار يصبح من الضروري على المنشأة أن تستثمر مبالغ نقدية أكبر في المخزون ، وفي الذمم ، وأيضاً في الأصول الثابتة .

ويمكنا أيضاً ذكر المزيد من الأمثلة الخاصة بتأثير العوامل الخارجية على التدفق النقدي داخل المنشأة . فأسعار الضريرية على الأرباح قد تتغير مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض معدل التدفق الخارج الذي يستخدم لهذا الغرض . وقد يؤدي سوء الحالة الجوية إلى تأخير شحن البضائع الجاهزة أو وصول المواد المطلوبة أو التحصيل من العملاء . وإذا كثر تعرض المنشأة لمثل هذه العوامل الخارجية ، أصبح من الضروري على المدير المالي أن يحتفظ برصيد نقلي كبير يمكنه من سداد الالتزامات المالية في وقتها .

## ثانياً : العوامل الداخلية

حيث أن القرارات التي تتخذ في معظم نواحي المشروع يكون لها وقهاً وتثيرها على التدفق النقدي ، فإنه من الأهمية بمكان أن يكون المدير المالي قادرًا على معرفة التأثير المالي للتغيرات التي تحدث في سياسات المنشأة المتعلقة بالتسويق والإنتاج ، والمشتريات والأفراد .. الخ وإذا كان التأثير كبيراً فيجب اشتراك المدير المالي في عملية الوصول إلى القرار النهائي .

ولا يعني الكلام السابق قيام المدير المالي مثلاً بإبلاغ مدير المبيعات كيفية تسويق منتجات الشركة ، ولكنه يعني ضرورة مقدرته على إفهام الإدارة العليا تأثير أي تغيير في السياسات التسويقية على معدل أو توقيت التدفقات النقدية من داخلة أو خارجة . فمثلاً قيام المنظمة بحملة إعلانية كبيرة يعني تدفق نقدي خارج في الحال ، ولكن قد تمر فترة طويلة قبل ظهور تأثير هذه الحملة على التدفق الداخلي الناتج عن زيادة المبيعات . وبالمثل فإن إضافة منتجات جديدة إلى خط منتجات المنشأة قد يؤدي في الفترات الطويلة إلى زيادة المبيعات وإلى أرباح أكبر ، ولكن هذه الاضافة لها معنى آخر للمدير المالي وهو توجيه مبالغ نقدية أكبر إلى المخزون من البضائع وإلى حساب الذمم .

وتؤثر أيضاً قرارات الانتاج على حركة النقدية داخل المنشأة . ويأتي في القمة هنا القرارات الخاصة بالحصول على أصول ثابتة جديدة . ولنحاول الآن استعراض بعض القرارات الانتاجية . ونبداً بافتراض أن إدارة المشروع تفكّر جدياً في موافصلة الانتاج عن طريق بناء المخزون من البضائع الجاهزة خلال الفترات التي يقل فيها الطلب ، أي بعبارة أخرى ، أن مبيعات المنشأة موسمية والإدارة تحاول أن يكون الانتاج مستمراً بصفة متساوية خلال العام . وللوصول إلى مثل هذا القرار ينبغي على الادارة العليا استشارة ادارة الأفراد لمعرفة أثر هذه السياسة على العمال ، واستشارة ادارة الانتاج لتحديد أثر السياسة على تكلفة الانتاج ، وأخذ رأي مدير المبيعات للتأكد من امكان القيام بعمل تبنّى

بالمبيعات على جانب كبير من الدقة ومعرفة هل هناك احتمال في حدوث تغيرات سريعة قد تؤدي إلى بقاء المخزون دون بيع؟ وقد يشير المدير المالي إلى حقيقة هامة وهي أنه في خلال الفترات التي يقل فيها البيع (في غير الموسم) ستأخذ كميات كبيرة من النقدية في التدفق من الخزان النقدي إلى المخزون من البضائع الجاهزة ، وهذه النقدية ستتفوق بكثير التدفق الذي يأتي إلى المنشأة من تحصيل حسابات العملاء . ومن ثم فإن توفر النقدية الازمة لمقابلة هذه الاحتياجات وغيرها سيكون من الاعتبارات الهامة التي يجب أخذها في الحسبان عند الوصول إلى قرار نهائي بخصوص موازنة الانتاج خلال السنة كلها . وهناك العديد من القرارات المشابهة التي تواجه ادارة المنشأة في مجال الانتاج فقد تنخفض تكاليف الانتاج انخفاضاً كبيراً لو تم انتاج ١٠٠٠ وحدة بدلاً من ١٠٠ وحدة في العملية الصناعية . وبالرغم من ذلك ، لا ينبغي اتخاذ قرار نهائي بهذا الشأن الا بعد استشارة المدير المالي لمعرفة مدى توافر النقدية الازمة لتمويل حجم أكبر من المخزون من السلع تحت التشغيل وأيضاً المخزون من البضائع الجاهزة وهو ما من مستلزمات الانتاج على نطاق كبير .

وقد يكون لقرارات الشراء وقع على الادارة المالية ، فمثلاً قد يكون في مقدرة مدير المشتريات الحصول على خصم تجاري كبير اذا اشتري ما يلزم المنشأة لمدة ثلاثة شهور بدلاً من الشراء بكميات تكفي شهراً واحداً . ولكن مثل هذا القرار لا يمكن اتخاذه في الحال دون أخذ رأي الادارات التي لها ضلوع في الموضوع . ومن ثم ينبغي استشارة الادارة الهندسية لمعرفة احتمال حدوث تغير في التصميم يجعل من الخطورة شراء كميات كبيرة ، ويجب أيضاً أخذ رأي المدير المالي لمعرفة مدى قدرته على تمويل هذا المخزون الإضافي . ولهذا فان القرار النهائي الذي تخذه الادارة العليا سيكون على ضوء جميع العوامل المتعلقة بالموضوع مثل : وجود أماكن كافية للتخزين ، تكلفة الأموال الازمة ومدى توفرها ، احتمال حدوث تغير في التصميم

التبؤات الخاصة بالمبيعات والأسعار ، ومقدار الخصم التجاري الذي يمكن الحصول عليه .

وحتى القرارات المتعلقة بالعاملين في المنشأة قد تؤثر على التدفقات النقدية . فمثلاً ، اذا كانت مهابا الموظفين تدفع لهم مرتبين في الشهر بدلاً من مرة واحدة ، فإن تدفق النقدية الى الخارج س يتم بسرعة أكبر . أو بعبارة أخرى ، إن المشروع بدلاً من «اقتراض» خدمات الموظفين لمدة شهر ، يقترض خدماتهم الآن لمدة اسبوعين فقط . يضاف الى ذلك ارتفاع معدلات الأجور او ظهور مزايا نقدية تدفع للعمال ستؤدي إلى خروج النقدية من المنشأة بسرعة أكبر مما كان يحدث سابقاً . ومن ثم فعلى الادارة المالية القيام بعمل بعض التعديلات الالزمه اذا رغبت في المحافظة على نفس المستوى في الخزان النقدي .

يتضح من هذه المناقشات أن القرارات التي تتخذ في كل ناحية من نواحي المشروع لها تأثير على الخزان النقدي بسبب ما تحدثه من تغيرات في معدل خروج ودخول النقدية أو توقيت هذه التدفقات . ونتيجة لهذه الحقيقة فإن مثل هذه القرارات لا يجب اتخاذها بدون مساعدة المدير المالي . وعندما تجد المنظمة صعوبات في الحصول على ما تحتاجه من نقدية ضرورية ، فعلى الادارة العليا أن تعطي أهمية بالغة لنصائح المدير المالي . ورغم وضوح هذا الكلام فإننا كثيراً ما نلاحظ فشل مديرى الادارات الأخرى في تفهمه وإدراك مدى خطورته . حقاً إن مدير الإعلان قد يعرف أن الحملة الإعلانية التي يرغب القيام بها ستؤدي إلى زيادة المبيعات ، ومدير الانتاج قد يعرف أن الانتاج على نطاق كبير سيعمل على تخفيض تكاليف الوحدة ، ومدير المشتريات قد يدرك تماماً مزايا الشراء بكميات أكبر من الكميات الحالية . ورغم أهمية هذه الإعتبارات جمِيعاً إلا أنها تأتي بعد الإعتبار المالي وعلى الأخص بالنسبة للمنظمة التي لا تجد ما يكفيها من النقدية الالزمه . ومما يزيد المشكلة تعقيداً أن مثل هذه الحالة لا تؤدي فقط إلى تقييد حرية العمل في

مياذن التسويق ، والإنتاج ، والمشتريات وغيرها من الوظائف التجارية للمشروع ، بل تؤدي أيضاً إلى تحديد مقدرة المدير المالي نفسه على الحصول على الأموال اللازمة بشروط معتدلة . وبالتالي فإن كانت مقدرة المنشأة على مقابلة التزاماتها المالية تتوقف على تتمتعها بمركز سائل ، فإن السيولة تعتبر في نفس الوقت العامل الرئيسي في تحديد مقدرتها في الحصول على الأموال الإضافية من خارج المشروع .

ما سبق يظهر لنا بوضوح أهمية الدور الذي يلعبه المدير المالي في المنشأة كلها باداراتها المختلفة وذلك عند قيامه بعمله لتحقيق هدفه الأول وهو الخاص بالسيولة . فمسألة السيولة تعتبر من المسائل الحيوية للمنشأة وكذا للمصادر الخارجية التي تمد المنشأة بما تحتاجه من أموال إضافية . وبالتالي تزداد أهمية هذا الدور الذي يقوم به المدير عندما تواجه المنشأة صعوبات في الحصول على إحتياجاتها النقدية .

## الربع

إن الهدف الثاني للمدير المالي هو ترتيب وتنظيم إستخدامات ومصادر أموال المنشأة (في نطاق سلطته ) بطريقة تمكن المالك في الفترة الطويلة من الحصول على عائد على أموالهم المستثمرة لا يقل إرتفاعاً عن العائد الذي يمكنهم تحقيقه من الاستثمارات البديلة التي تتعرض لنفس الدرجة من الخطير .

ويعتبر تحقيق هدف الربع عملية ذات خطوتين . أولاً : يحاول المدير المالي إستثمار الأموال في الأصول بطريقة تمكن المنشأة كلها كوحدة من تحقيق أكبر عائد ممكن مع عدم التضحيه بالسيولة . وثانياً : يجتهد المدير المالي في ترتيب مصادر أمواله بشكل يمكن ملاك المشروع من الحصول على

أكبر عائد ممكن دون تعرضهم لأنخطار بالغة . وسنحاول الآن التوسيع في دراسة المبادئ التي تتعلق بهاتين النقطتين .

## القوة الإيرادية للمنشأة

عندما تقوم المنشأة بإستثمار جنيه في البضائع بالمخزن فإنها تأمل أن يرجع هذا الجنيه إلى الخزان النقدي وفي صحبته عدد من الملايين . وتمثل هذه المليمات الإضافية المبالغ التي يدلي العملاء استعدادهم لدفعها فوق التكاليف التي دفعتها المنظمة بخصوص هذه المنتجات المباعة . وتزداد سعادة المنشأة بزيادة عدد الملايين الإضافية التي تعود إليها مع كل جنيه . ويسود المشروع نفس الشعور كلما زاد عدد مرات دوران كل جنيه خلال نظام التدفق النقدي وذلك في فترة زمنية معينة . أي بعبارة أخرى ، تبع سعادة إدارة المشروع من ناحيتين : ( ١ ) عدد الملايين التي تعود في صحبة كل جنيه ( الحافة ) و ( ٢ ) عدد الرحلات التي يقوم بها كل جنيه خلال المدة المعينة ( معدل الدوران ) .

ويصلق هذا المبدأ نفسه بالنسبة لتجميع الأرباح التي يقدمها المحاسب . ولكن المحاسب يهتم بعناصر الإيرادات والنفقات التي تخصن الفترة المالية المعينة . ومن ثم يجب أن نحكم على نجاحنا كمدربين ماليين على أساس التقدير السليم الذي يعمله المحاسب للدخل الذي تحقق من الاستثمار في الأصول ، وليس على أساس صافي الزيادة في النقدية خلال الفترة المعينة . ولهذا السبب عند قيامنا بتقييم ربحية المشروع فانتا نستخدم حساب الأرباح والخسائر الذي يعده المحاسب ، بدلاً من استعمال قائمة المقبوضات والمدفوعات النقدية .

وعند الحكم على ربحية المنشأة فإن الاهتمام المبدئي يوجه إلى مدى كفاية الربح أو ما يطلق عليه عادة « القوة الإيرادية Earning Power » . ويمكن

تعريف القوة الإيرادية بأنها مقدرة الاستثمار المعين على تحقيق عائد نتيجة لاستخدامه . ولقياس هذه المقدرة بفاعلية فمن الضروري مقارنة العائد المتحقق مع عوائد الفترات السابقة أو مع عوائد المنشآت الأخرى . ولذا أصبح من الضروري التعبير عن هذا العائد كنسبة مئوية من الاستثمار المستخدم . مثل هذا التعبير في شكل معدل له معناه ومغزاه عند إجراء المقارنات .

وطالما أن الغرض الأساسي في هذا المجال هو الحكم على الأداء التشغيلي للمنشأة فمن المهم عند إحتساب القوة الإيرادية الاقتصاد على تلك الاستثمارات التي تمثل الأصول التي تشتراك بالفعل في العمليات العاديّة للمنشأة . وفي هذه الحالة لا بد من استخدام صافي ربح العمليات اي الاقتصاد على تلك الأرباح التي تولد نتيجة تشغيل هذه الأصول العاملة .

ويمكن إحتساب القوة الإيرادية بقسمة صافي ربح العمليات على صافي الأصول العاملة . ورغم أن هذه العملية الحسابية قد تؤدي إلى احتساب القوة الإيرادية بطريقة مختصرة ، الا انها تفشل في ابراز العوامل الرئيسية التي تشارك في تحديدها . فعند الرجوع إلى نظام التدفق النقدي السابق شرحه والى العوامل التي تؤثر على القوة الإيرادية ( انظر نموذج رقم ٢ - ٢ ) نجد أن القوة الإيرادية للاستثمار تتوقف على سرعة معدل دوران هذا الاستثمار وعلى حافة ربح العمليات المتحقق . ويمكن الحصول على أفضل النتائج اذا أمكن تعظيم كل من هذين العاملين الأساسيين . وبالتالي فإن ادخالهما في الصورة يمكننا من تحديد مجالات التشغيل الحيويّة للمنشأة والتي يجب التحكم فيها اذا أريده تحقيق النتائج المرغوبة . وهذه المجالات بالتحديد هي التخصيص السليم للأموال على الأصول العاملة من متداولة وثابتة ، والتحكم في العمليات الجارية المتمثلة في الإيرادات والمصروفات الجارية .

وهناك ثلاثة أرقام يجب توافرها - على الأقل - حتى يمكن احتساب القوة

الإيرادية للمنشأة بطريقة تضمن ادخال كل من الحافة ومعدل الدوران في الصورة وهذه الأرقام الثلاثة هي :

١ - المبيعات : ولا شك أنه من الأفضل استخدام صافي المبيعات بدلاً من إجمالي المبيعات الذي ينطوي عادة على بعض المردودات والسموحة .

٢ - صافي الأصول العاملة وهي جميع الأصول (بعد استبعاد مخصصات الديون المشكوك فيها والآهلاك . . . الخ) التي تستخدم في عمليات المنشأة لتحقيق الإيراد العادي للعمليات . أما الأصول التي لا تشارك في العمليات العادية فيجب إستبعادها من هذه المجموعة . ومن أمثلة هذا النوع الأخير الأصول الثابتة التي تؤجر للغير ، والأوراق المالية التي تحفظ بها المنشأة كاستثمار طويل الأجل .

٣ - صافي ربح العمليات : ويقصد به صافي الربح الذي تحققه الأصول العاملة . أي أنها عند الوصول إلى هذا الرقم نستبعد من صافي ربح المنشأة جميع عناصر الإيرادات وكذا المصروفات التي لا تتعلق بالعمليات العادية للمنشأة .

وترتبط الأرقام الثلاثة السابقة بعلاقة ثلاثة يمكن توضيحها في الرسم التالي :

$$\text{الحافة} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$\text{معدل الدوران} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول العاملة}} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول العاملة}} - \frac{\text{صافي الأصول العاملة}}{\text{صافي الأصول العاملة}} = \text{القرة الإيرادية}$$

نوعج رقم (٢ - ٢)

ويمكن التعبير عن هذه العلاقة الثلاثية في شكل معادلة صورتها كالتالي :

$$\text{القوة الإيرادية} = \text{معدل دوران الأصول العاملة} \times \text{حافة ربح العمليات}.$$

$$\frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي الأصول العاملة}} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي الأصول العاملة}} \times \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

ولو نظرنا إلى العلاقة السابقة لتبيّن لنا أن المنشأة لو نجحت في زيادة ما تحققه من ربح من وراء كل جنيه من المبيعات ، وزيادة مقدار المبيعات لكل جنيه مستثمر في الأصول العاملة ، فإنها تتجزئ في رفع معدل العائد على كل جنيه من الأصول العاملة رفعاً كبيراً . والنموذج رقم ( ٣ - ٢ ) يمثل هذه العلاقة بوضوح .

### وسائل تحسين القوة الإيرادية

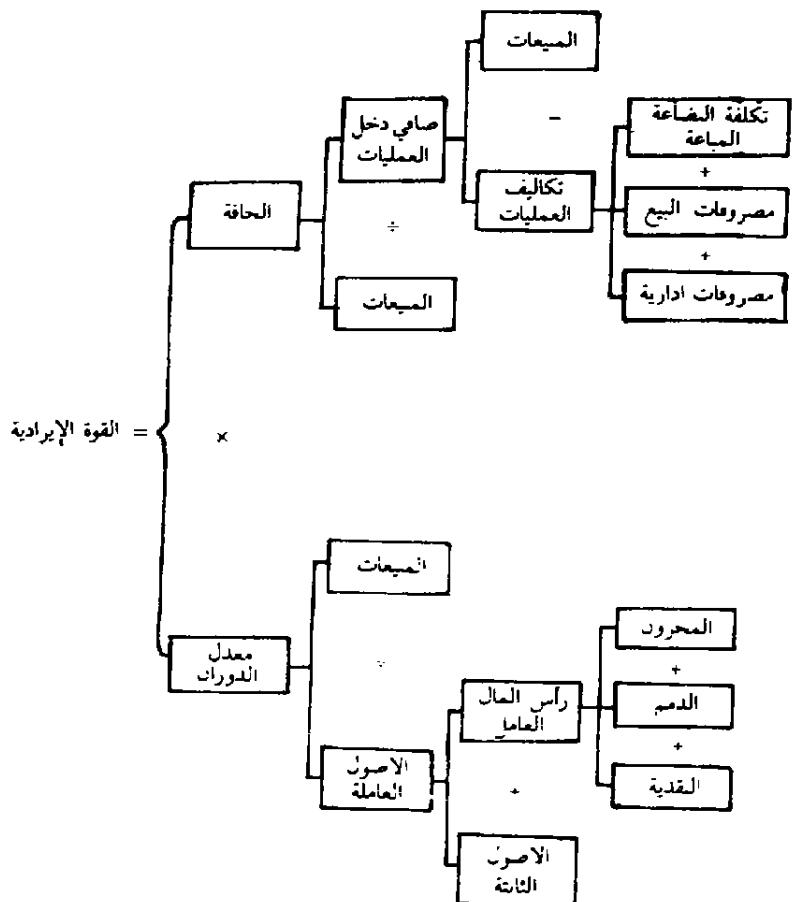
يتبيّن من المعلومات السابقة أن المنشأة يمكنها تحسين قوتها الإيرادية ورفعها وذلك عن طريق تحسين الحافة أو معدل الدوران أو كلاهما . وسنحاول الأن استعراض هذه الوسائل الثلاث استعراضاً سريعاً .

#### ١ - وسائل تحسين الحافة :

يمكن للمشروع رفع وتحسين نسبة صافي ربح العمليات إلى صافي المبيعات بواسطة طريقتين هما :

- (أ) زيادة مبيعاته بنسبة أكبر من نسبة ارتفاع نفقات عملياته .
- (ب) تخفيض نفقات العمليات بنسبة أكبر من نسبة الانخفاض في المبيعات .

## العلاقة بين العوامل التي تؤثر على القوة الإيرادية



ونجد في الحياة العملية الكثير من التطبيقات للطريقتين السابقتين ، فمثلاً من المعروف أن أسعار اللحوم التي تباع بدون عظم ترتفع إرتفاعاً كبيراً يفوق النفقات الإضافية المتعلقة بفصل اللحم عن العظم . كما نجد في دراستنا للتسويق الكثير من الأمثلة عن الشركات التي توقفت عن انتاج وتوزيع

بعض خطوط انتاجها ذات النفقات المرتفعة مع التركيز على تلك المنتجات التي تأتي بالجانب الأعظم من الأرباح .

## ٢ - وسائل تحسين معدل الدوران :

و هنا أيضاً يمكن للمنشآت إتباع طريقتين تمكناها من تحقيق معدل دوران أكبر إرتفاعاً لأصولها العاملة وهما :

- (أ) زيادة المبيعات بنسبة أكبر من نسبة زيادة الأصول العاملة .
- (ب) تخفيض الأصول العاملة بنسبة أكبر من نسبة انخفاض المبيعات .

وبالنسبة للطريقة الأولى وتطبيقها نجد أن أفضل مثال هو اتجاه شركات الطيران نحو احلال الطائرات النفاثة محل الطائرات العادمة . ونظراً لسرعة الطائرات النفاثة وكبر حمولتها فإنها تمكنا من تحقيق إيراد إجمالي يبلغ عدة أمثال الإيراد الذي تحققه الطائرات القديمة . ونفس الطريقة يتبعها تجار التجزئة على نطاق واسع عند تعمدهم إحلال السلع ذات معدل الدوران المرتفع محل تلك التي تدور ببطء مما يؤدي إلى تحسين المعدل العام للدوران وأيضاً قوتهم الإيرادية .

أما طريقة تخفيض الأصول العاملة بنسبة أكبر من نسبة الانخفاض في المبيعات فتسم عادة عن طريق تخفيض الرصيد النقدي أو المخزون السلعي . ويلاحظ أن تخفيض الرصيد النقدي ينطوي على خطر يتعلق بالسيولة ، وهو خطر توقف المنشأة عن دفع التزاماتها المالية . ولذا فالتخفيض غالباً ما يتم عن طريق البضاعة المخزونة ، فتعمل المنشأة على شراء ما تحتاجه في فترات متقاربة بدلاً من اشراء على فترات متباعدة . أي بعبارة أخرى تعمل المنشأة على تحويل عبء المخزون السلعي إلى الموردين .

## ٣ - التغيرات التي تؤثر على كل من الحافة ومعدل الدوران :

إن التغير في السياسة التي تؤثر على الحافة يؤدي عادة إلى التأثير أيضاً

على معدل الدوران . ويصبح هذا الكلام بصفة خاصة لو عمدنا إلى (أ) رفع أو (ب) خفض السعر .

### أ - تأثير رفع السعر :

في حالة المنافسة الحرة لن تتمكن المنشأة من رفع سعرها لأن جميع العملاء سيتركونها ويعاملون مع المنشآت الأخرى . ولكن هذه الحالة نادرة الحدوث ومن ثم يمكن رفع السعر . وهنا يمكن معرفة نسبة العملاء الذين يقررون استمرار التعامل مع المنشأة رغم ارتفاع سعرها ، فإذا نجحت المنظمة في الاحتفاظ تقريباً بكل عملائها فإن قوتها الإيرادية ستترتفع نظراً لأن أي انخفاض في معدل الدوران نتيجة لانخفاض المبيعات سيلغيه ويزيد عنه الارتفاع الذي سيحدث للحافة . أي بعبارة أخرى إن رفع السعر يؤدي عادة إلى رفع الحافة من ناحية ، وإلى خفض معدل الدوران من الناحية الأخرى . وتتوقف النتيجة النهائية وهي القوة الإيرادية على مدى ما يطرأ من تغيرات على كل من الحافة ومعدل الدوران .

### ب - تأثير خفض السعر :

وقد يحدث العكس عندما تحاول المنشأة خفض أسعارها على أمل أن الزيادة في معدل الدوران تلغى الإنخفاض في الحافة وتزيد عنه . ومرة أخرى يواجهنا السؤال المتعلق بمقدار الزيادة في المبيعات . أو حسب تعبير الاقتصاديين : ما هي مرونة الطلب ؟

وأفضل مثال في هذا المجال هو إنتشار المتاجر التي تبيع بأسعار أقل من الأسعار السائدة والتي يطلق عليها في التسويق اسم بيوت الخصم Discount Houses . فهذه البيوت تخفض أسعارها لكي تتمكن من زيادة مبيعاتها . ومن ناحية أخرى ، تعمل كل جهدها على تقليل أصولها العاملة إلى أقل حد ممكن . وتكون نتيجة هذين العاملين حصول هذه المتاجر على معدل دوران للأصول العاملة على جانب كبير من الارتفاع . وبالرغم من أن تخفيض أسعار

البيع يؤدي إلى تصغير الحافة ، فإن هذه المشروعات تتمكن من المحافظة على الحافة مرتفعة إلى حد ما وذلك عن طريق تجنب معظم الخدمات التي تكلف كثيراً مثل منح الائتمان وتوصيل السلع للمنازل و اختيار المواقع الممتازة الخ . . . ونتيجة لذلك تتمكن بيوت الخصم عادة من تحقيق عائد مرتفع على الأموال المستمرة . وبصفة عامة يمكن القول بأن المشروعات التي تتمتع بمعدل دوران مرتفع نسبياً تكون حافتها منخفضة نسبياً ، وبالعكس فإن المشروعات ذات معدل الدوران المنخفض عادة ما تتمتع بحافة مرتفعة .

## معدل العائد على استثمار المالك

إن الخطوة الثانية نحو زيادة القيمة الحالية لاستثمار المالك هي ترتيب وتنظيم الموارد المالية بطريقة تمكن أصحاب المشروع من الحصول على أكبر عائد ممكن من الإيرادات التي تتحققها الشركة دون تعرضهم لأنخطر ضخمة . أي أنها حاولنا تحقيق أكبر قوة إيرادية ممكنة للمشروع ، وبعد ذلك نحاول الآن تنظيم تمويلنا بشكل يمكّننا من تحويل هذه القوة الإيرادية إلى أكبر معدل عائد ممكن لأصحاب المشروع . وكما سنرى فيما بعد ، فإن هذه العملية تنطوي على أنخطر معينة مما يستلزم ضرورة القيام بعمل توازن بين الدخل والخطر .

ويلاحظ من الكلام السابق أنها تميز بين القوة الإيرادية للمنشأة وبين معدل العائد الذي يعود على أصحابها . ويرجع هذا التمييز إلى حقيقة هامة ستكون موضع دراستنا بالتفصيل فيما بعد ، وهي أن تمويل المشروع في معظم الحالات إن لم يكن كلها لا يقتصر على أموال المالك بل يشترك معهم الغير . وهذه الأموال التي يستثمرها الغير تستحق عائداً محدداً ، وهو الأمر الذي يهمنا في هذا المجال .

ونظراً لأن هذا الموضوع سنقوم بمناقشته بالتفصيل في فصول قادمة ، فإننا سنقتصر هنا على ذكر بعض المبادئ الأولية . فعن طريق استخدام أموال

الغير فإننا نحدّد معدل عائد ينبغي دفعه على الأموال المستمرة وذلك قبل دفع أي شيء لاصحاب المشروع . فإذا تمكنا من تحقيق عائد أكبر من هذا المعدل فإن الزيادة تذهب إلى المالك الذين يحصلون في هذه الحالة على معدل أعلى مما كانوا سيحصلون عليه لو لم تستخدم أموال الغير . أما إذا حدث العكس ، فيجب على المالك دفع الفرق من نصيبيهم في الإيرادات . وفي هذه الحالة يكون حالهم أفضل لو اقتصرنا على أموالهم ولم نستعن بأموال الغير . أي باختصار يمكننا القول بأن استخدام هذه الأموال يؤدي إلى زيادة حدة التقلبات في معدل العائد على استثمار المالك . ومن ثم يجب على المدير المالي التوفيق بين حصول أصحاب المشروع على أكبر عائد محتمل وبين زيادة حدة التقلبات في هذا المعدل .

يضاف إلى ذلك أن الاستعانة بهذه الأموال تنطوي على ضرورة التوفيق بين وظيفتي المدير المالي وهما وظيفة السيولة ووظيفة الربح . فإذا كنا قد حصلنا على أموال الغير في شكل قروض فإن التوقف عن دفع الفائدة أو الأصل يؤدي إلى استيلاء الدائنين على الشركة . حقاً إن استخدام هذه القروض قد يكون عملاً مربحاً لمالك المشروع ، ولكن ما أهمية هذه الأرباح إذا آل المشروع إلى الدائنين في حالة فشل المدير المالي في أي وقت من الأوقات في إيجاد النقدية اللازمة لمقابلة المدفوعات الثابتة الخاصة بالقرض .



لِبَيْنَ الْثَّانِي  
الْخَلِيلِ الْكَلِي



# المصل والمال

## التحليل المالي

تعتبر وظيفة التخطيط من أهم وظائف المدير المالي . وحتى يتمكن المدير المالي من وضع الخطة لا بد أن يكون قادرًا على معرفة المركز المالي لمؤسساته ، فهو كالطبيب لا يمكنه أن يصف العلاج إلا بعد معرفته لحالة مريضه . فالخطط المالية يجب أن تتناسب مع الامكانيات المالية للمنشأة . ومن ثم ينبغي على المدير المالي أن يعرف كيفية القيام بتحليل مركز منظمته ، وذلك قبل قيامه بتقدير إمكانياتها ومقدراتها . ولهذا سنبدأ بمناقشة موضوع التحليل المالي قبل التعرض لموضوع التخطيط المالي .

ولا تقتصر أهمية التحليل المالي على ميدان الادارة المالية ، فهذا الموضوع يحتل في وقتنا الحاضر مكانا هاما في محیط إدارة الأعمال . فالقواعد المالية تحوي عدداً ضخماً من الأرقام التي تجمع يومياً في الدفاتر والسجلات التي تمثل نشاط المشروع . ويجب دراسة وتحليل وتفسير هذه الأرقام حتى يمكن فهم مضمونها ومعرفة حالة ومركز المنشأة والاستفادة منها في رسم الخطط وتوجيه السياسات ، ومن ثم فإن أحد الأسباب الهامة لوجود السجلات المحاسبية هو تمكين المدير المالي من تحديد درجة الأداء الماضي لمنشأته ومن عمل خطط المستقبل على هذا الأساس .

وينقسم موضوع تحليل القوائم المالية إلى قسمين رئيسين : الأول ،

تحضير وإعداد القوائم المالية المختلفة ، والثاني دراسة وتحليل هذه القوائم . وعادة يقوم بالقسم الأول المحاسبون ، وأهم ما يعدوه من القوائم المالية هما قائمة المركز المالي (الميزانية العمومية) وقائمة نتائج العمليات (حساب الأرباح والخسائر) . ويتركز اهتمام الادارة المالية على كيفية فهم مضمون هذه القوائم المالية ، وهذا يستلزم ضرورة تحليلها وتفسيرها حتى يمكن الإستفادة منها في الحكم على مركز المنشأة ، والذي على أساسه يحدث التخطيط السليم لسياسات المستقبل .

ولقد زادت أهمية التحليل المالي نتيجة لانتشار المشروعات الكبرى والانتاج على مدى كبير ، وهما الصفات الجوهرية للنظام الصناعي الحديث . ويبир هذا الحجم الكبير ، في معظم الاحيان ، ما يتحقق عنه من وفورات مختلفة . ولكن مقابل هذه الوفورات نجد أن هذا النظام يعمل على إضعاف الصلة المباشرة بين الادارة وبين رقابة عمليات المنشأة . وبالتالي أصبح من الضروري للتغلب على مثل هذه الصعوبات الجديدة وجود نوع حديث من الادارة يمكنه الالعام ومراقبة أعمال المشروعات الكبرى بواسطة استخدام التقارير والقوائم الحسابية والاحصائية .

ولم يؤد ظهور المشروعات الكبرى إلى ضعف الصلة المباشرة داخل المنشأة الواحدة فقط ، بل أدى أيضاً إلى إضعاف هذه العلاقة بين المنشآت المختلفة داخل الصناعة الواحدة ، كما أن تقدم وسائل المواصلات بأنواعها المتعددة عمل على إتساع السوق إتساعاً كبيراً . وفي نفس الوقت زادت أهمية وعدد الشركات المساهمة التي تعتمد في وجودها على عدد كبير من الأفراد . يضاف إلى ذلك ظهور المؤسسات العامة النوعية ، حيث تقوم كل مؤسسة عامة بالاشراف على العديد من الشركات التي تتبعها قطاعها . ولقد أدت هذه العوامل مجتمعة إلى زيادة أهمية التحليل المالي . لأنه كما سرى فيما بعد ، أفضل وسيلة لمعرفة الحالة المالية للشركة والحكم على مركزها وتقويم إدارتها حيث يعمد إلى دراسة قوائمها المالية وتفسيرها وتحليلها لمعرفة نواحي

القوة فيها وأيضاً مواضع الضعف .

ويستخدم التحليل المالي للوصول إلى قائمة طويلة من الأغراض المختلفة أهمها الآتي :

- ١ - معرفة المركز المالي للمنشأة .
- ٢ - تحديد المركز الائتماني للمنشأة .
- ٣ - الوصول إلى القيمة الاستثمارية للمشروع .
- ٤ - اختبار مدى كفاءة العمليات المختلفة .
- ٥ - الحكم على مدى صلاحية السياسات المالية والتشغيلية المتبعة .
- ٦ - معرفة مركز الشركة في قطاعها المعين .
- ٧ - تحظيط السياسات المالية للمنشأة .
- ٨ - الحكم على مدى كفاءة إدارة المنشأة .

ويبدو بوضوح من الأغراض السابقة أهمية التحليل المالي لعدد كبير من المجموعات التي يهمها أمر المنشأة . ومن أهم هذه المجموعات : البنوك والدائنين التجاريين ، المستثمرين من حملة الأوراق المالية ، المؤسسات العامة ، الادارة ، وأخيراً المديرين الماليين .

وتقوم البنوك وأيضاً الدائنين التجاريين بمنع المنشأة الائتمان قصير الأجل ، ومن ثم تهتم هذه المجموعة بالمركز المالي الجاري للمنشأة المدينة ويمدّى قدرتها على دفع التزاماتها المتداولة . أما المستثمرون من حملة الأسهم والسنادات فأنهم يهتمون اهتماماً كبيراً بتحليل وتفسير أرقام القوائم المالية لمعرفة الحالة المالية والتشغيلية الحاضرة وأيضاً الطويلة الأجل الخاصة بالشركة التي يهمهم أمرها .

ويعتبر التحليل المالي من أفضل الأدوات التي يمكن للمؤسسة العامة استخدامها للحكم على مدى نجاح أو فشل السياسات التي ترسمها الشركات التي تتبعها ، وكذا للحكم على مدى كفاءة ادارة كل شركة . وتزداد أهمية

هذه الاداة بزيادة عدد الشركات التي تشرف عليها المؤسسة العامة الواحدة . وعلى هذه المجموعة القيام بجمع القوائم والمعلومات المالية الخاصة بالشركات التي تتبعها ، ثم تظهرها كوحدة واحدة تمثل القطاع المعين . وتحليل هذه المعلومات والقوائم المجمعة يمكن الحصول على معايير ونسب خاصة بالقطاع المعين تستخدمنا الشركات المتعددة للمقارنة مع معاييرها ونسبها الخاصة . ومثل هذه المقارنة تعود على الطرفين - المؤسسة العامة وشركاتها - بفوائد ذات قيمة كبيرة .

وتعمل القوائم المالية وما يكملها من التقارير المالية المنفصلة على منع الإدارة التي تشرف على عمليات الشركة وسيلة فعالة للتعرف على نواحي القوة والضعف في عمليات التشغيل والتمويل . وهذه المعرفة تؤدي إلى أمرتين هامين هما : ( ١ ) اختبار مدى كفاءة ومقدرة الهيئة التنفيذية القائمة بالعمل فعلا ، و ( ٢ ) إظهار مدى نجاح المنشأة لأصحابها ( المؤسسة العامة والمستثمرين من حملة الأسهم ) .

وأخيراً فإن الوظيفة الأولى للتحليل المالي هي خدمة هذه المجموعة التي تقوم بالإشراف على النواحي المالية في العشيّات التي يعملون بها . ولقد سبق لنا الكلام على أهمية وظيفة التخطيط وأيضاً عن الدور الذي يلعبه التحليل المالي في هذا المجال .

ونظراً لأن اصطلاح التحليل المالي - عند استخدامه في محيط الأعمال - يشمل كل نوع من أنواع التحري التفصيلي للبيانات المالية ، فإن الطبيعة المعينة لهذا التحري أو التحليل المالي الذي سيتم توقف على عدد من العوامل أهمها الآتي :

- ١ - هدف وجهة نظر القائم بالتحليل .
- ٢ - درجة اهتمامه بالمنشأة ومدى الحاجة إلى التعمق في التحليل .
- ٣ - البيانات المتاحة للمحلل وذلك من ناحيتي الكم والكيف .

## خطوات التحليل المالي :

يتم تحليل القوائم على ثلات خطوات رئيسية هي :

- ١ - التصنيف .
- ٢ - المقارنة .
- ٣ - الاستنتاج .

ويتناول القائم بعملية التحليل الأرقام التي تحويها القوائم المالية بالتصنيف ، أي يقوم بتجزئه الحقائق الخاصة بمجموعة من الأرقام إلى جزئياتها التي تتكون منها ، ووضع هذه الجزئيات بعضها مع البعض الآخر في مجموعات متجانسة . والغرض الأساسي من هذه الخطوة الأولى هو وضع المعلومات المالية والأرقام التي تحت البحث والتحليل في صورة تمكنا من القيام بالخطوة الثانية وهي المقارنة . ففي هذه الخطوة يقوم المحلل بمقارنة الأرقام الجزئية بعضها البعض ، ومقارنة المجموعات المحددة بالمجموعة الكلية . وتساعد هذه المقارنات على كشف العلاقات التي بين الأرقام . والتصنيف والمقارنة لا يقتصران على القوائم المالية الخاصة بالمنشأة لمدة محاسبية واحدة ، بل قد تشمل أكثر من فترة محاسبية . يضاف إلى ذلك أنها قد تمتد إلى القوائم المالية الخاصة بأكثر من منشأة واحدة في نفس الصناعة .

ولا يقف اهتمامنا في التحليل المالي إلى مجرد اكتشاف العلاقات بين الأرقام موضوع البحث والدراسة ، بل يستمر لمعرفة أسباب قيام هذه العلاقات مما يساعدنا في النهاية على العثور على أفضل الوسائل لعلاج المشكلات المختلفة . وبهذا الشكل يمكن للادارة المالية أن تحكم حكماً سليماً على المركز المالي للمنشأة ، ومن ثم يمكنها تقدير امكانياتها ومقدراتها . ولقد سبق وأن ذكرنا أن هذا التقدير هو أساس التخطيط السليم لسياسات المستقبل .

ويمكن القيام بالتحليل المالي عن طريق استخدام عدد كبير من الطرق والاساليب ، ولكننا سنقتصر في دراستنا على الاساليب الثلاثة الآتية :

- ١ - الدراسة المقارنة للقوائم المالية .
- ٢ - قائمة الأموال .
- ٣ - النسب المالية .

ونظراً لأهمية الأسلوب التحليلي الأخير فقد خصصنا له الفصل القادم .

## **الدراسة المقارنة للقوائم المالية**

نظراً لما سبق قوله بأن أهم القوائم المالية هما الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر ، فإن مناقشتنا في هذا المجال ستوجه إلى دراسة (١) الميزانية العمومية المقارنة ، و (٢) قائمة الأرباح والخسائر المقارنة .

### **الميزانية العمومية المقارنة**

تعكس الآثار المتتالية على قيام المنشأة بنشاطها وعملياتها في ميزانيتها العمومية عن طريق الزيادة والنقص في العناصر المختلفة للأصول والخصوم وحقوق الملكية . ويمكن ملاحظة هذه التغيرات بواسطة مقارنة الميزانيات العمومية في بداية ونهاية مدة زمنية . ومثل هذه الملاحظة غالباً ما تقدم كمية ضخمة من المعلومات التي لها قيمتها الكبيرة عند تشكيل رأي يتعلق بتطور المنشأة وتقدمها . وللقيام بمثل هذه المقارنة يمكن استخدام وسيلة على جانب كبير من البساطة هي الميزانية العمومية المقارنة .

وكما هو معروف فإن الميزانية العمومية تظهر الأصول والخصوم ورأس المال المنشأة في تاريخ معين . أما الميزانية العمومية المقارنة فتظهر هذه المعلومات السابقة ولكن بتاريخين مختلفين أو أكثر . وهذا هو الاتجاه الذي تتبعه الشركات المساعدة المصرية في السنوات الأخيرة عند نشر ميزانياتها العمومية .

والتغيرات التي تحدث في البنود المختلفة للميزانية العمومية خلال فترة محاسبية هي نتيجة لعوامل مختلفة منها : الارباح والخسائر ، الحصول على أصول جديدة ، تحويل الأصول إلى نقدية . زيادة الالتزامات أو سدادها ، زيادة رأس المال أو تخفيضه ، وما شابه ذلك .

وتحليل الميزانية العمومية المقارنة هو دراسة لاتجاه نفس العناصر ، أو مجموعات من العناصر في ميزانيتين عموميتين أو أكثر لنفس المنشأة في تواريχ مختلفة . وكذلك دراسة اتجاه النسب المئوية المحسوبة لهذه الارقام السابقة في التواريχ المختلفة . وتتضح الأهمية الكبرى للتحليل المقارن في مقدرتة على تصوير الاتجاهات المختلفة لكل جانب من جوانب المنشأة وكذلك للمنشأة كلها كوحدة .

ولغرض شرح التحليل المقارن يقدم الجدول رقم ( ٣ - ١ ) الميزانية العمومية المقارنة للشركة الصناعية المساهمة في ١٩٨١/١٢/٣١ و ١٩٨٢/١٢/٣١ . وكما يظهر في هذا الجدول فإن الشكل يتكون من عمودين يمثلان أرقام الميزانيتين في التاريχين السابقين وعمود ثالث يبين مقدار الزيادة أو النقص في كل عنصر من عناصر الميزانيات بالجنيهات . ولقد أضفنا عموداً رابعاً يوضح النسب المئوية للزيادة أو النقص .

#### الزيادة أو النقص بالجنيهات :

بالنظر إلى الجدول رقم ( ٣ - ١ ) نجد أرقام الميزانية العمومية لسنة ١٩٨٢ تليها تلك الأرقام الخاصة بالميزانية العمومية لسنة ١٩٨١ . ولكن من الصعب الإللام بأهمية هذه المعلومات لأنها مجرد أرقام مطلقة ، ومن ثم فمن الأفضل إظهار مقدار الزيادة أو النقص في كل بند من بنود الميزانية العمومية . وهذا ما يظهر في العمود الثالث حيث يبين مقدار الزيادة أو النقص بالجنيهات الذي حدث في عام ١٩٨٢ بالمقارنة بأرقام ١٩٨١ .

ولكن مقدار الزيادة أو النقص الذي يظهر في العمود الثالث لا يبين

الجدول رقم (١ - ٣)  
**الشركة الصناعية المساهمة**  
**الميزانية العمومية المقارنة في ١٢/٣١ ١٩٨١ و ١٢/٣١ ١٩٨٢**  
**(بآلاف الجنيهات)**

---

<u>الزيادة ( او النقص )</u>					
مقدار	نسبة مئوية	١٩٨١	١٩٨٢	الأصول	
(٣٩,٤)	(٢٥٠)	٦٣٥	٣٨٥	نقدية	<u>الأصول المتداولة :</u>
(١٠٠,٠)	(٢٠٣)	٢٠٣	-	سندات حكومية	
٨٨,٩	٨٧١	٩٧٩	١٨٥٠	ذمم	
٢٦,٦	٦٠٧	٢٢٨٣	٣٨٩٠	مخزون	
<u>٢٥,٠</u>	<u>١٠٢٥</u>	<u>٤١٠٠</u>	<u>٥١٢٥</u>	<u>مجموع الأصول المتداولة</u>	
				<u>الأصول الثابتة :</u>	
(٢١,٧)	(١٠)	٤٦	٣٦	أراضي	
-	-	٢٠٩	٢٠٩	مباني	
<u>٢٠,٧</u>	<u>١١٨</u>	<u>٥٦٩</u>	<u>٦٨٧</u>	<u>آلات ومعدات</u>	
١٣,١	١٠٨	٨٢٤	٩٢٢		
<u>٢١,٣</u>	<u>٩٦</u>	<u>٤٥٠</u>	<u>٥٤٦</u>	<u>نافق الاهلاك</u>	
<u>٣,٢</u>	<u>١٢</u>	<u>٣٧٤</u>	<u>٣٨٦</u>	<u>مجموع الأصول الثابتة</u>	
				<u>الأصول الأخرى :</u>	
٣٧,٦	٣٥٠	٩٣	٤٤٣	استثمارات	
(٨,٨)	(٥)	٥٧	٥٢	أصول متعددة	
<u>٢٣٠,٠</u>	<u>٣٤٥</u>	<u>١٥٠</u>	<u>٤٩٥</u>	<u>مجموع الأصول الأخرى</u>	
<u>٢٩,٩</u>	<u>١٣٨٢</u>	<u>٤٦٢٤</u>	<u>٦٠٠٦</u>	<u>مجموع الأصول</u>	

---

تابع الجدول رقم (١ - ٣)  
**الشركة الصناعية المساهمة**  
**الميزانية العمومية المقارنة في ١٢/٣١ ١٩٨١ و ١٢/٣١ ١٩٨٢**  
**(بآلاف الجنيهات)**

<u>الزيادة (أو النقص)</u>		<u>١٩٨١</u>	<u>١٩٨٢</u>	<u>الخصوم ورأس المال</u>
<u>مقادير</u>	<u>نسبة مئوية</u>			<u>الخصوم المتداولة :</u>
-	٣٥٠	-	٣٥٠	قرض مصرفى
٧٨,٧	١٩٢	٤٤٤	٤٣٦	موردون
١٠٠,٠	٢٥٠	٢٥٠	٥٠٠	دائنون مختلفون
١٤٢,٣	١٧٥	١٣٣	٢٩٨	مستحقات
٧٣,٥	(٧٥)	١٠٢	٢٧	آخرى
<u>١٢٤,١</u>	<u>٨٩٢</u>	<u>٧١٩</u>	<u>١٦١١</u>	<u>مجموع الخصوم المتداولة</u>
<u>(١٣,٩)</u>	<u>(١٥٠)</u>	<u>١٠٧٥</u>	<u>٩٢٥</u>	<u>خصوم طويلة الأجل :</u>
				قرض طويل الأجل
				<u>حقوق الملكية :</u>
١٧,٢	٢٢٠	١٢٨٠	١٥٠٠	رأس المال المدفوع
٢٧,١	٤٢٠	١٠٠٠	١٩٧	أرباح متحجزة
<u>٢٢,٦</u>	<u>٦٤٠</u>	<u>٢٨٣٠</u>	<u>٣٤٧٠</u>	<u>مجموع حقوق الملكية</u>
<u>٢٩,٩</u>	<u>١٣٨٢</u>	<u>٤٦٢٤</u>	<u>٦٠٠٦</u>	<u>مجموع الخصوم ورأس المال</u>

التغيرات النسبية التي حدثت بل يظهرها بالجنيهات المطلقة ، وهذا قد يسبب الشيء الكثير من التضليل . فمثلاً قد يظهر حسابي الذمم والموردين زيادة في كل قدرها ١٠٠٠ جنيه ، ولكن الزيادة النسبية في حساب العملاء قد تمثل

١٠٪ فقط، بينما التغير في حساب الموردين قد يمثل ٥٠٪ ، وبالتالي فإن التغير النسبي يلقي ضوءاً أكثر من مجرد الجنيهات المطلقة .

### الزيادة أو النقص في شكل نسب مئوية :

مما سبق يبدو أنه من الأفضل تحويل مقدار الزيادة أو النقص في كل بند من بنود الميزانية العمومية من جنيهات إلى نسب مئوية . وبين العمود الرابع من الجدول رقم (١ - ٣) مقدار النسب المئوية للزيادة أو النقص الذي حدث خلال ١٩٨٢ بالمقارنة بأرقام سنة ١٩٨١ . ولقد حسبت هذه النسب المئوية بقسمة مقدار النقص أو الزيادة لكل حساب أو بند من بنود الميزانية العمومية على مقدار هذا الحساب أو البند في عام ١٩٨١ . فعلى سبيل المثال نقصت نقدية الشركة الصناعية المساهمة من ٦٣٥٠٠٠ جنيه عام ١٩٨١ إلى ٣٨٥٠٠٠ جنيه عام ١٩٨٢ ومن ثم فإن مقدار النقص يبلغ ٢٥٠٠٠ جنيه أي ٣٩,٤٪ من نقدية سنة ١٩٨١ .

وعند احتساب النسب المئوية ينبغي ملاحظة أن البند أو الحساب الذي يظهر مبلغاً في سنة الأساس ولا يظهر شيئاً في السنة التالية ، فإن النسبة المئوية للنقص تكون ١٠٠٪ ومثال ذلك تصفية السنادات الحكومية عام ١٩٨٢ والتي كانت تبلغ ٢٠٣٠٠٠ جنيه عام ١٩٨١ .

أما في حالة عدم ظهور أي مبلغ في حسابات معينة في سنة الأساس مع وجود قيمة له في السنة التالية ، فلا يمكن حساب النسبة المئوية أو إظهارها . وهذه الحالة يمكن مشاهدتها في حساب القرض المصرفي في جانب الخصوم من الميزانية العمومية المقارنة .

وبعد الإنتهاء من إعداد الميزانية العمومية المقارنة وحسب التغيرات بالجنيهات وبالنسب المئوية ، على القائم بعملية التحليل استعراض كل البند ثم اختيار تلك الحسابات والعناصر التي أظهرت تغيراً ويأخذ في دراستها .

وعليه أن يتناول هذه التغيرات كلا على حدة ، ويعضها مع البعض الآخر في حالة وجود علاقة مباشرة بينهم . وهو يقوم بهذا العمل لكي يحدد أسباب التغيرات وعما إذا كان حدوثها يعتبر أمراً مرضياً ومرغوباً فيه أم لا .

### **الميزانية العمومية المقارنة بالنسبة المئوية :**

وهناك أداة أخرى لدراسة الميزانيات العمومية وتغيراتها ألا وهي احتساب نسبة كل أصل إلى مجموع الأصول ونسبة كل عنصر من عناصر الخصوم ورأس المال إلى مجموع الخصوم ورأس المال . ومثل هذه القائمة يطلق عليها إسم «الميزانية العمومية المقارنة بالنسبة المئوية» والتي تسمى أحياناً بقائمة الـ ١٠٠٪ نظراً لأن مجموع الأصول وكذلك مجموع الخصوم ورأس المال يكون ١٠٠٪ .

وأهمية مثل هذه القائمة في التحليل ترجع إلى إظهارها للأهمية النسبية لكل بند من بنود الميزانية العمومية ، وما يطرأ على هذه الأهمية من تطور من سنة لأخرى . والجدول رقم ( ٢ - ٣ ) يظهر هذه القائمة للشركة الصناعية المساهمة . ومن المفيد مقارنة القائمة السابقة مع قوائم الشركات المماثلة في تاريخ معين .

وبالرغم من أن قيمة هذه القائمة ترجع إلى تقديمها صورة بسيطة و مباشرة للأهمية النسبية لكل عنصر من عناصر الميزانية العمومية . إلا أنها لا تقدم أسباباً للنمو أو للانكماس الذي يطرأ على المقادير المطلقة بالجنيهات والتي تظهر في الميزانيات العمومية الفعلية .. ولذا فإن الانطباعات التي نحصل عليها من دراسة هذه القائمة يمكن تكملتها بالرجوع إلى التغيرات بالجنيهات والتي تظهر في الميزانية العمومية المقارنة .

### **التحليل الأفقي والتحليل الرأسى :**

يمكن تحليل الميزانية العمومية المقارنة أفقياً ورأسياً . وينطوي التحليل

الجدول رقم (٢ - ٣)  
**الشركة الصناعية المساهمة**  
**الميزانية العمومية المقارنة في ١٢/٣١ ١٩٨١ و ١٢/٣١ ١٩٨٢**  
**(بالنسبة المئوية)**

الأصول	١٩٨٢	١٩٨١
الأصول المتداولة :		
نقدية	٦,٤	١٣,٧
سندات حكومية	-	٤,٤
ذمم	٣٠,٨	٢١,١
مخزون	٤٨,٢	٩٤,٤
مجموع الأصول المتداولة	٨٥,٤	٨٨,٦
الأصول الثابتة :		
أراضي	٠,٦	١,٠
مباني	٣,٥	٤,٥
آلات ومعدات	١١,٤	١٢,٣
ناقص الأملاك	٩,١	١٧,٨
مجموع الأصول الثابتة	٦,٤	٨,١
الأصول الأخرى :		
استثمارات	٧,٤	٢,٠
أصول متعددة	٠,٨	١,٣
مجموع الأصول الأخرى	٨,٢	٢,٣
مجموع الأصول	١٠٠,٠	١٠٠,٠

تابع الجدول رقم (٢ - ٣)

الشركة الصناعية المساهمة

الميزانية العمومية المقارنة ١٩٨١/١٢/٣١ و ١٩٨٢/١٢/٣١

(بالنسبة المئوية)

	١٩٨١	١٩٨٢	الخصوم ورأس المال
الخصوم المتداولة			
قرض مصري	-	٥,٨	
موردون	٥,٣	٧,٣	
دالتون مختلفون	٥,٤	٨,٤	
مستحقات	٢,٦	٤,٩	
أخرى	٢,٢	٠,٤	
مجموع الخصوم المتداولة	١٥,٥	٢٦,٨	
خصوم طويلة الأجل :			
قرض طويل الأجل	٢٣,٣	١٥,٤	
حقوق الملكية :			
رأس المال المدفوع	٢٧,٧	٢٥,٠	
أرباح محتجزة	٣٣,٥	٣٢,٨	
مجموع حقوق الملكية	٦١,٢	٥٧,٨	
مجموع الخصوم ورأس المال	١٠٠,٠	١٠٠,٠	

الأقصى على دراسة سلوك كل بند من بنود القائمة ، أي زيادة أو نقصان هذا البند بمرور الزمن . وهذا النوع من التحليل يتصف بالдинاميكية نظراً لأنه يبين التغيرات التي تمت . أما التحليل الرأسي فينطوي على دراسة العلاقات الكمية القائمة بين العناصر وذلك في تاريخ معين ، ومن ثم فهو تحليل يتصف بالسكون والثبات .

وهذا النوعان من التحليل - الأفقي والرأسي - يكونان أساس التحليل المالي الحديث . ومن ثم فمن الأهمية بمكان أن يكون القائم بالتحليل ملماً بأهمية كل نوع . وليس هناك تضارب بينهما ، فكل يقدم نوعه الخاص من المعلومات . ولذا ينبغي استخدامهما للحصول على تحليل كامل . وبالرغم من ذلك فإن مجرد احتساب النسب المئوية لا يكفي فال محلل يستخدم هذه النسب المئوية كمؤشرات ، وبالتالي ينبغي عليه تفسيرها وتحديد ما إذا كانت هذه التغيرات مرضية أو غير مرضية .

### قائمة الأرباح والخسائر المقارنة

تظهر قائمة الأرباح والخسائر صافي الربح أو الخسارة الناتجة عن عمليات المنشأة خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون السنة المحاسبية . أما قائمة الأرباح والخسائر المقارنة فتظهر نتائج العمليات لعدد من الفترات المحاسبية . والتغيرات التي تحصل في عناصر القائمة من سنة لأخرى يمكن توضيحها في شكل جنيهات أو نسب مئوية ، وذلك بنفس الطريقة السابق استخدامها عند إعداد الميزانية العمومية المقارنة .

والجدول رقم ( ٣ - ٣ ) يمثل قائمة الأرباح والخسائر المقارنة لنفس الشركة الصناعية المساعدة عن السنوات الممتدة في ٣١ ديسمبر ١٩٨١ و ١٩٨٢ ، وهنا أيضاً نجد العمودين الأول والثاني يبيّنان الأرقام الأصلية لحسابي الأرباح والخسائر ، بينما العمود الثالث يبيّن مقدار الزيادة أو النقص الذي حدث في عام ١٩٨٢ بالمقارنة بسنة ١٩٨١ . أما العمود الرابع فيتمثل تحويل مقدار الزيادة أو النقص السابقة من جنيهات إلى نسبة مئوية ، ويرجع السبب في إنشاء العمودين الآخرين إلى نفس ما سبق ذكره بهذاخصوص عند مناقشة الميزانية العمومية المقارنة .

ويمكن تحليل قائمة الأرباح والخسائر المقارنة أفقياً ورأسيًّا كما هو

الحال عند تحليل الميزانية العمومية المقارنة . فالتحليل الأفقي يبين معدل التغير في العوامل التي تؤثر على صافي الربح . ومثل هذا التحليل يمكن القيام به من واقع المعلومات التي تظهر في الجدول رقم ( ٣ - ٣ ) . فهنا يقوم المحلل باختيار العناصر التي تظهر تغيرات هامة سواء بالزيادة أو النقص ، وذلك بالجنيهات أو النسب المئوية ، ثم يركز عليها إهتمامه ودراسته لكي يصل إلى أسباب حدوثها . أما التحليل الرأسي فيستلزم إعداد قائمة خاصة ستناقشها الآن .

### قائمة الأرباح والخسائر المقارنة بالنسبة المئوية :

تشبه قائمة الأرباح والخسائر المقارنة بالنسبة المئوية الميزانية العمومية المقارنة بالنسبة المئوية والتي سبق ذكرها وفي الاخرة كان كل أصل ينبع إلى مجموع الأصول وكل عنصر من عناصر الخصوم ورأس المال يقارن بمجموع الخصوم ورأس المال . أما في قائمة الأرباح والخسائر والمقارنة بالنسبة المئوية فإن كل عنصر من عناصرها ينبع إلى المجموع ألا وهو المبيعات . ومثل هذه القائمة هي التي تمكن المحلل من القيام بالتحليل الرأسي الذي يظهر توزيع إيرادات المبيعات بين العناصر والعوامل التي تعمل على إنتاج وتحقيق هذه المبيعات . ويقوم المحلل بدراسة كل نسبة مئوية للتعرف بما إذا كان كل عنصر من عناصر المصروفات أكثر من اللازم أو طبيعي أو أقل من اللازم .

والجدول رقم ( ٣ - ٤ ) يمثل قائمة الأرباح والخسائر المقارنة بالنسبة المئوية للشركة الصناعية المساهمة عن السنوات المتتالية في ١٩٨١/١٢/٣١ و ١٩٨٢ . وهذا الجدول بالإضافة إلى الجدول رقم ( ٣ - ٣ ) يمكن القائم بالتحليل من تحليل حسابات الأرباح والخسائر لهذه الشركة تحليلًا أفقياً ورأسيًا .

الجدول رقم (٣ - ٣)  
**الشركة الصناعية المساهمة**  
**قائمة الأرباح والخسائر المقارنة عن السنوات المتتالية في ١٩٨١/١٢/٣١ و ١٩٨٢/١٢/٣١**  
**(بآلاف الجنيهات)**

الزيادة (أو النقص)		مقادير	١٩٨١	١٩٨٢	المبيعات
نسبة مئوية	الزيادة (أو النقص)				
٤٠,٤	٣٠٣٧	٧٥١٦	١٠٥٥٣		المبيعات
٣٩,٧	<u>١٩٢٧</u>	<u>٤٨٤٥</u>	<u>٦٧٧٢</u>		تكلفة المبيعات
٤١,٥	١١١٠	٢٦٧١	٣٧٨١		مجمل ربح العمليات
٣٢,١	<u>٦٠٣</u>	<u>١٨٧٦</u>	<u>٢٤٧٩</u>		نفقات العمليات
٦٣,٧	٥٠٧	٧٩٥	١٣٠٢		صافي ربح العمليات
(٢٠,٥)	(١٨)	٨٨	٧٠		إيرادات أخرى
(٩,٥)	(١١)	١١٦	١٠٥		نفقات أخرى
٦٥,٢	٥٠٠	٧٦٧	١٢٦٧		صافي الربح قبل الضرائب
٦٠,٤	<u>١٩١</u>	<u>٣١٦</u>	<u>٥٠٧</u>		ضرائب
٦٨,٥	<u>٣٠٩</u>	<u>٤٥١</u>	<u>٧٦٠</u>		صافي الربح بعد الضريبة
		٢٣٧	٣٤٠		أرباح موزعة
		٢١٤	٤٢٠		أرباح متحجزة
		٨٠	٩٦		إهلاك محسوب أعلاه

الجدول رقم ( ٤ - ٣ )  
**الشركة الصناعية المساهمة**  
**قائمة الأرباح والخسائر المقارنة عن السنوات المنتهية في ١٩٨١/١٢/٣١ و ١٩٨٢/١٢/٣١**  
**( بالنسبة المئوية )**

<b>١٩٨١</b>	<b>١٩٨٢</b>	
١٠٠,٠	١٠٠,٠	المبيعات
<u>٦٤,٥</u>	<u>٦٤,٢</u>	تكلفة المبيعات
٣٥,٥	٣٥,٨	مجمل ربح العمليات
<u>٢٥,٠</u>	<u>٢٣,٥</u>	نفقات العمليات
١٠,٥	١٢,٣	صافي ربح العمليات
١,٢	٠,٧	إيرادات أخرى
١,٥	١,٠	نفقات أخرى
<u>١٠,٢</u>	<u>١٢,٠</u>	صافي الربح قبل الضرائب
<u>٤,٢</u>	<u>٤,٨</u>	ضرائب
<u><u>٦,٠</u></u>	<u><u>٧,٢</u></u>	صافي الربح بعد الضريبة

### تفسير المعلومات والتغيرات

انتهينا من مناقشة طريقة الدراسة المقارنة للقوائم المالية وهي إحدى الأساليب الهامة في التحليل المالي . وقد تناولنا البعض من الأدوات التحليلية اللازم للقيام بمثل هذه الدراسة المقارنة وهي على سبيل الحصر : الميزانية العمومية المقارنة والميزانية العمومية المقارنة بالنسبة المئوية وقائمة الأرباح والخسائر المقارنة وقائمة الأرباح والخسائر المقارنة بالنسبة المئوية . كما

أوضحنا كيفية إعداد هذه القوائم التحليلية وذلك من واقع الميزانيات العمومية وحساب الأرباح والخسائر لشركة خيالية أطلقنا عليها إسم الشركة الصناعية المساهمة .

ونقدم القوائم السابقة الكثير من المعلومات كما تبين العديد من التغيرات التي حدثت في عناصر كل من الميزانية العمومية وقائمة الدخل - سواء بالزيادة أو النقص - وذلك بالجنيهات المطلقة وبالنسبة المئوية . هذا بالإضافة إلى توضيح التوزيع النسبي لعناصر كل من الميزانيات العمومية وحسابات الأرباح والخسائر . وكما سبق القول فإن عمل المحلل المالي لا يتنهى بمجرد إعداد مثل هذه القوائم التحليلية ، بل ينبغي عليه دراستها وتفسيرها وذلك عن طريق إيجاد العلاقات بين عناصر جانبي الميزانية أو العلاقات بين عناصر قائمة الدخل من إيرادات ونفقات يضاف إلى ذلك ضرورة الربط بين التغيرات التي حدثت في عناصر الميزانية العمومية وما قد يترب عنها من تغيرات في قائمة الدخل . وفي هذا المجال لن نقوم بعملية التفسير للمعلومات والبيانات الخاصة بالشركة الصناعية المساهمة ، بل مستركها عن عدم للطالب لكي يقوم بها بنفسه وذلك بعد أن نقدم في دراستنا خاصة بعد مناقشة موضوعي التمويل وإدارة الأصول .

### قائمة الأموال<sup>(1)</sup>

يهتم المحلل المالي اهتماماً كبيراً بدراسة الأنشطة والتغيرات المالية التي حملت نتيجة لتنفيذ الخطة المالية الإجمالية للمنشأة خلال فترة زمنية عادة تكون السنة المحاسبية وعادة ما تنطوي هذه الخطة الإجمالية على الآتي :

- ١ - تحديد إجمالي الاستثمارات اللازمة لتنفيذ الخطط التشغيلية للمنشأة ..

---

(1) راجع د . جمال محمد توفيق « قائمة الأموال الشاملة كله لتحليل الأنشطة والتغيرات المالية » ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، المجلد الرابع ، العدد الثاني يوليو ١٩٧٥ .

٢ - تحديد مصادر تمويل هذه الاستثمارات وتوزيعها بين المصادر الذاتية والمصادر الخارجية .

٣ - اختيار مصادر الحصول على التمويل الخارجي .

٤ - توجيه الأموال سواء الذاتية أو الخارجية نحو أفضل الاستخدامات الازمة لتنفيذ الخطط التشغيلية بطريقة اقتصادية .

ويعتبر تحليل الانشطة والتغيرات المالية أمراً جوهرياً وضرورياً للحكم على مدى نجاح أو فشل السياسات المالية المتبعة ، وبالتالي يجعل الإدارة قادرة على اتخاذ الاجراءات التصحيحية الازمة . يضاف إلى ذلك أن هذا التحليل له أهميته الكبيرة في تحسين عملية إعداد الخطط المالية المستقبلة .

ويستلزم تحليل الانشطة المالية استخدام أداة يمكنها أن تعكس بحق حركة الأموال خلال المشروع وتزود الادارة بالمعلومات التي تحتاجها - هي وغيرها - عند التعامل مع خططها المالية ولما كانت القوائم المالية المتعارف عليها - الميزانية العمومية وقائمة الأرباح والخسائر - تعجز وحدتها في الوصول إلى هذه الأغراض ، فقد ظهرت الحاجة إلى إعداد قائمة مالية أخرى تمتاز بالإيجابية في وصف النشاط المالي والتغيرات التي تحدث فيه .

والواقع أن حساب الأرباح والخسائر يقدم ملخصاً للإيرادات التي تحققت خلال الفترة المحاسبية وتتكاليف الحصول على تلك الإيرادات . أما الميزانية العمومية فهي تصف صافي آثار العمليات المالية التي حدثت في المنشأة من وقت إنشائها حتى تاريخ إعداد الميزانية . ولهذا فإن هاتين القائمتين لا تفصحان عن العمليات والأنشطة المالية التي تمت خلال السنة .

حقاً أن مقارنة أرقام الميزانيات العمومية للمنشأة في نهاية فترتين متاليتين تقدم - كما سبق وأن رأينا - بيانات هامة ومتصلة بالتغيرات التي حدثت في عناصر وأرصدة الأصول المختلفة ، وكذلك مكونات وأرصدة الخصوم المتعددة وحقوق الملكية ، إلا أن هذه البيانات المقارنة تفشل في إظهار الأنشطة التي أدت إلى هذه التغيرات . وفضلاً عن ذلك فهي لا تبين ماهية

الأموال التي أمكن للمنشأة الحصول عليها والاستخدامات التي وجهت إليها وذلك خلال الفترة موضوع التحليل . ونظراً للعجز الموروث في هذه القوائم فقد ظهرت الحاجة إلى تصميم قائمة الأموال Funds Statement لكي تتوضح حركة الأموال خلال المشروع . أي أن هذه القائمة تبين مصادر الأموال التي حصلت عليها المنشأة خلال فترة زمنية معينة والاستخدامات التي وجهت إليها هذه الأموال في نفس الفترة .

## مفهوم الأموال

من العرض السابق يبدو واضحاً أن قائمة الأموال - كما يبدو من تسميتها - تتابع موارد الأموال المتاحة للمشروع والاستخدامات التي توجه إليها ، ولذلك فإن الأمر يتطلب بالضرورة تحديد المقصود بمفهوم الأموال . ومسألة التحديد هذه ليست بالسهلة نظراً لعدم اتفاق الكتاب على مفهوم واحد للأموال يمكنه أن يوضح ماهيتها . ويواجه الباحث في هذا المجال عدداً كبيراً من المفاهيم الشائعة ، بعضها يجري استخدامه بالفعل والبعض الآخر يرجع إلى اعتبارات تاريخية . ولهذا سنقتصر في شرحنا المختصر على خمسة مفاهيم للأموال تعتبر أكثر من غيرها استخداماً في الحياة العملية ، كما يجدها الكثير من المهتمين بقوانين الأموال وهي :

### ١ - مفهوم الأموال النقدية

يعتبر هذا المفهوم أكثر المفاهيم تضييقاً في تحديده لنطاق الأموال ، إذ يقتصرها على النقدية فقط . وينظر هذا المفهوم إلى النقدية وحدتها باعتبارها الوسيلة التي تسلد منها الالتزامات الجارية للمشروع . ، أما النعم فلا تعد نقدية حرفة متاحة إلا إذا حصلت بالفعل . كما أن الاستثمارات المؤقتة - والتي عادة ما يطلق عليها الأصول شبه النقدية - فإنها طبقاً لهذا المفهوم لا تعد نقدية حرفة متاحة . وبالتالي فالآموال هي النقود وما يعادلها من حسابات جارية بالبنوك يمكن للمشروع استخدامها بحرية في أي وقت يشاء .

والواقع أن قائمة الأموال المعدة وفقاً لهذا المفهوم لا تخرج عن كونها ملخصاً موجزاً لحركة النقدية الداخلية والخارجية خلال الفترة ، فهي تبين مقدار الزيادة أو النقص في رصيد النقدية الذي حدث مع بيان صافي التغيرات التي أدت إلى ارتفاعه أو انخفاضه .

## ٢ - مفهوم الأموال كصافي الأصول المتداولة السريعة

ويقصد بصفي الأصول المتداولة السريعة صافي رأس المال العامل ناقصاً المخزون . أي أنه حسب هذا المفهوم تكون الأموال قاصرة على الفرق بين الأصول المتداولة السريعة والخصوم المتداولة . ويعتبر صافي الأصول المتداولة السريعة مجمعاً pool للأموال المتاحة للمشروع لمقابلة التزاماته ، وعلى هذا فان قائمة الأموال التي تعد وفقاً لهذا المفهوم هي في حقيقة الأمر قائمة تبين أسباب التغير في صافي الأصول المتداولة السريعة خلال الفترة .

## ٣ - مفهوم الأموال كصافي رأس المال العامل :

وهو المفهوم التقليدي الشائع الاستعمال وخاصة بين المحاسبين . وتبعاً له تعتبر الأموال الفرق بين مجموع الأصول المتداولة ومجموع الخصوم المتداولة . أي أن صافي رأس المال العامل طبقاً لهذا المفهوم يعتبر مجمعاً Pool للأموال المتاحة للمشروع لمقابلة التزاماته . وعلى هذا أي تغير في عناصر صافي رأس المال العامل يعتبر تغيراً في الأموال نفسها ولا يعتبر مورداً أو استخداماً لها . ومن ثم - وطبقاً لهذا المفهوم - فإن شراء المواد الأولية نقداً أو على الحساب مثلاً لا يعتبر استخداماً أو مورداً للأموال ، كما أن تحصيل الذمم لا يعتبر هو الآخر مورداً للأموال ، فهذه العمليات السابقة لا تخرج عن كونها تغيراً في مكونات الأموال . أما موارد الأموال واستخداماتها فتشحصر في العمليات المتعلقة بالعناصر غير المتداولة في الميزانية العمومية . ولذا فان قائمة الأموال التي تعد تبعاً لهذا المفهوم لا تخرج في حقيقة الأمر عن كونها قائمة تتوضع أسباب التغير في صافي رأس المال العامل خلال الفترة موضوع الدراسة .

## ٤ - مفهوم الأموال كاجمالي الأصول المتداولة (اجمالي رأس المال العامل )

يمثل هذا المفهوم أحد الاتجاهات التي تعمل على توسيع نطاق الأموال إذا قارناه بالمفهوم التقليدي ، والاختلاف الجوهرى بين نطاق الأموال - تبعاً لهذا المفهوم - وبين نطاقها تبعاً للمفهوم التقليدي إنما يتركز في علاج الخصوم المتداولة عند تحديد الأموال . في بينما نجد أن المفهوم التقليدي يعتبر أن الأموال هي صافي رأس المال العامل ، فإن هذا المفهوم يستبعد الخصوم المتداولة من الصورة في تحديده لنطاق الأموال . وبذلك يعتبر أن اجمالي الأصول المتداولة فقط هو المحدد لهذا النطاق . وهو بهذه الكيفية يتمشى إلى حد كبير مع دورة عمليات المشروع ، فعناصر الأصول المتداولة - كما يدل اسمها - دائمة الحركة والتحول ولا تبقى على حالها فالنقدية تستخدم لشراء المواد التي تمثل مخزوناً يتضرر التحول إلى سلع كاملة الصنع تباع وتحول إلى ذمم ثم إلى نقدية مرة أخرى حيث تبدأ الدورة من جديد .

ونظراً لأن هذا المفهوم يتعامل مع عناصر الأصول المتداولة - أي اجمالي رأس المال العامل - بدلاً من صافي رأس المال العامل كما يقضي بذلك المفهوم التقليدي ، فإنه بذلك يركز اهتمامه على العناصر ذات الطبيعة التشغيلية بدلاً من العناصر التي تمثل صافي السيولة . ومع كل هذا فإن قائمة الأموال التي تعد طبقاً له لا تبين إلا أسباب التغير في اجمالي الأصول المتداولة باعتباره مجملأ للأموال المتاحة للمشروع . ومعنى ذلك أن التغيرات التي تحدث في الأصول المتداولة تعتبر تغيرات في مكونات الأموال نفسها ، أما التغيرات في بقية عناصر الأصول وكل عناصر الخصوم ورأس المال فهي تغيرات تؤثر على نطاق الأموال ، فهي إما أن تكون مورداً أو استخداماً لها .

## ٥ - مفهوم الأموال كاجمالي الأصول :

إذا كان مفهوم الأموال كنقدية يعتبر أكثر المفاهيم تضييقاً لنطاق

الأموال ، فإن مفهوم الأموال كأجمالي الأصول أكثر منه المفاهيم توسيعاً لهذا النطاق . فطبقاً لهذا المفهوم تعتبر الأموال هي مقاييس القوة الشرائية الكامنة في اجمالي استثمارات المشروع أي في مجموع أصوله . ومن ثم تستفي كلية محاولات الفصل والتمييز بين عناصر الأصول على أساس درجة سيولتها ومدى اقترابها أو ابعادها عن النقدية . ولا تعتبر قائمة الأموال المعدة طبقاً لهذا المفهوم أكثر شمولاً فقط ، ولكنها في نفس الوقت أقل تعقيداً أيضاً .

والواقع أن عناصر الأصول في الميزانية العمومية للمشروع في لحظة زمنية معينة إنما هي انعكاساً للقرارات المالية المختلفة والمتجمعة اتخاذها الإدارة في الماضي . وينفس المنطق فإن صافي التغيرات في حسابات الأصول المختلفة بين ميزانيتين متاليتين يعكس أيضاً القرارات التي اتخذتها إدارة المشروع خلال الفترة الواقعية بين هاتين الميزانيتين . وإذا سلمنا بالنظر إلى الأصول المختلفة باعتبارها ممثلة لاستثمارات الأموال ، فإن الاستثمار الذي يظهر في الميزانية العمومية في صورة مخزون مثلاً ، إنما يعد أموالاً استوعبها حساب المخزون ومقبلة به في التاريخ المعين . ويزداد استيعاب المخزون للأموال إذا كان المشروع يعمل على بناء هذا المخزون خلال الفترة ، وفي هذه الحالة لا بد من توجيه المزيد من الأموال إلى المخزون إذا أراد الاحتفاظ بمثل هذا النوع من الأصول . أما إذا انخفض حساب المخزون فإن معنى ذلك الإفراج عن قدر من الأموال يمكن أن يوجه إلى استخدامات أخرى . ومن ثم يمكن القول بأن الأصل عند استيعابه للأموال وافراجه عنها يتشابه إلى حد كبير مع قطعة الاسفينج في استيعابها للماء وافراجها عنه ، ومعنى ذلك أن الأموال اللازمة لزيادة الاستثمار في أحد الأصول - مثل المخزون - يمكن الحصول عليها بتخفيض الاستثمار في أصل آخر (النقدية مثلاً) أو بزيادة أحد الخصوم (قرض مصرفي مثلاً) ، أو بزيادة رأس المال ، أو عن طريق حجز الأرباح واعادة الاستثمارها .

وقائمة الأموال التي تعد وفقاً لهذا المفهوم تتميز بالتركيز على أسباب

التغيرات في الأموال بدلًا من التركيز على التغيرات نفسها . وبهذه الكيفية فإن جميع التغيرات في الأصول تعتبر تغيراً في الأموال فيما عدا تلك التغيرات التي تحدث بناء على القيود الدفترية الداخلية . وبذلك يمكن توجيه الانتباه إلى أسباب التغيرات في الأصول نفسها بدلًا من تأثير هذه التغيرات على النقدية أو صافي الأصول المتداولة السريعة أو صافي رأس المال العامل أو إجمالي الأصول المتداولة كما هو الحال في المفاهيم الأخرى السابق استعراضها .

ويساعد هذا المفهوم مساعدة كبيرة في شرح وتحليل عمليات التبادل بما في ذلك التبادل غير النقدي والتي تشير صعوبات كبيرة في ظل المفاهيم الأخرى للأموال . ففي ظل هذا المفهوم لا تثير طبيعة وسيلة التبادل الفعلي أية خلافات أو صعوبات ملحوظة . وبذلك يمكن التخلص كلياً من مشكلة تحديد المقصود بنطاق الأموال ، لأن هذا النطاق تحدده جميع استثمارات المشروع الممثلة في مجموع أصوله . هذا بالإضافة إلى أن هذا المفهوم هو أبسط المفاهيم وأقلها تعقيداً وأكثرها وضوحاً . وأخيراً فإن قائمة الأموال التي تعد على أساسه تكون أكثر شمولاً من القوائم الأخرى وتقدم ملخصاً لكافحة الأنشطة المالية والتغيرات التي حدثت في المركز المالي . ولهذا كله فإن مفهوم الأموال كإجمالي الأصول هو المفهوم الذي سنقوم على أساسه باعداد قائمة الأموال .

## إعداد قائمة الأموال

يستلزم إعداد قائمة الأموال لسنة ما استخدام ميزانيتين عموميتين متتاليتين بالإضافة إلى حساب الأرباح والخسائر عن السنة الأخيرة . ولقد يتساءل البعض عن الحكمة في استخدام ميزانيتين عموميتين ، ولماذا لا يقتصر الأمر على الميزانية العمومية الأخيرة كما هو الحال بالنسبة لقائمة الدخل . الواقع أن السبب في ذلك يرجع إلى أن الميزانية العمومية تقدم معلومات عن

لحظة زمنية معينة ، بينما قائمة الدخل تبين ما حدث خلال فترة من الزمن . وبالتالي فإن حركة الأموال يمكن تحديدها في حساب الأرباح والخسائر لأنها تمثل في الواقع سلسلة من تدفقات الأموال . أما عناصر الميزانية العمومية فلا يمكنها أن تبين في حد ذاتها أية تغيرات أو تدفقات نظراً لأنها تمثل حالة سكون . وبالرغم من ذلك فعند مقارنة ميزانيتين عموميتين متاليتين يمكن التعرف على صافي التغيرات التي حدثت في كل عنصر من عناصر الميزانية العمومية خلال السنة المحاسبية المعينة .

ومن واقع قائمة الأرباح والخسائر والتغيرات التي حدثت في عناصر الميزانية العمومية يمكن إعداد قائمة أموال بطريقة سهلة بسيطة تتكون من الخطوات الثلاث الآتية :

١ - يحدد من قائمة الأرباح والخسائر صافي الأموال المتولدة من العمليات خلال السنة . ونلاحظ أن رقم صافي الربع المحاسبي الذي يظهر بقائمة الدخل لا يعبر بصورة كاملة عن الأموال المتولدة من عمليات المنشأة فهذا الرقم في الحقيقة هو الفرق بين إيرادات الفترة والمصروفات الازمة لتحقيق هذه الإيرادات . وتنطوي هذه المصروفات على بعض الأنواع التي لا تتطلب استخدام أموال حاضرة خلال الفترة وأهمها الأهلاك . وحتى يمكن لصافي الربع أن يعبر حقيقة عن الأموال المتولدة من العمليات فإن الأمر يتطلب تعديله . ويتم التعديل عن طريق إستبعاد المصروفات التي لا تستخدم أموالاً حاضرة من مجموع مصروفات الفترة .

٢ - تصنف صافي التغيرات في عناصر الأصول والخصوم وحقوق الملكية - من واقع الميزانية العمومية المقارنة - على أساس ما إذا كان كل تغير فيها يمثل مورداً للأموال أو إستخداماً لها . ومن ثم تنقسم التغيرات إلى قسمين هما :

(أ) القسم الأول ويمثل موارد الأموال ويتكون من الآتي :

التقص في الاصول .

الزيادة في الخصوم .

الزيادة في حقوق الملكية .

(ب) القسم الثاني ويمثل استخدامات الاموال ويكون من التغيرات الآتية :

الزيادة في الاصول .

التقص في الخصوم .

التقص في حقوق الملكية .

٣ - تضم نتائج الخطوتين السابقتين معاً للحصول على قائمة الأموال للسنة المعينة . وعند القيام بهذه الخطوة ينبغي التأكد من عدم إحتساب أحد العناصر أكثر من مرة واحدة . فمثلاً رقم صافي الأموال المتولدة من العمليات قد يجبر الكثير من تغيرات عناصر الميزانية العمومية كالتغيرات في الاحتياطيات ومحصص الإهلاك ، وفي هذه الحالة ينبغي استبعاد مثل هذه التغيرات من قائمة الأموال مع الإكتفاء برقم صافي الأموال المتولدة من العمليات .

### قائمة الأموال للشركة الصناعية المساهمة

وستقوم الآن بتطبيق الخطوات الثلاث السابقة على المثال الإيضاحي ( الشركة الصناعية المساهمة والتي سبق لنا دراسة قوائمها المالية دراسة مقارنة ) لغرض إعداد قائمة الأموال عن السنة المنتهية في ١٩٨٢/١٢/٣١ . وطبقاً للخطوة الأولى نرجع إلى الجدول رقم ( ٣ - ٣ ) فنجده أن صافي الربح بعد الضريبة عن السنة المنتهية في ١٩٨٢/١٢/٣١ يبلغ ٧٦٠ ٠٠٠ جنيه . ولكننا نلاحظ أن هناك مصروفات لا تستلزم أموالاً حاضرة تبلغ ٩٦٠٠٠ جنيه ، أي أن الأموال المتولدة من العمليات خلال السنة تبلغ ٨٥٦٠٠٠ ، هذا وقد بلغت الارباح الموزعة خلال هذه السنة ٣٤٠ ٠٠٠ جنيه .

ولا شك أن تدفقات الأموال من العمليات خلال عام ١٩٨٢ قد انعكست في التغيرات التي حدثت في الميزانية العمومية، وبالتالي فإن صافي الأموال المحتجزة في الشركة وهي ٥١٦٠٠ جنية (الأموال المتولدة من العمليات ٨٥٦٠٠٠ ناقصاً ٣٤٠٠٠ جنية توزيعات الأرباح) ينبغي أن تزيد حسابي الأرباح المحتجزة ومخصص الاعلاك بنفس المبلغ . وكما سبق القول يجب عدم احتساب مثل هذه الحسابات أكثر من مرة عند القيام بالخطوة الثالثة .

اما القيام بالخطوة الثانية فيستلزم من الرجوع إلى الجدول رقم (٣ - ١) . ومن العمود الثالث بهذا الجدول يمكن تصنيف التغيرات في عناصر الأصول والخصوم وحقوق الملكية إلى القسمين السابق ذكرهما كالتالي :

بآلاف الجنيهات		١ - موارد الأموال : النقص في الأصول :
٤٥٠		نقدية
٢٠٣		سندات حكومية
٥		أصول متعددة
الزيادة في الخصوم :		
٣٥٠		قرض مصرفي
١٩٢		موردون
٢٥٠		دائنوون مختلفون
١٧٥		مستحقات
الزيادة في حقوق الملكية :		
٤٢٠		رأس المال المدفوع
٢٠٦٥	—	أرباح محتجزة
		مجموع الموارد

## ٢ - استخدمات الأموال :

الزيادة في الأصول :

٨٧١	ذمم (صافي)
٦٠٧	مخزون
١٢	أصول ثابتة (صافي)
٣٥٠	استثمارات
	النقص في الخصوم :
٧٥	متداولة أخرى
١٥٠	قرض طويل الأجل
<u>٢٠٦٥</u>	<u>مجموع الاستخدامات</u>
<u>—</u>	

ويعد الانتهاء من تصنيف التغيرات في العناصر المختلفة للميزانية العمومية تبقى الخطوة الثالثة والأخيرة ألا وهي خصم نتائج الخطوتين الأولى والثانية معا بشرط التأكد من عدم الاحتساب المكرر . ولقد سبق وأن وجدنا أن الأموال المتولدة من العمليات تبلغ ٨٥٦٠٠ جنية وهذه تعتبر من موارد الأموال . أما توزيعات الأرباح وقدرها ٢٤٠ ٠٠ جنية فتعتبر من استخدامات الأموال . وظهور الأرقام السابقة في قائمة الأموال يعني احتفاء الزيادة في حسابي الأرباح المحتجزة ومخصص الأهلak .

وبالنسبة للأصول الثابتة فنجد زيادة صافية تبلغ ١٢٠٠٠ جنية فقط وذلك بعد خصم مخصص الأهلak . فإذا استبعدنا اهلاك السنة والذي يبلغ ٩٦٠٠٠ جنيه فنجد أن الأصول الثابتة في مجموعها قد زادت خلال السنة بمبلغ ١٠٨٠٠٠ جنيه . والرقم السابق يمثل الفرق بين الزيادة التي حدثت في حساب آلات ومعدات وبين النقص في حساب الاراضي ( ١١٨٠٠٠ - ١٠٠٠ ) . وتظهر الزيادة في الآلات والمعدات ضمن استخدامات الأموال ، بينما يظهر النقص في الاراضي ضمن موارد الأموال ، هذا مع احتفاء الزيادة

في مخصص الاعلاك من القائمة ، ويانتهاء هذه الخطوة يمكن إعداد قائمة الأموال بالصورة التي تظهر في الجدول رقم ( ٣ - ٥ ) .

ويتبين من استعراض قائمة الأموال السابقة أنها تتضمن جميع العناصر التي تمثل صافي تغيرات الأموال خلال الفترة . ويلاحظ أننا ذكرنا كلمة صافي التغيرات لكي يكون واضحاً كل الوضوح أن قائمة الأموال لا تحاول أن تصور كل تدفقات الأموال داخل المنشأة خلال الفترة ، ولكنها تعامل أساساً مع صافي تغيرات هذه الفترة . فمثلاً عند تحديد الأموال المتولدة عن العمليات يكتفي بأخذ صافي تدفقات الأموال من واقع قائمة الارباح والخسائر أي الفرق بين مجموع الإيرادات - باعتباره مورداً للأموال - وبين مجموع المصروفات التي تستلزم أموالاً حاضرة والذي يمثل إستخداماً للأموال . وكذلك الحال بالنسبة للكثير من تغيرات عناصر الميزانية . فمثلاً عندما تحصل الشركة على ائتمان مصرفي أو ائتمان تجاري بصفة مستمرة وتقوم بالسداد بصورة متكررة في نفس الوقت ، فإن قائمة الأموال لا تظهر سوى صافي التغير الذي حدث لهذه الحسابات خلال الفترة كلها .

وبالرجوع إلى المثال الذي استخدمناه للتوضيح نجد أن قائمة الأموال للشركة الصناعية المساعدة تقدم ملخصاً عن أنشطتها المالية وعملياتها التمويلية خلال السنة المنتهية في ٣١ ديسمبر ١٩٨٢ . فالقائمة تخبرنا أن الشركة احتاجت إلى أموال ضخمة تزيد قليلاً عن ٢,٥ مليون جنيه لمقابلة احتياجاتها المالية خلال هذه الفترة و يأتي في مقدمة هذه الاحتياجات الزيادة الكبيرة في حسابات الذمم والمخزون والتي ترجع بدورها إلى الزيادة الكبيرة في مبيعات الشركة ، ويليها الزيادة الواضحة في حساب الاستثمارات نتيجة لقيام الشركة بشراء المزيد من أسهم شركاتها التابعة . وتمثل الزيادات السابقة حوالي ٧٥٪ من الاحتياجات المالية للشركة ، أما الربعباقي فكان يتعلق بتوزيعات الارباح ، وسداد بعض الالتزامات وأهمها قسط القرض طويل الأجل ، وزيادة متواضعة في الآلات والمعدات .

الجدول رقم (٣ - ٥)  
**الشركة الصناعية المساهمة**  
**قائمة الأموال عن السنة الممتدة في ١٩٨٢/١٢/٣١**

موارد الأموال	بالألاف الجنيهات	بنسبة المئوية
أموال متولدة من العمليات	٨٥٦	٢٤,١
النفقات في الأصول :		
نقدية	٢٥٠	١٠,٠
سندات حكومية	٢٠٣	٨,٠
اراضي	١٠	٠,٤
شروعات	٥	٠,٢
	<u>٤٦٨</u>	<u>١٨,٦</u>
الزيادة في الخصوم :		
قرض مصرفي	٣٥٠	١٣,٩
مودعون	١٩٢	٧,٦
دائون مختلفون	٢٥٠	١٠,٠
مستحقات	١٧٥	٧,٠
	<u>٩٦٧</u>	<u>٣٨,٥</u>
الزيادة في حقوق الملكية :		
رأس المال	٢٢٠	٨,٨
مجموع موارد الأموال	<u>٢٥١١</u>	<u>١٠٠,٠</u>

وقد لجأت الشركة إلى عدة مصادر مختلفة لتمويل هذه الاحتياجات المالية . فالآموال المتولدة من عملياتها ساهمت في تمويل ما يزيد قليلاً عن ثلث الاحتياجات كما استخدمت جزءاً من نقديتها وكل سنداتها الحكومية

تابع الجدول رقم (٣ - ٥)  
**الشركة الصناعية المساهمة**  
**قائمة الأموال عن السنة المنتهية في ١٩٨٢/١٢/٣١**

بالنسبة المئوية	بألاف الجنيهات	
		استخدامات الأموال
١٣,٥	٣٤٠	توزيعات الارباح
		الزيادة في الأصول :
		ذمم
٣٤,٧	٨٧١	مخزون
٢٤,٢	٦٠٧	آلات ومعدات
٤,٧	١١٨	استثمارات
١٣,٩	٣٥٠	
<u>٧٧,٥</u>	<u>١٩٤٦</u>	
		التغير في الخصوم :
		متداولة أخرى
٣,٠	٧٥	قرص طويل الأجل
٦,٠	١٥٠	
<u>٩,٠</u>	<u>٩٢٥</u>	
<u><u>١٠٠,٠</u></u>	<u><u>٢٥١١</u></u>	مجموع استخدامات الأموال

لتمويل ١٨٪ من احتياجاتها المالية . أي أن الشركة اعتمدت على مصادرها الداخلية لتمويل حوالي ٥٢٪ من احتياجاتها . أما باقي الاحتياجات المالية فلقد تم تمويلها بواسطة مصادر خارجية تمثلت في الزيادة في الخصوم المتداولة - القرص المصرفي بصفة خاصة - والزيادة في رأس المال .

هذه صورة سريعة جداً للتغيرات المالية التي حدثت في الشركة السابقة خلال عام ١٩٨٢ أمكن تقديمها من مجرد النظر إلى قائمة أموالها . أما التحليل التفصيلي لهذه القائمة فإنه يتلزم المزيد من الدراسة والتعقب ..

ويتوقف نوع هذه الدراسة ومدى عمقها على هدف المحلول المالي ووجهة نظره .

## استخدام قائمة الأموال

إن قائمة الأموال السابقة تخدم أساساً الإدارة باعطائها المعلومات التي تجعلها قادرة على متابعة الخطة المالية الإجمالية للمنشأة . كما وأنها كأدلة تحليلية يمكن أن تقدم معلومات لها أهميتها بالنسبة لأمور متعددة منها :

- ١ - إظهار التغيرات المالية التي تعجز عن إظهارها القوائم المحاسبية التقليدية .
- ٢ - توضح جوانب القوة المالية للمنشأة وكذلك جوانب الضعف المالي فيها .
- ٣ - شرح أهمية الربح كمصدر للتمويل وتبين وظائفه .
- ٤ - مساعدة الإدارة على اتخاذ القرارات المالية .

والواقع أن استخدام قائمة الأموال لا يقتصر على إدارة الشركة وحدها ، ولكنها أيضاً ذات أهمية لكافحة المجموعات التي تهتم بالحالة المالية للمنشأة وفي مقدمتها البنوك والمقرضين والملاك ، ويزداد أهمية استخدام هذه القائمة في بلادنا لما تقدمه من معلومات تهتم بها المؤسسات العامة وغيرها من المستويات الإدارية العليا ، فقائمة الأموال التي تعدتها الشركة تساعدها المؤسسة العامة التي تشرف عليها في متابعة انشطتها المالية خلال الفترة ، أما القائمة المجمعية التي يمكن أن تعدتها المؤسسة العامة لكل شركاتها فتصبح أداة لتحليل الانشطة والتغيرات المالية التي حدثت في الصناعة المعينة خلال الفترة ، وبذلك يمكنها أن تعرف على معلومات خاصة بمجموعة شركاتها مثل : كيفية التصرف في الارباح ، التغير في الهيكل المالي ، التغير في هيكل رأس المال ، فضلاً عن مصادر الأموال والاستخدامات التي وجهت إليها .

# التحليل المالي

## التحليل المالي

يعتبر التحليل المالي بالنسبة المالية من أهم وأقدم وسائل التحليل المستخدمة في دراسة المركز المالي والاتساعي للمشروعات والحكم على نتائج أعمالها . وتقوم هذه الطريقة على أساس أن فحص أي رقم من أرقام القوائم المالية لا يدل في حد ذاته على شيء مهم ولا يقدم لنا معلومات مفيدة . ولكن تظهر أهمية هذا الرقم إذا قورن بغيره من الأرقام أو نسب إليها . فمثلاً رقم النقدية لوحده لا أهمية له ، ولكن دلالة هذا الرقم تصبح واضحة عند مقارنته بمجموع الأصول المتداولة ، أو بمجموع الأصول ، أو مجموع الخصوم المتداولة . ومن الناحية الأخرى إذا قلنا أن نسبة التداول هي ٣:١ مثلاً ، كان معنى ذلك أن مجموع الأصول المتداولة يبلغ ثلاثة أضعاف مجموع الخصوم المتداولة . وهذه النسبة تعطي صورة واضحة لمركز المنشأة المتداول ، ولا شك أن هذه الصورة أكثر أهمية من مجرد سرد الأصول المتداولة ورقم الخصوم المتداولة .

وعلى هذا الأساس تكون المنشأة في مركز مالي سليم إذا كان هناك تناسب بين مختلف أنواع الأصول والخصوم ، وأيضاً بين مختلف أنواع المصاروفات والإيرادات ، وهذا التناسب يختلف تبعاً لمرور الوقت وأيضاً تبعاً لطبيعة المشروع . وبالتالي يجب تتبع الإتجاهات ومراقبة التغيرات التي تحدث في المركز المالي للمشروع بمضي الوقت ، أي بعبارة أخرى مقارنة

النسبة بين سنة وأخرى . وكذلك ينبغي مقارنة العلاقة بين الأصول والخصوم ، والإيرادات والمصروفات بمثيلاتها في المشروعات المنافسة وبالمعايير الخاصة بفرع النشاط الذي تعمل فيه المنشأة موضوع الدراسة والتحليل .

## اختيار النسب المالية

عند تحليل المركز المالي والائتماني يمكن استخدام عدد ضخم من المعايير والنسب المالية المختلفة . ويمكن تقسيم هذه النسب المالية إلى عدة أقسام رئيسية . و اختيار إحدى هذه المجموعات دون الأخرى يتوقف على الغرض المقصود من التحليل . فمثلاً نجد أن الدائن الذي يمنع الائتمان قصير الأجل يركز إهتمامه على المجموعة التي تقيس المركز الجاري للمدين . وهذا يرجع إلى طبيعة القرض قصير الأمد ، وإلى حجمه الذي قد يكون أكبر نسبياً من التدفق الجاري للأموال من صافي الإيرادات وبالتالي تصبح الربحية أقل أهمية من أصول المدين المتداولة . وعلى النقيض من ذلك نجد أن الدائن الذي يقدم القروض طويلة الأمد يضع جل اهتمامه إلى القوة الإيرادية للمدين بدلاً من الاهتمام بالأصول المقدمة كضمان . فالإيرادات الحاضرة والمستقبلة تؤثر على التقديرات الخاصة بالإيرادات المستقبلة تلك الإيرادات التي يهتم بها المستثمر الذي يقدم للمنشأة أموالاً طويلة الأجل .

مما سبق ، يتضح لنا وجود أسباب منطقية تستدعي استخدام نوع معين من النسب المالية عند تحليل رقم معين . يضاف إلى ذلك أن أنواع البيانات والمعلومات المتوفرة تحدد أحياناً طبيعة التحليل . فالمدير المالي ، على سبيل المثال يمكنه الحصول على جميع الأرقام والمعلومات الخاصة بالعمليات الداخلية للمنشأة ، تلك البيانات التي لا يمكن للمحلل الخارجي الحصول عليها .

والمدير المالي نفسه قد يجد عند قيامه بالتحليل أنه من الأفضل دراسة الأوجه المختلفة لعمليات المنشأة على انفصال ، نظراً لأن نتيجة كل تحليل تستخدم لأغراض متنوعة بواسطة مجموعات مختلفة من الإداريين داخل المنشأة . فمثلاً نلاحظ أن الادارة العليا للمشروع لا تهتم بصفة عامة بالتحليل التفصيلي ، لأن أغراضها تستدعي من التحليل أن يكون مصمماً بطريقة تبين حالة النشاط كله . أما المدير المالي فإذا كان مهتماً بحالة السيولة للمنشأة ، فإن التحليل ينبغي أن يظهر المعدل الذي يتحرك به رأس المال العامل خلال عمليات المشروع . أما لو كان الهدف من التحليل هو معرفة العلاقة بين رأس المال الممتنع ورأس المال المقترض فإن الدراسة ينبغي أن تقتصر على هيكل رأس المال .

وبالرغم من تنوع وتعدد مداخل التحليل المالي ، إلا أنه من الممكن تصنيف النسب المالية إلى أربع مجموعات رئيسية هي :

- ١ - نسب السيولة .
- ٢ - نسب النشاط .
- ٣ - نسب رأس المال .
- ٤ - نسب الربحية .

وتنطوي كل مجموعة من المجموعات السابقة على عدد ضخم من العلاقات المحتملة . وقائمة النسب المالية التي سنقوم بمناقشتها تقف موقفاً وسطياً بين القائمة الشاملة التي تتكون من عدد ضخم من النسب المالية والتي يمكن استخدامها في جميع المواقف والحالات ، وبين القائمة المحددة التي تقتصر على عدد محدود جداً من النسب المالية التي تتناسب حالة معينة .

#### **مثال إيضاحي :**

يبين الجدول رقم ( ٤ - ١ ) ميزانية عمومية ايضاحية ، بينما يمثل الجدول رقم ( ٤ - ٢ ) قائمة ايضاحية للأرباح والخسائر . ويلاحظ أن هاتين

الجدول رقم (٤ - ١)  
الميزانية العمومية الإيضاحية في ٣١/١٢/...

الخصوم ورأس المال	الأصول
٢٢٠٠٠ موردون	١٠٠٠٠ نقديّة
٣٠٠٠ بنوك	٣٠٠٠٠ استثمارات مؤتقة
٨٠٠٠ مستحقات	٤٠٠٠٠ فم
٦٠٠٠٠ مجموع الخصوم المتداولة	٦٠٠٠٠ مخزون سلي
١٤٠٠٠٠ مجموع الأصول المتداولة	١٤٠٠٠٠ أصول ثابتة
١٤٠٠٠٠ قرض طويل الأجل	١٢٠٠٠٠ رأس المال المدفوع
٨٠٠٠٠ ارباح محجوزة	١٠٠٠٠ نقص الاستهلاك
	٤٠٠٠٠ صافي الأصول الثابتة
	<u>٤٠٠٠٠</u>

الجدول رقم (٤ - ٢)  
قائمة إيضاحية للأرباح والخسائر عن السنة المنتهية في ٣١/١٢/...

المبيعات ( كلها آجلة )	
٦٠٠٠٠	تكلفة المبيعات
٥١٦٠٠٠	
<u>٨٤٠٠٠</u>	مجمل ربع العمليات
	نفقات العمليات :
١٤٤٠٠	مصاريف بيع وتوزيع
١٨٠٠٠	مصاريف ادارية وعمومية
<u>٥٦٠٠</u>	مصاريف تشغيلية أخرى
<u>٣٨٠٠٠</u>	
٤٦٠٠٠	صافي ربع العمليات
	إيرادات غير متعلقة بالعمليات
٣٠٠٠	إيرادات واستثمارات وايجارات
<u>٤٩٠٠٠</u>	
	نفقات غير متعلقة بالعمليات :
٩٠٠٠	فوائد بنوك وقرض
<u>٤٠٠٠٠</u>	صافي الربح

القائمتين تمتازان بالبساطة والخلو من التعقيد ، ولكنهما في نفس الوقت يحتويان على الأرقام والمعلومات التي تمكنا من إظهار نوع التحليل المالي الذي له أهمية من وجهة نظر الإدارة المالية .

## أولاً : نسب السيولة

تهدف هذه المجموعة من النسب إلى تحليل وتقييم مركز رأس المال العامل ، والتعرف على درجة تداول عناصره . والغرض الأساسي من التحليل هو الحكم على مقدرة المنشأة في مقابلة التزاماتها الجارية . ويجب دفع الإلتزامات الجارية من الأصول النقدية (النقدية وشبه النقدية أي الاستثمارات المؤقتة ) ، أو التدفق العادي للنقدية الناتج عن المبيعات النقدية وتحصيل الذمم . ومن ثم يصبح من الضروري الإحتفاظ بمقادير كافية من الأصول سريعة التداول تفوق مقدار الخصوم المتداولة حيث أن الأمر يحتاج لفترة زمنية قد تطول لتحصيل الذمم وتحويل المخزون السلعي إلى نقدية .

وأول خطوة في هذه المرحلة ترمي إلى دراسة صافي رأس المال العامل أي الفرق بين مجموع الأصول المتداولة ومجموع الخصوم المتداولة . ومن المثال الإيضاحي نجد أن صافي رأس المال العامل =  $١٤٠٠٠٠ - ٦٠٠٠٠ = ٨٠٠٠$  جنيه . وهذا المبلغ في حد ذاته لا يمكننا من الحكم على كفايته أو عدم كفايته ، ومن ثم فلا بد من التحليل الأكثر دقة وعمقاً .

### ١ - نسبة التداول

وهي عبارة عن نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة . وهي من أقدم النسب وأوسعها انتشاراً ، وتستخدم كاختبار أولى وجوهري لمقدرة المشروع على مقابلة التزاماته الجارية بسرعة وبدون صعوبات . ولقد جرى العرف على اعتبار ٢ : ١ نسبة التداول النموذجية . ولكن من الخطأ استخدام هذا الحد الأدنى للحكم على كفاية رأس المال العامل بدون دراسة حالة

المنشأة المعينة . ويرجع ذلك إلى أن مقدار رأس المال العامل وحجم نسبة التداول نفسها يتوقفان على عدد كبير من العوامل المختلفة . وليس من الغريب أن توفر لمنشأة ما هذه النسبة النموذجية ومع ذلك نجدها في حالة إعسار مالي . وبالتالي لا يمكن وضع نسبة تداول معينة واعتبارها نسبة نموذجية لكل أنواع المشروعات .

وعند مقارنة مقدرة المنشأة على مقاولة التزاماتها المتداولة يفترض أحياناً أن المنشأة التي لديها مقدار أكبر من صافي رأس المال العامل تتمتع بسيولة أكبر وبالتالي بمقدرة أعظم على الدفع . ولكن مثل هذا الافتراض كثيراً ما يكون بعيداً عن الصحة لأن قياس السيولة هو العلاقة بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة وليس الفرق بينهما . ومن ثم فإن نسبة التداول وليس مقدار صافي رأس المال العامل هو مقياس القدرة على سداد الإلتزامات الجارية .

$$\text{نسبة التداول} = \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{١٤٠٠٠}{٦٠٠٠} = ٢,٣ : ١$$

وتعتبر النسبة السابقة مرضية بمقارتها بالنسبة النموذجية ٢ : ١ ، وتشير نسبة تداول ٢,٣ إلى أن المنشأة ما زالت في مقدرتها دفع التزاماتها الجارية بالكامل حتى إذا لم تتمكن إلا من تحقيق ٤٢,٩ % من قيمة أصولها المتداولة .

## ٢ - نسبة السيولة

وهي عبارة عن نسبة الأصول سريعة التداول إلى الخصوم المتداولة . وللوصول إلى هذه النسبة ينبغي تقسيم الأصول المتداولة إلى نوعين (١) أصول سريعة التداول كالنقدية والاستثمارات المؤقتة والذمم . و(٢) أصول متداولة أقل سيولة ويمثلها المخزون السلعي . وسبب إستبعاد المخزون السلعي يرجع إلى أنه يحتاج لفترة زمنية حتى يمكن بيعه ، كما أن هناك احتمالاً في عدم التمكن من بيعه بالمرة .

وتعتبر النسبة ١:١ أقل نسبة نمطية للحكم على المركز الجاري للمشروع . ومرة أخرى نكرر القول بأنه لا يمكن اعتبار رقم معين كنسبة نموذجية نظراً لاختلاف الظروف من سنة لأخرى ، وأيضاً من صناعة لأخرى . ومن ثم يجب دراسة كل حالة على حدة وبالتفصيل لأن من المحتمل أن يكون الجزء الأكبر من الدعم غير سائل .

نسبة السيولة =

$$\frac{\text{الأصول السريعة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{\text{الأصول المتداولة - المخزون السلعي}}{\text{الخصوم المتداولة}}$$

$$1:1,3 = \frac{80000}{60000} = \frac{60000 - 14000}{60000} =$$

وبمقارنة النسبة السابقة ١:١,٣ مع النسبة النموذجية ١:١ نجد أن نسبة المنشأة جيدة . ويعرف المدير المالي من واقع النسبة أعلاه أنه لو تمكّن من بيع الاستثمارات المؤقتة بقيمتها الدفترية بالإضافة إلى تحصيل الدعم لأمكنته سداد جميع الالتزامات الجارية بدون الحاجة إلى المساس بالمخزون السلعي .

### ٣ - نسبة السيولة السريعة

وهي عبارة عن نسبة النقدية وشبه النقدية (السندات الحكومية) إلى الخصوم المتداولة . وتقدم هذه النسبة مقياساً للسيولة لا يأخذ في الإعتبار الدعم والمخزون السلعي . أو بعبارة أخرى ، يقتصر هذا المقياس على الأصول المتداولة التي تمتاز بعدم تعرضها تقريباً لأي إنكماش في القيمة عند التصفية . والنسبة النموذجية هنا هي ١:١ أي نفس النسبة المستخدمة في حالة نسبة السيولة .

$$\frac{\text{نسبة السيولة السريعة} + \text{شبه النقدية}}{\text{الخصوم المتداولة}} =$$

$$= \frac{٤٠٠٠٠}{٦٠٠٠٠} = \frac{٣٠٠٠٠}{٦٠٠٠٠} = \frac{١٠٠٠}{٦٠٠٠}$$

ولا شك أن نسبة السيولة السريعة تعتبر مقياساً للسيولة أكثر تشدداً من نسبة السيولة . والنسبة أعلاه ، ٦٧٪ : ١ تبين للمدير المالي بكل وضوح أنه يجب عليه تحصيل جزء من الذمم أو بيع بعض المخزون السلعي حتى يمكن من سداد كل التزاماته الجارية .

#### ٤ - سرعة دوران النقدية

وهي عبارة عن خارج قسمة المبيعات السنوية على النقدية زائد شبه النقدية . وتبيّن هذه النسبة عدد المرات التي تدورها النقدية عند قيام المنشأة بعملياتها خلال السنة . وترجع قيمة هذا المقياس إلى اهتمامه بدافع المعاملات عند حيازة النقدية فارتفاع سرعة الدوران يعني الاستخدام الفعال للنقدية لتسهيل المعاملات المختلفة .

وليس هناك نسبة نمودجية لسرعة دوران النقدية ، ولذا ينبغي القيام بالمقارنات بين المنشأة وبين المنشآت المماثلة . يضاف إلى ذلك أن التغيرات التي تحدث لهذه النسبة خلال السنين تقدم للمدير المالي مقياساً للكفاية في استخدام النقدية .

$$\text{سرعة دوران النقدية} = \frac{\text{المبيعات السنوية}}{\text{النقدية} + \text{شبه النقدية}} = \frac{٦٠٠٠٠}{٤٠٠٠٠} = ١٥ \text{ مرة}$$

#### ٥ - نسبة المخزون إلى صافي رأس المال العامل

وتظهر هذه النسبة هذا الجزء من صافي الأصول المتداولة الذي يتمثل

في المخزون السلعي . والغرض من إيجاد العلاقة بين المخزون وصافي رأس المال العامل هو الإشارة إلى الخسارة المحتملة للمنشأة نتيجة لانخفاض في قيم المخزون ومن ثم فإن انخفاض هذه النسبة يعتبر في صالح المنشأة.

$$\frac{\text{نسبة المخزون}}{\text{إلى صافي رأس المال العامل}} = \frac{\text{المخزون}}{\text{الأصول المتداولة - الخصوم المتداولة}}$$

$$\% 75 = \frac{60000}{80000} = \frac{60000}{60000 - 14000} =$$

## ٦ - التوزيع النسيبي لعناصر الأصول المتداولة

للحصول على هذا التوزيع يتم تحويل كل أصل من الأصول المتداولة إلى نسبة مئوية من مجموع الأصول المتداولة ، وبهذه الطريقة تظهر الأهمية النسبية لكل أصل من الأصول المتداولة ، وكذا لكل من الأصول السريعة والأصول البطيئة ، وهذا التوزيع يعتبر عملاً مكملاً للنسب المالية السابق مناقشتها . ومع بقاء الأشياء الأخرى على حالها تزداد مقدرة المنشأة على التزاماتها الجارية بيسر وسهولة كلما ارتفعت نسبة ما تملكه من الأصول سريعة التداول .

ويظهر في الصفحة التالية التوزيع النسيبي لعناصر الأصول المتداولة للمثال الإيضاحي وذلك من واقع الجدول رقم (٤ - ١) .

## ثانياً : نسب النشاط

وتقيس نسب النشاط مدى فاعلية استخدام الموارد المالية داخل المنشأة . وتختص إحدى نسب النشاط بتحليل استخدام الموارد الإجمالية

%	جنيه	
٧,١٤	١٠٠٠	نقدية
<u>٢١,٤٣</u>	<u>٣٠٠٠</u>	استثمارات مؤقتة
٢٨,٥٧	٤٠٠٠	مجموع النقدية وشبه النقدية
<u>٢٨,٥٧</u>	<u>٤٠٠٠</u>	ذمم
٥٧,١٤	٨٠٠٠	مجموع الأصول سريعة التداول
<u>٤٢,٨٦</u>	<u>٦٠٠٠</u>	المخزون السلعي
<u><u>١٠٠,٠٠</u></u>	<u><u>١٤٠٠٠</u></u>	مجموع الأصول المتداولة

للمنشأة ، وهذه النسبة هي نسبة المبيعات إلى مجموع الأصول والتي تعتبر المقاييس المركزي في بعض نظم الرقابة المالية . ولكن بالإضافة إلى ذلك ، فإن المقاييس المركزي يستخدم أيضاً في تحليل مدى كفاءة استخدام العناصر التي تكون مجموع الأصول ، باعتبار أن نسب النشاط مع درجة المتابعة بالملكية التي تستخدمها المنشأة ، يعتبران من العوامل الرئيسية في تحديد الربحية .

## ١ - معدل دوران مجموع الأصول

وتحسب هذه النسبة عن طريق قسمة صافي المبيعات السنوية على مجموع الأصول . وليس هناك معدل نمطي يمكن لجميع المنشآت استخدامه ، بل يختلف هذا المعدل من صناعة لأن أخرى ، ولذا ينبغي القيام بعملية المقارنة . فإذا وجد أن معدل المنشأة أعلى بكثير من معدل الصناعة التي تتبع إليها ، فإن ذلك يشير إما إلى نقص الاستثمار في الأصول أو الاستغلال الكبير لهذه الأصول . أما في حالة انخفاض معدل المنشأة عن معدل الصناعة ، فإن ذلك يعتبر دليلاً على عدم استغلال الأصول أي أن هناك زيادة لا لزوم لها في الاستثمار في الأصول .

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

$$= \frac{60000}{40000} = 1,5 \text{ مرة}$$

## ٢ - معدل دوران الأصول العاملة

ويعتبر هذا المعدل أفضل من سابقه في حالة وجود بعض الأصول التي لا تشتراك في العمليات والنشاط العادي للمنشأة . فإذا افترضنا أن الأصول الثابتة التي تظهر في الميزانية العمومية الإيضاحية تشتمل على مبني تقوم الإدارية باليجاره للغير وتبلغ قيمته الدفترية ٣٥٠٠٠ جنيه ، فإن الأصول العاملة ستكون ٣٦٥٠٠ جنيه .

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

$$= \frac{60000}{36500} = 1,6 \text{ مرة}$$

ولقد سبق لنا الكلام عن معدل دوران الأصول العاملة عند مناقشة موضوع القوة الإيرادية . وان استبعاد الأصول التي لا تشتراك في العمليات من الصورة يزيد من قدرة هذا المعدل على الحكم على مدى استغلال أصول المنشأة في نشاطها . وفي حالة عدم وجود أصول لا تشتراك في العمليات فإن معدل دوران الأصول العاملة يكون هو نفسه معدل دوران مجموع الأصول .

## ٣ - معدل دوران الأصول الثابتة

تقيس نسبة المبيعات إلى الأصول الثابتة معدل دوران الأصول الرأسمالية ، وهذا المعدل يشبه سابقيه إلى حد كبير . فارتفاع معدل المنشأة

بمقارنته بمعدل الصناعة يعني شدة استغلال المنشأة لأصولها الثابتة مما قد يعني ضرورة زيادة الاستثمار في مثل هذا النوع من الأصول . أما لو كان المعدل منخفضاً جداً ، فإنه عادة ما يعني الاستثمار الزائد عن الحاجة في الأصول الثابتة . وعلى المدير المالي أن يقف في وجه الاقتراحات الخاصة بشراء أصول رأسمالية إضافية إلا إذا كان هناك من الأدلة القوية ما يشير إلى زيادة كبيرة في المبيعات المقبلة .

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

$$= \frac{٦٠٠٠٠}{٢٩٠٠٠} = ٢,٣ \text{ مرة}$$

#### ٤ - معدل دوران الأصول المتداولة

ويحسب هذا المعدل عن طريق قسمة صافي المبيعات على مجموع الأصول المتداولة . وكما هو واضح فإن هذا المعدل يعتبر مكملاً للمعدلات الثلاثة السابقة ، ولكنه يركز على مدى استخدام الأصول المتداولة لتوليد المبيعات . ونظراً لعدم وجود معدل نمطي فيجب مقارنته بمعدل الصناعة كما هو الحال بالنسبة للمعدلات السابقة .

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

$$= \frac{٦٠٠٠٠}{١٤٠٠٠} = ٤,٣ \text{ مرة}$$

#### ٥ - معدل دوران الذمم

وهو عبارة عن نسبة صافي المبيعات للأجلة إلى إجمالي الذمم ( أي قبل

طرح مخصص الديون المشكوك فيها). والغرض من هذا المعدل هو قياس سبولة الذم ، أي مقدرة المشروع على تحصيل ذممه من حسابات مدينة وأوراق قبض . ولا شك أنه من الأفضل استخدام متوسط الارصدة الشهرية للذم بدلاً من رصيد آخر المدة ، لأن هذا يقلل من أثر التغيرات الموسمية على رصيد الذم ، والذي قد يؤثر عليها بالزيادة أو النقص . كما يلاحظ ضرورة التتحقق من أوراق القبض المخصومة ، إذ أن عملية الخصم تؤدي إلى نقص رصيد الذم ، ولا يخفى عنا أن خصم الاوراق التجارية لا يضمن سداد قيمتها في ميعاد الاستحقاق . ويجب عدم طرح مخصص الديون المشكوك فيها من الذم حتى لا تعطي فكرة تحصيل جزء أكبر من الذم .

وإذا كان المعدل السنوي لدوران الذم ٦ مرات ، فهذا يعني أنه في المتوسط سيتم تحصيل ذمم اليوم بعد شهرين ، أما اذا كان معدل الدوران ٤ مرات ، ينبغي علينا أن ننتظر في المتوسط ثلاثة شهور حتى تعود أموالنا المستحمة في الذم . وهناك طريقة بديلة تقدم لنا نفس النوع من المعلومات وهي متوسط فترة التحصيل . ويمكن تحديد هذا المتوسط عن طريق قسمة اجمالي الذم على متوسط المبيعات الأجلة اليومية .

$$\text{معدل دوران الذم} = \frac{\text{صافي المبيعات الأجلة}}{\text{اجمالي الذم}} = \frac{60000}{40000} = 15 \text{ مرة}$$

$$\text{متوسط فترة التحصيل} = \frac{\text{اجمالي الذم} \times 360}{\text{صافي المبيعات الأجلة}}$$

$$= \frac{360 \times 40000}{60000} = 24 \text{ يوما}$$

ولتقسيم متوسط فترة التحصيل للمنشأة ، ينبغي اجراء مقارنة مع الشروط التي تبيع بها المنشأة بضائعها . فمثلاً . اذا كانت المنشأة تبيع على أساس صافي ٣٠ يوماً ، فان متوسط فترة التحصيل وهو ٢٤ يوماً يعتبر ممتازاً .

## ٦ - معدل دوران المخزون السلعي :

وهو عبارة عن خارج قسمة تكلفة البضاعة المباعة على رصيد مخزون البضاعة الجاهزة في آخر المدة . ولا شك أنه من الأفضل استخدام متوسط الأرصدة الشهرية للمخزون بدلاً من رصيد آخر المدة الذي غالباً ما يتاثر بالتغييرات الموسمية مما يسبب ارتفاعه أو انخفاضه . وهذا المقياس يساعد على معرفة سرعة تدفق الأموال خلال المخزون السلعي ومدى حداثة المخزون أو قدمه . ورقم معدل الدوران يعطينا فكرة عما إذا كان المخزون مناسباً أو أقل أو أكثر من اللازم وذلك بالنسبة لحجم مبيعاتنا . يضاف إلى ذلك أنه يعتبر من أهم المقاييس التي تستخدم للحكم على كفاءة إدارة التسويق . وبؤدي ارتفاع هذا المعدل إلى استثمار المنشأة لأموال أقل في المخزون الخاص بحجم معين من المبيعات . وحيث أن الاستثمار في المخزون لا يحقق ربحاً طيلة مدة التخزين ، لذلك تعمل الإدارة على زيادة هذه النسبة . ولكن يجب أن تأخذ في الحسبان أن ارتفاع هذا المعدل قد لا يكون دليلاً على المقدرة والكفاءة . بل قد يكون لسبب آخر هو عدم كفاية رأس المال العامل مما يؤدي إلى نقص المخزون عما ينبغي أن يكون عليه .

ولا يوجد معدل دوران نمطي للمخزون السلعي ، فهذا المعدل يتوقف إلى حد كبير على طبيعة الصناعة وعلى سياسات البيع التي تتبعها المنشأة . ومن ثم فعند استخدام هذا المقياس لا بد من القيام بالمقارنات مع أرقام الصناعة وكذا مع أرقام المنشأة الخاصة بالسنوات الماضية . وفي مثالنا الإيجابي الخاص بمنشأة للتجارة لا يوجد إلا نوع واحد من المخزون السلعي وهو بضاعة جاهزة وكذا ليس أمامنا إلا المعلومات الخاصة بسنة واحدة ، وبالتالي لا يمكننا استخدام متوسط المخزون بل لا بد من استخدام رصيد المخزون في نهاية المدة .

$$\text{معدل دوران المخزون السلعي} = \frac{\text{تكلفة البضاعة المباعة}}{\text{رصيد المخزون السلعي}}$$

$$= \frac{٥١٦٠٠٠}{٦٠٠٠٠} \text{ مرة ٨,٦}$$

وبنفي مقارنة المعدل السابق مع معدلات المنشآت المماثلة في نفس الصناعة وكذا مع معدلات المنشآة في السنوات السابقة . فإذا كان المعدل يدل أنه منخفض بينما اتجاهات المبيعات مرضية ، فإن المدير المالي يعرف أن المخزون مرتفع ارتفاعاً كبيراً وبالتالي يبدأ في تحليل الحالة لكي يتمكن من القيام بالأعمال التصححية .

### ثالثاً - نسب رأس المال

وتقيس نسب هذه المجموعة مدى مساهمة كل من الملاك والدائنين في تمويل المشروع . فإذا ساهم الملاك بنصيب صغير في التمويل الكلي للمنشأة ، فإن معظم الأخطار يقوم الدائnen بتحملها . واتجاه أصحاب المشروع إلى الاقتراض لتمويل العمليات يمنحهم ميزة السيطرة على المنشأة بأقل استثمار ممكن ، وهذا ما يطلق عليه تعبير المتاجرة بالملكية . وكما سترى في فصل قادم ، فإن المتاجرة بالملكية إذا نجحت تؤدي إلى تضخم الأرباح التي يحصل عليها الملاك ، ولذا نجد أن تأثيرها على الربحية يكون أعظم أهمية من تأثير السيولة . فالمنشأة التي تتسع بنجاح في المتاجرة بالملكية تنجح في زيادة الأرباح رغم أن سيولتها قد تكون مرتفعة حسب ما تظهره نسبة تداولها .

#### ١ - نسبة الاقتراض إلى حق الملكية

وتقيس هذه النسبة التزامات المنشأة نحو دائنيها وعلاقتها بالأموال التي يقدمها الملاك . ويقصد بالإقتراض الخصوم المتداولة وكل من القروض

متوسطة و طويلة الأجل . أما أموال الملكية فنقصد بها رأس المال المدفوع والاحتياطيات الرأسمالية والإيرادية والأرباح المحجوزة وكذا كل المخصصات التي تمثل أرباحاً محتجزة .

ويفضل الدائتون أن تكون المنشأة المدينة متمتعة بنسبة معتدلة للاقتراض إلى الملكية فانخفاض هذه النسبة يؤدي إلى زيادة الوقاية التي يتمتع بها الدائتون ضد خطر الخسارة في حالة التصفية . وبصفة عامة ففي الشركات الصناعية ، يرغب الدائتون ألا تقل مساهمة الملاك في أموال المشروع عن النصف . ومن ثم يمكن القول أن الحد الأقصى لهذه النسبة في الميدان الصناعي هي  $1:1$  أي  $100\%$  .

$$\text{نسبة الاقتراض إلى حق الملكية} = \frac{\text{الاقتراض}}{\text{حق الملكية}}$$

$$\frac{140000 + 60000}{80000 + 120000} =$$

$$= \frac{200000}{200000} =$$

## ٢ - نسبة الخصوم المتداولة إلى حق الملكية

وتبين هذه النسبة العلاقة بين مقدار الأموال الذي يقدمه أصحاب المشروع ومقدار الأموال الذي يأتي عن طريق الالتزامات الجارية . فإذا لم يقم الملاك بوضع أموال كافية في المشروع ، فإن المصادر طويلة الأجل للأموال لن تكون على استعداد لتعريف نفسها للأخطار ، وبالتالي تكون المنشأة مجبرة على استخدام التمويل قصير الأجل إلى مدى كبير ، ومن ثم تصبح نسبة الخصوم المتداولة إلى حق الملكية كبيرة .

$$\text{نسبة الخصوم المتداولة إلى حق الملكية} = \frac{60000}{200000} \% 30 =$$

### ٣ - نسبة الأصول الثابتة إلى حق الملكية

وتظهر هذه النسبة إلى أي مدى تستمر أموال المالك في الأصول ذات معدل الدوران المنخفض نسبياً . ويساعد هذا المقياس الإدارية على تحديد نوع التمويل الذي تستخدمه في المستقبل . فمثلاً في المثال الإيضاحي نجد أن هذه النسبة تبلغ ١٣٠٪ ، أي أن الأصول الثابتة تصل إلى ١٣٠٪ من حق الملكية ، وبالتالي يجد المدير المالي أنه من الضروري تمويل الأصول الرأسمالية الجديدة عن طريق زيادة رأس المال المدفوع أو حجز الأرباح أي عن طريق الملكية وليس الإقراض .

$$\text{نسبة الأصول الثابتة إلى حق الملكية} = \frac{٢٦٠٠٠}{٤٠٠٠٠} = ١٣٠٪$$

### ٤ - نسبة الأصول المتداولة إلى الاقتراض

وتبين هذه النسبة العلاقة بين الأصول المتداولة وبين مجموع التزامات المنشأة . وأهمية هذا المقياس ترجع إلى أن سداد القروض يستلزم استخدام النقدية . ومن ثم فإن المنشأة التي تملك نسبة مرتفعة من الأصول المتداولة بالقياس إلى مجموع مطلوباتها تكون في مركز أفضل من المنشأة ذات النسبة المنخفضة . فغالباً ما تتحمل الشركة خسائر كبيرة عند تصفية وبيع أصولها الثابتة وذلك بعكس الحال فيما يتعلق بالأصول المتداولة .

$$\text{نسبة الأصول المتداولة إلى الاقتراض} = \frac{١٤٠٠٠}{٢٠٠٠٠} = ٧٠٪$$

### رابعاً : نسب الربحية

إن ربحية المشروع ما هي إلا نتيجة لعدد كبير من السياسات المختلفة التي تستخدم في جميع نواحي المنشأة . ولهذا السبب تستخدم عدة مقاييس

للربحية نظراً لأن أي مقياس معين قد يتأثر إلى حد كبير بخصائص الصناعة أو بالطرق المحاسبية التي تستخدم في الظروف والأحوال المعينة ، وينبغي قياس كل من أرباح العمليات وصافي الربح حتى يمكن التمييز بين السياسات التشغيلية والسياسات المالية .

### ١ - تحليل عناصر قائمة الأرباح والخسائر :

إن أبسط وأسهل وسيلة للبدء في تحليل أرباح المنشأة هي القيام بتحويل عناصر قائمة الأرباح والخسائر إلى نسب مئوية من المجموع الأساسي وهو صافي المبيعات .

١٠٠ , ٠	صافي المبيعات
<u>٨٦ , ٠</u>	تكلفة المبيعات
<u><u>١٤ , ٠</u></u>	مجمل ربح العمليات
	نفقات العمليات :
٢ , ٤	مصاروفات بيع وتوزيع
٣ , ٠	مصاروفات إدارية وعامة
<u>٠ , ٩</u>	مصاروفات أخرى
<u><u>٦ , ٣</u></u>	صافي ربح العمليات
<u><u>٧ , ٧</u></u>	ايرادات غير متعلقة بالعمليات :
٠ , ٥	ايراد استثمارات وايجارات
<u><u>٨ , ٢</u></u>	مصاروفات غير متعلقة بالعمليات :
<u><u>١ , ٥</u></u>	فوائد بنوك وقروض
<u><u><u>٦ , ٧</u></u></u>	صافي الربح

## ٢ - نسبة مجمل ربح العمليات الى المبيعات :

ويطلق على هذه العلاقة أيضاً اسم حافة مجمل العمليات Gross operating margin ، وهذه النسبة تهتم بقياس مدى كفاءة الإدارة في التعامل مع العناصر التي تكون تكلفة مبيعاتها ، وليس هناك معيار نمطي يمكن استخدامه للحكم على هذه النسبة ، ومن ثم لا بد من إجراء المقارنات مع نسب الشركة في السنوات السابقة ، وكذلك مع نسب المنتشات الأخرى في نفس الصناعة .

$$\text{حافة مجمل العمليات} = \frac{\text{مجمل ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$\% ١٤ = \frac{٨٤٠٠٠}{٦٠٠٠٠٠} =$$

## ٣ - نسبة صافي ربح العمليات الى المبيعات

وهذه النسبة التي تعرف أيضاً بحافة صافي العمليات Net operating Margin تعتبر مكملة للنسبة السابقة ، ولكنها لا تقتصر الاهتمام على عناصر تكلفة المبيعات بل تم اهتمامها لكي تشمل كل عناصر التكاليف والمصروفات المتعلقة بقيام المنشأة بعملياتها وهي أيضاً تبين مدى انخفاض سعر بيع الوحدة قبل أن تتحمل المنشأة خسائر . وكالنسبة السابقة ينبغي مقارنتها مع نسب السنوات السابقة ومع نسب الصناعة التي تتنمي اليها المنشأة .

$$\text{حافة صافي العمليات} = \frac{\text{صافي ربح العمليات}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$\% ٧,٧ = \frac{٤٦٠٠٠}{٦٠٠٠٠} =$$

#### ٤ - نسبة صافي الربح إلى المبيعات

وحافة المبيعات Sales margin هي عبارة عن نسبة صافي الربح إلى صافي المبيعات . وهذه النسبة من نفس نوع النسبتين السابقتين ، وتبين إلى أي مدى يمكن أن ينخفض سعر بيع الوحدة قبل أن تتحمل المنشأة خسارة شاملة . وتقسيم هذه النسبة يتلزم أيضاً المقارنة مع نسب السنوات السابقة لنفس المنشأة ومع نسب المنشآت الأخرى في نفس الصناعة ، وكذلك مع نسب المنشآت في الصناعات الأخرى .

$$\text{حافة المبيعات} = \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}}$$

$$\% ٦,٧ = \frac{٤٠٠٠}{٦٠٠٠٠} =$$

#### ٥ - نسبة صافي ربح العمليات إلى الأصول العاملة

وتعتبر هذه النسبة من أفضل النسب التي تستخدم لقياس ربحية العمليات وخاصة عند المقارنة بين المنشآت التي تختلف إختلافاً كبيراً في مقدار الأصول العامة التي تمتلكها . فالأرباح التي تحققها المنشأة من عملياتها يجب أن تكون كافية وتسمح بالحصول على معدل عائد مناسب على تلك الأصول التي تستخدم لتنفيذ عملياتها .

$$\text{نسبة صافي ربح العمليات إلى الأصول العاملة} = \frac{٤٦٠٠}{٣٦٥٠٠} \% ١٢,٦$$

وهذه النسبة هي التي تقيس أيضاً القوة الإيرادية للمشروع والتي سبق مناقشة مكوناتها بشيء من التفصيل في الفصل الثاني .

## ٦ - نسبة صافي الربح إلى مجموع الأصول

وتقيس هذه النسبة أيضاً مدى ربحية المشروع كله ، وتحسب بقسمة صافي الربح قبل دفع الفوائد على مجموع الأصول أي على مجموع الأموال المستثمرة في المشروع فالعلاقة هنا تكون بين الارباح التي تتحققها المنشأة وبين جميع الموارد المالية المستخدمة فيها بغض النظر عن كونها أموال مقرضة أو أموال مملوكة، دائمة أو مؤقتة . ولهذا السبب نعمد إلى تعديل صافي الربح بإعادة ما سبق استبعاده من فوائد تدفع عن الأموال المقرضة .

$$\text{نسبة صافي الربح إلى مجموع الأصول} = \frac{\text{صافي الربح (قبل دفع الفائدة)}}{\text{مجموع الأصول}}$$

$$= \frac{٩٠٠٠}{٤٠٠٠٠ + ٤٠٠٠} = \% ١٢,٣$$

## ٧ - نسبة صافي الربح إلى رأس المال المستثمر

وتبيّن هذه النسبة معدل العائد الذي تمكنت المنشأة من تحقيقه على مجموع الأموال المستثمرة فيها أي على الأموال التي تمثل استثماراً دائماً في المشروع أو استثماراً طويلاً الأجل . وبالتالي فإن رأس المال المستثمر يقصد به حقوق الملكية زائد القروض والإلتزامات طويلة الأجل . ولما سبق ذكره في النسبة السابقة فإن الأفضل تعديل صافي الربح بأن نضيف إليه الفائدة على تلك المطلوبات طويلة الأجل ، حتى تكون النتيجة التي نصل إليها أكثر تعبيراً .

$$\text{نسبة صافي الربح إلى رأس المال المستثمر} = \frac{\text{صافي الربح (قبل دفع فائدة القروض طويلة الأجل)}}{\text{حقوق الملكية} + \text{المطلوبات طويلة الأجل}}$$

$$= \frac{٤٧٠٠}{٣٤٠٠٠ + ٢٠٠٠٠} = \% ١٣,٨ = \frac{٧٠٠٠ + ٤٠٠٠}{١٤٠٠٠ + ٢٠٠٠٠}$$

## ٨ - نسبة صافي الربح إلى حق الملكية

وتدل هذه النسبة على معدل العائد الذي تحققه المنشأة على رأس المال الممتدك . وهذه النسبة تستخدم على نطاق واسع في المنشآت الصناعية والتجارية بدلاً من العائد على مجموع الأموال المستمرة سواء مملوكة أو مقترضة (أي العائد على مجموع الأصول ) . وتحسب هذه النسبة باستخدام صافي الربح بعد الفوائد والضرائب . ونظراً لأننا في المثال الاقتصادي لا نعرف مقدار الضرائب . فإننا سنستخدم لحساب هذه النسبة صافي الربح قبل الضريبة .

$$\text{نسبة صافي الربح إلى حق الملكية} = \frac{٤٠٠٠}{٢٠٠٠٠} = ٢٠ \% \text{ قبل الضرائب}$$

## حدود استخدام النسب المالية

ذكرنا في الصفحات السابقة بعض النسب المالية التي تستخدم لتحليل المركز المالي للمنشأة ، وما هذه النسب التي تكلمنا عنها إلا عدداً محدوداً بالمقارنة بالنسبة المختلفة المتعددة التي توجد في الكتب المتخصصة في هذا الموضوع . ويبدو على معظم هذه النسب المالية أنها كاملة ودقيقة ونهائية مما يدعو الكثير إلى المبالغة في أهميتها للدلالة على المركز المالي والنقدi والاتساعي للمشروع . وبالتالي فمن الضروري أن نبين بعض العوامل التي تحد من أهمية هذه النسب :

- ١ - تعتمد الكثير من الأرقام المستعملة في التحليل المالي إلى حد كبير على التقديرات الشخصية للمحاسبين ، مما يجعلها لا تمثل الحالة تمثيلاً حقيقياً .
- ٢ - تختلف النظم المحاسبية من شركة إلى أخرى ، ومن ثم فإن النجاح في المقارنة يستلزم توحيد العناصر موضوع التحليل . ولذا فإن استخدام

النظام المحاسبي الموحد في شركات القطاع العام سيزيد من فاعلية التحليل المالي في هذه الشركات زيادة كبيرة .

٣ - تعكس السجلات المالية ما حدث من العمليات في تواريخ مختلفة وتحت مستويات مختلفة من الأسعار .

٤ - لا تعكس القوائم المالية الكثير من العوامل التي تؤثر في المركز المالي ونتائج العمليات ، وسبب ذلك أن هذه العوامل لا يمكن تحديدها بمبالغ تقديرية .

٥ - وأخيراً ، فقد لا يمكن تطبيق بعض النسب المالية الهامة وذلك لأن الشركات المعينة قد لا تقوم بنشر أو تحضير العناصر المالية اللازمة لوضع هذه النسب . وهذا العامل لا ينطبق على شركات القطاع العام التي تقدم مثل هذه المعلومات بشيء كبير من التفصيل .

### مشاكل رياضية تتعلق باستخدام النسب<sup>(١)</sup>

رأينا مما سبق أن التحليل المالي يعتمد إلى حد كبير على استخدام النسب . ونظراً لأن النسبة هي مقارنة بين رقمين ، بسط ومقام ، فلا يمكننا التأكد عند مقارنة نسبة بأخرى ، ما إذا كانت الاختلافات ناتجة عن التغيرات في البسط أو المقام أو كليهما . ولإيضاح هذه النقطة سنأخذ مثلاً لشركة ميزانيتها العمومية الموجزة تظهر كالتالي :

١٢٠٠٠	أصول متداولة	
٦٠٠٠	خصوم متداولة	
٥٠٠٠	أصول ثابتة	
٢٠٠٠	خصوم طويلة الأجل	
٢١٠٠٠	رأس المال	
<hr/> ٣٢٠٠٠		<hr/> ٣٢٠٠٠

في هذه اللحظة تكون نسبة التداول لهذه الشركة هي ١:٢ ، والتي تم احتسابها كالتالي :

$$\frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{الخصوم المتداولة}} = \frac{١٢٠٠٠}{٦٠٠٠} = ١:٢$$

وهناك خمسة متغيرات رئيسية يمكنها العمل على تحسين نسبة التداول ورفعها من ١:٢ إلى ١:٢,٥ هي الآتي :

### ١ - بيع أصول ثابتة

ويمكن استخدام الأموال التي نحصل عليها من وراء بيع بعض الأصول الثابتة إما لتخفيض الخصوم المتداولة أو لزيادة الأصول المتداولة . وفي الحالتين يحدث تحسين ورفع نسبة التداول . وسنفترض في الأمثلة التالية أن الأصول بيعت بقيمتها الدفترية .

أ) استخدام الأموال لتخفيض الخصوم المتداولة :

١٢٠٠٠	أصول متداولة	٤٨٠٠	خصوم متداولة
١٨٨٠٠	أصول ثابتة	٥٠٠٠	خصوم طويلة الأجل
<u>٢١٠٠٠</u>	<u>رأس المال</u>	<u>٣٠٨٠٠</u>	<u>٣٠٨٠٠</u>

ب ) استخدام الأموال لزيادة الأصول المتداولة :

١٥٠٠٠	أصول متداولة	٦٠٠٠	خصوم متداولة
١٧٠٠٠	أصول ثابتة	٥٠٠٠	خصوم طويلة الأجل
<u>٢١٠٠٠</u>	<u>رأس المال</u>	<u>٣٢٠٠٠</u>	<u>٣٢٠٠٠</u>

## ٢ - اصدار قرض طويل الأجل

يمكن للشركة عن طريق الحصول على أموال طويلة الأجل أن تحسن من مركزها المتداول وذلك إما بتحفيض الخصوم المتداوله أو زيادة الأصول المتداوله . ورغم تحسن المركز المتداول ، فإن العبه الإضافي للفرض الطويل الأجل قد يؤدي إلى حدوث أزمة مالية .

### أ ) استخدام الأموال لتخفيض الخصوم المتداوله :

أصول متداوله	٤٨٠٠	خصوم متداوله	١٢٠٠
أصول ثابتة	٢٠٠٠	خصوم طويلة الأجل	٦٢٠٠
رأس المال	<u>٢١٠٠</u>		
	<u>٣٢٠٠</u>		<u>٣٢٠٠</u>
	<u><u>٣٢٠٠</u></u>		<u><u>٣٢٠٠</u></u>

### ب ) استخدام الأموال لزيادة الأصول المتداوله :

أصول متداوله	٦٠٠	خصوم متداوله	١٥٠٠
أصول ثابتة	٢٠٠٠	خصوم طويلة الأجل	٨٠٠
رأس المال	<u>٢١٠٠</u>		
	<u>٣٥٠٠</u>		<u>٣٥٠٠</u>
	<u><u>٣٥٠٠</u></u>		<u><u>٣٥٠٠</u></u>

## ٣ - استخدام الأصول المتداوله لتخفيض الخصوم المتداوله

أصول متداوله	٤٠٠	خصوم متداوله	١٠٠٠
أصول ثابتة	٢٠٠٠	خصوم طويلة الأجل	٥٠٠
رأس المال	<u>٢١٠٠</u>		
	<u>٣٠٠٠</u>		<u>٣٠٠٠</u>
	<u><u>٣٠٠٠</u></u>		<u><u>٣٠٠٠</u></u>

وفيما يتعلق بالمثال الأخير يمكننا أن نلاحظ أنه لو كانت نسبة التداول

منخفضة إنخفاضاً كبيراً من الأصل ، فمن الممكن تحسينها عن طريق زيادة الاقتراض قصير الأمد . فلو كانت الأصول المتداولة ٣٠٠٠ جنيه والخصوم المتداولة ٤٠٠٠ جنيه فإن نسبة التداول تكون ٧٥٪:١٠٪ وهذه النسبة يمكن رفعها إلى ٨٣٪:١٠٪ لو افترضنا ٢٠٠٠ جنيه واستثمرنا الأموال في الأصول المتداولة . ويمكننا أيضاً أن نلاحظ من الحالات الأربع الأولى أن نسبة التداول تحسن أكثر عند استخدام الأموال لتخفيض الخصوم المتداولة مما لو استعملت هذه الأموال لزيادة الأصول المتداولة . ففي هذا المثال نجد أن تخفيضاً قدره ١٢٠٠ جنيه في الخصوم المتداولة يؤدي إلى نفس التبيجة التي نحصل عليها من زيادة الأصول المتداولة بمبلغ ٣٠٠٠ جنيه .

وبالرغم من أن هذه الأوضاع المختلفة من التغيرات يمكنها جميعاً تحقيق نسبة تداول أفضل إلا أنها لا تعود بنفع متساو على المركز المالي للمنشأة . بل في الحقيقة ، نجد أن بعضها مثل الزيادة في الالتزامات طويلة الأجل أو بيع الأصول الثابتة قد يؤدي إلى الإساءة للمركز المالي للشركة . ونظراً لأن النسب المالية وحدها قد تسبب تضليلًا في الكثير من الحالات ، فمن الضروري الاهتمام بإستمرار بالمركز الشامل للمشروع ، وأيضاً بالتغيرات التي تطرأ على المبالغ التي تضمها العناصر المختلفة التي تكون القوائم المالية .

## اختيار المعايير

وأخيراً تقابلنا مشكلة اختيار المعايير التي نستخدمها للمقارنة مع النسب المالية الخاصة بشركة معينة ، فإذا وجدنا مثلاً أن نسبة التداول لمشروعنا هي ١٠٪:٢٥٪ فما معنى ذلك ؟ هل هذه النسبة مرتفعة جداً أو منخفضة للغاية ؟ لا يمكن الإجابة على هذه الأسئلة بمجرد النظر إلى النسب التي وصلنا إليها . ولكن من الممكن الإجابة عنها ، ولو إلى حد ما ، لو تمكنا من مقارنة هذه

النسبة وغيرها من النسب مع معايير أو مستويات نمطية متفق عليها . يضاف إلى ذلك أن وجود مثل هذه المعايير يبين لنا النقاط التي ينبغي التعمق في دراستها . فلو ظهر اختلاف كبير بين النسبة وبين المعيار ، كان معنى ذلك وجود تغيرات غير عادية تستلزم المزيد من الدراسة والتحليل . وهناك مصدران رئيسيان للمعايير هما : ( ١ ) معايير الصناعة ، و ( ٢ ) المعايير التاريخية . ويجب استخدام كليهما كلما أمكن ذلك .

## ١ - معايير الصناعة

يمكن مقارنة النسب المالية الخاصة بشركة معينة مع نسب الشركات الأخرى التي من نفس الحجم والمتممة إلى نفس الصناعة . ومثل هذه المقارنات يجب القيام بها بكل دقة وعناية ، فنظرًا لانتشار التوزيع بين معظم الشركات ، أصبح من الصعب تحديد الصناعة المعينة التي تتبع إليها الشركة . وفي نفس الوقت من الضروري جدًا تصنيف الشركات تصنيفًا صحيحًا على أساس الصناعات المختلفة ، وذلك لأن النسب المالية الخاصة بالصناعات المختلفة تختلف اختلافاً كبيراً . وحتى داخل الصناعة الواحدة نجد اختلافاً ملحوظاً بين نسب الشركات تبعاً لحجم الشركة وما تقدمه من خدمات . ولو نظرنا إلى شركات صناعية معينة لوجدنا باستمرار أن بعض أنواع الاختلاف ، ومثال ذلك : الحجم ، شروط الائتمان الذي تمنحه أو تحصل عليه ، نوع العملاء ، نظم التكاليف والمحاسبة ... الخ .

ومثل هذه الاختلافات بين الصناعات وأيضاً بين الشركات داخل الصناعة الواحدة تبين لنا بوضوح مدى خطورة استخدام بعض القواعد العامة - مثل نسبة التداول ٢ : ١ - كمعايير عند تقييم مركز الشركة ، فكل شركة في أي صناعة لها ظروفها الخاصة ومن ثم تعتبر إلى حد ما فريدة في نوعها . والمقارنة مع نسب الصناعة في حقيقة الأمر تقدم إطاراً عاماً للتحليل . ولكن بالرغم من ذلك ، فإن الاختلافات الملحوظة بين نسب الشركة وبين المتوسط

الخاص بالشركات المماثلة داخل نفس الصناعة يخلم خدمة كبيرة عن طريق إثارة الأسئلة المتعلقة بمدى مناسبة السياسات التي تؤثر على النسب موضع الدراسة ، حتى ولو ظهر فيما بعد وجود أسباب معقولة لهذه الاختلافات .

وعادة تلقى مسؤولية جمع القوائم المالية ثم عمل النسب الخاصة بالصناعة على الغرف التجارية والاتحادات الصناعية . وفي جمهورية مصر العربية وبعد إنشاء المؤسسات العامة النوعية أصبح هذا العمل من صميم أعمال كل مؤسسة عامة . ومن ثم فتحن تتوقع قيام كل مؤسسة عامة بإعداد النسب الخاصة بالشركات التي تعمل في قطاعها . وينبغي ملاحظة أن المؤسسات العامة تتمتع بمركز يمكنها من الحصول على كل ما تحتاجه من بيانات ومعلومات مالية صحيحة ودقيقة . وهذا بدوره يمكنها من تقديم معايير على جانب كبير من الدقة مما يزيد من أهمية استعمالها . وبالفعل قامت بعض المؤسسات العامة بإعداد مثل هذه النسب وخاصة تلك المؤسسات العامة التي تشرف على شركات تعمل في نشاط صناعي واحد موحد .

## ٢ - المعايير التاريخية

اما المعيار الثاني الذي ينبغي على المدير المالي استخدامه لتحليل المركز المالي لمشروعه فهو النسب المالية للسنوات الماضية . ومثل هذه المقارنة على جانب كبير من الأهمية لأنه لا يتوقع من أي شركة أن تقدم نسباً مالية تعادل النسب المتوسطة لكل شركات الصناعة المعينة . فتحن في حاجة إلى نسب تعكس حجم وعمر الشركة المعينة حتى يمكننا معرفة ما إذا كان مركزها يتحسن أو يسوء . ويلاحظ أن هذا المدخل أيضاً لا يخلو من العيوب . وذلك بسبب احتمال تغير حجم الشركة وطبيعة عملها بمرور الوقت . ولكن مثل هذه التغيرات التي تحدث يمكنأخذها في الحسبان عند القيام بالمقارنات ، وبالتالي فإن هذا العيب لا يلغى الفائدة التي يمكن الحصول عليها من وراء استخدام المعايير التاريخية .

## **القواعد المالية كمستندات تاريخية**

و قبل الانتهاء من موضوع التحليل المالي هناك ملاحظة أخيرة نجد من الواجب إضافتها فنظرًا لأن القوائم المالية لا تخرج عن كونها مستندات ذات طبيعة تاريخية تسجل ما حدث في الماضي ، فإن هذه القوائم لا يمكن أن تخدم كنهاية أو غاية في حد ذاتها عند القيام بعملية التخطيط المالي . فهذه القوائم تبين لنا أين نحن الآن ، ولكنها لا توضح إلى أين نسير ونتجه . ومن ثم يجب على المدير المالي أن يستخدمها كنقطة بدائية لتقدير التدفقات النقدية ، وإعداد التقديرات الخاصة بالإيرادات والنفقات المتوقعة . وعند وجود هذه التقديرات إلى جانب القوائم المالية الحالية ، يمكن للمدير المالي إعداد قوائم تبين المركز المالي للمنشأة كما يتوقع حدوثه في تاريخ مقبل . ويطلق على هذه القوائم المالية اسم القوائم التقديرية أو مشروع القوائم المالية . وكخطوةأخيرة في التخطيط المالي ، ينبغي على المدير المالي تحليل هذه القوائم التقديرية لتحديد أثر الخطط الموضوعة على المركز المالي للمنشأة في المستقبل .



لِبَذْلِ اللَّثْنِ  
الْخَطِيطِ الْمَالِيِّ



# الخطط الخمسية لتحقيق الأهداف الحالية والمستقبلية

يمكن تشبيه المدير المالي بقائد السفينة الذي يأمل الوصول إلى ميناء معين هو هدفه . ولقد سبق وأن رأينا أن للمدير المالي هدفين توأميان هما السيولة والربحية . وكما أنه من الضروري على قائد السفينة أن يحدد مكانه الحالي قبل إبحاره إلى الميناء المعين حتى يمكنه رسم خط سيره ، فمن الضروري أيضاً على المدير المالي أن يلم تماماً بمركزه الحاضر وذلك قبل أن يقوم بوضع الخطط التي ستعمل على وصوله إلى هدفيه الجوهريين . ولقد قمنا في الباب السابق بدراسة المركز المالي الحالي وكيفية الوصول إليه ، ومن ثم أصبحنا الآن على استعداد لرسم الخطط .

وكما سترى فيما بعد ، فإن الخطط عندما توضع على الورق مترجمة بلغة الأرقام فإنها تسمى موازنات تخطيطية ( ميزانيات تقديرية ) Budgets . وفي هذا الفصل سنوجه ونركز اهتمامنا على الميزانية التقديرية النقدية ، أي على الخطط الخاصة بالمقبوضات والمصروفات النقدية .

---

(١) راجع :

- Louis K. Brandt: Business Finance. A Management Approach, Chpt. 6.
- Robert W. Johnson: Financial Management, Chpt. 9.
- J. Fred Weston and Eugene F. Brigham: Managerial Finance. Chpt. 9.

## **أهمية التخطيط على مستوى المنشآة**

لماذا نخطط ؟ لولا ضخامة عدد المشروعات التي تفشل ، لما كانت هناك حاجة إلى توجيه مثل هذا السؤال . فمن المعروف أن الجزء الأعظم من الصعوبات المالية وخاصة بالنسبة للمشروعات الصغيرة ينشأ نتيجة لفشل هذه المشروعات في القيام بوظيفة التخطيط ، وليس معنى ذلك ان كل حالات الفشل يمكن منها بالقيام بعملية التخطيط ، ولكن من المؤكد أن عدداً كبيراً من هذه الحالات كان يمكنها تجنب الفشل لو اتبعت منهج التخطيط ، والحقيقة التي لا يمكن تجاهلها هي أن نسبة الفشل بين المنشآت التي تقوم بالخطيط منخفضة للغاية . بينما نجد أن هذه النسبة ترتفع إرتفاعاً هائلاً بين المشروعات التي لا تؤمن به .

وإذا كان هذا هو الحال فما هي المزايا أو الفوائد التي تعود على المنشآة من وراء التخطيط ؟ لو بحثنا هذا الموضوع لوجدنا قوائم متعددة ، كل واحدة منها تحوى العديد من المزايا . ولتكن سنتصر في هذا المجال على ذكر ثلاثة مزايا لها أهميتها البالغة وهي كالتالي :

### **١ - تشجيع التفكير في المستقبل**

من المحتمل أن يكون أهم سبب للتخطيط هو أنه يجبر الأفراد في جميع المستويات الادارية على النظر إلى الأمام والتفكير حالياً فيما يتوقع حدوثه في المستقبل . وإذا لم يحدث مثل هذا الاجبار فإن هؤلاء الناس سيظلون يعيشون في الماضي . وهذا يعني أنهم - بشعور أو دون شعور - سيعملون إلى مد التجارب التاريخية الماضية إلى المستقبل . ولكن الافتراض دون بحث أو دراسة بأن التاريخ سعيد نفسه هو في الحقيقة أمر خطير ، لأن معناه عدم القيام برسم أي خطة بالمرة . وهذا وضع يشبه تماماً حالة ربان السفينة الذي يبحرون بدون أن يحدِّد خط سيره . وفي هذه الحالة يكون احتمال وصوله إلى هدفه

ضعف للغاية إن لم يكن معدوماً .

وتزداد خطورة الصعوبات المالية عندما تحدث دون توقع أو انتظار . فإذا كنا نعلم في شهر يناير أنها ستحتاج إلى اقتراض أموال إضافية في شهر يونيو ، أصبح أمامنا ستة أشهر كاملة لدراسة وبحث المصادر المتنوعة التي يمكن استخدامها للحصول على هذه الأموال . وهنا نظراً لقيامتنا بالتخفيط فاننا نواجه عدد لا بأس به من البدائل ، مما يمكننا من دراستها على مهل مع القيام بعملية المساومة والمقارنة بين هذه البدائل . ومن ثم يمكننا اختيار أفضل مصدر ، أي الحصول على حاجتنا من الأموال بأحسن الشروط . أما لو انتظرنا إلى آخر شهر مايو لكي نكتشف حاجتنا إلى الأموال الإضافية في شهر يونيو ، فإن الصورة ستتغير تغيراً كبيراً . فأولاً سينكمش عدد البدائل انكمasha خطيراً ، كما أن قصر الفترة التي أمامنا لا تسمح لنا بالقيام ببحث هذه البدائل وفحصها ، وإذا رغبنا في المساومة مع هذه المصادر الباقية فإن موقفنا يكون على جانب كبير من الضعف نظراً لحاجتنا العاجلة للأموال . ويضاف إلى ذلك أن فشلنا في القيام بالتخفيط سيثير شكوك المقرضين المحتملين بخصوص مدى كفاءة إدارتنا المالية . وهذا يؤدي إلى ابعادهم عنا ، وحتى إذا بقي البعض على استعداد لإقتراضنا فإنه سيعمد إلى فرض أشد الشروط وأعنفها وذلك لحماية نفسه .

ونظراً لأن الخطط في الحقيقة لا تخرج عن كونها تقديرات وتنبؤات ، فإن البعض يتشكك في قيمة القيام بعملية التخفيط طالما أنها لا تمتاز بالدقة التامة ، وهناك إجابتان للرد على مثل هذا الاعتراض فأولاً نجد أن معظم إن لم يكن جميع القرارات التجارية تنطوي على عنصر التنبؤ فإذا قررنا مثلاً رفع سعر سلعنا فنحن في الحقيقة نضع بعض الإفتراضات المعينة الخاصة برد الفعل الذي سيحدث مستقبلاً في السوق نتيجة لهذا الرفع . والقرارات المتعلقة بإضافة سلعة جديدة إلى خط الإنتاج أو تعيين رجل بيع جديد تنطوي على توقعات مستقبلة بخصوص ربحية خط الإنتاج أو إنتاجية رجل البيع الجديد . وبالرغم من أن هذه التنبؤات لا يمكن أن تكون دقيقة ١٠٠٪ ، وأحياناً قد

تكون بعيدة عن الصحة ، فإن الإدارة لا يمكنها التوقف عن إتخاذ القرارات نظراً لهذه الأخطار الموروثة في عملية التنبؤ . ولا شك في أن الأخطاء والمشاكل التي تنتج عن عدم القيام بالتحطيط تزيد زيادة هائلة عن تلك التي قد تظهر لعدم دقة التنبؤات التي تدخل في التخطيط .

أما الإجابة الثانية على هؤلاء الذين يشككون من عدم دقة الخطط المالية ، فهي أن الخطة عندما ترسم لا يفترض فيها إطلاقاً الجمود وعدم القابلية للتعديل أو للتغيير . فنحن نعرف أن ريان السفينة عندما تهب عليه العواصف وتبعده عن خط سيره الأصلي ، لا يقف ساكناً بل يعمل بسرعة على تحطيط خط سير جديد . وبينفس الأسلوب يجب على المدير المالي أن يكون مستعداً باستمرار لتعديل خطته إذا حدث وهب زوبعة اقتصادية غير متوقعة قلت خططه رأساً على عقب . بل في الواقع يجب أن تشتمل عملية التخطيطية الأصلية على عدد من الخطط البديلة . وأخيراً فكلما زادت صعوبة التنبؤ بالمستقبل ، كلما أصبح من الضروري زيادة مرونة الخطط المالية للمشروع .

## ٢ - تشجيع التنسيق في التفكير

لقد رأينا في الباب الأول أن السياسات والقرارات في النواحي المختلفة مثل الإنتاج ، والتسويق ، والمشتريات ، والأفراد كلها بالتقريب لها مظاهرها المالية . ويجب التخطيط مديرى هذه الإدارات المختلفة على بحث التأثير المالي المتوقع لقراراتهم على بقية أجزاء المنشأة . فلا يمكن لأي واحد من مديرى الإدارات أن يعمل مستقلاً عن الغير وحتى لو كانت خططه لا تؤثر مباشرة على الإدارات الأخرى ، إلا أنها تؤثر عليهم جميعاً بطريق غير مباشر . ويتاتي ذلك نتيجة لتأثير خططه على التدفقات النقدية للمنشأة وعلى ربحيتها . والتخطيط المالي هو القوة المتكاملة التي تساعد مدير كل إدارة على رؤية وقع قراراته على وظائف مديرى الإدارات الأخرى . ولا تقتصر هذه الفائدة على

مديري الإدارات بل تمتد إلى الموظفين في المستويات الإدارية الأقل والذين ينبغي إشراكهم في وضع الخطط ، لأنهم يكونون عادة على بيئة من مكانهم في عمليات المنشأة كلها . وإذا نظمت إجراءات إعداد الخطط تظيمًا سليماً ، فإنها تصبح من أهم الوسائل الفعالة للتنسيق والتدريب داخل المشروع .

### ٣ - تنمية معايير الأداء للأعمال المستقبلة

بدون الخطط فان معايير أو مقاييس أداء الأعمال تصبح قائمة آلياً على أساس المعايير التاريخية الماضية . حقاً أن السجلات الماضية تساعدننا على وضع معايير جديدة للأعمال التي ستتم في المستقبل ، ولكن لا ينبغي ان تصبح هي نفسها المعايير الجديدة . فمثلاً بلغت مبيعات الشركة في شهر أكتوبر من هذا العام ٢١٠٠٠ جنيه ، بينما بلغت في شهر أكتوبر من العام الماضي ٢٠٠٠٠ جنيه . وهل منع مدير المبيعات مكافأة نظراً لهذه الزيادة ؟ أن منح المكافأة يتوقف على مدى نجاح المدير في القيام بعمله . وفي الحالة السابقة تم القياس على أساس معيار تاريخي وهم رقم مبيعات شهر أكتوبر في العالم الماضي والآن ما هو الوضع لو استخدمنا معيار حجم المبيعات الذي ينبغي أن يكون فهذه المنشأة إذا كانت لديها خطط معينة لهذا العام ، لكان في مقدمتها التنبؤ بالمبيعات . ومثل هذا التنبؤ قد يبين أن الظروف الاقتصادية مواتية وهناك ارتفاع في الدخول مما أدى إلى توقيع مبيعات في شهر أكتوبر تبلغ ٢٣٠٠٠ جنيه . فإذا صر التنبؤ الاقتصادي لظهر لنا بوضوح عدم كفاءة مدير المبيعات . حقيقي أن مبيعاته فاقت مبيعات العام الماضي ولكنه سمح للمنافسين بالتقدم على مؤسسته مما أدى إلى نقص حصتها من السوق . ومن ثم فنحن في حاجة إلى خطط لأنها تمدنا بمعايير مناسبة للحكم على أداء الأعمال . وبالرغم من أن هذه المعايير قد لا تكون دقيقة دقة كاملة ، إلا أن هذه الخطط تكون أكثر دقة من المعايير التي نحصل عليها من تبني نتائج أعمال السنة الماضية واتخاذها كمقاييس للحكم على النجاح في هذا العام .

## طبيعة الميزانيات التقديرية

إن الميزانية التقديرية لا تزيد عن كونها خطة مكتوبة ومتدرجة بالوحدات أو المبالغ أو كليهما . وتحتختلف صعوبة عملية وضع الميزانية التقديرية وكذا مدى ما تنطوي عليه من تفاصيل ، اختلافاً كبيراً من منشأة لأخرى . وبغض النظر عن حجم المشروع ، يجب على الإدارة إعداد الميزانيات التقديرية حتى يمكنها أن تحدد وتفصل بكل وضوح التأثيرات الخاصة بهذه التنبؤات . ونظراً لأن المشروعات الكبرى تواجه الكثير من مشاكل التسويق ورقابة أداء الأعمال ، فإن هذه المنشآت عادة ما تقوم بعمل ميزانيات تقديرية كاملة وعلى جانب كبير من التفصيل لا نجدها في المنشآت الصغيرة . فالمنشآت الصغيرة عادة ما تتركز اهتمامها على الميزانية النقدية التقديرية وذلك لما تلاقيه من صعوبات في الحصول على ما تحتاجه من أموال نقدية .

ويلاحظ أن الميزانيات التقديرية تحسن باستمرار كلما زادت خبرة وتجارب المديرين التنفيذيين في هذا المجال ، كما أنها تؤدي أيضاً إلى زيادة ثقتهم فيها . وتزداد صعوبة عمل الميزانيات التقديرية في حالة تقلب المبيعات أو توسيعها بسرعة ، ولكن في نفس الوقت تزداد الحاجة إليها زيادة كبيرة فالتغيرات تحمل معها الحاجة إلى وضع الخطط لإجراء التعديلات الازمة . وأخيراً ينبغي علينا أن نذكر دائماً أن نظام الميزانيات التقديرية هو في الحقيقة مزيج من التخطيط والرقابة .

## أنواع الميزانيات التقديرية

يمكن تصنيف الميزانيات التقديرية بوصفها أداة للرقابة إلى نوعين رئيسيين هما : الميزانيات التخصيصية ( الثابتة ) والميزانيات المرنة ( المتغيرة ) . والنوع الأول هو الذي يستخدم عادة في المجال الحكومي ، حيث يتم تحديد مبلغ معين لكل وزارة أو مصلحة . وهذا النوع من الميزانيات يتميز بالجمود ، وقد يستخدم في بعض الأحيان في الميدان التجاري بالنسبة

لبعض النواحي المعينة كإعلان والأبحاث ، والمصروفات الرأسمالية ، وهذه النواحي السابقة تشتراك في أن الإنفاق يحتاج عادة إلى فترة أطول من الفترة العادلة للميزانيات التقديرية .

أما النوع الثاني وهو الميزانيات التقديرية المرنة فهو النوع السائد بين المشروعات التجارية التي تستخدم الميزانيات التقديرية ، وقد حل إلى حد كبير محل الميزانيات غير المرنة الجامدة . وكما سرر فيما بعد بالتفصيل ، فإن الميزانيات المرنة تسمح بالإختلاف في حجم المبيعات عن التقديرات وذلك بما تقدمه من تعديلات في التقديرات الخاصة بالإيرادات ، والمصروفات ، والتدفقات النقدية ، وهذه المرونة ضرورية حتى يمكن للمنشآت التي تستخدم نظام الميزانيات التقديرية أن تتماشى مع التغيرات الهامة في ظروفها التشغيلية .

## الميزانيات التقديرية ووظائف المدير المالي

يقوم المدير المالي أثناء إعداد الميزانيات التقديرية بتنظيم التناسق والتوفيق بين المحافظة على سيولة كافية لمقابلة دفع الالتزامات المالية وبين زيادة الأرباح طويلة الأجل التي يحققها المشروع . وتقديره للتدفقات وللأرباح يقوم على أساس التنبؤات الخاصة بالمبيعات . وبالرغم من ذلك فإن خطط المبيعات ينبغي بدورها أن تتناسب مع الإمكانيات النقدية وأن تتماشى أيضاً مع وجهة النظر المتعلقة بالأرباح ، ومن ثم فنحن نواجه نظام متداخل في بعضه . فلا يمكننا أن نحسب التدفقات النقدية والأرباح إلا بعد حصولنا على تقدير المبيعات . ومن الناحية الأخرى لا يمكن الوصول إلى تقدير نهائي للمبيعات إلا بعد اختبار تأثير المبيعات المخططة على التدفقات النقدية وعلى الأرباح . فمثلاً التوسيع في المبيعات يتوقف على مدى توفر الأموال اللازمة لتمويل النمو الضوري في العدد والآلات وحسابات الذمم والمخزون من البضائع . أو أن الإقتراح الخاص بإضافة خط إنتاج جديد قد يسبب مشاكل تتعلق بالسيولة أو قد

لا يسهم مساهمة لها أهميتها نحو معدل العائد المتوقع تحقيقه على إستثمار أصحاب المشروع . وبالتالي فإن الميزانية التقديرية النهائية التي تعد لشركة ما هي في الحقيقة تمثل خلاصة الكثير من البدائل الكاذبة ، والتقديرات المعدلة ، وإعادة التقييم المستمر .

### فترة الميزانية التقديرية

ليس هناك قواعد متفق عليها بخصوص تحديد الفترة التي توضع عنها الميزانية التقديرية . وكل ما يمكن قوله في هذه النقطة أن فترة الميزانية ينبغي أن تكون كافية حتى تسمع بالخطيط الفعال . فمثلاً في الصناعات الثقيلة قد تمر سنتين طويلة بين وقت بداية إنشاء المصنع إلى أن تظهر المنتجات في السوق . ومثل هذه القرارات تتضمن على تنبؤات طويلة الأمد وفي نفس الوقت تستلزم ميزانيات تقديرية تغطي فترات طويلة قد تصل إلى خمس سنوات أو أكثر ، وعادة يطلق عليها اسم الميزانيات التقديرية للنفقات الرأسمالية .

ولكن معظم الميزانيات التقديرية الأخرى توضع لمدة عام أو أقل وذلك لأن عمل التقديرات لمدة تزيد كثيراً عن السنة تتضمن على اخطار متزايدة تتعلق بالخطأ في تقديراتنا . فكلما طالت الفترة ، كلما زاد احتمال انقلاب خططنا نتيجة لظهور عوامل مثل التغيرات في الأحوال الاقتصادية ، ونزول منتجات منافسة ، والتغيرات في أذواق المستهلكين ، وما شابه ذلك .

وفي نفس الوقت هناك عيوب نواجهها إذا كانت فترة الميزانية قصيرة جداً . ففي هذه الحالة نقابل خطر الفشل في الأخذ في الحسبان لأمور لها أهميتها ولكنها تقف مباشرة خلف الفترة التي تعطيها الميزانية . فإذا كنا نخطط مبيعات وأرباح شهر ينابير ، فقد يفوت علينا التنبه إلى مسألة بناء مخزوننا السمعي والذي سيطلب في فبراير ! أو إلى القرض المصرفي الذي ينبغي سداده في شهر مارس . يضاف إلى ذلك أن تقصير مدة الميزانية لدرجة كبيرة تزيد زيادة ضخامة من عمل هؤلاء الذين يدعونها . فلا شك أن الميزانية لمدة سنة مع

إعادة النظر فيها كل ربع سنة يستدعي جهداً أقل بكثير من الجهد الذي يستلزم إعداد ميزانية جديدة ومستقلة لكل ربع سنة .

والنقطة الهامة هي أن فترة الميزانية التقديرية يجب أن تتناسب مع طبيعة المنشأة المعينة نظراً لعدم وجود قاعدة يمكن تطبيقها بصفة عامة . فمثلاً سلع المودة قد يقوم بوضع الميزانية من موسم لآخر ، بينما شركة بناء السفن قد تعمل مع ميزانية تقديرية تغطي فترات أطول تتراوح بين ستين وثلاثة . وعادة ما يتم تجزئة الميزانيات التقديرية السنوية إلى أربعة ميزانيات كل واحدة تغطي فترة ٣ شهور مما يسمح بإعادة النظر كل ربع سنة . وفي أغلب الحالات تظهر أرقام الميزانية الخاصة بالربع الأول مفصلة حسب كل شهر أو كل أسبوع . ومثل هذا الإجراء يمكننا من تحقيق بعض مزايا الميزانيات القصيرة الأمد ، مع الاستمرار في الاحتفاظ بفترة التخطيط الأطول وهي السنة .

### الميزانية التقديرية النقدية

حتى نتمكن من فهم معنى الميزانية التقديرية النقدية والغرض منها علينا أن نرجع إلى الرسم الخاص بنظام التدفق النقدي والذي يوجد في الفصل الثاني . وحسب هذا الجدول كان التدفق الرئيسي للنقدية يبدأ من الرصيد النقدي إلى المخزون السلعي ثم إلى حسابات الذمم ويرجع مرة أخرى إلى الخزان النقدي . ولقد لاحظنا أنه في إمكانناأخذ أية فترة زمنية ثم نقوم بقياس وتصنيف التدفقات التي تدخل وتخرج من الخزان . وهذا السجل التاريخي للتدفقات أطلقنا عليه إسم قائمة المقبولات والمدفوعات النقدية . والميزانية التقديرية النقدية هي عبارة عن محاولة لتقدير التدفقات التي تدخل وتخرج من الخزان النقدي خلال فترة زمنية مستقبلة .

وتعتبر الميزانية النقدية أداة ضرورية للمدير المالي عند تحقيق هدفه الخاص بالسيولة . والغرض الرئيسي هنا هو إكتشاف ما إذا كانت النقدية

الموجودة في أي وقت من الأوقات لا تكفي لسداد الفواتير والإلتزامات المالية التي حل موعدها . ولكن نتجنب الواقع في تفاصيل لا أول لها ولا آخر ، فإننا نعمد إلى تصنيف المقبوضات والمدفوعات المتوقعة تحت عناوين مختلفة مثل المتحصلات من الدم و المدفوعات للمواد الخام ... الخ . وبعد ذلك نقارن المقبوضات النقدية مع المدفوعات النقدية حتى نتمكن من مشاهدة نتيجة توقعنا في آخر الفترة الزمنية المختارة وهل هي زيادة أو نقص في الرصيد النقدي .

### إعداد الميزانية النقدية

إن الخطوة الأولى في إعداد الميزانية التقديرية النقدية هي اختيار الفترة الزمنية التي ستغطيها الميزانية ولقد سبق لنا الكلام عن الإعتبارات التي ينطوي عليها هذا الاختيار . وبعد ذلك على المدير المالي أن يقرر إلى أي مدى سيقوم بتجزئته الفترة التي حددها إلى أجزاء أصغر . ولنفترض أنه قرر إعداد ميزانية نقدية تغطي فترة ستة شهور ، فمن ناحية يمكنه إعداد قائمة تبين المدفوعات والمقبوضات النقدية المتوقعة للفترة كلها . ومن ناحية أخرى يمكنه أن يضع القائمة بطريقة تظهر المقبوضات والمدفوعات النقدية المتوقعة لكل شهر أو لكل أسبوع داخل الفترة التي اختارها وهي الستة شهور ، وفي كلتا الحالتين سنصل إلى نفس التغير المتوقع في الرصيد النقدي في آخر المدة . والفرق بين النوعين من الميزانيات يكون في المعلومات التي نحصل عليها بخصوص التقلبات في مستوى الخزان النقدي خلال فترة الميزانية النقدية .

وتتوقف درجة التفاصيل اللازمة على مقدار المعلومات الضرورية للمدير المالي لمقابلة غرضه المتعلق بالسيولة . فإذا كان الخزان النقدي ممتنعاً والتدفقات النقدية من داخله وخارجه تمتنز بالثبات النسبي ، فيكفي جداً التقدير الشامل لفترة السنة ، أما لو كان الخزان شبه خال من النقدية ؟

والتدفقات يتوقع حدوثها بمعدلات متقلبة تقلباً واسعاً ، أصبح من الضروري عمل التقديرات لكل شهر أو لفترة أقصر من ذلك .

والخطوة التالية في عملية إعداد الميزانية التقديرية هي تقدير المبيعات . وهناك مدخلان لهذه المسألة ، وينبغي استخدامهما معاً كلما أمكن ذلك . والأول هو المدخل الداخلي حيث تطلب الإدارة من إدارة المبيعات القيام بعمل تقدير للمبيعات خلال السنة ستة شهور القادمة . وحسب هذه الطريقة على كل رجل من رجال البيع القيام بتحديد ما يتوقع بيعه خلال هذه المدة مع تقسيم تقديره بين العملاء وأيضاً بين خطوط المنتجات . ويتتمكن مدير المبيعات عن طريق تجميع هذه التقارير الفردية من إعداد تقدير للمبيعات مقسم بين المنتجات المختلفة .

أما المدخل الثاني فهو المدخل الخارجي حيث يقوم التنبؤ بالمبيعات على أساس تحليل العوامل الاقتصادية . فمثلاً ، ترتبط مبيعات مواد البناء إرتباطاً وثيقاً بالمنازل الجديدة التي يعتزم بناؤها . فإذا كانت الشركة تعمل في هذا الميدان وتتطلع إحدى مواد البناء فعليها أن تبدأ بالتنبؤ بعدد المنازل المتوقع إقامتها خلال السنة ستة شهور القادمة . ويتقدير هذا الرقم يمكنها على أساس خبراتها الماضية أن تقدر عدد وحدات المنتج المعين المتوقع بيعها . وسيتم تعديل هذا التقدير طبقاً لأي تغير يتوقع حدوثه في حجم المنازل أو في استخدام هذه السلعة . ويمكن بعد ذلك تحويل التقديرات بالوحدات إلى تقدير للمبيعات المتوقعة بالجنيهات مع الأخذ في الحسبان التوقعات الخاصة بمستوى السعر . وهنا تكون المنشأة قد وصلت إلى تقدير لمبيعات الصناعة كلها ، وعليها أن تقدر حصتها في السوق . ويتأثر تقدير الحصة بالتغيرات المتوقعة في السعر ، والجودة ، والطاقة الإنتاجية ، والتصميم ، والجهود البيعية ، ود الواقع رجال البيع ، وأية منتجات جديدة . وينبغي أن يكون التقدير النهائي للمبيعات هو ما يتوقع تحقيقه وليس الهدف المتضخم الذي قد تتحلم به إدارة المبيعات .

وحيث أن التقديرات الداخلية والخارجية نادراً ما تتفق ، فإن الخطوة التالية هي التوفيق المعقول بين التقديررين والوصول إلى الميزانية التقديرية للمبيعات . ومسألة التوفيق هذه هي في الواقع مسألة خبرة مع الاهتمام بصفة خاصة بعدي الدقة الماضية لكل من المدخلين . ومن التبؤ النهائي لفترة النصف سنة ، يمكن إعداد ميزانيات تقديرية للمبيعات لكل شهر داخل هذه الفترة إن كان هذا أمر ضروري وتعتمد هذه التقديرات الشهرية على التقلبات الموسمية العادية في المبيعات بمعنى ، أن هذه الشركة عادة ما تتبع ١٠٪ من مبيعات الشهور الستة في يناير و ١٣٪ في فبراير ... الخ .

ولإيضاح الخطوات التالية في إعداد الميزانية النقدية ، ستنظر إلى الجدول رقم ٥ - ١ . ويبين هذا الجدول الميزانيات التقديرية للمبيعات ، والانتاج ، والمخزون ، والمشتريات ، وهي التي تمدنا بالمعلومات الضرورية لتكوين الميزانية التقديرية النقدية ، وهذا المثال تعتمدنا أن يكون على جانب كبير من البساطة حتى يمكن شرح مبادئ عملية الميزانيات التقديرية . والآن لنفترض أن شركتنا تنتج سلعة واحدة ، ونتوقع أن نصل مبيعاتنا خلال النصف الأول من السنة إلى ١٠٥٠٠ وحدة بسعر جنيه للوحدة والوحدات المتوقع بيعها في شهر يناير هي ٥٠٠٠ ثم تزايد إلى أن تبلغ القمة وهي ٢٨٠٠٠ وحدة في شهر مايو .

وفيما يتعلق بمعدل الإنتاج هل نحاول أن نجعله متمشياً مع معدل المبيعات أو نحاول تحقيق مستوى ثابت للإنتاج ؟ ويمتاز التقلب في معدل الإنتاج بانخفاض خطر الخسائر التي يتعرض لها المخزون السلعي . لأننا عندما نقتصر على إنتاج السلع حينما يكون هناك طلب عليها ، فإننا نحفظ بمخزون كبير يتعرض لخطر تغير أنواع المستهلكين . يضاف إلى ذلك أن بناء المخزون السلعي مقدماً يجعل وظيفة السيولة أكثر صعوبة ؛ فالأموال التي تتجه إلى المخزون تبقى متجمدة هناك إلى أن يحل موسم البيع فتحول إلى نقدية . وأخيراً فقد تواجهنا المشاكل المتعلقة بتخزين هذا الحجم الكبير من البضائع

الجاهزة . ولكن من الناحية الأخرى ، إن الانتاج بمعدل ثابت يؤدي عادة إلى تخفيض تكاليف انتاج الوحدة . ويضاف إلى ذلك أن طاقة المصنع قد تكون من الصغر بحيث لا يمكنها مقابلة الاحتياجات في قمة الموسم . ولا يخفي علينا أن الانتاج بمعدل ثابت يؤدي إلى عمالة ثابتة مما يمكن المنشأة من الحصول على أفضل عناصر القوة العاملة وأخيراً فإن تكوين مخزون سلعي سابق للمبيعات يؤدي إلى منع أو على الأقل تخفيض خطر ضياع بعض المبيعات بسبب عدم وجود البضائع ، وتقوم الادارة العليا للمشروع باتخاذ القرار النهائي في هذا الموضوع بناء على نصائح مديرى البيع والإنتاج والادارة المالية .

والتنبؤ بالمبيعات والقرار الخاص بالانتاج الشهري يحددان بطريقة آلية المخزون الشهري من البضائع الجاهزة ، فمثلاً نجد من الجدول رقم ٥ - ١ أننا نبدأ شهر يناير بمخزون يبلغ ٢٠٠٠ وحدة ، فإذا أضفنا اليه الكمية المنتجة في هذا الشهر وهي ١٦٠٠٠ وحدة ثم طرحنا من المجموع الوحدات المباعة وهي ٥٠٠٠ فأننا نبدأ شهر فبراير برصيد يبلغ ١٣٠٠٠ وحدة ، ويتم تقويم البضاعة الجاهزة بـ ٦٠٠ مليم للوحدة ، وهي تتكون من ٤٠٠ مليم للمواد الأولية ، و ١٠٠ مليم لأجور العمال ، ١٠٠ مليم للمصروفات الإضافية للمصنع بما فيها الأسهالات . وبالتالي فان رصيد السلع الجاهزة في آخر شهر يناير يقدر بمبلغ ٧٨٠٠ جنيه ( ١٣٠٠٠ وحدة × ٦٠٠ مليم ) .

ويتوقف حجم المخزون من المواد الأولية على خطط الإنتاج وأيضاً على حافة الأمان التي ترغب إدارة في وجودها بين الكمية المخزونة والكمية المتوفّع استخدامها . وتجدد هذه الحافة يتوقف على أشياء كثيرة منها : القرب أو البعد عن الوردين ومدى الاعتماد عليهم ، ومقدار خصم الكمية الذي يمنع على المشتريات ، والتكاليف المتعددة للتخزين ، ومدى توفر الأموال اللازمة للاستثمار في المخزون وتكلفتها . ولنفترض أنه بعدأخذ هذه الاعتبارات في الحساب قررت الإدارة أن تكون حافة الأمان ١٠٠٠ وحدة ، أي الاحتفاظ بهذه

الجدول رقم (٥ - ١)

الميزانية التشغيلية للمبيعات ، والانتاج ، والمخزون ، والمشتريات  
للسنة الأولى من السنة المقبالة

بضاعة جاهزة :

بالوحدات	نيل	مارس	أبريل	مايو	يونيه
رصيد أول المدة	٢٠٠	١٣٠٠	٢١٠٠	٢٣٠٠	٢٥٠٠
الانتاج	١٦٠٠	١٦٠٠	٢٢٠٠	٢٢٠٠	٢٣٠٠
المجموع	٤٨٠٠	٤٩٠٠	٧٩٠٠	٨٠٠	٧٣٠٠
المبيعات	١٨٠٠	٢٠٠٠	٢٧٠٠	٢٨٠٠	٢٧٠٠
رصيد آخر المدة	١٣٠٠	٢١٠٠	٢٣٠٠	٢٥٠٠	١٩٠٠
مواد أولية :					
رصيد أول المدة	١٧٠٠	٢١٠٠	٢٣٠٠	٢٣٠٠	٢٣٠٠
المشتريات	١٦٠٠	٢٢٠٠	٢٢٠٠	٢٢٠٠	٢٠٠٠
المجموع	٣٣٠٠	٣٧٠٠	٤٠٠٠	٤٥٠٠	٣٣٠٠
المستخدم	١٦٠٠	١٦٠٠	٢٠٠٠	٢٢٠٠	٢٣٠٠
رصيد آخر المدة	١٧٠٠	٢١٠٠	٢٣٠٠	٢٣٠٠	٢٣٠٠

البنية

بناء جاهز(١) :

١٢٦٠٠ ٧٧٠

رصيد أول المدة

١٣٨٠٠ ١٥٠٠٠  
١٣٢٠٠ .  
٢٣٦٠٠ ٢٣٢٠٠  
٢٨٢٠٠ ٢٨٢٠٠

الإنتاج

١٢٠٠٠ ١٢٠٠٠  
٢٤٦٠٠ ٢٤٦٠٠

المجموع

١٦٨٠٠ ١٦٨٠٠  
٢٧٠٠٠ ٢٧٠٠٠

البيعات

١٣٨٠٠ ١٤٠٠٠  
١٠٨٠٠ ١٠٨٠٠

رصيد آخر المدة

١٢٦٠٠ ١٤٠٠٠  
٩٦٠٠ ٩٦٠٠

رصيد أولية(٢) :

٦٢٠٠ ٦٢٠٠  
٨٣٠٠ ٨٣٠٠

رصيد أول المدة

٦٢٠٠ ٦٢٠٠  
٨٨٠٠ ٨٨٠٠

رصيد أولية(٢) :

٦٢٠٠ ٦٢٠٠  
٨٧٠٠ ٨٧٠٠

المجموع

٦٤٠٠ ٦٤٠٠  
٩٢٠٠ ٩٢٠٠

المستخدم

٦٤٠٠ ٦٤٠٠  
٩٨٠٠ ٩٨٠٠

البصيرة

٦٧٨٠٠ ٦٧٨٠٠  
٩٤٠٠ ٩٤٠٠

المجموع

٦٣٢٠٠ (١)  
٦٣٢٠٠ (٢)

الكمية بالإضافة للكمية الالزمة لمقابلة الانتاج الشهري المتوقع . وبالتالي نبدأ مثلاً شهر فبراير برصيد من المواد الأولية يبلغ ١٧٠٠٠ وحدة لمقابلة حاجة انتاج هذا الشهر والتي تقدر بـ ١٦٠٠٠ وحدة .

وعندما نحدد سياستنا المتعلقة بمخزون المواد الأولية ، فإن جدول مشترياتنا يتحدد بطريقية آلية . فلو بدأنا شهر فبراير بوحدات تبلغ ١٧٠٠٠ وخطة الانتاج تستلزم استخدام ١٦٠٠٠ وحدة فإن الرصيد الباقى يكون ١٠٠٠ وحدة . وحتى يمكننا الدخول في شهر مارس ومعنا ٢١٠٠٠ وحدة الالزمة لمقابلة الحاجة الانتاجية لهذا الشهر وهي ٢٠٠٠ وحدة ، يجب علينا شراء ٢٠٠٠ وحدة اضافية في شهر فبراير . وبهذه الطريقة يمكننا الوصول إلى جدول المشتريات .

والميزانيات التقديرية للمبيعات ، والانتاج ، والمخزون ، والمشتريات التي تظهر في الجدول رقم ٥ - ١ هي قلب وأساس أي نظام للميزانية التقديرية . ومن هذه الخطط يمكن وضع مختلف أنواع الميزانيات التقديرية المكملة والخاصة بأمور متنوعة مثل النفقات الصناعية ، ومصروفات التوزيع ، والمصروفات الإدارية . . . الخ . ونظراً لأن نفقات البحوث والنفقات الرأسمالية عادة ما تكون مستحقة عن مبيعات نصف السنة ، فإن اعداد مثل هذه الميزانيات التقديرية غالباً ما يكون منفصلاً عن الميزانيات التقديرية للمبيعات والانتاج .

ويلاحظ أننا إلى الآن كنا نتكلم عن النفقات من وجهة نظر تغلب عليها نظرة المحاسبة ، فمثلاً تكلفة الوحدة من البضائع الجاهزة والتي تبلغ ٦٠٠ مليون تتضمن الاستهلاك الذي لا يعتبر من التدفقات الخارجية الشهرية للنقدية ، ومن ثم ، فعند إعداد الميزانية التقديرية يجب الإقتصار على عناصر الإيرادات والمصروفات التي تمثل تدفقات نقدية ، كما يجب أيضاً توجيهها إلى الشهر الذي حدث فيه القبض أو الدفع الفعلى . وتظهر هذه العملية في الجدول رقم

٥ - ٢ وهو عبارة عن ورقة عمل خاصة بإعداد الميزانية التقديرية النقدية . ولنبدأ أولاً بدراسة المقوضات من المبيعات . ولغرض التبسيط افترضنا أن مبيعات الشهر يتم تحصيلها في الشهر التالي ، أي أن مبلغ ٨٠٠٠ جنيه المتحصل في شهر مارس من الذمم هو مجموع المبيعات التي تمت في شهر فبراير . وفي الحياة العملية يمكن الوصول إلى تقديرات لمعدلات التحصيل أكثر دقة . ويعتمد معدل التحصيل إلى حد كبير على الشروط الممنوحة للعملاء ، وعلى نشاط قسم التحصيل ، وعلى الأحوال الاقتصادية السائدة في الصناعة .

وال مدفوعات عن مشتريات المواد الأولية تختلف أيضاً عن الفترة التي تمت فيها المشتريات ، ولقد افترضنا هنا أن شراء المواد الأولية يحدث بالشروط الآتية : ١٠ / ٢ آخر الشهر صافي ٣٠ يوم . ومعنى هذا أن مبلغ ٨٠٠ جنيه الخاص بمشتريات المواد الأولية في شهر فبراير يجب دفعها خلال العشرة أيام الأولى من شهر مارس حتى يمكننا الحصول على الخصم النقدي وقدره ٢٪ . وفي هذه الحالة يكون صافي المدفوع للموردين في شهر مارس هو مبلغ ٧٨٤٠ جنيهها . ولقد افترضنا أيضاً أن الميزانية التقديرية الرأسمالية تنص على شراء بعض العدد في شهر مارس ، على أن يتم دفع قيمتها وتبلغ ١٠٠٠ جنيه في نهاية شهر أبريل .

وفي الشركات الكبرى عادة ما نجد ميزانيات تقديرية مستقلة لكل من الأجور ، وال النفقات المباشرة للمصنع ، والمصروفات الإدارية ، ومصروفات البيع . وتشتق كل واحدة من هذه الميزانيات التقديرية من الميزانية التقديرية للإنتاج والتي تظهر في الجدول رقم ٥ - ١ . وقد سبق أن افترضنا أن الأجور الشهرية تبلغ ١٠٠ مليون عن كل وحدة تنتج أما الافتراضات الخاصة بالمدفوعات الأخرى فيتضمنها الجدول رقم ٥ - ٢ . وإذا كانت هذه المنشأة شركة مساهمة ، فإن الميزانية النقدية ستشمل المدفوعات للضرائب وكذا الأرباح النقدية التي توزع على المساهمين والعمال .

الجدول رقم (٢٥)

ورقة عمل الميزانية التقديرية التقديمة عن نصف السنة المقابلة

المتغيرات	يناير	مايو	أبريل	مارس	فبراير	يناير	يوليو
١- المبيعات	٨٠٠٠	٤٠٠٠	٣٠٠٠	٢٠٠٠	٧٨٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠
المتطلبات من الدسم	٩٤٨٠ <sup>(١)</sup>	٨٠٠٠	٥٠٠٠	٤٠٠٠	٢٠٠٠	٢٨٠٠	٢٨٠٠
المدخلات	٦٤٠	٨٠٠	٨٨٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠
١- المشتريات	٦٣٧٢	٧٨٤٠	٨٦٢٤	٨٦٢٤	٨٦٢٤	٨٦٢٤	٨٦٢٤
مدفوعات للموردين	١٣٨٨ <sup>(٢)</sup>	١٣٧٢	٨٧٤٠	٨٧٤٠	٨٧٤٠	٨٧٤٠	٨٧٤٠
٢- الأجر	١٦٠	٤٠٠	٢٣٠	٢٣٠	٢٣٠	٢٣٠	٢٣٠
٣- تغذيات مباشرة للمصنع	١٧٠	١٧٠	١٧٠	١٧٠	١٧٠	١٧٠	١٧٠
٤- مصروفات إدارية	٧٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠
٥- مصروفات بيعية	٤٠	١٤٠٠	١٣٠٠	١٣٠٠	١٣٠٠	١٣٠٠	١٣٠٠
٦- شراء عدد	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠
سداد ثمن العدد							
المطلبات التقديرية الداخلية							
المتغيرات: المستحصلات من الدسم	٤٨٠	٨٠٠	٥٠٠	١٨٠٠	٢٠٠٠	٢٨٠٠	٢٨٠٠

**الدفوعات :**

المردودون	٧٨٤٠
الأجور	٢٣٠٠
نفقات مباشرة للمصنوع	١٦٠٠
مصاريفات إدارية	١٧٠٠
مصاريفات بيعية	٧٠٠
عدد الدفوعات	١٣٥٤٠
مجموع الدفوعات	١١١٧٤
صافي الكسب (الخسارة) المتدلي الشهري (١٦١٧٣)	١٠٧٨٠
رصيد التقدية آخر الشهر	١٤٢٠
العمليات المالية	١٣٤٢٠
رصيد التقدية أول الشهر	١٧٣٨
صافي الكسب (الخسارة) المتدلي الشهري	(١٦١٧٣)
مجموع	(٤٣٩٢)
الاقراض (السداد)	-
رصيد التقدية آخر الشهر	١٤٢٠
الاقراض المجمع	١٣٠٠

(٢) حساب الدالتين في ١٧/٣١ ناقصاً ٦٪ خصم نقدى .

(١) حساب النعم في ١٤/٣١

وتظهر التبيبة النهائية لهذه التوقعات الخاصة بالمقبضات والمدفوعات النقدية في قسم «العمليات النقدية الداخلية» من ورقة العمل بالجلد رقم ٥ - ٢ . وبالرغم من أننا نبدأ شهر يناير برصيد نقدى يبلغ ٧٤٠٠ جنيه ونتوقع أن ننتهي في يونيو برصيد يبلغ ١٠٢٣٦ جنيه ، إلا أننا نواجه عجزاً في الخزان النقدي يبلغ ١٠٢٩٢ جنيه في آخر شهر مارس . ولا شك أن سبب هذا العجز النقدي يرجع إلى خططنا الخاصة ببناء المخزون السلعي قبل المبيعات المتوقعة . ونواجه هذه المعلومات التي تقدمها الميزانية النقدية يكون أمام الادارة طريقان بدائل وذلك إذا رغبت في المحافظة على المستوى الموضوع للمبيعات . فيجب عليها إما تغيير خططها والامتناع عن بناء المخزون السلعي ، أو العمل على الحصول على أموال إضافية من بعض المصادر خارج الشركة . وكما يتضح من ورقة العمل فإن إدارة الشركة في مثالنا المستخدم ستعتمد إلى اتباع الطريق الثاني أي الالتجاء إلى المصادر الخارجية لاقتراض ما يلزمها من أموال إضافية . وتظهر عمليات الاقتراض والسداد تحت قسم «العمليات المالية» بورقة العمل .

فمن ورقة العمل يتضح لنا أنه من الضروري الإبتداء في الاقتراض عند شهر فبراير . ويتوقف قرارنا الخاص بكمية الأموال المقترضة في هذا الوقت على حجم العجز النقدي المتوقع وعلى الحد الأدنى للرصيد النقدي الذي ينبغي الاحتفاظ به بصفة مستمرة . ويعتمد هذا الحد الأدنى أساساً على درجة الخطأ في التنبؤ ، لأننا لو كنا على ثقة كاملة مائة في المائة من صحة تقديرنا للرصيد النقدي اليومي لما كانت هناك حاجة إلى الاحتفاظ بهذا الحد الأدنى الذي يعمل كهامش أمان وحيث أننا على ثقة بأن تقديراتنا ليست صحيحة مائة في المائة ، فإننا في حاجة إلى هذا الحد الأدنى لمواجهة التدفقات النقدية الخارجية غير المتوقعة أو العرقل المتطرفة التي تقف في سبيل التدفق الداخل . وكلما قلت الثقة في صحة التقديرات كلما كبر حجم الحد الأدنى للرصيد النقدي . وتمثل طبيعة هذا القرار طبيعة القرارات التي تتخذ بخصوص هامش

الامان أو الحد الأدنى لرصيد كل من مخزون المواد الأولية ومخزون السلع الجاهزة . وسوف نتناول موضوع هامش الأمان بصورة تفصيلية عند ناقشة إدارة الأصول في الباب السادس .

وإذا افترضنا أن الحد الأدنى للرصيد النقدي الواجب توافره يجب أن يصل إلى ١٠٠٠ جنيه لظهر لنا أن المنشأة يمكنها مواجهة عملياتها خلال شهر يناير دون حاجة إلى الاقتراض . إذ أن النقدية المتاحة للمنشأة في نهاية هذا الشهر تفوق الحد الأدنى المطلوب . أما الحاجة إلى الاقتراض فتظهر في شهر فبراير ، لأن النتيجة النهائية للتتدفقات النقدية الخاصة بهذا الشهر تظهر عجزاً قدره ٤٧٥٢ جنيهًا . فإذا قربنا هذا المبلغ إلى أقرب ألف جنيه لكي يصبح ٥٠٠٠ جنيه فإن المنشأة تصبح في حاجة إلى مبلغ ٦٠٠٠ جنيه لمواجهة هذا العجز والحد الأدنى المطلوب . وهكذا يظهر في « قسم العمليات المالية » أن الشركة ستبدأ باقتراض (٦٠٠٠) جنيه لمواجهة عملياتها خلال شهر فبراير مع بقاء رصيد نقدي في آخر الشهر يبلغ ١٢٤٨ جنيهًا . وينفس الأسلوب يتضح أن هذه المنشأة في حاجة إلى إقتراض مبلغ مماثل في شهر مارس لمواجهة عجز نقدي قدره ٤٢٩٢ جنيهًا (تقرب إلى ٥٠٠٠ جنيه) أيضاً توفير هامش الأمان . وبذلك يصل مبلغ الإقتراض المجمع للمنشأة في آخر مارس إلى مبلغ ١٢٠٠٠ جنيه وهو يكفي لمقابلة العجز الذي يظهر تحت شهر مارس في « قسم العمليات النقدية الداخلية » وقيمة (١٠٢٩٢) جنيهًا (تقرب إلى ١١٠٠٠) مع توفير هامش الأمان المطلوب .

ويحلول شهر أبريل ظهر لنا من ورقة العمل أن المقبولات النقدية ستتفوق المدفوعات النقدية ، وبالتالي فالمنشأة ليست في حاجة إلى الاقتراض بل يمكنها أن تخطط لسداد قروضها . ففي شهر أبريل ظهر أن هناك فائضاً بلغ ٣٨٨٤ جنيهًا (تقرب إلى ٣٠٠٠ جنيه) (٢) ، وبالتالي يمكن المنشأة أن تسدد

(١) يفترض ان الاقتراض والسداد يتمان : - ١٠٠٠ جنيه ومضاعفاتها .

(٢) لاحظ أن التقرير يتم بالزيادة عند الاقتراض ، ويتم بالنقص عند السداد .

مبلغ ٢٠٠٠ جنيه من أصل القرض مع بقاء ١٨٨٤ جنيه وهو ما يفوق الهاشم المطلوب ، وبنفس الطريقة يمكن للمنشأة أن تسدد مبلغ ٦٠٠٠ جنيه في شهر مايو . أما في شهر يونيو فقد تراكم التدفق النقدي الداخل بطريقة تمكّن المنشأة من سداد باقي القرض مع بقاء مبلغ ١٠٢٣٦ جنيهًا والذي يفوق بكثير حد الأمان المطلوب .

وبعد الانتهاء من جميع العمليات المختلفة والمتعلقة بتقدير الاحتياجات النقدية التقديرية المستقبلة وجمعها في ورقة العمل ، يمكن للمدير المالي أن يبدأ في إعداد الميزانية النقدية نفسها . وفيما يتعلق بشكل الميزانية التقديرية النقدية فإننا نلاحظ عدم وجود نموذج نمطي ، بل نجد أشكالاً مختلفة ، والاختلاف قد يكون في نظام ترتيب العناصر التي تكون الميزانية النقدية ، أو قد يكون في مدى إظهار التفاصيل . والجدول رقم ( ٣ - ٥ ) يبين نموذجاً للميزانية التقديرية النقدية التي يمكن إعدادها من واقع المعلومات التي تظهر في ورقة العمل أي في الجدول رقم ( ٥ - ٢ ) .

ونظراً لأن الميزانية النقدية في مثالنا هذا كانت على جانب كبير من البساطة ، فإننا سنحاول سرد بعض العناصر الأخرى التي قد تظهر في الميزانية النقدية ، وينبغي ملاحظة أن كل عنصر من هذه العناصر يمثل مقوضات أو مدفوّعات نقدية فعلية .

المقوضات النقدية :

المتحصلات من حسابات الذمم  
أوراق القبض  
المبيعات النقدية  
· بيع أصول ثابتة  
· قروض أو بيع أوراق مالية  
متّوعات : مثل إيجار ، فائدة ، كوبونات

الجدول رقم (٥ - ٣)

الميزانية التقديرية لسنة شهر الأول من السنة القادمة

	يناير	فبراير	مارس	أبريل	مايو	يونيو
رصيد التقديرية أول الشهر	١٤٢٠	١٤٢٨	١٧٠٨	١٧٠٨	١٨٨٤	١٠٦٠
المغرضات التقديرية :						
النفقات من الدسم	٤٨٠٠	٩٠٠٠	٨٠٠٠	٨٠٠٠	٢٠٠٠	٧٨٠٠٠
(١) مجموع التقديرية المتاحة	٦٤٢٠	٩٣٤٨	٩٧٣٨	٩٧٣٨	٢١٨٨	٢٩٠٦٠
المدفوعات التقديرية :						
المردودون	٦٢٧٢	٧٨٤٠	٨٦٣٤	٨٦٣٤	٨٦٣٤	٨٦٣٤
الأجور	١٦٠٠	٢٠٠٠	٢٢٠٠	٢٢٠٠	٢٢٠٠	١٨٠٠
نفقات مباشرة للمعنى	١٧٠٠	١٧٠٠	١٧٠٠	١٧٠٠	١٧٠٠	٢٣٠٠
مصاريف إدارية	٧٠٠	٧٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠	٨٠٠
مصاريف بيعية	٩٠٠	٩٠٠	١٤٠٠	١٤٠٠	١٤٠٠	١٤٠٠
إضافات رأسمالية	١٠٠٠	١٠٠٠	١٣٥٦	١٣٥٦	١٣٥٦	١٣٥٦
(٢) مجموع التقديرية الخارجية	١٠٧٨٠	١١١٧٢	١٣٥٦	١٣٥٦	١٣٥٦	١٣٥٦
الفرق بين (١) و (٢)	١٤٢٠	٤٤٢٩٧	٣٨٨٤	٣٨٨٤	٣٨٨٤	٣٨٨٤
الإيراد (أو المسداد)	—	٤٤٢٩٢	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠
رصيد التقديرية آخر الشهر	١٤٢٠	٦٤٢٨	١٧٣٨	١٧٣٨	١٧٣٨	١٠٦٠
			<u>١٠٠٠٠</u>	<u>١٠٠٠٠</u>	<u>١٠٠٠٠</u>	<u>١٠٠٠٠</u>

## **المدفوعات النقدية :**

**الحسابات الدائنة ( موردون )**

**المشتريات النقدية**

**أوراق الدفع**

**المهابا والأجور**

**المصروفات الصناعية**

**المصروفات الإدارية**

**المصروفات البيعية**

**شراء سندات حكومية**

**شراء أصول ثابتة**

**التأمينات**

**الضرائب**

**سداد القروض أو الأوراق المالية التي تصدرها الشركة**

**دفع الفوائد**

**دفع نصيب العمال من الأرباح الموزعة**

**دفع الكوبيونات النقدية أو مسحوبات المالك .**

ومن مراجعة العناصر السابقة نجد أنه يدخل في تكوين الميزانية التقديرية النقدية أربعة مجموعات رئيسية من المدفوعات والمقبولات النقدية هي :

**١ - العناصر المتعلقة بالعمليات العادية للمنشأة .**

**٢ - العناصر غير المتعلقة بعملياتها العادية .**

**٣ - العناصر المتعلقة بشراء وبيع الأصول الثابتة .**

**٤ - العناصر المتعلقة بزيادة أو نقص استثمار المالك والدائنين .**

## استخدامات الميزانية التقديرية النقدية

١ - التخطيط للاقتراض : لعل أهم استخدام للميزانية النقدية أنها تساعد المدير المالي في تحديد الفترات الزمنية التي يفوق فيها التدفق الخارج قيمة التدفق الداخلي ، وبذلك يمكنه مقدماً معرفة العجز الذي ينبغي مقابلته بالإلتقاء إلى مصادر خارج المنشأة . ولا شك أن معرفة قيمة العجز ويعاد ظهوره مقدماً سيعطي للمدير المالي فرصة كافية للبحث عن أفضل المصادر للحصول على احتياجاته النقدية بأحسن الشروط . ففي المثال المستخدم يتضح أن المنشأة ستحتاج إلى الاقتراض خلال شهري فبراير ومارس ومن ثم فإن المدير المالي لن يفاجأ بمثل هذه الحالة عند حلولها نظراً لمعرفته السابقة واستعداده لمواجهتها بالإتفاق مع المقرضين المحتملين .

٢ - التخطيط لسداد القرض: إن مقرض الأموال لا يقتصر اهتمامه على معرفة مقدار المبلغ المطلوب إقراضه ، بل يرغب أيضاً في معرفة متى سيحدث السداد . وفي هذه الحالة نجد أن الميزانية التقديرية النقدية تظهر أن المنشأة يمكنها أن تبدأ السداد اعتباراً من شهر إبريل بحيث يتم سداد باقي القرض خلال شهر يونيو ، هذا إذا سارت الأمور طبقاً للخطة .

وهذه المعلومات على جانب كبير من الأهمية ، لأن بعض أنواع المقرضين مثل البنوك التجارية تجد هذا النوع من القروض قصيرة الأجل على جانب كبير من الجاذبية ، بينما البعض الآخر مثل شركات التأمين لا يشاركون هذا الرأي ، ومن ثم فإن التخطيط لغرض سداد القروض يساعد على تكوين الخطط الخاصة بالإقتراض ويقدم أيضاً بعض الضمانات للمقرض فيما يتعلق بالسداد ، وينبغي جدولة سداد القرض القائم وذلك في قسم « العمليات المالية » من الميزانية النقدية .

٣ - التخطيط لغرض الدفع للملاءك : لا شك أن أصحاب المشروع

يتوقعون الحصول على أرباح كبيرة ، ولكن الميزانية النقدية تبين بوضوح أن سحب أي جزء من الأرباح خلال معظم شهور هذه الفترة لن يؤدي إلا إلى زيادة المشاكل النقدية ، وقد يكون في إمكانهم سحب بعض النقدية في آخر يونيو ، ولكن هذا العمل يتوقف أيضاً على المعلومات التي ستظهرها الميزانية النقدية الخاصة بالنصف الثاني من السنة . وأية مدفوعات أخرى ، مثل فائدة القروض والسداد ي يجب أيضاً أن تجدول في الشهر المناسب في قسم « العمليات المالية » . ولقد عمدنا إلى حذف فائدة القرض المصرفي في مثالنا لغرض تبسيط الأمور .

٤ - التخطيط لأجل الاستخدام الفعال للنقدية : يحاول المدير المالي أن يضع تقديراته للعمل في الأوجه التي تعود بأكبر الأرباح الممكنة ويدون أن تؤثر تأثيراً سيئاً على وظيفته المتعلقة بالسيولة ، والميزانية النقدية التقديرية هي الآداة التي تمكنه من عمل ذلك ، ويعتبر سداد الفواتير خلال فترة الخصم الممنوح من أهم الاستخدامات المربحة للنقدية . بل لا نعدو الحقيقة لو قلنا أن هذا العمل وحده يكفي لتبرير القيام بإعداد الميزانية النقدية ؛ فهذا السداد يعمل على الرفع من المركز الائتماني للمنشأة ، ولكن الأهم من ذلك هو المبالغ النقدية التي توفرها نتيجة الاستفادة من الخصم النقدي . ويظهر من الميزانية النقدية ( الجدول رقم ٥ - ٣ ) أنه بافتراض أموال كافية يمكننا الاستفادة من الخصم النقدي وذلك بالسداد خلال العشرة أيام الأولى من كل شهر .

وفي بعض الأحيان قد يظهر من الميزانية النقدية وجود فترات تزيد فيها النقدية المتوفرة عن النقدية الازمة ، ومن ثم يمكننا عن طريق الميزانية النقدية تقدير كمية الأموال الزائدة والفترات الزمنية التي ستظل فيها هذه الزيادة ، وقد نستخدم هذه المعلومات لاختيار استثمار معين للأموال العاطلة ، تماماً كاستخدام المعلومات الخاصة بالعجز النقدي لاختيار مقرض يقدم لنا الأموال المطلوبة . وباختصار ، تعتبر الميزانية النقدية التقديرية آداة هامة يستخدمها

المدير المالي للعمل مع أقل حد ممكن من الرصيد النقدي ، وفي نفس الوقت يكون وائقاً إلى حد كبير من مقدراته على مقابلة التزاماته .

## حدود استخدام الميزانية التقديرية النقدية

١ - الاخطاء في التقديرات : إن تقديرات التدفق النقدي في الميزانية النقدية تعتمد إلى حد كبير على صحة التقديرات الأصلية للمبيعات ولهذا السبب يعيّب البعض على تلك الأرقام التقديرية التي تظهر لأخر جنيه أو لأخر مليون ، لأن هذا الاتجاه يعطي فكرة مضللة عن مدى صحة ودقة هذه التقديرات ولذا فمن الأفضل أن تظهر المبالغ مقربة إلى أقرب ١٠٠ جنيه أو ١٠٠٠ جنيه.

وعدم دقة التقديرات تعني أيضاً ضرورة قيام المدير المالي دورياً بمقارنة النتائج الفعلية مع الميزانية التقديرية ، وإذا كان الإختلاف كبيراً ، فقد يستلزم الأمر إجراء تعديلات في الميزانية التقديرية للشهر المقبلة ، فالميزانيات التقديرية لا تخرج عن كونها أدوات للارشاد ولا يمكن أن تكون بديلاً للحكم الجيد . ونظراً لأن التوقعات نادراً ما تكون تامة الصحة ، فإن الميزانيات التقديرية التي تشتق من هذه التوقعات ينبغي استخدامها بحرص مع تفهم حمولتها وما عليها من قيود .

٢ - الفترة الزمنية المغطاة : حتى ولو أخذنا في الحسبان أن الميزانيات التقديرية لا تزيد عن كونها تقديرات للمستقبل ، فمن الضروري أيضاً أن تتبّع إلى أن المدة الزمنية التي تعمل لها الميزانية التقديرية قد تكون غير ملائمة . فالميزانية النقدية التي تظهر في الجدول رقم ٣ - ٥ تقسم مدة السنة شهور إلى فترات شهرية . ولو قمنا بإعداد ملخص لتقدير مجموع التدفق الداخل والتدفق الخارج للنقدية عن مدة نصف السنة كوحدة . لكان هذا التقدير مضللاً للغاية ولأدى إلى عواقب وخيمة . وحتى مع التقسيم الشهري وجدنا أن الأرقام مضللة لأنه خلال العشرة أيام الأولى من كل شهر تتدفق الأموال من الخزان

النقدى بسرعة أكبر من التدفق الداخلى . ويسبب شروط الإئتمان التى يحددها الموردون ، فقد يكون من الأفضل اعداد الميزانية النقدية عن فترات شهرية لا تبدأ من أول الشهر ولكن من ١٠ يناير - ١٠ فبراير - ١٠ مارس ، وهكذا . وينبغي على المدير المالى ألا يغتر بمظهر الدقة التى تظهر به الأرقام فى الميزانية التقديرية فيفشل فى الاحتفاظ بموقعة الذى يتميز بالحرص والشك .

٣ - المشاكل الإنسانية : يتم إعداد الميزانية التقديرية ثم تشغيلها بواسطة افراد من البشر ، وهذه المسألة تثير الكثير من المشاكل وخاصة في الوقت الذى يدخل فيه نظام الميزانية التقديرية لأول مرة ، فالميزانية التقديرية تمثل تحدياً للكثير من الناس داخل المنشأة . فمثلاً ، قد يكون مدير الإنتاج متعدداً على إعداد جداوله الإنتاجية ، والآن لم تعد هذه الوظيفة قاصرة عليه وحده ، والأدهى من ذلك أن المركز الرئيسي سيستخدم نظام الميزانية التقديرية لمراجعة أدائه لاعماله ، وقد يوجه إليه الأسئلة المحرجة في حالة عدم تمشي أعماله مع ما هو وارد بالميزانية التقديرية ، ومن ثم فإن تقديم هذا النظام من المحتمل أن يؤدى إلى إستبعاد بعض المهارات أو الحقوق ، ومثل هذه التغيرات لا تلقى قبولاً من الأفراد الذين يتاثرون منها .

ويتضح من هذه المشاكل الإنسانية أن تقديم نظام الميزانية التقديرية هو في الواقع عملية تعليمية ، فيجب أن تكون الإجراءات على جانب كبير من البساطة وتستلزم أقل تغير ممكن في أنظمة العمل القائمة بالفعل ، فمثلاً ينبغي على الحسابات المستخدمة فعلاً في نظام الميزانية التقديرية أن تسير على نفس نهج الحسابات المستخدمة فعلاً في النظام المحاسبي . كما يجب قصر مسؤولية مديرى الإدارات على تلك النفقات التي يمكنهم السيطرة عليها . وحتى بالنسبة لهذه النفقات يجب ألا تكون إدارة الميزانيات التقديرية جاملة ، نظراً لأن الإنحرافات عن التقديرات لا بد وأن تحدث . وياختصار ينبغي تقديم نظام الميزانية التقديرية بطريقة ذكية لبقاء مع الفهم الكامل للنواحي البشرية المتعلقة بها .

## الفصل السادس الخطط الارباحية المخصصة للأعمال

إن الخطط التي تقوم إدارة المنشأة باعدادها لفترة زمنية مقبلة تهم المدير المالي من ناحيتين رئيسيتين . فمن ناحية نجد أن هذه الخطط تؤثر على المقبولات والمدفوعات النقدية . ولقد رأينا في الفصل السابق كيف يمكن للمدير المالي القيام بإعداد الميزانيات التقديرية للتبؤ بمركز المنشأة النقدي خلال الفترة المقبلة ويعمله هذا يكون اهتمامه مركزاً على هدفه الأول وهو المتعلق بالسيولة . ومن ناحية أخرى ، ينبغي على المدير المالي أن يقوم أيضاً بإعداد تقديرات وتنبؤات تحدد أثر خطط الادارة على ربحية المشروع ، وعلى مركزه في نهاية المدة . وكما يظهر بوضوح فإن هذه التقديرات الأخيرة تتعلق بالهدف الآخر للمدير المالي وهو هدف الربح . وستخصص هذا الفصل لدراسة هذا النوع من التقديرات المتعلقة بهدف الربح .

ويلاحظ أننا في أي وقت معين نتعامل مع مجموعتين من القوائم المالية . والمجموعة الأولى ذات طبيعة تاريخية نظراً لأنها تسجل البيانات والمعلومات والأرقام التي حدثت في الماضي . أما المجموعة الثانية فستكون من القوائم التخطيطية والتي أهمها : الميزانية التقديرية النقدية ، وقائمة

---

(1) راجع :

- Robert W. Johnson: Financial Management, Chpts. 9. and 10.

- J. Fred Weston and Eugene F. Brigham: Managerial Finance, Chpt. 10.

الدخل المتوقع ( حساب الأرباح والخسائر التقديرية أو مشروع قائمة الدخل Pro-forma income statement ) والميرانية العمومية المتوقعة (مشروع الميزانية العمومية Pro-forma balance sheet ) . وينبغي علينا أن نذكر دائمًا أن تنبؤات الإيرادات والمصروفات التي تظهر في حساب الأرباح والخسائر التقديرية تختلف عن الميزانية التقديرية النقدية بنفس الطريقة التي يختلف فيها حساب الأرباح والخسائر عن جدول المقبولات والمدفوعات النقدية . فحساب الأرباح والخسائر التقديرية يتكون من عناصر الإيرادات والنفقات المتوقعة كما سيسجلها المحاسب ، بينما تكون الميزانية التقديرية النقدية من التدفقات النقدية المتظر دخولها إلى حساب النقدية أو خروجها منه خلال فترة زمنية مقبلة .

و سنستعرض الأن بإيجاز الهدف من التخطيط لغرض الربح من حيث علاقته بالأغراض الرئيسية للميزانيات التقديرية السابق مناقشتها وهي : تشجيع التفكير في المستقبل ، وتشجيع التنسيق في التفكير ، وتنمية معايير الأداء للأعمال المستقبلة مع رقابة أعمال المساعدين . ففي الشركة النامية نجد أن تقديرات المبيعات والنفقات هي التي تبين لإدارة المشروع مدى الحاجة إلى التوسيع . والأرباح التي تظهرها الميزانيات التقديرية قد تبرر التمويل الإضافي اللازم للحصول على الأصول الجديدة . وفي حالات أخرى قد يظهر التخطيط أن الأرباح المتوقعة غير كافية ، ومن ثم يتبين للادارة مدى حاجتها لخطط طويلة الأجل بالبحوث والدعائية والإعلان .

ومن المحتمل أن أهم سبب للقيام بالتخطيط لأجل تقدير الأرباح هو أن التخطيط يساعد ويشجع على التنسيق في التفكير . ففي المنشآت الكبيرة التي تتبع مدخل اللامركبة عند اتخاذ القرارات المختلفة . يصبح من الصعب على المسؤولين عن الإدارات المختلفة معرفة تلك القرارات التي تعتبر في مصلحة الشركة كلها كوحدة واحدة ومن ثم تساهم في زيادة الارباح في الفترة الطويلة وعملية التخطيط لغرض تقدير الأرباح المستقبلة تستلزم من الادارة العليا

للمشروع ان تضع أهدافاً أساسية لكل من الايرادات وال النفقات . و بوجود هذه الأهداف الموضوعة مقدماً يتم التنسيق السليم للأفكار داخل المنشأة . وبالتالي تصبح القرارات المتخذة وخاصة في المستويات التنظيمية الشفلى في صالح المنشأة كلها ، وهذا أمر من النادر تحقيقه في حالة عدم وجود الخطط .

وأخيراً ، فان المنظمة لكي تتأكد من أن أفرادها سيتبعون السبيل الموضوع لما فيه أفضل مصلحة لها ، يمكنها أن تستخدم عناصر الايرادات وال النفقات المخططة كوسيلة لرقابة أعمال المساعدين . فإذا انحرفوا عن الطريق المرسوم فان الاختلافات بين النفقات المخططة والنفقات الفعلية تأخذ في الظهور . حقاً أن مثل هذه الاختلافات كثيراً ما يمكن تبرير حدوثها ، ولكن عملية التبرير نفسها ستتجه في لفت انتباه الادارة العليا إلى هذه المسائل . ويتبع عن ذلك ان القرارات المتعلقة بالانحراف عن الميزانية التقديرية ستتخذ في مستويات إدارية مرتفعة تسمح بالأخذ في الحسبان ربحية المنشأة خلال الفترة طويلة الأجل .

## اجراءات تحطيط الأرباح

يمكن القول بصفة عامة بأن هناك ثلاثة مداخل رئيسية لعمل التقديرات الخاصة بالأرباح وهي كالتالي

- ١ - التحليل البيئي Environmental Analysis
- ٢ - تحليل التعادل Break - Even Analysis
- ٣ - قائمة الأرباح والخسائر التقديرية .

وينبغي أن نلاحظ من البداية الاختلاف الذي يظهر في طبيعة هذه المداخل الثلاث وأن الواحد منها لا يجعل محل الآخرين فكل مدخل يقدم مساهمته الخاصة نحو مساعدة الادارة على التفهم الأفضل لأصل الأرباح

ومستواها المتوقع . ومعنى ذلك أن إدارة المنشأة لو رغبت في الحصول على تقديرات سليمة لأرباحها فعليها استخدام هذه المداخل الثلاث معاً كلما أمكنها ذلك .

## التحليل البيئي

وينطوي هذا الاجراء على دراسة علاقة الأرباح بعض المؤشرات الاقتصادية خارج الشركة . ولنفترض أن أحد منتجي الفواكه المعلبة للأطفال يرغب في التنبؤ بأرباحه في العام المقبل . وبالرجوع إلى سجلاته الماضية وجد أن أرباحه السنوية ترتبط ارتباطاًوثيقاً بعدد المواليد في السنة السابقة . وأبسط طريقة لكشف هذه العلاقة هي وضع النقاط التي تمثل أرباح كل سنة وعدد المواليد في السنة التي تسبقها على رسم بياني . والنتيجة النهائية التي نحصل عليها من هذا الرسم البياني هي الخط الذي يشير إلى متوسط العلاقة بين المواليد والأرباح . ويخبرنا هذا الخط بأنه في المتوسط لكل ألف مولود في سنة ما تحقق الشركة كذا جنيها من الربح في السنة التالية .

وعندما نحصل على مثل هذه العلاقة ، يصبح في إمكاننا التنبؤ بأرباحنا في العام القادم عن طريق تحديد عدد المواليد في السنة الحالية . ولا شك أن دقة التنبؤ تتوقف إلى حد كبير على مدى صحة متوسطة العلاقة . فإذا كانت العلاقة بين الأرباح وهذا المؤشر الاقتصادي المختار ضعيفة فإن التنبؤ الخاص بالأرباح قد يكون بعيداً جداً عن الصحة . وينبغي أن نلاحظ أن المثال الذي ذكرناه على جانب كبير من البساطة ، ولكن من الممكن القيام بتحليل أكثر دقة وعمقاً يأخذ في الحسبان العوامل المتعددة والمختلفة التي يمكنها أن تؤثر على الأرباح .

وتظهر أهمية هذا المدخل بصفة خاصة في التخطيط طويل الأجل عندما

نرحب في معرفة ما إذا كانت الأرباح خلال السنوات الخمس المقبلة تبرر التوسيع في المصانع والأصول الثابتة . كما أن المعلومات التي تحصل عليها من هذه الطريقة تساعد في تكوين السياسات الخاصة بتوزيع الأرباح . فمثلاً الفترة القادمة قد تمتاز بارتفاع وثبات الأرباح ، مما يبرر توزيع جانب كبير منها على المالك . أما لو كانت المعلومات تشير إلى تناقص الأرباح ، فهذا معناه التحفظ في التوزيع على المالك مع بذل الجهد المختلفة لتخفيض القروض .

## تحليل التعادل

والمدخل الثاني لتقدير الأرباح هو تحليل التعادل الذي يقوم على أساس العلاقة بين النفقات والإيرادات من ناحية وبين حجم النشاط أو العمليات من ناحية أخرى . وبالرغم من القيود العديدة التي تقييد من استخدام هذه الطريقة والتي ينبغي فهمها بوضوح ، إلا أنها تمكن المدير المالي من دراسة التأثير العام لمستوى الحجم على الدخل والنفقات ، وبالتالي على الأرباح وينبني هذا التحليل عادة على خريطة التعادل .

و فكرة هذا التحليل منشؤها اختلاف التكاليف من ناحية علاقتها بحجم العمليات أو النشاط . فلو درسنا تكاليف شركة ما ، لوجدنا أن بعضها يتغير بنسبة مباشرة مع تغيرات الحجم . فإذا ارتفع حجم العمليات ١٠٪ ارتفعت هذه التكاليف أيضاً بنسبة ١٠٪ وهذا النوع هو المعروف باسم التكاليف المتغيرة وأفضل أمثلة لها هي المواد الأولية والخامات والأجور المباشرة .

وهناك التكاليف الثابتة وهي لا تتغير بالتغييرات في مستوى الحجم ، ومن أمثلتها الاستهلاك والإضاءة . وأخيراً نجد مجموعة من التكاليف التي لا تتغير بنسبة مباشرة مع التغييرات في الحجم ، ولكنها بالرغم من ذلك تتغير إلى

حد ما تبعاً لتغيرات الحجم . ومن أمثلة هذا النوع الآخر مهاباً المديرين ونفقات المركز الرئيسي . ومثل هذا الخليط من التكاليف المتغيرة والثابتة يمكن تقسيمه عادة إلى قسمين أو جزئين متغير وثابت .

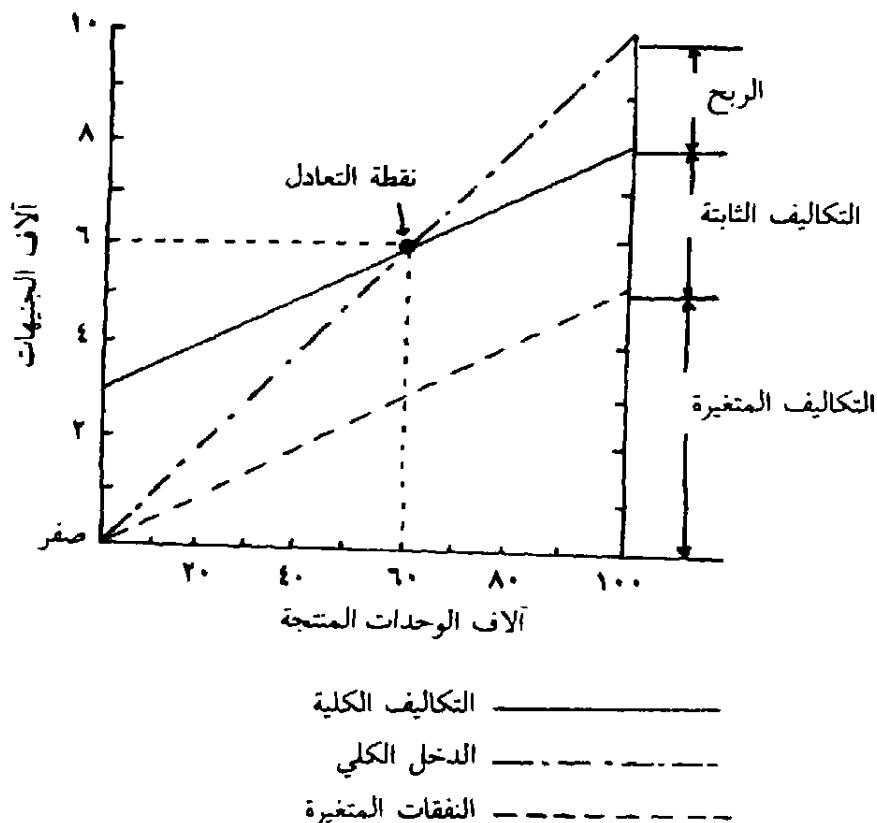
فإذا فرضنا أن منشأة ما لها طاقة على الإنتاج تصل إلى ١٠٠٠٠ وحدة ، وأن التكاليف الثابتة التي تحملها المنشأة بعض النظر عن مستوى الإنتاج تبلغ ٣٠٠٠٠ جنيه ، وأن التكاليف المتغيرة للوحدة ٥٠٠ مليون ، وأن سعر البيع للوحدة ١٠٠٠١ جنيه فعند وضع هذه الفروض على خريطة كما في النموذج (٦ - ١) أمكن الحصول على ما يعرف بخريطة التعادل ، والتي تظهر ماذا يحدث لمجموع التكاليف والإيرادات نتيجة للتغيرات في الحجم .

وكان من الممكن وضع التكاليف المتغيرة أعلى التكاليف الثابتة ، ولكن لأسباب ستظهر فيما بعد ، عمدنا إلى عمل العكس أي وضع التكاليف المتغيرة أسفل التكاليف الثابتة ، وعلى كل حال فإن الخط الذي يمثل التكاليف الكلية يكون واحداً في الحالتين .

وبالنظر إلى الخريطة نجد أن الحجم عندما يتغير من صفر إلى ١٠٠٠٠ وحدة ، تتحرك التكاليف المتغيرة من صفر إلى ٥٠٠٠٠ جنيه . وبغض النظر عن حجم العمليات ، توجد مجموعة من التكاليف تبلغ ٣٠٠٠٠ جنيه تبقى ثابتة . فإذا أضفنا هذه التكاليف الثابتة إلى التكاليف المتغيرة ، لوجدنا أن التكاليف الكلية تتغير من ٣٠٠٠٠ جنيه عندما لا يكون هناك أي إنتاج بالمرة ، إلى ٨٠٠٠٠ جنيه عندما يصل الحجم إلى ١٠٠٠٠ وحدة . وحيث أن الدخل الكلي عند هذا المستوى الأخير يبلغ ١٠٠٠٠٠ جنيه ، فإن الربح يكون ٢٠٠٠٠ جنيه . ولكن الفرق بين الدخل الكلي والتكاليف الكلية يأخذ في الانخفاض كلما انخفض حجم الإنتاج . وأخيراً عندما يصل الحجم إلى ٦٠٠٠٠ وحدة فإن مجموع الدخل الناتج عن المبيعات يعادل بالضبط مجموع النفقات ، وهذه هي نقطة التعادل ، ويمكننا إظهار هذه النقطة كالتالي :

النموذج رقم (١ - ٦)

خريطة التعادل



الدخل الكلي :  $60000$  وحدة  $\times 1$  جنيه =  $60000$  جنيه

التكاليف الكلية :

الثابتة ... ... ... ...  $30000$

المتحركة  $60000$  وحدة  $\times 500$  مليم =  $30000$

$60000$  جنيه

ويتبين مما سبق أن المنشأة التي تعمل عند نقطة التعادل لا تحقق أرباحاً كما أنها لا تحمل أيضاً خسائر . ولكنها تحمل خسارة قبل الوصول

إلى نقطة التعادل ، وكلما انخفض مستوى حجم العمليات كلما كبرت الخسائر . أما لو تعدد هذه النقطة فان الربح يبدأ في الظهور ويرتفع مقداره بارتفاع مستوى الحجم .

الجدول رقم (٦ - ١)

مجموعة العلاقات بين الوحدات المتباينة ، مجموع التكاليف المتغيرة ،  
التكاليف الثابتة ، التكاليف الكلية ، والإيراد الكلي

الوحدة	مجموع التكاليف	التكاليف الثابتة	المتحركة	المباعة	صافي الربح ( الخسارة )	الدخل الكلي	النفقات الكلية	صافي الدخل
(٢٥٠٠٠)	١٠٠٠	٣٥٠٠٠	٣٠٠٠	٥٠٠				١٠٠٠
(٢٠٠٠)	٢٠٠٠	٤٠٠٠	٣٠٠٠	١٠٠٠				٢٠٠٠
(١٥٠٠٠)	٣٠٠٠	٤٥٠٠٠	٣٠٠٠	١٥٠٠				٣٠٠٠
(١٠٠٠)	٤٠٠٠	٥٠٠٠	٣٠٠٠	٢٠٠				٤٠٠٠
(٥٠٠)	٥٠٠٠	٥٥٠٠٠	٣٠٠٠	٢٥٠٠				٥٠٠٠
—	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠				٦٠٠٠
٥٠٠	٧٠٠٠	٦٥٠٠٠	٣٠٠٠	٣٥٠٠				٧٠٠٠
١٠٠٠	٨٠٠٠	٧٠٠٠	٣٠٠٠	٤٠٠				٨٠٠٠
١٥٠٠	٩٠٠٠	٧٥٠٠٠	٣٠٠٠	٤٥٠٠				٩٠٠٠
٢٠٠٠	١٠٠٠	٨٠٠٠	٣٠٠٠	٥٠٠				١٠٠٠

أمكن تحديد نقطة التعادل باستخدام خريطة التعادل ( النموذج رقم ٦ - ١ ) ، وبالإضافة إلى هذه الطريقة يمكن إحتساب نقطة التعادل بدقة بعده طرق أخرى ستعرض لطريقتين منها وهما : طريقة التجربة والخطأ ، والطريقة الباختصار .

وفيما يتعلّق بطريقة التحرير والخطأ يمكن الوصول إلى نقطة التعادل عن:

طريق الجدول رقم ٦ - ١ باستخدام نفس الأرقام السابق استخدامها في خريطة التعادل . وبالنظر الى الجدول يتضح أننا قد توصلنا إلى نفس النتيجة التي توصلنا إليها عن طريق خريطة التعادل . فعند إنتاج وبيع ٦٠٠٠ وحدة لا تحقق المنشأة ربحاً أو خسارة نظراً لتعادل التكاليف الكلية مع الإيراد الكلي .

أما تحديد نقطة التعادل رياضياً فيمكن الوصول إليها إما بالوحدات أو بقيمة المبيعات وذلك باستخدام المعادلين الآتيين :

١ - تحديد نقطة التعادل باستخدام تكلفة الوحدة :

$$\text{نقطة التعادل} = \frac{\text{التكاليف الثابتة}}{\text{ثمن بيع الوحدة} - \text{تكلفة المتغيرة للوحدة}}$$

وباستخدام الأرقام السابقة نصل إلى النتيجة الآتية :

$$\text{نقطة التعادل} = \frac{٣٠٠٠ \text{ جنيه}}{١ \text{ جنيه} - ٥٠٠ \text{ مليم}} = ٦٠٠٠ \text{ وحدة}$$

٢ - تحديد نقطة التعادل باستخدام المجاميع :

$$\text{نقطة التعادل} = \frac{\text{مجموع التكاليف الثابتة}}{\frac{١}{\text{مجموع التكاليف المتغيرة}} - \frac{\text{مجموع قيمة المبيعات}}{٣٠٠٠}}$$

وباستخدام الأرقام السابقة نصل إلى النتيجة الآتية :

$$\text{نقطة التعادل} = \frac{٣٠٠٠}{\frac{٥٠٠٠}{١} - \frac{١٠٠٠٠}{٣٠٠٠}} = ٦٠٠٠ \text{ جنيه}$$

وتنثر نقطة التعادل بالتغيرات التي تحدث في سعر البيع للوحدة ، أو في

التكلفة المتغيرة للوحدة ، أو في التكاليف الثابتة . وزيادة التكاليف المتغيرة أو التكاليف الثابتة تؤدي إلى رفع نقطة التعادل ، بينما تؤدي زيادة سعر البيع إلى خفضها . وبالعكس فإن إنخفاض التكاليف المتغيرة أو للتكاليف الثابتة يؤدي إلى خفض نقطة التعادل ، بينما ترتفع هذه النقطة عند انخفاض سعر البيع .

ويساعدنا تحليل التعادل مساعدة كبيرة على تفهم العلاقة بين الأرباح وحجم العمليات . ومثل هذا الفهم يكون على جانب كبير من الأهمية عند تحضير الهيكل المالي للمشروع . وهناك عنصران لهما أهميتهما وينبغي اخذهما في الحسبان في هذا المجال وهما (١) مستوى نقطة التعادل ، و (٢) السرعة التي تتغير بها الأرباح نتيجة للتغيرات في حجم العمليات .

ويمكن القول بصفة عامة أنه من الأفضل جداً أن تكون نقطة التعادل منخفضة عن أن تكون مرتفعة . وكلما ارتفعت نقطة التعادل ، كلما قلت فرصة الشركة في الأرباح خلال السنين .

وينبغي أيضاً أن ترتبط نقطة التعادل بالمستوى « العادي » للعمليات وبالتالي التغيرات العادية في المبيعات . فلو كانت المنشأة تعمل بالقرب من نقطة التعادل ، فإن أي تغير بسيط في النشاط الاقتصادي قد يؤدي إلى تحملها للخسائر . وإذا نظرنا إلى خريطة التعادل لظهر لنا بوضوح أن الشركة التي يتقلب نشاطها السنوي بين ٥٠٠٠ و ٧٠٠٠ وحدة ستحقق الربح سنة وتتحمل الخسارة سنة أخرى وهكذا . وهذا حال لا يسر إطلاقاً بالإضافة إلى الصعوبات التي تقابلها إدارة مثل هذه الشركة لإقناع المقرضين لإقراضها ما تحتاجه من أموال . بل في الحقيقة ، قد يكون الافتراض بالنسبة لهذه الشركة عملاً أبعد ما يكون عن الحكمة نظراً لاحتمال عدم قدرتها على سداد القروض أو دفع الفائدة المطلوبة .

وتهتم الشركات التي تتقلب مبيعاتها تقلباً واسعاً بنقطة التعادل ، أكثر من اهتمام الشركات التي تتمتع بمبيعات ثابتة نسبياً فنقطة التعادل التي تبلغ ٦٠٠٠٠ وحدة لا تكون مؤلمة إذا كانت مبيعاتنا تتراوح بين ٧٠٠٠٠ و ٨٠٠٠٠ وحدة ، لكنها تكون مؤلمة بلا نزاع لو كانت مبيعاتنا تتقلب من ٥٠٠٠٠ وحدة إلى ١٠٠٠٠ وحدة ففي الحالة الأولى تتفاوت أرباحنا من ٥٠٠٥ جنيه إلى ١٠٠٠٥ جنيه أما في الحالة الثانية فان نتائج عملياتنا تتراوح بين ٥٠٠٠٥ جنيه خسارة و ٢٠٠٠٥ جنيه ربح . حفأً ان متوسط الأرباح خلال فترة من السنين قد يكون واحد للشركاتين ، ولكن الشركة الأولى يمكنها الاقتراض وهي مطمئنة ، بينما ينبغي على الشركة الثانية تجنب القروض نظراً للتقلب الواسع في ايراداتها وتحملها للخسائر في بعض السنوات مما يعرضها لخطر التوقف عن مقابلة التزاماتها نحو مقرضيها .

## الرفع التشغيلي Operating Leverage

يمكن تعريف الرفع التشغيلي بأنه المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف الثابتة في العمليات . ويستخدم تحليل التعادل لكي يعكس درجة الرفع التشغيلي المستخدمة . وقد يبدو أن هناك غموضاً في معنى الرفع التشغيلي ودرجته ، ولكن استخدام مثال رقمي يمكن أن يؤدي إلى مزيد من الفهم والقضاء على ما قد يكتنفه من غموض .

بالرجوع إلى المثال المستخدم في تحليل التعادل نجد أنه عند الحجم ٨٠٠٠٠ وحدة يمكن للمنشأة أن تحقق ربحاً قدره ١٠٠٠٥ جنيه (أنظر الجدول رقم ٦ - ١) ، فإذا زادت مبيعات المنشأة بمعدل ١٠٪ فهل ترتفع الأرباح بنفس النسبة ؟

وللاجابة على هذا السؤال فسوف نستعين بالعملية الحسابية الآتية :

عند مبيعات			
<u>٨٨٠٠٠</u>	<u>٨٠٠٠٠</u>		
٨٨٠٠٠	٨٠٠٠٠	الإيرادات (سعر بيع الوحيدة جنيه واحد)	
٤٤٠٠٠	٤٠٠٠٠	التكاليف المتغيرة (٥٠٠ مليون لوحيدة)	
٣٠٠٠٠	٣٠٠٠٠	التكاليف الثابتة	
<u>٧٤٠٠٠</u>	<u>٧٠٠٠٠</u>	التكاليف الكلية	
<u>١٤٠٠٠</u>	<u>٩٠٠٠٠</u>	الربح	

النسبة المئوية للزيادة في الوحدات المنتجة والمبيعة٪.١٠  
النسبة المئوية للزيادة في الربح٪.٤٠

من هذا يتضح أن زيادة قدرها٪.١٠ في الحجم تؤدي إلى زيادة قدرها٪.٤٠ في الأرباح . ومرد ذلك إلى عنصر التكاليف الثابتة التي تلعب دوراً يمكن تشبيهه بالرافعة للأرباح . إذ يترتب على تغير بسيط نسبياً في المبيعات تأثير كبير نسبياً في الأرباح .

أما درجة الرفع التشغيلي عند نقطة ما فيمكن تعريفها بأنها نسبة النسبة المئوية للزيادة في الأرباح إلى النسبة المئوية للزيادة في حجم الانتاج والمبيعات . أي يمكن وضعها على الصورة الآتية مع استخدام الأرقام السابقة :

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{النسبة المئوية للزيادة في الربح}}{\text{النسبة المئوية للزيادة في الحجم}} = \frac{\text{النسبة المئوية للزيادة في الحجم}}{\text{عند } ٨٠٠٠٠ \text{ وحدة}} = \frac{٪.٤٠}{٪.١٠} = ٤$$

ومعنى ذلك أنه اعتباراً من هذه النقطة (٨٠٠٠٠ وحدة) يبلغ معدل الزيادة في الربح ٤ مرات معدل الزيادة في الحجم . ونظراً لأن هذه العلاقة

عبارة عن علاقة خط مستقيم فإن القول السابق يكون صحيحاً لأي نسبة مئوية للزيادة . ومن ثم فإن زيادة في الحجم قدرها ٢٠٪ يترتب عليها زيادة في الربح قدرها ٨٠٪ و ٣٠٪ زيادة في الحجم ستؤدي إلى ١٢٠٪ زيادة في الأرباح وهكذا .

ونظراً لأن تحديد درجة الرفع التشغيلي حسابياً بالطريقة السابقة يستلزم وقتاً وجهداً وخاصة عند دراسة مستويات مختلفة من الاحجام ، فمن الأسهل استخدام المعادلة البسيطة الآتية :

$$\frac{\text{نقطة و}}{\text{التكلفة المتغيرة للوحدة}} = \frac{\text{و (س - م)}}{\text{و (س - م) - ث}}$$

درجة الرفع

حيث      و = عدد الوحدات المنتجة عند نقطة حساب درجة الرفع التشغيلي  
 س = سعر البيع للوحدة  
 م = التكلفة المتغيرة للوحدة  
 ث = مجموع التكاليف الثابتة

ويستخدم الأرقام السابقة في هذه المعادلة نحصل على النتيجة الآتية :

$$\frac{\text{نقطة و}}{\text{التكلفة المتغيرة للوحدة}} = \frac{٣٠٠٠٠ (١ - ٥) - ٨٠٠٠٠}{٣٠٠٠٠ (١ - ٥) - ٨٠٠٠٠}$$

$$= \frac{٤٠٠٠٠}{١٠٠٠٠} = ٤$$

درجة الرفع

ومن هذه النتائج يمكن أن يتبيّن أن درجة الرفع التشغيلي عند نقطة معينة هي في الحقيقة نسبة الربح قبل خصم التكاليف الثابتة إلى الربح بعد خصم التكاليف الثابتة .

ومرة أخرى نجد أن درجة الرفع التشغيلي عند نقطة ما تتغير بتغير واحد أو أكثر من العوامل الآتية :

- ١ - سعر البيع .
- ٢ - التكاليف المتغيرة للوحدة .
- ٣ - التكاليف الثابتة .

ويلاحظ أنه كلما كانت التكاليف الثابتة مرتفعة ، والتكاليف المتغيرة منخفضة فإن هذا الوضع يؤدي إلى توفير الظروف لتحقيق أكبر نسبة مئوية للتغير في الأرباح ، سواء أكان ذلك إلى أعلى أو إلى أسفل .

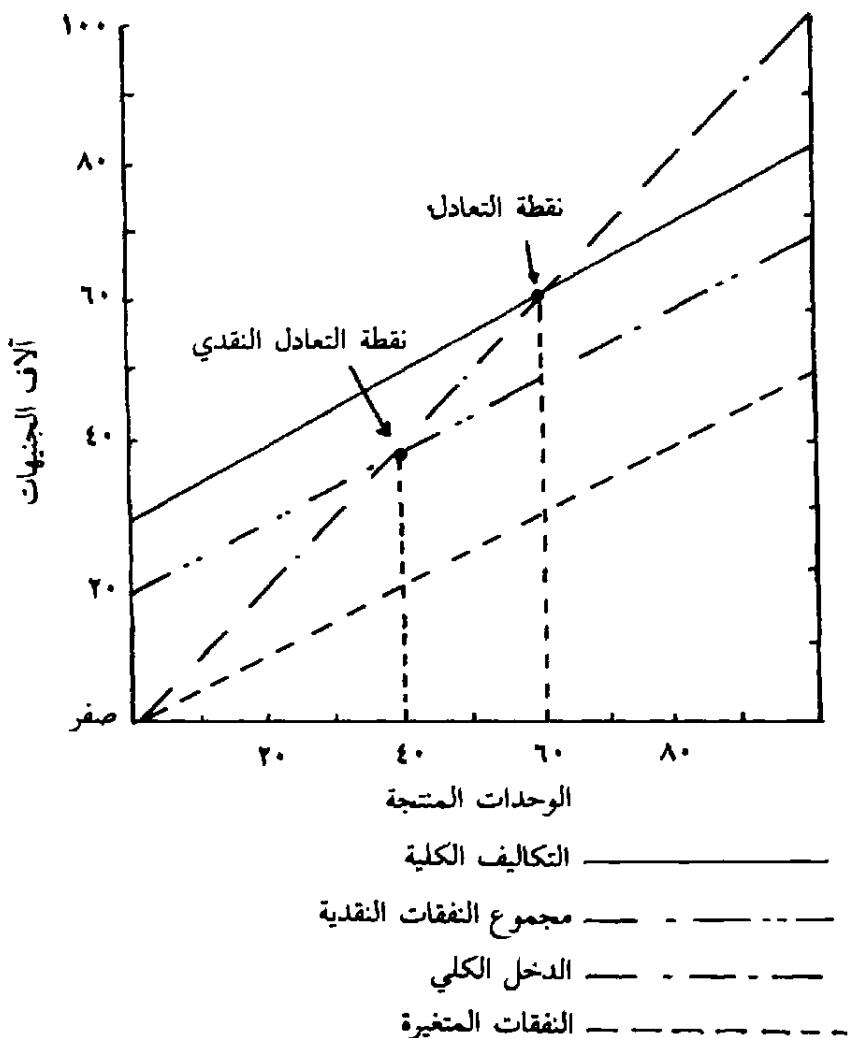
ويتفق هذا المسلك للربح مع المنطق الاقتصادي ، فالتكاليف الثابتة المرتفعة ما هي إلا نتيجة لاستخدام قدر أكبر من رأس المال الثابت مما يسمح للمنشأة بتحفيض العمالة ومن ثم تخفيض التكاليف المتغيرة .

وععكس الأهمية النسبية للتكاليف الثابتة كل من التقدم الفني في الصناعة ، ومدى استقرار المبيعات . وتأثير طبيعة نشاط المنشأة على مقدار الأصول الثابتة المستخدمة في العملية الإنتاجية . فإذا كانت المبيعات مستقرة فإن المنشأة ستستخدم المزيد من الآلات المتخصصة . أما إذا كانت المبيعات شديدة التقلب فإن المنشأة ستعتمد إلى التوسيع في استخدام القوة العاملة على حساب الآلات لكي تتيح لنفسها المرونة اللازمة .

## **Cash Break - even Analysis**

يمكن استخدام تحليل التعادل لتحليل الشركة على أساس نقدى . فخطر عدم المقدرة على مقابلة بعض المدفوعات النقدية الثابتة نتيجة للتغيرات في حجم العمليات يمكن تحديده ، بدقة إلى حد ما عن طريق تقسيم التكاليف الثابتة إلى قسمين : القسم الأول ويكون من العناصر التي تمثل مدفوعات نقدية ( مثل مرتب رئيس مجلس الإدارة ) ، والقسم الثاني ينطوي على

النموذج رقم (٦ - ٢)  
خربيطة التعادل النقدي



العناصر التي لا تمثل مدفوعات نقدية والتي لا تخرج عن كونها قيوداً دفترية (مثل الاعلاك) فإذا افترضنا أن مبلغ الـ ٣٠٠٠ جنية الذي يمثل التكاليف الثابتة يشمل ١٠٠٠ جنية من النفقات غير النقدية . وعلى هذا الأساس رسمنا خريطة التعادل النقدي (النموذج رقم ٦ - ٢) ، والتي تظهر نقطة

التعادل النقدي عندما يكون الحجم ٤٠٠٠٠ وحدة . أو بعبارة أخرى ، عند هذا المستوى من حجم العمليات تكون النقدية الآتية من المبيعات مساوية للنقدية التي تخرج لدفع النفقات . ويجب علينا أن ننتبه إلى حقيقة قد تغيب عن البعض وهي أن الشركة عند نقطة التعادل النقدي تشغله في مستوى غير مرتفع ، وذلك لأنها لا تسترد شيئاً بالمرة مما استمرته في الأصول الثابتة .

وبإضافة إلى ذلك ، ينبغي علينا أن نعرف من دراستنا للميزانية النقدية أن خريطة التعادل لا تخرج عن كونها مجرد صورة تقريرية وغير دقيقة للتتدفقات النقدية . فمثلاً ايرادات المبيعات قد لا تتحقق في شكل نقدي ، ولكن في شكل زيادة في حسابات الذمم . وحتى إذا تحققت المبيعات في شكل نقدي ، فقد تستمر هذه الأموال في أصول أخرى أو لسداد القروض وإذا تحققت الأرباح ، فينبع استخدام بعض النقدية لدفع الضرائب . وتبلغ الأرباح النقدية ( قبل دفع الضررية ) ٣٠٠٠٠ جنيه عندما يكون مستوى حجم العمليات ١٠٠٠٠ وحدة ، وذلك في حالة عدم استخدام هذه الأموال لزيادة الأصول ( خلاف النقدية ) أو لتخفيف الخصوم أو حقوق الملكية . ومن ثم ، إذا ابتعدنا عن الفرضيات الجامدة وغير الواقعية ، يتضح لنا خطورة الاعتماد على التنبؤات التي تقوم على أساس تحليل التعادل النقدي .

وبالرغم من هذه العيوب ، فإن نقطة التعادل النقدي تخدم غرضاً معيناً وهو منع الإدارية بعض الفهم المتعلق بمدى تأثير التقلبات الدورية في المبيعات على صافي التدفق النقدي الناتج عن عمليات الشركة . وكما سترى فيما بعد ، فإن المدفوعات الخاصة بفائدة وأصل القروض المتوسطة والطويلة الأجل عادة ما تحدث من النقدية التي تتولد من العمليات العادية للمنشأة ، وبالتالي ، لو علمنا أن مستوى عمليات شركتنا من المحتمل أن يستمر أعلى بكثير من نقطة التعادل النقدي ، فأننا تكون في موقف أفضل يسمح لنا باستخدام مثل هذه الأنواع من القروض .

## حدود استخدام تحليل التعادل

ينبغي علينا أن نعرف أن تحليل التعادل ليس بسيطاً كما قد يدو من وصفنا الموجز السابق ، بل هو على جانب كبير من التعقيد والصعوبة . وبالرغم من أنه يعتبر أداة نافعة لدراسة علاقات الأرباح بحجم العمليات ، إلا أنه من الضروري أن تكون على بيته من حدوده حتى لا نستخدمه إستخداماً غير حكيم .

فأولاً : تمثل خريطة التعادل علاقة التكاليف بالحجم تمثيلاً قصيراً للأجل وثابتاً . ونظراً لأن هذا التحليل يقوم جوهرياً على أساس التجربة الماضية ، فإن التغيرات في تكاليف المواد والأجور وظهور عدد حديث أو طرق جديدة ستؤدي إلى تغير هذه العلاقات . ولهذا السبب تجد الشركات التي تنمو بسرعة أن خرائط تعادلها تصبح عديمة القيمة بعد فترة وجiza . والشركات التي تداوم على تغيير الخليط الذي يكون خطوط إنتاجها أو وسائلها الإنتاجية ، أو التي تتقلب تكاليفها المتعلقة بالمواد والأجور تقلباً واسعاً ، مثل هذه الشركات من المحمّل جداً أن تجد أن إعداد خرائط التعادل لا يعود أن يكون مضيعة للوقت والجهد . فال موقف هنا سريع التغير ولا ينفعه إطلاقاً مثل هذا التحليل الثابت الجامد .

ثانياً : يصعب جداً في الكثير من الحالات قياس حجم العمليات وفي خريطة التعادل التي أظهرناها كنا نفترض وجود منتج (سلعة) واحد . ولكن ما هو الوضع إذا كانت الشركة تنتج أكثر من منتج واحد؟ حقيقة من الممكن إعداد خريطة تعادل لكل منتج على حدة . ولكننا سنقابل في الحال مشكلة وجود الكثير من التكاليف التي يشترك في تحملها كل أنواع المنتجات وإحدى الطرق التي يمكن استخدامها في هذه الحالة لإعداد خرائط التعادل هي قياس الحجم كنسبة مئوية من طاقة الشركة وبالتالي فعند إعداد خريطة التعادل يجعل المحور الأفقي يمثل النسبة المئوية للطاقة والتي تتراوح بين

صفر و ١٠٠٪ وذلك بدلاً من آلاف الوحدات المنتجة وهناك بديل آخر وهو استخدام ساعات العمل المعيارية كمقياس للحجم . أي أن هدفنا هو العثور على عامل معين يمكن أن يخدم بطريقة مرضية وعادية لقياس مستوى الحجم بالنسبة لكل المنتجات .

ثالثاً : هناك احتمال عدم صحة العلاقات التي تشير إليها خريطة التعادل وذلك بالنسبة لجميع مستويات العمل فمثلاً يتبيّن من خرائط تعادلنا أنه عندما يكون الحجم ٢٠٠٠٠ وحدة تبقى التكاليف الثابتة كما هي ٣٠٠٠ جنيه ، وفي الحياة الواقعية قد لا يكون الوضع هكذا ، لأنه أثناء مثل هذه الأوقات السبعة تحاول الإدارة عادة إعادة النظر في تلك التكاليف التي جرت العادة على اعتبارها تكاليف ثابتة وقد تنجح في إجراء بعض التغيير . وبالعكس ، فمن المحتمل أن تكون النفقات أكثر إرتفاعاً مما يظهر في خريطة التعادل ، وذلك عندما يقترب تشغيل المصنع من ١٠٠٪ من الطاقة ، فالدورة الثانية والثالثة من العمليات تتطوّي على مدفوعات إضافية للعمال ، كما أنه قد تكون أقل كفاءة . وعندما يقترب الإنتاج أكثر وأكثر من طاقة المصنع فإن الاحتمال الكبير هو إرتفاع التكلفة المتغيرة للوحدة إرتفاعاً كبيراً . وإذا لم تكن الشركة تشتعل من قبل عند مستويات منخفضة للغاية أو مرتفعة جداً ، فإن خريطة تعادلها لا يمكن استخدامها لتقدير الأرباح في مثل هذه الحالات المتطرفة .

رابعاً : نفترض في التحليل أن مجموع التكاليف التي تظهر هي التي أنفقت للحصول على إيراد المبيعات المشار إليها . ولكن هذا الإفتراض قد لا يمثل الموقف الحقيقي . فمثلاً قد تقوم بعض الابحاث هذا العام على أمل أن تزيد من أرباحنا في المستقبل ، ولكن مثل هذه النفقات قد يتم استقطاعها من دخل هذا العام وتزداد صعوبة مقابلة النفقات بالإيرادات عندما نحاول تطبيق تحليل التعادل في فترات زمنية قصيرة ، مثل الشهر أو ربع السنة .

خامساً : وأخيراً فإن خريطة التعادل التي استخدمناها تفترض أن

الوحدات المنتجة تباع بنفس السعر بغض النظر عن حجم العمليات . ونحن نعرف من دراستنا للنظرية الإقتصادية أن المنشأة الصغيرة ذات الحجم الذي لا يؤثر على السعر السوقى ستستلم نفس السعر للوحدة مهما كان مستوى عملياتها . ولكن بعض الشركات الأخرى كثيراً ما يجد أنه من الضروري منح بعض التخفيضات في السعر إذا رغب في زيادة حجم نشاطه . ويحدث تخفيض السعر أيضاً عند الرغبة في المحافظة على مستوى حجم العمليات خلال فترات الركود في الشاطئ التجارى . وبالتالي ، فإن هذه التغيرات في سعر بيع الوحدات إذا تعدد حدوثها ستؤدي بدون شك إلى التقليل من أهمية تحليل التعادل . وبالرغم من كل هذا ، فإننا لو كنا على بيته من هذه القيود ، فإن تحليل التعادل قد يكون أداة نافعة للادارة المالية .

## القائمة التقديرية للأرباح والخسائر

بالرغم من أن تحليل التعادل يتعامل مع علاقة مجموع التكاليف الثابتة والمتحركة بحجم العمليات ، إلا أنها تحتاج إلى تقسيم أكثر دقة للتكاليف حتى يمكننا تحقيق أمرين على جانب كبير من الأهمية وهما :

- ١ - تقدير الأرباح .
- ٢ - رقابة نفقات السنة المقبلة .

وهذا التقسيم المنشود يمكن الحصول عليه عن طريق إعداد القائمة التقديرية للأرباح والخسائر .

### ١ - تقدير الأرباح :

إن إعداد القائمة التقديرية للأرباح والخسائر هو في الحقيقة خطوة أخرى من خطوات عملية الميزانية التقديرية التي بدأناها في الفصل السابق . ولقد توقعنا أن تبلغ مبيعاتنا خلال نصف السنة القادمة ١٠٥٠٠٠ وحدة بسعر

جنيه للوحدة (أنظر الجدول رقم ٦ - ٢) وفي الحياة الواقعية يشترط رقم تكلفة البضاعة المباعة (٦٣٠٠٠ جنيه) من الجدول المفصل الذي يوضح تكاليف المواد الأولية المستخدمة ، وتكاليف الأجور المباشرة ، والنفقات الصناعية المباشرة . وفي المثال البسيط المستخدم في الفصل السابق ، حصلنا على المواد الأولية المستعملة من الميزانية التقديرية للمخزون السلعي (الجدول ٥ - ١) والأجور المباشرة والنفقات المباشرة للمصنع من الميزانية التقديرية النقدية (الجدول ٥ - ٢) . ولقد افترضنا أن الأهلاك سيكون ١٣٠٠ جنيه عن الأشهر الست ومن ثم تبلغ تكاليف إنتاج ١١٨٠٠٠ وحدة ٧٠٨٠٠ جنيه أو ٦٠٠ ملি�ماً للوحدة الواحدة . ومن مجموع الكمية المتبقية تبقى ١٣٠٠ وحدة في المخزون . وتتابع ١٠٥٠٠ وحدة . ونظراً لأن مبلغ ٧٨٠٠ جنيه (٦٠٠ × ١٣٠٠٠ ملليم) قد أضيف إلى المخزون ، فإن تكلفة البضاعة المباعة تبلغ ٦٣٠٠٠ جنيه (٦٠٠ × ١٠٥٠٠٠ ملليم) أو (٧٠٨٠٠ - ٧٨٠٠) .

أما النفقات المتوقعة والخاصة بالإدارة والبيع فستكون في شكل نصي ، وبالتالي فإن مجموعها عن السنة (والذي يظهر في الجدول رقم ٦ - ٢) يمثل مجموع الأرقام الشهرية التي تظهر في الميزانية النقدية في الفصل السابق . ويمكن الحصول على خصم المشتريات عن طريق مقارنة جدول المشتريات بالمدفوعات النقدية المتوقعة دفعها للحسابات الدائنة التي تظهر في الميزانية النقدية والنتيجة النهائية التي وصلنا إليها هي تقدير صافي الربح يبلغ ٣١١٣٦ جنيه . وفي الشركات الكبرى نجد أن كل عنصر من عناصر مشروع قائمة الدخل يكون له ميزانية تقديرية واحدة أو أكثر . ويتوقف مقدار التفاصيل جزئياً على أهمية تحديد النفقات المختلفة وعلى التكاليف التي تنطوي عليها عملية التخطيط وبالتالي لا توجد واحدة من القوائم التخطيطية التي تناسب كل الشركات .

ويمكننا أن نلاحظ من المناقشة السابقة صعوبة تقدير صافي الربح عن الأشهر الست المقبلة بواسطة استخدام تحليل التعادل . وبالرغم من أننا نتوقع

تابع الجدول رقم (٢ - ٦)  
 القائمة التقديرية للأرباح والخسائر  
 عن المدة المقبلة من أول يناير إلى ٣٠ يونيو

جنيه		
١٠٥٠٠٠		المبيعات
		تكلفة البضاعة المباعة :
٤٧٢٠٠		المواد الأولية المستخدمة
١١٨٠٠		الأجور المباشرة
		نفقات صناعية أخرى :
١٠٥٠٠		نفقات مباشرة للمصنع
<u>١٣٠٠</u>		أهلاك
<u>١١٨٠٠</u>		
<u>٧٠٨٠٠</u>		مجموع تكلفة الانتاج
<u>١٢٠٠</u>		المخزون في أول المدة
<u>٧٢٠٠</u>		
<u>٩٠٠٠</u>		نافق المخزون في آخر المدة
<u>٦٣٠٠٠</u>		
<u>٤٢٠٠٠</u>		اجمالي الربع
٤٥٠٠		المصروفات الادارية
<u>٧٣٠٠</u>		مصروفات البيع
<u>١١٨٠٠</u>		
<u>٣٠٢٠٠</u>		ربع العمليات
<u>٩٣٦</u>		خصم مكتسب على المشتريات
<u><u>٣١١٣٦</u></u>		صافي الربع

بيع ١٠٥٠٠ وحدة ، إلا أن جدول إنتاجنا (الجدول ٥ - ١) ينادي بإنتاج ١١٨٠٠ وحدة ، وبالتالي فإن التكاليف المتعلقة بحجم الإنتاج السابق ذكره لن تتشمن مع الإيرادات الناتجة عن المبيعات .

## ٢ - رقابة النفقات

بالرغم من أن القائمة التقديرية للأرباح والخسائر التي تظهر في الجدول رقم ٦ - ٢ قد تخدم كتقدير مرض للأرباح عن الأشهر الست القادمة ، إلا أنها لا تخدم كأداة فعالة لرقابة النفقات . فتحقيق هذا الغرض يستلزم بالضرورة تقسيم النفقات المختلفة تقسيماً مفصلاً مع إعداد الكثير من الميزانيات التقديرية التفصيلية . ونظرًا لأن هذا الموضوع سيكون محل دراستكم هذا العام في مادة التكاليف ، فإننا سنقتصر على مجرد استعراض بعض المبادئ الأساسية .

إن غرضنا الأساسي هو أن نحدد لكل قسم قائمة بالنفقات التي تخدم كمعيار للإنتاج خلال فترة زمنية مقبلة (أسبوع أو شهر مثلاً) . وبالتالي فإن هذه القائمة ما هي إلا ميزانية تقديرية للتكاليف لهذا القسم خلال المدة المعينة . وتبين هذه الميزانية للرجل المسؤول عن القسم أو « مركز التكلفة Cost Center » عدد الوحدات الذي يجب إنتاجه خلال هذه الفترة المقبلة . ولكي يتحقق هذا المستوى من الإنتاج ينبغي عليه ألا يصرف على المواد والأجور والإمدادات والصيانة . الخ أكثر مما هو مخطط في الميزانية التقديرية وإعداد مثل هذه الميزانيات -التقديرية لرقابة نفقات الأقسام من الضوري القيام بخطوات ثلاثة أساسية :

فأولاً : ينبغي القيام بتصنيف مفصل للنفقات ، وتتوقف درجة التصنيف الازمة على مدى أهمية رقابة المصروفات المعينة كما أن التصنيف المستخدم في الميزانية التقديرية يجب أن يكون متمشياً مع الحسابات الجارية

المستخدمة في قسم الحسابات لتسجيل النفقات الفعلية ، وإلا استحال مقارنة النفقات الفعلية مع النفقات التقديرية .

ثانياً : يجب أن نحدد من واقع النفقات السابقة تلك التي يمكن السيطرة عليها وذلك على مستوى الأقسام . فمن الطبيعي أن تقتصر محاسبة الشخص المسؤول عن مركز التكلفة على تلك التكاليف التي تخضع لسيطرته ، لأنه لا فائدة أطلاقاً من تحويله مسؤولية نفقات معينة لا يمكنه التحكم فيها .

ثالثاً : ينبغي أن يتم تحديد نصيب كل قسم من هذه النفقات التي يمكن السيطرة عليها على أساس المستوى المقدر لنشاط القسم ، وهذا الإجراء يعتبر من الوظائف الأساسية لمحاسبة التكاليف . ومن المهم جداً عند القيام بهذه العملية أن تذكر الدروس التي تعلمناها عند إعداد خريطة التعادل . ألا وهي أن بعض التكاليف تتغير بتغير مستوى حجم الإنتاج بينما البعض الآخر لا يتغير بتغير المستوى ، ومن ثم فإن التكاليف المتغيرة يجب أن يسمح لها بالتغيير طبقاً للمستويات المقدرة للحجم .

وبوجود هذه الميزانيات التقديرية سنحصل في نهاية كل فترة زمنية على تقارير من كل مركز تكلفة تبين التكاليف الفعلية مع مقارنتها مع التكاليف التقديرية ، وعادة ستظهر اختلافات نتيجة لاختلاف عدد الوحدات المنتجة بالفعل عن العدد المقدر . ومرة أخرى سنجد أن المدخل الذي استخدمناه في تحليل التعادل سينفعنا هنا . ولنفترض أن تكلفة العمل المباشر لكل وحدة هو ١٠٠ مليم فإذا كان الإنتاج المخطط للقسم هو ٥٠٠٠ وحدة فإن التكلفة التقديرية للعمل ستكون ٥٠٠ جنيه . ولكن إذا بلغ الإنتاج الفعلي ٦٠٠ وحدة ، والتكلفة الفعلية للعمل المباشر كانت ٦٠٠ جنيه ، فإننا نعلم أن المشرف على هذا القسم ما زال يسيطر على تكاليفه . أما الفرق بين التكلفة التقديرية للعمل المباشر والتكلفة الفعلية والذي يبلغ ١٠٠ جنيه فيمكن تبريره بالارتفاع في مستوى الإنتاج . وهذا في الواقع هو جوهر الميزانيات التقديرية

المرنة التي تسمع بالاختلاف في التكاليف المتغيرة نتيجة للتغيرات التي تحدث في مستوى الإنتاج .

أما الإنحرافات ذات الأهمية والتي لا يمكن إرجاعها إلى التغيرات في مستوى نشاط الإنتاج فإنها تحتاج إلى المزيد من البحث والتحليل . وهذه الإنحرافات قد تكون بالزيادة أو بالنقص ، أي أن النفقات الفعلية قد تكون أكبر من المخططة أو قد تكون أقل منها . فمثلاً في الحالة الأخيرة قد يتضح من التحليل أن المشرف على القسم لا يقوم بصيانة معداته ولاته صيانة كافية حقاً إن عمله هذا يؤدي إلى الإفراط في نفقاته الحالية . ولكن هذا العمل قد لا يكون في مصلحة القسم في الفترة الطويلة لأن المعدات والآلات تكون معرضة لخطر التوقف الكلي عن العمل في المستقبل . ومن الناحية الأخرى ، قد يتضح من البحث أن رئيس القسم نجح في اكتشاف طريقة جديدة لتخفيض حجم العادم ، أو وسيلة أكثر كفاءة لإنتاج وحداته .

ولزيادة فاعلية الميزانيات التقديرية كأداة للرقابة يجب العمل على توفير الإيصال السريع للمعلومات الخاصة بالتكاليف الفعلية إلى الرئيس المسؤول عن كل مركز تكلفة . فهدفنا الرئيسي في الواقع هو جعل التكاليف تحت سيطرتنا وليس إزالت العقاب على بعض الأفراد عندما تحدث الإنحرافات . وبالتالي لو عرف المسؤول عن القسم في الوقت المناسب أن تكلفة معينة قد انحرفت وفاقت ما هو مقرر لها ، لامكنته القيام بالإجراءات التصحيحية وإرجاع هذه التكلفة إلى وضعها السليم .

## مشروع الميزانية العمومية Pro-Forma Balance Sheet

إن الخطوة النهائية في عملية الميزانيات التقديرية هي إعداد مشروع الميزانية العمومية أو كما يطلق عليها أيضاً الميزانية العمومية المقدرة أو المتوقعة (الجدول رقم ٦ - ٣) . ولنحاول الآن معرفة كيفية الحصول على

الجدول رقم (٣ - ٦)  
 الميزانية العمومية في ٣١ ديسمبر  
 ومشروع الميزانية العمومية في ٣٠ يونيو

٣١ ديسمبر ٣٠ يونيو  
 (تكميلي)

		الأصول	
١٠٢٣٦	٧٤٠٠		النقدية
٢٦٠٠	٤٨٠٠		الذمم
المخزون السلعي :			
		مواد أولية	
٨٤٠٠	٦٨٠٠		
٩٠٠	١٢٠٠	بضائع جاهزة	
١٧٤٠٠	٨٠٠		
		العدد والماكينات	
٢٧٠٠	٢٦٠٠		
٩٥٠٠	٨٢٠٠	مخصص الاحلاك	
١٧٥٠٠	١٧٨٠٠		
<u>٧١١٣٦</u>	<u>٣٨٠٠</u>		مجموع الأصول
الخصوم ورأس المال			
٨٠٠	٦٠٠		حسابات دائنة
<u>٦٣١٣٦</u>	<u>٣٢٠٠</u>		رأس المال
<u>٧١١٣٦</u>	<u>٣٨٠٠</u>		مجموع الخصوم ورأس المال

كل رقم من الأرقام التي تظهر في مشروع الميزانية العمومية في ٣٠ يونيو .

فرصيد النقدية هو الرقم النهائي الذي يظهر في القسم «العمليات المالية» في الميزانية النقدية (الجدول رقم ٢ - ٥) . وتمثل الذمم مبيعات شهر يونيو ، مع افتراض عدم حصول أي تحصيلات منها . ويمكن الحصول على أرقام المخزون السلعي من الميزانيات التقديرية للمخزون (الجدول رقم ٥ - ١) ، وإذا رجعنا إلى الميزانية التقديرية النقدية لوجدنا عملية شراء عدده إضافية في شهر مارس ، ومن ثم يرتفع حساب العدد والماكينات من ٢٦٠٠٠ جنيه إلى ٢٧٠٠٠ جنيه ، ولكن بالرجوع إلى مشروع قائمة الدخل نجد أن الاعلاك المقدر عن نصف السنة يبلغ ١٣٠٠ جنيه مما يؤدي إلى زيادة مخصص الاعلاك من ٨٢٠٠ جنيه إلى ٩٥٠٠ جنيه . وبالتالي فإن صافي الأصول الثابتة ينخفض بمبلغ ٣٠٠ جنيه .

وفي الجانب الآخر من الميزانية العمومية نجد أن الحسابات الدائنة تمثل المشتريات التي تمت في شهر يونيو والتي لم تدفع بعد . أما مبلغ الـ ٦٣١٣٦ جنيه الذي يظهر كراس مال صاحب المشروع فهو مجموع رصيد هذا الحساب في أول المدة (٣٢٠٠٠ جنيه) والربح المتوقع عن نصف السنة والذي يظهر في مشروع قائمة الدخل (٣١١٣٦ جنيه) .

وبحصولنا على قائمة الدخل المتوقع ومشروع الميزانية العمومية يمكننا تحليل النتائج بالطريقة التي درسناها في التحليل المالي . هل الميزانية العمومية في ٣٠ يونيو تمثل تحسيناً عن مثيلتها في ٣١ ديسمبر؟ هل تكون قائمة الدخل يوضح لنا النواحي التي تمكنا من تخفيض التكاليف؟ ما هو تأثير النتائج بعد ستة شهور على الدائنين؟ وهل هو تأثير مشجع أو غير مشجع؟ ومن المحتمل جداً أن يكون تحليل هذه النتائج التخطيطية أكثر أهمية من تحليل القوائم التاريخية . وإذا وجدنا من الأشياء ما لا يرضينا ، فما زال أمامنا فسحة من الوقت للتصحيح والتحسين .

للبَلَدِ الْأَنْبَعِ  
تَخْطِيطُ الْإِسْتِثَارَاتِ  
الرَّاسِمَالِيَّةِ



# الفصل السادس

## تقييم اقتراحات الانفاق الرأسمالي (١)

ستتناول في هذا الباب دراسة عملية الميزانية التقديرية الرأسمالية Capital Budgeting أو بعبارة أخرى عملية اتخاذ القرارات ووضع الخطط المتعلقة باقتراحات الانفاق الرأسمالي . ولقد سبق أن تكلمنا في الباب السابق عن أهمية تحضير الاحتياجات المالية للمشروع ، ولكننا اقتصرنا في دراستنا على تحضير الاحتياجات المالية قصيرة الأجل وبصفة خاصة على الميزانية التقديرية النقدية . وبالنظر إلىخطط المالية التي تتوضع بمساعدة المدير المالي ، لوجدنا أن البعض منها يكون له آثار خطيرة على المنشأة لعدد كبير من السنين القادمة . وهذا النوع الأخير من الخطط المالية يختلف عن الخطط السابق دراستها في فصل الباب السابق من ناحيتين هما :

- ١ - يكون الانفاق المخطط عادة (ولكن ليس دائمًا) كبير الحجم أي يستلزم مبالغ ضخمة . هذا يعكس المبالغ الأقل نسبياً التي عادة ما تتطوّر عليها خطط النوع الأول مثل قرار منع الاستثمار لعميل ما أو قرار زيادة المخزون من سلعة معينة .

(١) راجع :

- د . جميل أحمد توفيق : « تقييم اقتراحات الانفاق الرأسمالي » ، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية -  
المجلد الرابع ، العدد الأول يناير ١٩٦٥ .

- Robert W. Johnson: Financial Management Chpt 8.

٢ - نظراً لأن هذه الخطط ستؤثر على المنشأة خلال السنوات المقبلة ، فإن التخطيط في هذه الحالة ينطوي عادة على تنبؤ طويل الأجل وليس قصير الأمد لستة أشهر أو سنة كما هو الحال بالنسبة للميزانية التقديرية التقديمة .

ونتيجة لأن الانفاق الرأسمالي أو بعبارة أخرى الاستثمار في الأصول الرأسمالية ينطوي على أعباء مالية ضخمة ولفترات زمنية طويلة ، فإن أي خطأ في التقييم أو الرقابة قد يؤدي إلى نتائج خطيرة بالنسبة للمنشأة . فاتخاذ قرار لبناء مصنع جديد معناه ارتباط المنشأة بموقع معين وبنوع معين من النشاط طوال حياتها . ومن ثم نجد أن عملية اتخاذ القرارات المتعلقة باقتراحات الانفاق الرأسمالي - أي عملية الميزانية التقديرية الرأسمالية - تنطوي على إجراءات وتنظيم من نوع خاص .

وكما سترى بعد قليل ، فإن عملية الميزانية الرأسمالية تهتم اهتماماً بالغاً بمسألة توقيت حدوث عناصر النفقات والإيرادات المختلفة والمتعلقة بالاقتراح الاستثماري . ويدل هذا على أن المفهوم الأساسي للميزانية الرأسمالية هو القيمة الزمنية للنقدود ، بمعنى أن الجنيه الذي سنحصل عليه غداً ليست له نفس القيمة الحالية للجنيه الذي نستلمه اليوم ومن الأهمية بمكان فهم هذه الحقيقة البسيطة نظراً لتطبيقاتها المتعددة في نواحٍ مختلفة في الميدان المالي . ولذا فإن إمامتنا التام وفهمنا العميق لهذه المبادئ سيساعدنا مساعدة ملموسة في مناقشتنا القادمة .

## الانفاق الرأسمالي

ماذا يقصد بالانفاق الرأسمالي ؟ وكيف يمكن التمييز بين النفقات التشغيلية Operating expenditures والنفقات الرأسمالية Capital expenditures ؟ في حقيقة الأمر لا يوجد إختلاف من ناحية المفاهيم بين هذين

النوعين من النفقات . فالمنشأة تنفق الأموال على العمل والمواد على أمل تحقيق عائد ما على استمارها ونفس الأمل يراودها عند إنفاق الأموال في سبيل الحصول على آلة جديدة أو مبني إضافي . ولكن رغم هذا التشابه فاننا نلاحظ اختلافاً واحداً له أهمية . فالعائدات التي تأملها المنشأة من الإنفاق على الأجور والمواد ينبغي أن تتحقق خلال الأسابيع القادمة ، وبالتالي خلال فترة زمنية لا تزيد عن السنة . وبالعكس فان المكاسب التي تتوقعها المنشأة من استماراتها في الآلة الجديدة أو المبني الإضافي ستأتي خلال فترة زمنية أطول تتكون من سنوات متعددة . وبالتالي فان الاختلاف الوحيد بين الإنفاق التشغيلي والإنفاق الرأسمالي هو الوقت ، أي الفترة الزمنية التي تتحقق خلالها المكاسب الناتجة عن استمار الأموال . وبطريقة اعتباطية أتفق على تحديد النفقات التشغيلية بأنها النفقات التي تعود مكاسبها الرئيسية خلال فترة زمنية لا تتعدي السنة ، أما النفقات الرأسمالية فهي التي تتحقق مكاسبها خلال فترة زمنية أطول من السنة .

ولكن هذا التحديد لا يمكن تطبيقه دائماً في الحياة العملية . فمعظم المنشآت تعتبر تكلفة الإعلان من النفقات التشغيلية الجارية ، هذا بالرغم من ان نتائج الإعلان قد تستمر لفترة طويلة من الزمن ، كما أنه يلاحظ أن الكثير من المنشآت - لغرض تخفيض عدد الاقتراحات الخاصة بالميزانية التقديرية الرأسمالية - قد تنص إدارتها على أن النفقات التي تقل عن مبلغ معين ( ١٠٠ جنيه مثلاً ) تعامل معاملة النفقات التشغيلية بغض النظر عن طبيعتها ورغم أن هذين الإجراءين لا يمكن اعتبارهما من الإجراءات الصحيحة نظرياً ، إلا أن هناك ما يبررهما من ناحية المسرعة والتبسيط .

مما سبق يمكن القول بأن المقصود من الإنفاق الرأسمالي هو استمار الأموال في أصول تستخدمها المنشأة لفترات زمنية طويلة . ومن ثم فالرغم من أن الإنفاق قد يحدث في الفترة الحالية إلا أن المكاسب التي يحققها والأثار المرتبطة عنه تستمر لفترة زمنية طويلة أيضاً . وهذا هو ما يميز الإنفاق الرأسمالي

عن الانفاق الجاري . فرغم أن كلّيهما يمثل استثماراً للأموال إلا أن الانفاق التشغيلي تقتصر آثاره على الفترة الحاضرة ولا يمتد لسواها .

## أنواع الانفاق الرأسمالي

يتخذ الإنفاق الرأسمالي أشكالاً متعددة ، ولكن القرارات المتعلقة به يمكن تصنيفها بصفة عامة إلى ثلاثة أقسام هي :

- ١ - قرارات تنطوي على الحصول على أصول جديدة لزيادة الطاقة الإنتاجية للمنشأة .
- ٢ - قرارات تنطوي على إستبدال الأصول الثابتة المستهلكة .
- ٣ - قرارات تنطوي على إحلال آلات ومعدات حديثة تكنولوجيا محل أخرى متقدمة أقل كفاءة .

واتخاذ مثل هذه القرارات في المنشأة يؤثر بطريقة مباشرة على ربحيتها . فالنوع الأول من القرارات السابقة يؤدي إلى زيادة الإيرادات ، بينما النوع الثاني يعمل على الاحتفاظ بالمستوى الحالي لها نظراً لبقاء الطاقة الإنتاجية على حالتها الأولى . أما النوع الثالث فيهدف إلى زيادة الأرباح عن طريق تخفيض عناصر التكاليف إلى أدنى حد ممكن مع ثبات حجم الإنتاج والمبيعات .

وبإضافة إلى الأنواع السابقة من الإنفاق الرأسمالي والتي يمكن تحديده العائد منها تحديداً كمياً توجد أنواع أخرى من الإنفاق الرأسمالي يصعب تقدير العائد المتوقع منها نظراً لإرتباطها بعوامل غير مالية من الصعب قياسها . فمثلاً إذا تناول الاقتراح الاستثماري بناء مساكن للعاملين أو إنشاء نادي لهم أو تحسين ظروف العمل ، فرغم أن مثل هذه الإستثمارات لها آثار مباشرة على كفاءة القوة العاملة وبالتالي آثار غير مباشرة على الإيرادات والتكاليف إلا أنه يصعب تقدير المكاسب الناجمة عنها تقديرًا كمياً دقيقاً .

## **أهمية الميزانية الرأسمالية**

إن الميزانية الرأسمالية بصفتها أداة تخطيط الاستثمارات طويلة الأجل تلعب دوراً على جانب كبير من الأهمية ، فالمنشآت كلها تواجه بصفة مستمرة العديد من الفرص الاستثمارية المتنوعة سواء للتوسيع في أصولها الثابتة أو استبدال المستهلك منها أو إحلال أكثرها كفاءة . وبذلك تضعها أمام عدد من المنافذ الاستثمارية الرأسمالية المحتملة . والواقع أن اختيار المنفذ الاستثماري الأكثر كفاءة من غيره - بافتراض توافر الأموال الازمة لتمويله - يعتبر من أهم الوظائف الرئيسية والأساسية للإدارة العليا للمشروع . إذ ينطوي هذا العمل على إنفاق أموال ضخمة تمتد آثارها - في حالات النجاح أو الفشل - إلى فترات طويلة من الزمن ومعنى ذلك أن سيولة المنشأة وربحيتها ، بل وجودها واستمرارها في العمل يتوقف على الجدارة التي تظهرها الإدارة في تقرير سياسات الإنفاق الرأسمالي . ولذا فمن المحتمل أنه لا توجد ناحية من نواحي اتخاذ القرارات لها أهميتها القصوى لنجاح المنشأة قدر القرارات الخاصة بالاستثمارات الرأسمالية .

ولا تقتصر أهمية الميزانية على المنشأة فقط ، بل إن أثراها يمتد أيضاً ليشمل الاقتصاد القومي كله . فإن انتشار استخدام الميزانية الرأسمالية بين المنشآت المختلفة يجعل قراراتها الاستثمارية تتحذى على ضوء التقييم الرشيد غير العاطفي للمكافآت المالية وغير المالية طويلة الأجل والتي يتوقع الحصول عليها من وراء الإنفاق الرأسمالي . ولا شك أن معظم هذا التخطيط السليم في هذا المجال لهام سينؤدي إلى نشاط اقتصادي أكثر ثباتاً .

## **الإجراءات العامة للميزانية الرأسمالية**

لنفترض أننا نقوم بإعداد ميزانية تقديرية رأسمالية للسنة القادمة . ولأغراض تتعلق بالشرح والتوضيح سنركز إهتمامنا على الإنفاق الرأسمالي

الخاص بالآلات رغم أن المبادئ نفسها يمكن تطبيقها بالضبط على جميع الأشكال الأخرى من النفقات الرأسمالية .

وأساسياً يوجد مستويان إداريان لعملية اتخاذ القرارات في هذا المجال وهما : مستوى القسم ( الإدارة ) Departmental level ، ومستوى الإدارة العليا Top management level . كما أن هذه العملية تنطوي عادة على خطوات أربع هي كالتالي :

١ - يقوم كل واحد من مديري الإدارات في المنشأة بتحديد النفقات الرأسمالية المختلفة التي يعتقد بضرورتها وأنها تستحق التنفيذ . وغالباً ما يوجد كثير من البديلات التي يمكنها مقاومة الحاجة المعينة . ويطلق على مثل هذه البديلات اسم « الاقتراحات المتعارضة أو المتنازعة » Conflicting proposals وهي متنازعة لأننا لو اخترنا إحداها فلا يمكننا تنفيذ الاقتراحات الأخرى . ولإيضاح ذلك نفترض أن المدير الإداري عند دراسته لموضوع تركيب بعض الماكينات الخاصة لجمع المعلومات وتصنيفها واجه مسألة الاختيار بين ثلاثة أنواع مختلفة من الماكينات والتي يقوم كل منها بأداء نفس الوظيفة . ففي هذه الحالة نجد أن اختيار إحدى البديلات يلغى آلياً التوقيعين الآخرين .

٢ - ينبغي على كل مدير إدارة أن يختار أفضل اقتراح من الاقتراحات المتنازعة لكي يقوم بتقديمه ورفعه إلى الإدارة العليا . وكما سرر فيما بعد ، فإن الاختيار ما بين الاقتراحات المتضاربة قد يستلزم معرفة مدير الإدارة للتكلفة العامة للأموال المستخدمة في المنشأة . ونقصد بهذه التكلفة المعدل الشامل الذي ينبغي دفعه للحصول على أفضل خليط أو تشيكيلة من الأموال ( ملكية وقروض ) لاستخدامها داخل المنشأة . وسنقوم بمناقشة موضوع تكلفة الأموال بشيء من التوسع في الفصل الثامن .

٣ - ويلاحظ أن الكثير من الاقتراحات التي تصل إلى الإدارة العليا من مديرى

الإدارات تكون متنازعة أيضاً . فمدير إدارة العلاقات الصناعية قد يقترح استخدام قطعة الأرض الشاغرة بالمصنع لإقامة نادي للعمال . بينما هناك اقتراح مقدم من مدير إدارة البحث لاستخدام نفس قطعة الأرض لبناء معمل للأبحاث . وبالتالي خطوة ثالثة على الادارة العليا أن تقوم بالاختيار بين هذه الاقتراحات المتضاربة .

٤ - وبعد عمليات الاختيار السابقة يتبقى أمام الإدارة العليا عدد من الاقتراحات يمكن ان نطلق عليها إسم « الاقتراحات المتنافسة Competing proposals » بمعنى إنها تتنافس فيما بينها للفوز بالعرض المحدود نسبياً من الأموال .. وينبغي أن نلاحظ أن قبول الاقتراح الخاص بمعمل الأبحاث رغم أنه يقضي كلية على اقتراح إقامة نادي للعمال ، إلا أنه لا يقف في سيل قبول اقتراح خاص بشراء آلة جديدة . وبالتالي فإن الاقتراحات المتنافسة تختلف في طبيعتها عن الاقتراحات المتنازعة . ولكن هذا لا يعني أن الاقتراحات المتنافسة تكون كلها متساوية من حيث الأفضلية . وعلى ذلك فإن الخطوة الرابعة هي تقييم الاقتراحات المتنافسة وكما سنرى فيما بعد ، فإن هذه الخطوة تستلزم أيضاً معرفة تكلفة الأموال الخاصة بالمنشأة المعينة . ويضاف إلى ذلك أنه يمكننا أن نقدم في هذه المرحلة بعض الاعتبارات غير المالية . فالرغم من أن اقتراح معين قد يكون جذاباً من وجهة النظر النقدية المالية ، إلا أنه قد ينطوي على عيوب غير ملموسة أو غير مالية . فمثلاً ، قد تكون الآلة الجديدة أكثر ربحية من معمل الأبحاث ، ولكن المنشأة قد تعتقد أنه من المهم جداً لسمعتها ومركزها في الصناعة أن تحصل على مثل هذا المعمل . ومن ثم يكون الاختيار في هذه الحالة قائماً على أساس اعتبارات غير مالية .

## تقييم البدائل

بعد العرض السريع السابق لإجراءات العامة يتضح أن مشكلة تقييم

اقتراحات الإنفاق الرأسمالي من أهم المشاكل التي تتصدر عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية . فمسألة تقييم البدائل هي بدون نزاع قلب عملية تحديد الاستثمار الرأسمالي ، لأن اختيار أفضل الاقتراحات لن يأتي إلا بعد تقييم الاقتراح . ومثل هذا التقييم يجعل من الممكن تحديد القيمة الاستثمارية لكل الاقتراحات وترتيبها حسب أفضليتها . الواقع أن هناك العديد من طرق تقييم الاقتراحات الرأسمالية والتي تتفاوت في الدقة والتعقيد ، ولكن زيادة الجهد اللازم لتطبيق البعض منها قد يبرر النتائج الدقيقة والموضوعية التي تقدمها .

### طرق التقييم

هناك العديد من الطرق التي تستخدم في الحياة العملية لتقييم اقتراحات الإنفاق الرأسمالي ، وهي تتفاوت - من حيث الدقة والصعوبة - بين المداخل التي تعتمد كلية على التقدير الشخصي والتتخمين ، وبين المداخل الموضوعية التي تقوم على الأساس الكمي . الواقع أن الاختلاف القائم بين هذه المداخل إنما هو اختلاف في الدرجة وليس اختلافاً في النوع . ولعل السبب الرئيسي في ذلك يرجع إلى أن جميع المداخل تعتمد على التنبؤ بالمستقبل الأمر الذي يستلزم بالضرورة التقدير الشخصي للقائمين به . ولكن بينما نجد المداخل الشخصية تعتمد على أحكام الأفراد مباشرة في اتخاذ القرارات ، فإن المداخل الموضوعية تتولى أولاً ترجمة العوامل - المتعلقة بالإقتراحات - إلى تقديرات كمية للأيرادات والتكاليف والمكاسب المتوقعة ، والتي تحول بدورها إلى مقاييس للقيمة الاستثمارية للبدائل تعتبر أساساً لأتخاذ القرارات .

والاتجاه العام عند تقييم الاستثمارات الرأسمالية يميل نحو استخدام المدخل الموضوعية كطريقة دقيقة وسليمة وعملية . ولا يعني هذا التوقف نهائياً عن استخدام المدخل الأخرى في التقييم ، ولكن الذي يعنيه هو أن

النظرة الموضوعية للاستثمار أصبحت الطابع المميز للمشتغلين في الميدان المالي .

ونظراً لعدد طرق التقييم وتفاوتها ، فإننا سنقتصر على مناقشة أهم هذه الطرق بحيث نتناول تلك التي تستخدم في الحياة العملية على نطاق واسع ، وأيضاً تلك الطرق التي تمتاز بالدقة والصحة من الناحية النظرية وإن كانت لا تستخدم عملياً بشكل كبير . وهذه الطرق هي :

- ١ - طريقة درجة الضرورة .
- ٢ - طريقة فترة الاسترداد .
- ٣ - الطريقة المحاسبية .
- ٤ - طريقة معدل العائد .
- ٥ - طريقة صافي القيمة الحالية .

ومن بين الطرق السابقة توجد فقط طريقتان صحيحتان من الناحية النظرية وهما طريقة معدل العائد وطريقة صافي القيمة الحالية . وإذا استخدمنا فروضاً متماثلة فإن الطريقتين لا بد وأن تحققان نفس التائج . ويرجع هذا إلى أن الطريقتين رغم اختلافهما إلا أنهما يطبقان نفس المبادئ النظرية لمشكلة تقييم اقتراحات الإنفاق الرأسمالي . ومن ثم فمن الضروري أن تكون قادرین على استخدام الطريقتين مع الإلمام بموازن القوة والضعف في كل واحدة منهما . ونظراً لأننا سنقوم بمناقشة هاتين الطريقتين الصحيحتين بشيء من التفصيل ، فإننا سنبدأ باستعراض الطرق الثلاث الأولى والتي تستخدم عملياً على نطاق واسع رغم عدم صحتها من الناحية النظرية .

### **الطريقة الأولى: درجة الضرورة Degree of Necessity**

يمكن تعريف درجة الضرورة أو درجة الاستعجال بأنها ذلك المدى الذي لا يمكن بعده تأجيل اقتراح الإنفاق الاستثماري إلى سنوات قادمة . وطبقاً لهذه الطريقة يتم تقييم اقتراحات الإنفاق الرأسمالي على أساس تقدير

درجة الضرورة الالزامه لتنفيذ كل اقتراح ، فمثلاً إذا أصبحت الآلة القديمة غير قادرة على القيام بعملها ، فإن درجة الضرورة تقتضي قبول اقتراح الإنفاق الاستثماري الخاص بشراء آلة جديدة لتحمل محلها ، وهذه الضرورة أملتها الحاجة الملحة لضمان استمرار عمليات الشركة .

وبالرغم من أن لدرجة الضرورة مكاناً عند تحطيط الاستثمارات الرأسمالية ، إلا أنها كطريقة للتقييم تعتبر من أشد الطرق خطورة وأكثرها تكلفة . وأن استخدامها لتقدير اقتراحات الإنفاق الرأسمالي يوجد مجالاً كبيراً لأنكماش المنشأة وتدور كفایتها . والواقع أن هذه الطريقة تحمل في طياتها سياسة ناجحة لتخفيض الأرباح نظراً لأنها تعمل على حماية نفقات التشغيل المرتفعة . فالإنفاق الرأسمالي - بناء على هذه الطريقة - لا يتم وفقاً لما يقتضيه التحليل السليم للاحتياجات بل يكون رهناً بعنصر الضرورة وضغطها . فمثلاً ، إذا استدعت الضرورة إحلال آلة جديدة بدلاً من الآلة القديمة التي توقفت بالفعل عن العمل ، فإن ذلك لا يعني إطلاقاً سلامة التوقيت اللازم لعملية الإحلال . فقد يكون من الانسب أن يتم هذا الإحلال في وقت مبكر يسبق عملية التوقف ويحول دون حدوثها ، ومعنى ذلك أن الشركة - التي استخدمت هذه الطريقة - لم تتعرض فقط لخطر التوقف عن العمل ومواجهة الأمر الواقع بل هي كانت تتحمل في الحقيقة نفقات إضافية للتشغيل والصيانة المرتفعة كان من الممكن تجنبها إذا تمت عملية الإحلال - بناء على التحليل العلمي - في الوقت المناسب .

ومن أهم عيوب هذه الطريقة أيضاً فشلها في قياس إنتاجية اقتراح الإنفاق الرأسمالي ، فهي لا تأخذ في الحسبان ربحية الإقتراح ، ومن ثم لا تهتم كلية بإجراء أي تحليل للإيرادات والتكاليف المتوقعة ، وعلى هذا الأساس فإن الاقتراحات ذات العائد المنخفض والتي لا يمكن تأجيلها قد تعطى أولوية عن اقتراحات أخرى تحقق عوائد مرتفعة ولكنها قابلة للتأجيل .

ومن الأمور التي تظهر ضعف هذه الطريقة أن درجة الضرورة - التي

تعتمد عليها - لا يمكن قياسها قياساً كمياً وموضوعياً ، وإنما يتم تحديدها - لكل اقتراح - وفقاً للتقدير الشخصي البحث . ولهذا فإن ترتيب اقتراحات الإنفاق الرأسمالي الضرورية تبعاً لأولويتها يكون من المستحبيل اتمامه وفقاً لأسس موضوعية . يضاف إلى هذا صعوبة وضع معايير واحدة للقبول يمكن استخدامها للاختيار الحكيم من بين الاقتراحات المقيدة على أساس درجة الضرورة .

### **الطريقة الثانية : فترة الاسترداد Payback Period**

يقصد بفترة الاسترداد المدة الزمنية اللازمة لاسترداد الإنفاق الرأسمالي المبدئي عن طريق صافي المكاسب النقدية المتولدة من هذا الإنفاق . وإحتساب هذه الفترة ينبغي تقدير كل التدفق النقدي الخارج المرتبط بالاقتراح ، وكذلك تقدير صافي المكاسب النقدية ( الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة الناجمة عن تشغيل الاقتراح ) السنوية المتولدة عنه ، فمثلاً إذا كان الاقتراح الاستثماري يستلزم إنفاقاً نقدانياً يبلغ ٣٠٠٠ جنيه ، ومجموع صافي المكاسب النقدية المتولدة عنه في نهاية السنة الثالثة بالتحديد يصل إلى المبلغ السابق فان فترة استرداد الاقتراح هي ثلاثة سنوات . ومعنى ذلك أن احتساب فترة الاسترداد ما هي إلا إحتساب نقطة التعادل بين الإنفاق المقترن ومكاسبه النقدية . وباستخدام هذه الطريقة يتحدد أولاً فترة الاسترداد الخاصة بكل اقتراح ، ثم ترتيب الاقتراحات على هذا الأساس لكي تعطى الأولوية للاقتراحات ذات الفترة الأقصر - أي تلك التي تحقق تدفقات نقدية داخلة سريعة . ويتم تحديد هذه الأولوية بناء على نقطة قطع Cut off point تمثل أقصى فترة استرداد يمكن للإدارة قبولها .

وإن استخدام فترة الإسترداد كأساس لإتخاذ القرارات المتعلقة بالمقارنة بين اقتراحات الإنفاق الرأسمالي ، يجعل هذه القرارات غير سليمة نظراً لأن هذه الطريقة تهمل أموراً جوهرياً أهمها الآتي :

١ - إن الهدف من الإنفاق الرأسمالي ليس مجرد إسترداد هذا الإنفاق، وإنما تحقيق عائد منه . فمثلاً إذا كان الاقتراح الاستثماري يتطلب إنفاقاً مبدئياً قدره ٥٠٠٠٠ جنيه وتقدر صافي مكاسبه النقدية السنوية بمبلغ ١٢٥٠٠ جنيه ، فإن الفترة اللازمة لاسترداده تكون ٤ سنوات . وإذا كانت الحياة الانتاجية لهذا الاقتراح تتساوى بالضبط مع هذه الفترة لكان معنى ذلك أن الشركة ستستثمر مبلغ ٥٠٠٠٠ جنيه دون تحقيق عائد عليه .

٢ - تتجاهل طريقة فترة الاسترداد معدل الاختلافات في تتابع المكاسب النقدية السنوية التي تتحقق خلال الفترة ، أي بعبارة أخرى لا تأخذ هذه الطريقة في الاعتبار توقيت المكاسب النقدية . فإذا ما افترضنا وجود اقتراحين يحتاج كل منهما مبلغ ١٥٠٠٠ جنيه وتحتاج مكاسبهما النقدية السنوية الشكل الآتي :

الاقتراح الثاني	الاقتراح الأول	
٣٠٠	٧٠٠	السنة الاولى
٥٠٠	٥٠٠	السنة الثانية
٧٠٠	٣٠٠	السنة الثالثة

بالرغم من أن الاقتراحين يتم استرداد قيمتهما في ٣ سنوات ، إلا أنهما ليسا على درجة واحدة من التفضيل بسبب القيمة الزمنية للنقد . فالاقتراح الأول يمتاز بسرعة استرداد الاستثمار المبدئي ، ومن ثم فهو أفضل من الاقتراح الثاني من وجهاً نظر الربحية . ولكن طريقة فترة الاسترداد تضع كلاً الاقتراحين على نفس المستوى لأنها تعطي أوزاناً متساوية للمكاسب المختلفة التي تتدفق خلال الفترة الزمنية .

٣ - تفشل هذه الطريقة في أن تأخذ في الحسبان المكاسب النقدية التي قد تتحقق بعد فترة الاسترداد . فمثلاً إذا كان هناك اقتراحان يحتاج كل منهما

استثماراً مبدئياً يبلغ ١٠٠٠٠ جنيه ، وتقدير مكاسب الاقتراح الأول النقدية السنوية بمبلغ ٥٠٠٠ جنيه لمدة ستين ، بينما يعد الاقتراح الثاني بمحاسبة نقدية سنوية قدرها ٤٠٠٠ جنيه لمدة خمس سنوات فرغموضوح أفضلية الاقتراح الثاني ، إلا أن طريقة فترة الاسترداد تعطي الأولوية للاقتراح الأول لأن الفترة الالزامية لاسترداد الاستثمار فيه تصل إلى ستين بينما تصل فترة استرداد الاقتراح الثاني إلى ستين ونصف .

مما سبق نجد أن استخدام هذه الطريقة يؤدي إلى الموافقة على استثمارات غير مقبولة ولكنها تتمتع بحياة اقتصادية قصيرة ، بينما يؤدي إلى رفض اقتراحات مقبولة لها حياة انتاجية طويلة . ولكن الاهم من ذلك ان هذه الطريقة للتقييم - إذا اتخذت أساساً لاتخاذ القرارات الاستثمارية - تخلط بين قياس ربحية الاقتراح وبين وظيفتها الحقيقية باعتبارها أداة للتمويل تعمل على تحديد تاريخ استرداد الأموال المستمرة في الاقتراح .

وبالرغم من كل هذه العيوب إلا أن هذه الطريقة تعتبر أوسع الطرق استخداماً في الحياة العملية نظراً لبساطتها وسهولة فهمها وعدم حاجتها للعمليات الحسابية . يضاف إلى ذلك أن هذه الطريقة تحقق قدرأً كبيراً من الأمان لأنها تركز على الاقتراحات التي يمكن استرداد الاستثمار فيها بأسرع ما يمكن ، ولهذا الأمر أهمية كبيرة وخاصة في الصناعات التي تخضع لعوامل التقلب ، وعدم اليقين ، والتي تتعرض للتغيرات تكنولوجية سريعة . ففي مثل هذه الحالات يكون المستقبل غامضاً ولا يمكن التنبؤ به إلى الدرجة التي تجعل أنه لا معنى إطلاقاً لتقدير المكاسب النقدية لأكثر من فترة زمنية قصيرة (ستين مثلاً) . وأخيراً فإن لطريقة فترة الاسترداد أهميتها وفائدة أيضاً في الحالات حيث يلقي عنصر السيولة اهتماماً أكبر من عامل الربحية . وتحقق مثل هذه الحالة عندما تتوافر بكثرة الفرص الاستثمارية المرجحة في الوقت الذي لا يتتوفر المال بالقدر اللازم لها . فمثلاً إذا كانت المنشأة تعاني عجزاً خطيراً في النقدية ، فإن المدير المالي قد يستخدم طريقة فترة الاسترداد لكي

يقتصر في استماره على تلك الاستثمارات التي تحقق عائدًا سريعاً من المكاسب النقدية وعندما يفعل هذا فإنه يركز اهتمامه على هدفه الخاص بالسيولة على حساب هدفه المتعلق بالربح .

### الطريقة الثالثة : الطريقة المحاسبية

وهي تعرف أيضاً بطريقة متوسط معدل العائد ، أو بطريقة العائد الدفتري على الاستثمار الدفتري ، أو بطريقة المتوسط الدفتري ، أو ببساطة طريقة العائد على الاستثمار . وتعتبر هذه الطريقة أول طرق التقييم التي تقوم بمناقشتها والتي تهتم بتحديد ربحية إقتراح الإنفاق الرأسمالي . وترجع تسميتها بالطريقة المحاسبية إلى أنها تقدم إجابة يمكن مقارنتها مع النتائج التي ستتعكس فيما بعد في السجلات الدفترية . فهي لا تقوم على أساس التدفقات النقدية من داخلة أو خارجة بل تقوم على الأساس المحاسبي ، وخاصة فيما يتعلق بتحديد الأرباح المتوقعة من الإنفاق الرأسمالي المقترن .

ويمكن تعريف متوسط معدل العائد أو العائد على الإستثمار بأنه النسبة بين متوسط صافي الربح السنوي بعد الضريبة للاقتراح خلال حياته الإنتاجية وبين متوسط قيمة الإستثمار اللازم للاقتراح . وللوضوح كيفية حساب متوسط معدل العائد سنفترض أن استثمار مبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه في آلة مقترحة يتوقع أن يحقق متوسط صافي ربح بعد الضريبة يبلغ ٢٨٠٠ جنيه سنوياً وذلك خلال الحياة الإنتاجية للآلة والتي تقدر بأربعة سنوات . وبالإضافة إلى ذلك يحتاج الإقتراح إلى رأس مال إضافي يبلغ ٤٠٠٠ جنيه لكي يستمر في المخزون والنفقات وهو من مستلزمات تشغيل الآلة الجديدة . ولتحديد متوسط معدل العائد ينبغي مقارنة متوسط صافي الربح السنوي الذي يبلغ ٢٨٠٠ جنيه بمتوسط الإستثمار خلال الحياة الإنتاجية للآلة ، فاذا نظرنا إلى الاستثمار فستجد أن ما يستمر في المخزون والنفقات سيظل ثابتاً خلال السنوات الأربع ، ولكننا سنترد بالتدرج مبلغ الـ ٢٠٠٠٠ جنيه المستمر في الآلة أصلاً .

ويافتراض أن الاحلاك يتم بطريقة القسط الثابت ، فان الإستثمار في الآلة سينخفض من سنة لأخرى ، من ٢٠٠٠ جنية إلى ١٥٠٠ جنية إلى ١٠٠٠ جنية إلى ٥٠٠ جنية وأخيراً إلى صفر ( هذا بافتراض عدم وجود قيمة للخردة ) . وبالتالي فان متوسط الإستثمار في الإقتراح خلال السنوات الأربع هو ١٤٠٠ جنية حصلنا عليه كالتالي :

$$4000 \text{ جنية} + \frac{1}{2} ( 20000 \text{ جنية} + \text{صفر} ) = 14000 \text{ جنية}$$

وبمقارنة متوسط الربع السنوي بعد الضرائب بمتوسط الإستثمار يمكننا حساب متوسط معدل العائد كالتالي :

$$\frac{2800}{14000} \times 100 = 20\% \text{ بعد الضرائب}$$

ورغم بساطة الطريقة المحاسبية وسهولة إحتسابها وعدم حاجتها إلى إجراءات تختلف عن الإجراءات المحاسبية التقليدية ، إلا أنها تنطوي على الكثير من العيوب ونقاط الضعف أهمها الآتي :

١ - هذه الطريقة لا تأخذ في الحسبان القيمة الزمنية للنقدود نظراً لأنها تعطي أوزاناً متساوية لأرباح الفترات المختلفة وكذلك للمدفوعات المتعلقة بالإتفاق الرأسمالي والتي قد تم في فترات متفاوتة . فكما رأينا فان هذه الطريقة بقيامها على أساس المتوسطات لا تهتم كلية بمسألة توقيت الإيرادات المتوقعة أو توقيت المدفوعات المتتظرة ولا تفصح عنها ، هذا رغم ما لأهمية القيمة الزمنية للنقدود عند تحديد الربحية الحقيقة للاقتراح . ففي المثال أعلاه ذكرنا أن متوسط معدل العائد على الإستثمار هو ٢٠٪ ، وذلك بعض النظر عما إذا كان معظم مجموع صافي الربح ويبلغ ١١٢٠ جنية يتحقق في السنة الأولى أو السنة الرابعة ، وهذا نقص خطير لا يمكن التغاضي عنه .

٢ - تفشل هذه الطريقة في المفاضلة بين الاقتراحات التي تغل عائدًا

متساوياً على الاستثمار رغم اختلافهم في نمط تحقيق صافي الأرباح السنوية .

٣ - تقوم هذه الطريقة على الأساس الدفترى وليس على أساس التدفقات النقدية ويعودي هذا إلى تحميل الاقتراح بعض عناصر التكاليف التي لا يعتبر مسؤولاً عنها لأن المنشأة كانت ستتحملها حتى ولو لم ينفذ هذا الاقتراح . يضاف إلى ذلك دخول مبدأ الاستحقاق المحاسبي عند إحتساب العائد على الاستثمار ، رغم أن هذا المبدأ لا علاقة له بالمرة بمسألة تقييم اقتراح الإنفاق الرأسمالي . فالتقدير يتم بمقدار خلال كل الحياة المقدرة للاقتراح وليس بالفترات الزمنية المحاسبية الموضوعة لتسهيل عمليات إحتساب الربع . فالذي يهمنا عند التقييم هو النمط الزمني للمكاسب النقدية للاقتراح خلال حياته بالكامل والتي تقارن - بعدأخذ قيمتها الزمنية في الحسبان - بالإنفاق المبدئي اللازم . أما تطبيق مبدأ الإستحقاق المحاسبي على التكاليف والإيرادات المستقبلة فلا شك أنه سيغير بغير حتى النمط السابق .

وبالرغم من العيوب السابقة فإن الطريقة المحاسبية تستخدم بواسطة عدد كبير من المنشآت كأداة لتقييم إقتراحاتها الاستثمارية . وعلى كل حال فإن هذه الطريقة تمتاز بالبساطة والسهولة والقبول من جانب المحاسبين . يضاف إلى ذلك أنه إذا كانت قنوات الربح ثابتة إلى حد كبير ، وقيمة الاقتراح الرأسمالي كخردة غير مهمة ويمكن التغاضي عنها ، وإذا لم تكن هناك حاجة إلى المقارنة الدقيقة مع معدلات أخرى أو مع تكلفة الأموال ، فإن الطريقة المحاسبية قد تقدم تقديرًا مرضيًّا للمعدل الحقيقي للعائد .

### **أساس طرق التقييم الصحيحة**

سبق وأن ذكرنا أن هناك طريقتين صحيحتين من الناحية النظرية لتقييم اقتراحات الإنفاق الرأسمالي وهما طريقة معدل العائد وطريقة صافي القيمة الحالية .

وتقوم هاتان الطريقتان المقبولتان للتقدير على أساسين هامين هما :

١ - تكوين اقتراح الإنفاق الرأسمالي على شكل تدفقات نقدية .

٢ - تقدير هذه التدفقات النقدية على أساس قيمتها الزمنية .

ويسبب هذا الاشتراك بين الطريقتين يجب للإلمام إلمااما تماماً بهذين الأساسين الهامين . ومن ثم نبدأ مناقشتنا بدراسة التدفق النقدي والقيمة الزمنية ، ثم نتناول بعد ذلك بالشرح الطريقتين الصحيحتين وكيفية معالجتهما للبيانات الخاصة بالاقتراح موضوع التقديم .

### أولاً : تكوين الاقتراح على شكل تدفقات نقدية

قد يتساءل البعض لماذا نركز اهتمامنا على التدفقات النقدية وليس على الربح المحاسبي ؟ والإجابة على هذا السؤال بسيطة للغاية - فلكي نحقق أرباحاً إضافية لا بد لنا من الحصول على نقدية لإعادة استثمارها . ولكن ليس هناك ما يضمن لنا أن الأرباح التي تظهر في قائمة الدخل ستكون متاحة في شكل نقدية . فالنقدية المتاحة قد تكون أكثر من الأرباح المحققة أو قد تكون أقل منها . ولقد سبق لنا (في الفصل الثاني) مناقشة الأسباب التي تؤدي إلى الاختلافات بين التدفقات النقدية وبين الربح المحاسبي . ولذا فإن عملية الميزانية التقديرية الرأسمالية تركز كل اهتمامها على التدفقات النقدية ، ولا يهمها من السجلات المحاسبية إلا التأكد من كيفية معالجة بعض عناصر الإيرادات والنفقات للأغراض الضريبية .

وينطوي كل إقتراح للإنفاق الرأسمالي على تدفقين للنقدية هما : (١) صافي التدفق النقدي الخارج الذي يستلزم الاستثمار الجديد و (٢) صافي التدفق النقدي السنوي الداخل الناتج عن الاستثمار الجديد . وتتوقف صحة آلية إجراءات خاصة بالميزانية الرأسمالية على مدى دقة وصحة تقديراتنا لهذه التدفقات النقدية .

## ١ - الاستثمار المبدئي اللازم

لنفترض أننا نبحث مسألة شراء آلة مستعمل على تخفيض الانفاق النقدي المباشر الخاص بتكاليف العمالة والمواد خلال السنوات الثلاث القادمة. وهذا التخفيض في النقودية الخارجية يعتبر كسباً تماماً كالزيادة في التدفق النقدي الداخلي . ولتقييم مدى افضلية هذه الآلة ينبغي أن نحدد أولاً صافي الانفاق النقدي الضروري لإنتاج هذه المكاسب النقودية الجديدة . ولذا يجب أن نأخذ في الحسبان كل المقوضات والمدفوعات النقودية المتعلقة بالحصول على الآلة الجديدة . وينبغي أن نضم كجزء من الاستثمار أية زيادات ضرورية في الذمم والمخزون السلعي . ولنفترض أن الآلة الجديدة تتكلف ٩٠٠٠ جنيه ، وتبلغ نفقات نقلها ٦٠٠ جنيه وبالإضافة إلى ذلك تحتاج هذه الآلة إلى إعداد قاعدة خاصة لها تتكلف ١٢٠٠ جنيه ، ومن ثم تبلغ النفقة الإجمالية لهذه الآلة مبلغ ١٠٨٠٠ جنيه ، وإذا تمكنا من بيع الآلة القديمة بمبلغ ٨٠٠ جنيه ، فإن صافي الاستثمار الذي يتعلق بقبول الاقتراح هو ١٠٠٠٠ جنيه .

ولغرض التبسيط افترضنا هنا أن الآلة القديمة بيعت بنفس قيمتها الدفترية . ولكن ما هو الوضع لو بعنا هذه الآلة بأقل من قيمتها الدفترية ؟ أليس من الضروري تحمل هذه الخسارة على عملية شراء الآلة الجديدة ؟ أليست هذه الخسارة ناتجة عن اتباع هذا الاقتراح ؟ إن الإجابة على المسؤولين السابقين هي « لا » فالخسارة الناتجة عن بيع الآلة القديمة لا تمثل أي تدفق خارج النقودية ، بل هي لا تخرج عن كونها قيد دفترى . وبالتالي فان الخسارة لا تقف في سبيل شراء الآلة الجديدة . وبيدلا من ذلك ينبغي أن نرجعها لعملية شراء الآلة القديمة . فمن المحتمل أن شرائها كان عملاً غير حكيم . ومن المحتمل أيضاً أن تكون الخسارة سبباً عدم اهلاك الآلة بمعدل أسرع . وعلى كل حال فان الأخطاء المتعلقة بالآلة القديمة لا ينبغي أن تتدخل في مسألة شراء الآلة الجديدة فمهما كان الاستثمار في الآلة القديمة فهو لا يخرج عن كونه تكلفة دفعت في الماضي وانتهى أمرها ، ومسألة ما إذا كنا قد استعدنا هذه

التكلفة خلال فترة امتلاكنا للألة فهي في الحقيقة مسألة تاريخية .

ومن المحتمل أننا لو استخدمنا بعض الأسئلة فلقد نتمكن من إيضاح المبدأ الذي ينطوي عليه الكلام السابق . فمثلاً لو كنا قد دفعنا مبلغ ١٠٠٠٠ جنيه للحصول على بئر بترويل جف في اليوم التالي للشراء فهل تقوم بتحميل هذه التكلفة على استثمارنا التالي ؟ أي هل نقول أن استثمارنا التالي ومبلغه ١٠٠٠٠ جنيه أيضاً يجب أن نضاعف ربحيته حتى يمكننا استرداد تكلفة البئر الذي جف ، والا فإننا لن نستمر ؟ فإذا كنا عادة نرضي بـ ١٠٪ كمعدل عائد على الاستثمار ، فهل يجب أن يتحقق استثمار الـ ١٠٠٠٠ جنيه التالية عائد قدره ٢٠٪ ؟

ويمكن سرد مثال متطرف لكي يوضح لنا أن الخسارة على الآلة القديمة يجب ألا تحمل على شراء الآلة الجديدة . ولنفترض أننا اشترينا تواً الآلين مجموع تكلفتها ٥٠٠٠٠ جنيه . وفي اليوم التالي عرض علينا آلة جديدة تبلغ تكلفتها ٧٠٠٠٠ جنيه ويمكنها أن تتبع نفس الحجم الذي تتوجه الآلين ولكنها تمكنتنا من تخفيض تكلفة الأجور المباشرة السنوية من ٣٠٠٠٠ جنيه إلى ١٢٠٠٠ جنيه . وتشترك الآلة الجديدة ، مع الآلين اللذين عمرهما يوم واحد في ان حياتهم المتوقعة تبلغ ٥ سنوات . ونفترض أننا لو اشترينا الآلة الجديدة فلن نتمكن من الحصول على أية مبالغ بالمرة من الآلين القديمتين ، أي أن هناك خسارة دفترية قدرها ٥٠٠٠٠ جنيه . فهل تعتبر تكلفة الآلة الجديدة ١٢٠٠٠ جنيه وهو مجموع الخسارة على الآلين القديمتين وتكلفة الآلة الجديدة ، أو مبلغ الـ ٧٠٠٠٠ جنيه فقط ؟ ونظراً لأن مجموع الوفورات خلال فترة السنوات الخمس تبلغ ٩٠٠٠٠ جنيه فقط ( $18000 \times 5$ ) فان المدير المالي غير الكفء قد يجادل بأن هذه الوفورات لا تكفي لاسترداد « التكلفة »، المبدئية وقدرها ١٢٠٠٠ جنيه ، ومن ثم فلن يقدم على شراء الآلة الجديدة . وحتى إذا تجاهلنا وضع المسألة على شكل تدفقات نقدية ، ونظرنا إليها من الناحية المحاسبية البحتة ، لتبيّن لنا مدى خطأ المدير المالي . وفيما يلي

يمكنا مشاهدة نتائج هذا القرار غير الحكيم على قائمة الأرباح والخسائر لفترة السنوات الخمس كلها .

إذا اشتريت الآلة الجديدة جنيه	إذا لم تشتري الآلة الجديدة جنيه	العيادات النفقات
٥٠٠٠٠	٥٠٠٠٠	
		الأجر المباشرة
٦٠٠٠	١٥٠٠٠	المواد
١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	الإضافية (بدون الأهمال)
٨٠٠٠	٨٠٠٠	الأهمال - الآلتين القديمتين
٧٠٠٠		الأهمال - الآلة الجديدة
٥٠٠٠		خسارة بيع الآلتين القديمتين
<u>٣٦٠٠٠</u>	<u>٣٨٠٠٠</u>	مجموع النفقات
<u>١٤٠٠٠</u>	<u>١٢٠٠٠</u>	الربع قبل التعديلات الضريبية

ويتبين من القائمة السابقة أننا لو اشترينا الآلة الجديدة ، بدلاً من الاحتفاظ بالآلتين القديمتين ، فإن ربحنا قبل التعديلات الضريبية سيتحسن بمبلغ ٢٠٠٠ جنيه ، وبغض النظر عن شراء الآلة الجديدة أو عدم شرائها ، فإن التكلفة الدفترية للآلتين القديمتين ستظل باقية معنا . فإذا لم نشتري الآلة الجديدة ، فإن مبلغ الـ ٥٠٠٠ جنيه وهو التكلفة الدفترية سيحمل على السنوات الخمس القادمة كإهمال . أما لو اشترينا الآلة الجديدة ، فستظهر خسارة دفترية تبلغ ٥٠٠٠ جنيه . فتكلفة الآلتين القديمتين تعتبر تكلفة انتهت أمرها (Sunk cost) يوم جاء العقد الخاص بشرائها . والقرار الخاص بشراء الآلة

الجديدة ينبغي ان يتخد على ضوء التغيرات في التدفقات النقدية المستقبلة ، أما مدى رغبتنا او تفضيلنا لإنفاق ٧٠٠٠ جنية على الآلة الجديدة فيجب ان يقيم بالإشارة إلى الى ١٨٠٠ جنية التي تمثل الوفر السنوي لمدة السنوات الخمس .

## ٢ - التدفقات التفاضلية النقدية

### Differential flows of cash

والخطوة الثانية هي القيام بحساب صافي التغيرات المستقبلة في التدفقات النقدية والناتجة عن الانفاق القدي المباشر . وفي هذه العملية من الأهميه بمكان أن نأخذ في الاعتبار فقط التغيرات التي ستحدث في التدفقات النقدية الداخلة والخارجية . فإذا احتفظنا بالآلات القديمة فان التدفقات النقدية ستبقى كما هي دون تغير، أما لو اشترينا الآلة الجديدة فسيحدث بعض التغير في التدفقات النقدية المستقبلية ، وهذا التغير أو الاختلاف هو الأمر الوحيد الذي يهمنا. فمن المحتمل أن الآلة الجديدة قد تسمح لنا بتخفيض تكاليف العمالة ، أو باستخدام مواد أرخص مما يؤدي إلى انخفاض التدفق النقدي الخارج ، أو أن الآلة الجديدة قد تمكنتا من انتاج أكبر ، مما يترب عليه زيادة التدفق النقدي الداخل ، وعلى أي حال فنحن نهتم بالتدفقات النقدية التفاضلية الناتجة عن شراء الآلة الجديدة . وبالتالي يتضح لنا ان التدفقات التفاضلية النقدية هي تلك التدفقات التي ستحدث نتيجة شراء الآلة ، والتي لن توجد بالمرة في حالة عدم الشراء .

ولنحاول الأن شرح كيفية تحديد المكاسب المحتملة الناتجة عن شراء الآلة الجديدة ، ولنفترض ان لدينا عاملين فنيين ، كل منهما يحصل على أجر سنوي يبلغ ٧٠٠ جنية ويقومان بتشغيل الآلتين القديمتين . فاذا كان الاقتراح الخاص بشراء الآلة الجديدة الواحدة سيمكنتا من انتاج نفس الحجم الذي

تتجه الآلتين القديمتين ، ولكن باستخدام عامل فني واحد ، لامكنتنا تخفيف التدفق النقدي الخاص بالأجور المباشرة بمبلغ ٧٠٠ جنيه . ولهذا الوفر يمكن إضافة مبلغ ٢٠٠ جنيه يمثل التخفيض المحتمل في نفقات الإصلاح وفي خسارة العادم وذلك نتيجة لاستخدام آلات أكثر حداثة .

وعادة يؤدي استخدام آلة واحدة بدلاً من آلتين إلى تخفيف مساحة الأرضية اللازمة . ولنفترض أننا إستغنينا عن مساحة تبلغ ١٠٠ متر مربع ، ورغم عدم حاجتنا لهذه المساحة إلا أننا غير قادرين على إيجارها للغير . وسنفترض أن إيجار المصنع يوزع على كل إدارة بمعدل قدره جنيهان للمتر المربع ، فهل هذا يعني أن أحد المكاسب المشتقة من شراء الآلة الجديدة هو وفر سنوي في الإيجار بمبلغ ٢٠٠ جنيه ؟ لا شك أن الإجابة ستكون بالنفي . فإذا قامة الآلة الجديدة لم تغير إطلاقاً في التدفق النقدي المتوجه لمدفوعات الإيجار . ونظراً لعدم وجود استخدام بديل لهذه المساحة التي وفرناها . فلن يحدث أيضاً زيادة في التدفق النقدي الداخلي . والقسم أو الإدارة التي يهمها الأمر قد «توفر» ٢٠٠ جنيه سنوياً بسبب تخفيف نصيبها من مساحة المصنع ، ولكن بالنسبة للشركة كلها كوحدة واحدة لم يحدث تغير في صافي التدفق النقدي الداخلي نتيجة لمساحة الإضافية التي وفرناها . وبالتالي لا ينبغي إدخال هذا المبلغ (الـ ٢٠٠ جنيه) عند حساب التدفقات التفاضلية الناجمة عن الحصول على الآلة الجديدة .

وقد يؤدي شراء الآلة الجديدة إلى زيادة المقبوضات النقدية بينما تبقى النفقات النقدية ثابتة نسبياً . فمثلاً قد تستبدل الآلتان القديمتان بآلتين جديدين بدلاً من واحدة . وفي هذه الحالة سنفترض أن التدفق النقدي الذي يخرج لدفع الأجور والمواد والاصلاحات سيكون تقريباً كما هو حالياً . ولكننا نأمل في أن مضاعفة الإنتاج قد يتبعها مضاعفة المبيعات . وهذا الأمل قد لا يتحقق نتيجة لضيق السوق وعدم مقدرنا على زيادة المبيعات في الحال . فإذا

كان الحجم الإضافي لا يمكن تصريفه إلا عن طريق الزيادة في النفقات الإعلانية ، فإن هذه التدفقات النقدية الخارجية الإضافية ينبغي إستقطاعها من المكاسب السنوية المشتقة من الآلات الجديدة . وبافتراض أن النفقات الصناعية ستبقى على حالها دون تغير ، فإن حسبة التدفقات النقدية التفاضلية السنوية الناتجة عن زيادة الحجم ستكون كالتالي :

إيرادات المبيعات الإضافية	١٨٠٠ جنية
النفقات الإعلانية الإضافية	٢٠٠ جنية
رجال البيع الإضافيين	٨٠٠ جنية
مجموع النفقات الإضافية	١٠٠٠ جنية
الدخل الإضافي الخاص للضريرية	٨٠٠ جنية

وهناك كلمة لا بد من ذكرها بخصوص تأثير الضرائب على هذه العمليات الحسابية التي نقوم بها . فنظرًا لأننا نهتم بالتدفقات التفاضلية التي تحدث نتيجة لبدائل مختلفة ، فينبغي علينا أن نحدد أيضًا المدفوعات الإضافية الخاصة بالضرائب تحت هذه البدائل . والمكسب النقدي السنوي بعد تعديله تبعاً للضريرية الإضافية التي ستدفع يمدهنا بصافي المكسب النقدي بعد الضرائب .

ولنرجع الأن مرة أخرى إلى مثالنا الأصلي الخاص بشراء آلة جديدة . وسنفترض أن التكلفة الإجمالية لهذه الآلة ( ١٠٨٠٠ جنية ) ستستهلك خلال ثلاثة أعوام . ( لاحظ أن معدل الاملاك المسموح به للأغراض الضريرية ليس من الضروري أن يكون نفس المعدل القائم على تقديرنا لحياة الأصل ) . وإذا افترضنا أيضًا أن الإهلاك السنوي للألة القديمة هو ٢٦٠٠ جنية ، والوفورات المقدرة في الأجور والاصلاحات ستبلغ ٦٠٠ جنية سنويًا ( أي الوفر التفاضلي قبل الضريرية ) ، وسعر الضريرية هو ٣٠٪ يمكن عمل الجدول الآتي لتحديد صافي الوفورات بعد الضرائب :

حسب القيود المحاسبية	حسب التدفق النقدي
جنيه	جنيه
٦٠٠٠	٦٠٠٠
	إهلاك الآلة الجديدة
	٣٦٠٠
	ناقص : إهلاك الآلة القديمة
	٢٦٠٠
	النفقة الإضافية للاهلاك
	١٠٠٠
	دخل إضافي الخاضع للضريبة
<u>١٥٠٠</u>	<u>١٥٠٠</u>
	الزيادة في الضريبة (%) ٣٠ )
	صافي الدخل إضافي بعد الضرائب
<u>٤٥٠٠</u>	<u>٣٥٠٠</u>
	صافي المكاسب النقدية بعد الضرائب

ويلاحظ أن الاستثمار المبدئي اللازم ( ١٠٠٠ جنيه ) يختلف عن التكلفة الدفترية للألة والقابلة للاهلاك ( ١٠٨٠٠ جنيه ) ، وهذا من المعتمد حدوثه ، وفي حالة احتياج الاقتراح إلى رأس مال إضافي ، فإن الاستثمار المبدئي قد يفوق بكثير التكلفة الدفترية للأصل الرأسمالي .

ولننظر الآن كيف يمكن أن نحدد موقفنا . لقد حسبنا الاستثمار النقدي المبدئي اللازم ( ١٠٠٠ جنيه ) وصافي المكاسب السنوية النقدية بعد الضرائب لفترة السنوات الثلاث ( ٤٥٠٠ جنيه سنويا ) ويمكن أظهار هذه المعلومات كالتالي :

صافي المدفوع النقدي	صافي المكاسب النقدية
- ١٠٠٠٠ جنية	٤٥٠٠ جنية
٣	٢

السنوات

ولكن تقابلنا الآن مشكلة: فمن المعلومات السابقة نجد أن مجموع المكاسب النقدية التي نحصل عليها خلال السنوات الثلاث يبلغ ١٣٥٠٠ جنيه (٤٥٠٠ × ٣ جنيه). فهل يتمتع هذا الاستثمار بنفس الجاذبية لو اتخذت المكاسب النقدية الشكل الآتي: ٢٥٠٠ جنيه في السنة الأولى، و٤٥٠٠ جنيه في السنة الثانية، و٦٥٠٠ جنيه في السنة الثالثة؟ فرغم أن المجموع ما زال كما هو ١٣٥٠٠ جنيه، إلا أنها بدون شعور نفضل الحصول على المكاسب النقدية العاجلة بدلاً من المكاسب النقدية الأجلة. ولكن إلى أي مدى يكون الشكل أو التوزيع الأول للمكاسب النقدية أكثر جاذبية من الشكل الثاني؟ إن الإجابة على هذا السؤال توجد في مسألة القيمة الزمنية للنقد. ومن ثم فلتقييم الاقتراحات الاستثمارية التي تحقق مكاسب نقدية خلال فترات زمنية مستقبلة، ينبغي علينا دراسة موضوع القيمة الزمنية للنقد.

## ثانياً : القيمة الزمنية للنقد

كلنا قد سمع التعبير القديم الذي يقول «عصفور في اليد أفضل من عصفورين على الشجرة» ويشير هذا القول إلى القيمة الزمنية للطير، ولكن نفس المبدأ يمكن تطبيقه على النقود. فلو عرض علينا أن نختار ما بين مبلغ جنيه تقضيه اليوم وجنيه نسلمه بعد مضي سنة من الآن، فإن معظمنا سيفضل الحصول على الجنيه اليوم. ولكن ما هو السبب في هذا الإختيار؟ كأفراد يمكننا الإجابة على السؤال بأن مبلغ الجنيه الذي نحصل عليه اليوم سيقدم لنا متعة في الحال على شكل رحلة أو الذهاب إلى المسرح. ولا خلاف في أن المتعة الحالية أفضل بكثير من المتأخرة يضاف إلى ذلك أننا قد نعتقد بوجود خطر وهو احتمال عدم حصولنا على مبلغ الجنيه بعد مضي السنة، ولتجنب هذا الخطر فاننا نفضل الحصول على الجنيه اليوم.

ولنحاول الآن ان ننظر إلى هذه المشكلة نفسها ولكن من وجهة نظر المدير المالي للمنشأة، وهو أيضاً يفضل الحصول على الجنيه اليوم، ليس

بسبب المتعة العاجلة التي سيحصل عليها، ولكن بسبب إمكانه استثمار هذا الجنيه داخل المنشأة وتحقيق عائد من ورائه . فإذا اختار الحصول على مبلغ الجنيه بعد مضي سنة ، كان معنى ذلك أنه ضيع على نفسه فرصة الحصول على النقود التي قد يحققها الجنيه الحالى خلال فترة السنة .

ومن المتفق عليه أننا عادة لن نتنازل عن الحصول على مبلغ جنيه اليوم مقابل الحصول على وعد بأنه سيعود إلينا كما هو بعد مضي سنة . فنحن نرغب أن يعود إلينا الجنيه مضافاً إليه بعض الزيادات نظير استخدامه . فإذا - كنا نعتقد أنه يجب الحصول على  $20\%$  نظير استخدام أموالنا ، فإن جنيه اليوم ينبغي أن يعود إلينا بعد سنة وبصحته  $200$  مليون إضافية . وبالتالي فمبلغ قدره جنيه يستمر اليوم بمعدل  $20\%$  ستبلغ قيمته  $1,000$  جنيه بعد مضي سنة . أو بعبارة أخرى أن القيمة الحالية لمبلغ  $1,200$  جنيه يستحق بعد سنة من الآن مخصوم  $20\%$  هي  $1$  جنيه . لكن من النادر أن يتطلب منا أن نحسب القيمة الحالية لمبلغ  $1,200$  جنيه يستحق بعد سنة من الآن ، بل غالباً ما نواجه مشكلة حساب القيمة الحالية لمبلغ جنيه واحد (أو مضاعفاته) يستحق بعد مرور سنة من الآن . ومن ثم فنحن نود أن نعرف المبلغ الذي إذا استمر بمعدل  $20\%$  لوصل إلى  $1$  جنيه بعد مضي سنة وكما سيتضح فإن مبلغ  $833$  مليون إذا استمر بمعدل  $20\%$  فإنه سيبلغ  $1$  جنيه بعد مضي سنة من الآن ( $833 \times 20\% + 1 = 1$  جنيه ) . أو بعبارة أخرى ، أن القيمة الحالية لمبلغ  $1$  جنيه يستحق بعد سنة من الآن مخصوص بمعدل  $20\%$  هي  $833$  مليون .

وإذا كان جنيه اليوم تصل قيمته إلى  $1,200$  جنيه بعد مضي سنة فلا بد أن تكون قيمته أكبر من ذلك بعد مضي ستين . ويرجع هذا إلى أننا نستمر اليوم جنيها بمعدل فائدة قدرها  $20\%$  ، وفي نهاية السنة الأولى نعيد استثمار الجملة وقدرها  $1,200$  جنيه بمعدل  $20\%$  . وبالتالي إذا استمرنا مبلغ الجنيه الآن وبفائدة قدرها  $20\%$  لا أصبح  $1,440$  جنيه في نهاية السنة الثانية . ومن ناحية أخرى يمكننا القول بأن مبلغ جنيه واحد بعد ستين من الآن تكون قيمته الحالية

٦٩٤ مليون . أي أن مبلغ ٦٩٤ مليون إذا استمر بسعر فائدة مركبة ٢٠٪ سنوياً سيصل إلى ١ جنيه في نهاية السنة الثانية ويمكن إثبات ذلك كالتالي :

السنة الأولى	السنة الثانية	النهاية المدة	المبلغ المستمر في متتحقق على بداية السنة	٢٠٪ فائدة المبلغ المستمر
٦٩٤ ،٠ جنية	$٦٩٤ ،٠ \times ٢٠٪ = ١٣٩ ،٠$ جنيه	١٣٩ ،٠ جنية	٨٣٣ ،٠ جنية	٨٣٣ ،٠ جنية
٨٣٣ ،٠ جنية	$٨٣٣ ،٠ \times ٢٠٪ = ١٦٧ ،٠$ جنيه	١٦٧ ،٠ جنية	١،٠٠٠ جنية	١،٠٠٠ جنية

وبالتالي يمكننا إعداد جدول صغير يبين القيمة الحالية لمبلغ ١ جنيه يستحق بعد مضي سنة وبعد مضي ستين ، وفي الحالتين سنفترض أن سع الفائدة هو ٢٠٪

النهاية السنة	القيمة الحالية لمبلغ ١ جنيه يستحق في	سنوات من الآن
٢	٦٩٤ ،٠ جنية	٢
١	٨٣٣ ،٠ جنية	١
٠	١،٠٠٠ جنية	٠

ولحسن الحظ توجد بالفعل جداول جاهزة ومعدة للاستعمال ( جداول القيمة الحالية ) ومن ثم لا داعي للنضال وبذل الجهد الكبير لإعداد جدولنا الخاص . وهناك أنواع مختلفة من جداول القيمة الحالية . ولكننا سنقتصر على استخدام جدولين فقط من هذه الجداول وهما : الجدول رقم (١) ويبين القيمة الحالية لمبلغ ١ جنيه يستحق في نهاية السنة ، والجدول رقم (٢) ويبين القيمة الحالية لمبلغ ١ جنيه يستلم في نهاية كل سنة لعدد معين من السنوات .

وإذا كانت القيمة الحالية لمبلغ جنيه يستحق بعد سنة من الآن هي ٨٣٣ مليون والقيمة الحالية لمبلغ جنيه آخر يستلم بعد مضي ستين هي ٦٩٤ مليون ،

## الجدول

### القيمة الحالية لمبلغ ١ جنيه

النوع	٧٣	٧٤	٧٥	٧٦	٧٧	٧٨	٧٩	٧٩	٧٩	٧٩	٧٩	٧٩	٧٩	٧٩	٧٩
١	٠,٩٧٧	٠,٨٧٤	٠,٧٧٧	٠,٦٧٢	٠,٥٧٦	٠,٤٧٢	٠,٣٧٢	٠,٢٧٢	٠,١٧٢	٠,٠٧٢	-٠,٠٧٢	-٠,١٧٢	-٠,٢٧٢	-٠,٣٧٢	-٠,٤٧٢
٢	٠,٩٨٠	٠,٨٧٦	٠,٧٧٩	٠,٦٧٣	٠,٥٧٧	٠,٤٧٣	٠,٣٧٣	٠,٢٧٣	٠,١٧٣	٠,٠٧٣	-٠,٠٧٣	-٠,١٧٣	-٠,٢٧٣	-٠,٣٧٣	-٠,٤٧٣
٣	٠,٩٨٣	٠,٨٧٨	٠,٧٧٧	٠,٦٧٤	٠,٥٧٨	٠,٤٧٤	٠,٣٧٤	٠,٢٧٤	٠,١٧٤	٠,٠٧٤	-٠,٠٧٤	-٠,١٧٤	-٠,٢٧٤	-٠,٣٧٤	-٠,٤٧٤
٤	٠,٩٨٦	٠,٨٧٩	٠,٧٧٦	٠,٦٧٥	٠,٥٧٩	٠,٤٧٥	٠,٣٧٥	٠,٢٧٥	٠,١٧٥	٠,٠٧٥	-٠,٠٧٥	-٠,١٧٥	-٠,٢٧٥	-٠,٣٧٥	-٠,٤٧٥
٥	٠,٩٨٩	٠,٨٨٠	٠,٧٧٥	٠,٦٧٦	٠,٥٧٨	٠,٤٧٦	٠,٣٧٦	٠,٢٧٦	٠,١٧٦	٠,٠٧٦	-٠,٠٧٦	-٠,١٧٦	-٠,٢٧٦	-٠,٣٧٦	-٠,٤٧٦
٦	٠,٩٩٠	٠,٨٨٢	٠,٧٧٤	٠,٦٧٧	٠,٥٧٧	٠,٤٧٧	٠,٣٧٧	٠,٢٧٧	٠,١٧٧	٠,٠٧٧	-٠,٠٧٧	-٠,١٧٧	-٠,٢٧٧	-٠,٣٧٧	-٠,٤٧٧
٧	٠,٩٩٣	٠,٨٨٤	٠,٧٧٣	٠,٦٧٨	٠,٥٧٨	٠,٤٧٨	٠,٣٧٨	٠,٢٧٨	٠,١٧٨	٠,٠٧٨	-٠,٠٧٨	-٠,١٧٨	-٠,٢٧٨	-٠,٣٧٨	-٠,٤٧٨
٨	٠,٩٩٦	٠,٨٨٦	٠,٧٧٢	٠,٦٧٩	٠,٥٧٩	٠,٤٧٩	٠,٣٧٩	٠,٢٧٩	٠,١٧٩	٠,٠٧٩	-٠,٠٧٩	-٠,١٧٩	-٠,٢٧٩	-٠,٣٧٩	-٠,٤٧٩
٩	٠,٩٩٩	٠,٨٨٨	٠,٧٧١	٠,٦٨٠	٠,٥٨٠	٠,٤٨٠	٠,٣٨٠	٠,٢٨٠	٠,١٨٠	٠,٠٨٠	-٠,٠٨٠	-٠,١٨٠	-٠,٢٨٠	-٠,٣٨٠	-٠,٤٨٠
١٠	٠,٩٠٠	٠,٨٨٩	٠,٧٧٠	٠,٦٨١	٠,٥٨١	٠,٤٨١	٠,٣٨١	٠,٢٨١	٠,١٨١	٠,٠٨١	-٠,٠٨١	-٠,١٨١	-٠,٢٨١	-٠,٣٨١	-٠,٤٨١
١١	٠,٩٠٣	٠,٨٩٠	٠,٧٦٩	٠,٦٨٢	٠,٥٨٢	٠,٤٨٢	٠,٣٨٢	٠,٢٨٢	٠,١٨٢	٠,٠٨٢	-٠,٠٨٢	-٠,١٨٢	-٠,٢٨٢	-٠,٣٨٢	-٠,٤٨٢
١٢	٠,٩٠٦	٠,٨٩٣	٠,٧٦٨	٠,٦٨٣	٠,٥٨٣	٠,٤٨٣	٠,٣٨٣	٠,٢٨٣	٠,١٨٣	٠,٠٨٣	-٠,٠٨٣	-٠,١٨٣	-٠,٢٨٣	-٠,٣٨٣	-٠,٤٨٣
١٣	٠,٩٠٩	٠,٨٩٦	٠,٧٦٧	٠,٦٨٤	٠,٥٨٤	٠,٤٨٤	٠,٣٨٤	٠,٢٨٤	٠,١٨٤	٠,٠٨٤	-٠,٠٨٤	-٠,١٨٤	-٠,٢٨٤	-٠,٣٨٤	-٠,٤٨٤
١٤	٠,٩١٢	٠,٨٩٩	٠,٧٦٦	٠,٦٨٥	٠,٥٨٥	٠,٤٨٥	٠,٣٨٥	٠,٢٨٥	٠,١٨٥	٠,٠٨٥	-٠,٠٨٥	-٠,١٨٥	-٠,٢٨٥	-٠,٣٨٥	-٠,٤٨٥
١٥	٠,٩١٥	٠,٩٠٢	٠,٧٦٥	٠,٦٨٦	٠,٥٨٦	٠,٤٨٦	٠,٣٨٦	٠,٢٨٦	٠,١٨٦	٠,٠٨٦	-٠,٠٨٦	-٠,١٨٦	-٠,٢٨٦	-٠,٣٨٦	-٠,٤٨٦
١٦	٠,٩١٨	٠,٩٠٤	٠,٧٦٤	٠,٦٨٧	٠,٥٨٧	٠,٤٨٧	٠,٣٨٧	٠,٢٨٧	٠,١٨٧	٠,٠٨٧	-٠,٠٨٧	-٠,١٨٧	-٠,٢٨٧	-٠,٣٨٧	-٠,٤٨٧
١٧	٠,٩٢١	٠,٩٠٦	٠,٧٦٣	٠,٦٨٨	٠,٥٨٨	٠,٤٨٨	٠,٣٨٨	٠,٢٨٨	٠,١٨٨	٠,٠٨٨	-٠,٠٨٨	-٠,١٨٨	-٠,٢٨٨	-٠,٣٨٨	-٠,٤٨٨
١٨	٠,٩٢٤	٠,٩٠٨	٠,٧٦٢	٠,٦٨٩	٠,٥٨٩	٠,٤٨٩	٠,٣٨٩	٠,٢٨٩	٠,١٨٩	٠,٠٨٩	-٠,٠٨٩	-٠,١٨٩	-٠,٢٨٩	-٠,٣٨٩	-٠,٤٨٩
١٩	٠,٩٢٧	٠,٩١٠	٠,٧٦١	٠,٦٩٠	٠,٥٩٠	٠,٤٩٠	٠,٣٩٠	٠,٢٩٠	٠,١٩٠	٠,٠٩٠	-٠,٠٩٠	-٠,١٩٠	-٠,٢٩٠	-٠,٣٩٠	-٠,٤٩٠
٢٠	٠,٩٣٠	٠,٩١٢	٠,٧٦٠	٠,٦٩١	٠,٥٩١	٠,٤٩١	٠,٣٩١	٠,٢٩١	٠,١٩١	٠,٠٩١	-٠,٠٩١	-٠,١٩١	-٠,٢٩١	-٠,٣٩١	-٠,٤٩١
٢١	٠,٩٣٣	٠,٩١٤	٠,٧٥٩	٠,٦٩٢	٠,٥٩٢	٠,٤٩٢	٠,٣٩٢	٠,٢٩٢	٠,١٩٢	٠,٠٩٢	-٠,٠٩٢	-٠,١٩٢	-٠,٢٩٢	-٠,٣٩٢	-٠,٤٩٢
٢٢	٠,٩٣٦	٠,٩١٦	٠,٧٥٨	٠,٦٩٣	٠,٥٩٣	٠,٤٩٣	٠,٣٩٣	٠,٢٩٣	٠,١٩٣	٠,٠٩٣	-٠,٠٩٣	-٠,١٩٣	-٠,٢٩٣	-٠,٣٩٣	-٠,٤٩٣
٢٣	٠,٩٣٩	٠,٩١٨	٠,٧٥٧	٠,٦٩٤	٠,٥٩٤	٠,٤٩٤	٠,٣٩٤	٠,٢٩٤	٠,١٩٤	٠,٠٩٤	-٠,٠٩٤	-٠,١٩٤	-٠,٢٩٤	-٠,٣٩٤	-٠,٤٩٤
٢٤	٠,٩٤٢	٠,٩٢٠	٠,٧٥٦	٠,٦٩٥	٠,٥٩٥	٠,٤٩٥	٠,٣٩٥	٠,٢٩٥	٠,١٩٥	٠,٠٩٥	-٠,٠٩٥	-٠,١٩٥	-٠,٢٩٥	-٠,٣٩٥	-٠,٤٩٥
٢٥	٠,٩٤٥	٠,٩٢٢	٠,٧٥٥	٠,٦٩٦	٠,٥٩٦	٠,٤٩٦	٠,٣٩٦	٠,٢٩٦	٠,١٩٦	٠,٠٩٦	-٠,٠٩٦	-٠,١٩٦	-٠,٢٩٦	-٠,٣٩٦	-٠,٤٩٦
٢٦	٠,٩٤٨	٠,٩٢٤	٠,٧٥٤	٠,٦٩٧	٠,٥٩٧	٠,٤٩٧	٠,٣٩٧	٠,٢٩٧	٠,١٩٧	٠,٠٩٧	-٠,٠٩٧	-٠,١٩٧	-٠,٢٩٧	-٠,٣٩٧	-٠,٤٩٧
٢٧	٠,٩٤١	٠,٩٢٦	٠,٧٥٣	٠,٦٩٨	٠,٥٩٨	٠,٤٩٨	٠,٣٩٨	٠,٢٩٨	٠,١٩٨	٠,٠٩٨	-٠,٠٩٨	-٠,١٩٨	-٠,٢٩٨	-٠,٣٩٨	-٠,٤٩٨
٢٨	٠,٩٤٤	٠,٩٢٨	٠,٧٥٢	٠,٦٩٩	٠,٥٩٩	٠,٤٩٩	٠,٣٩٩	٠,٢٩٩	٠,١٩٩	٠,٠٩٩	-٠,٠٩٩	-٠,١٩٩	-٠,٢٩٩	-٠,٣٩٩	-٠,٤٩٩
٢٩	٠,٩٤٧	٠,٩٢٩	٠,٧٥١	٠,٦٩٠	٠,٥٩٠	٠,٤٩٠	٠,٣٩٠	٠,٢٩٠	٠,١٩٠	٠,٠٩٠	-٠,٠٩٠	-٠,١٩٠	-٠,٢٩٠	-٠,٣٩٠	-٠,٤٩٠
٣٠	٠,٩٤٩	٠,٩٣٠	٠,٧٥٠	٠,٦٩١	٠,٥٩١	٠,٤٩١	٠,٣٩١	٠,٢٩١	٠,١٩١	٠,٠٩١	-٠,٠٩١	-٠,١٩١	-٠,٢٩١	-٠,٣٩١	-٠,٤٩١

رقم (١) يستحق في نهاية السنة

R. N. Anthony Management Accounting: Text and Cases 1960 P. 666:

العنوان:

الحدائق

القيمة الحالية لـ مبلغ ١ جنيه يستلم

رقم (٢) من السنين  
ستوياً لعدد «ن»

R. N. Anthony Management Accounting: Text and Cases 1960 p. 666.

二

فما هي القيمة الحالية لقناة من المكاسب النقدية لمبلغ ١ جنيه في نهاية السنة الأولى ، وفي نهاية السنة الثانية مخصوصا بمعدل فائدة ٢٠٪ ؟ من الواضح أن القيمة الحالية هي  $1,1527 = 0,694 + 0,833$  جنيه (هي في الحقيقة ١,٥٢٨ جنيه والفرق يرجع إلى التقرير) . وسنواجه مناسبات حيث تحتاج فيها إلى تقدير قناة ثابتة غير متقلبة من الدخل ، ولهذا الغرض نستخدم أيضاً الجدول رقم (٢) .

والآن نكون قد انتهينا من الكلام عن كيفية تكوين اقتراح الإنفاق الرأسمالي على شكل تدفقات نقدية ، وكذا من مناقشة القيمة الزمنية للنقد . وبالتالي سنرجع مرة أخرى إلى مشكلتنا الأساسية وهي الخاصة بتقدير إقتراح إنفاق (استثمار) رأسمالي يتلزم تدفقاً نقدياً صافياً خارجاً يبلغ ١٠٠٠٠ جنيه والذي تتوقع أن تحصل في مقابلة على كسب نقدى صافى سنوى يبلغ ٤٥٠٠ جنيه خلال السنوات الثلاث القادمة . وبالنسبة لهذا الاقتراح سنقوم بشرح ثم تطبيق الطريقتين المقبولتين لتقدير الاقتراحات الرأسمالية وهما : طريقة معدل العائد ، وطريقة صافي القيمة الحالية .

#### **الطريقة الرابعة : معدل العائد Rate of Return**

وهي تعرف أيضاً بطريقة الغلة الحقيقة ، أو بطريقة التدفق النقدي المخصوص ، أو بطريقة معدل العائد الداخلي ، أو بطريقة معدل العائد الضمني . أو بطريقة المستمر ، أو بالطريقة المالية ، كما تعرف أيضاً بالطريقة العلمية . ومن الناحية النظرية تعتبر هذه الطريقة إحدى الطريقتين الصحيحتين لتقدير الاقتراحات الاستثمارية الرأسمالية . فهي تقوم على أساس التدفقات النقدية كما تأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقد .

ويمكن تعريف معدل العائد . حسب هذه الطريقة - بأنه سعر الفائدة الذي يجعل القيمة الحالية لصافي المكاسب النقدية المتوقعة من الاقتراح متساوية للقيمة الحالية للأستثمار المبدئي اللازم لهذه الاقتراح . أي أن طريقة

التقييم هذه تهدف للوصول إلى أقصى سعر فائدة يمكن للأقتراح دفعه على الأموال المستثمرة ، مع إسترداد الاستثمار بالكامل في نهاية الحياة الإنتاجية للأقتراح . وهذه الطريقة رغم حداثتها النسبية في الاستخدام لتقسيم اقتراحات الانفاق الرأسمالي ، إلا أنها هي نفسها الطريقة المستخدمة منذ فترة طويلة في الميدان المالي لاحتساب الغلة المتوقعة في تاريخ استحقاق السندات المشتراء بقيمة تختلف عن قيمتها الاسمية . كما أن معدل العائد يمكن النظر إليه كالكافية الحدية لرأس المال والتي تستخدم في التحليل الاقتصادي .

يتضح مما سبق أن معدل العائد يمثل القوة الإيرادية للأقتراحات الاستثمارية مقاسة على أساس الزمن وقيمة التدفقات النقدية من داخلة وخارجية . أي أن قياس القيمة الاقتصادية للأقتراح الاستثماري بواسطة هذه الطريقة يتم على أساس الربط بين الإيرادات المتوقعة منه والأموال التي مستثمرة فيه .

ويتطلب احتساب معدل العائد القيام بالخطوات الآتية :

- ١ - تقدير التدفقات النقدية الخارجية الخاصة بالاستثمار المبدئي .
- ٢ - تقدير صافي المكاسب النقدية السنوية خلال الحياة الإنتاجية للأقتراح .
- ٣ - إيجاد المعدل الذي يجعل القيمة الحالية للمكاسب النقدية السنوية مساوية لقيمة الحالية للاستثمار المبدئي .

### **كيفية إيجاد معدل العائد**

ننظر الآن إلى جدول القيمة الحالية رقم (٢) ، ولفترض أنه قيل لنا أننا إذا استثمرنا مبلغ ٢,١٠٦ جنيه في مشروع ما سنحصل على مبلغ جنيه واحد سنوياً لمدة ٣ سنوات ولا شيء بعد ذلك بالمرة . ومن ثم فعل استثمارنا الذي يبلغ ٢,١٠٦ جنيه سنحصل على مجموع يبلغ ٣ جنيه ( وهو استرداد

الاستثمارنا الأصلي + الفائدة السنوية المركبة ) . ولكن ما هو معدل العائد أو سعر الفائدة في هذه العملية الاستثمارية ؟

إن هذه المشكلة تختلف قليلاً عن تلك المشكلة التي سبق لنا مقابلتها . ففي المناقشة السابقة كنا نعرف سعر الفائدة أو العائد ، وكنا نحاول حساب وتحديد القيمة الحالية لقناة مستقبلة من الجنيهات معروفة لنا ، وبهذا المعدل للشخص . أما الأن في هذه المشكلة فنحن نعرف القناة المستقبلة للدخل ( ١ جنيه سنوياً لمدة ٣ سنين ) ، كما نعرف الاستثمار اللازم لتحقيق هذا الدخل ( ٢,١٠٦ جنيه ) ، ولكننا نجهل معدل العائد ومن ثم نود معرفته .

والإجابة التي نريد معرفتها ينبغي أن توجد في مكان ما في « صف السنة الثالثة » من جدول القيمة الحالية رقم ( ٢ ) ، فإذا تحركنا على طول ذلك الصف لوجدنا أن ١٠٪ هو الذي يجعل الدخل السنوي ويبلغ ١ جنيه سنوياً لمدة ٣ سنوات يعادل الاستثمار الأصلي اللازم وهو ( ٢,١٠٦ جنيه ) .

ولنحاول الأن تطبيق هذه الطريقة لكي نحدد معدل العائد على الـ ١٠٠٠ جنيه الخاصة بالألة موضوع البحث . ويمكنا تقدير معدل العائد عن طريق سلسلة متتابعة من التقديرات ، أي بعبارة أخرى نحاول تخمين قيمة هذا المعدل فنحن نرغب في العثور على هذا المعدل الذي يمكنه جعل دفعه سنوية للمكاسب النقدية قدرها ٤٥٠٠ جنيه لمدة ٣ سنين تعادل الاستثمار الحالي الذي يستلزم ١٠٠٠ جنيه ولتجرب ما إذا كان سعر الفائدة ١٦٪ سينفع أم لا . من جدول القيمة الحالية رقم ( ٢ ) نجد في « صف السنة الثالثة » تحت سعر فائدة ١٦٪ أن القيمة الحالية لمبلغ واحد جنيه يستحق سنوياً لمدة ٣ سنين هي ٢,٢٤٦ جنيه . وبالتالي فإن القيمة الحالية لمبلغ ٤٥٠٠ جنيه يستحق سنوياً لمدة سنوات ثلاثة ومخصوم بسعر فائدة ١٦٪ هي ١٠١٠٧ جنيه .

$$4500 \times 2,246 = 10107 \text{ جنيه}$$

ومعنى هذا أننا إذا استثمرنا مبلغ ١٠١٠٧ جنيه مقابل الحصول على مبلغ ٤٥٠٠ جنيه سنوياً لمدة ٣ سنوات ، فإن المعدل السنوي للعائد سيكون ١٦٪ . ولكننا في غير حاجة إلى استثمار كل هذا القدر من الأموال ، فاستثمرنا الصافي ١٠٠٠٠ جنيه فقط . ولذا سنحاول تجربة ١٨٪ ، ونستخدم جدول القيمة الحالية رقم (٢) مرة أخرى سنجد أن القيمة الحالية لمبلغ ٤٥٠٠ جنيه يستلم سنوياً لمدة ٣ سنوات ومخصوم بسعر فائدة ١٨٪ هي ٩٧٨٣ جنيه .

$$٩٧٨٣ = ٤٥٠٠ \times ٢,١٧٤$$

وتبيّن لنا العملية الحسابية السابقة أننا لو استثمرنا مبلغ ٩٧٨٣ جنيه في مقابل الحصول على المكاسب النقدية المحددة ، فإن معدل العائد سيكون ١٨٪ . ونظراً لأنّه ينبغي علينا أن نستمر بالفعل مبلغاً يزيد عن ٩٧٨٣ جنيه ، فإن المعدل المتحقق يجب أن يكون أقل من ١٨٪ ولكن أكثر من ١٦٪ ، أي بينهما . وبالإضافة إلى ذلك يجب أن يكون المعدل أقرب إلى ١٦٪ منه إلى ١٨٪ نظراً لأن الاستثمار الفعلي وهو ١٠٠٠٠ جنيه أقرب إلى ١٠١٠٧ جنيه منه إلى ٩٧٨٣ جنيه ويمكن إيجاد المعدل الحقيقي بالطريقة الآتية :

الفرق في المعدل	الفرق في القيمة الحالية المحسوبة والاستثمار اللازم	الفرق في القيمة الحالية المحسوبة
٪ ١٦	١٠١٠٧ جنيه	١٠١٠٧ جنيه
٪ ١٨	٩٧٨٣ جنيه	٩٧٨٣ جنيه
٪ ٢	١٠٧ جنيه	٣٢٤ جنيه

$$\frac{١٠٧}{٣٢٤} \times \% ٢ = \% ٦٦$$

معدل العائد =  $16 + \frac{66}{100} = 16,66\%$

ويلاحظ أن المعدل الذي حسبناه (16,66%) يكون كما توقعنا أقرب إلى 16% منه إلى 18%. وبعبارة أخرى ، فإن صافي التدفق النقدي الداخل الذي يبلغ ٤٥٠٠ جنيه في نهاية كل سنة لمدة ٣ سنوات يساوي معدل عائد يبلغ 16,66% مركب سنوياً على صافي إستثمار مبدئي قدره ١٠٠٠٠ جنيه ومن السهولة التأكد من صحة هذا الكلام ، وهذا ما ستفعله فيما يلي :

المبلغ المسحوب في أول السنة	المبلغ الموجود في آخر السنة	فائدة ١٦,٦٦٪ على المبلغ المستمر	المبلغ
٤٥٠٠	١١٩٤ ج	٦٤٣ +	٣٨٦٠
٤٥٠٠	٨٣٩ ج	١١٦٦ +	٧١٦٦
٤٥٠٠	٤٥٠٣ ج	١٦٦٦ +	١٠٠٠

ويلاحظ أن الفرق بين ٤٥٠٣ جنيه و ٤٥٠٠ جنيه هو فرق صغير للغاية وخاصة لوأخذنا في الاعتبار كبر المبلغ الذي تتطوى عليه العملية ، وبالتالي يمكن التغاضي عنه . وعلى كل حال لو استخدمنا المعدل الحقيقي الدقيق فلن يظهر أي اختلاف بالمرة .

ويمكن النظر إلى الجدول السابق بطريقة أخرى ، كأن نفترض أنها أودعنا هذا المبلغ وقدره ١٠٠٠٠ جنيه لدى مصرفي على جانب كبير من الكرم وافق على أن يدفع فائدة سنوية مركبة تبلغ حوالي ١٦,٧٪ على كل الإيداعات . وفي نهاية كل سنة تقوم بسحب مبلغ ٤٥٠٠ جنيه وذلك بعد قيام البنك بإضافة الفائدة إلى حسابنا . وتؤدي عملية السحب الأخيرة لمبلغ الـ ٤٥٠٠ جنيه في نهاية السنة الثالثة إلى إقفال حسابنا لدى هذا المصرف .

ونظراً لأننا نناقش الحالات التي يكون فيها صافي المكاسب النقدية السنوية واحد في كل سنة ، فليس من الضروري القيام بالسلسة المتتابعة من التقديرات والتتخمينات السابق عملها للوصول إلى معدل الفائدة الذي نريد معرفته . بل يمكن الاستفادة من كون المكاسب النقدية الصافية متساوية لكي نستخدم طريقاً قصيراً يوصلنا إلى معدل العائد المنشود بسرعة وبجهد أقل . ويبداً هذا الطريق بالبحث عن المعامل والذي هو خارج قسمة صافي الاستثمار المبدئي على صافي الكسب السنوي . وبعد الحصول على هذا المعامل نأخذ في البحث عن موقعه في جدول القيمة الحالية رقم (٢) أمام السنة المناسبة .

ولنحاول الآن تطبيق الكلام السابق على آلتنا التي تتتوفر فيها الشروط السابقة .

$$\text{المعامل} = \frac{\text{صافي الاستثمار المبدئي}}{\text{صافي الكسب النقدي السنوي}} = \frac{10000}{4500} = 2,222 \text{ جنيه}$$

وبالبحث في جدول القيمة الحالية رقم (٢) وعلى « صف السنة الثالثة » نجد أن ٢,٢٢٢ يقع بين ٢,٢٤٦ حيث سعر الفائدة ١٦٪ و ٢,١٧٤ حيث سعر الفائدة ١٨٪ وبالتالي يمكن تحديد المعدل الحقيقي المنشود كالتالي :

٢,٢٤٦	٢,٢٤٦	٪ ١٦
<u>٢,٢٢٢</u>	<u>٢,١٧٤</u>	<u>٪ ١٨</u>
,٠٢٤	,٠٧٢	٪ ٢

الفرق

$$\frac{,٠٠٢٤}{,٠٠٧٢} \times \% ٢ = \% ٠,٦٦$$

معدل العائد = ٪ ١٦ + ٪ ٠,٦٦ = ٪ ١٦,٦٦ وهو نفس المعدل السابق

الوصول إليه عندما اتبعنا طريق التخمين والتجربة ، أي الطريق الطويل .

ويمكن أيضاً استخدام طريقة معدل العائد في الحالات التي لا يكون فيها صافي المكاسب النقدي متساوياً في كل سنة ، وهذه هي الحالات الشائعة في الحياة العملية . فمثلاً إذا كانت الآلة المقترن شراؤها قد قدر لها قيمة كخردة في نهاية السنة الثالثة ، فإن هذا الاسترداد النقدي ( الصافي بعد الضريبة ) يجب إضافته إلى صافي المكاسب النقدي لهذه السنة ( السنة الثالثة ) .

كما أن تقديم المنتجات الجديدة غير المعروفة من قبل قد يسبب زيادة في العائدات عندما تحصل هذه المنتجات على قبول جمهور المستهلك . فمثلاً ، قد يكون هذا هو الحال مع اقتراحنا الخاص بشراء آلة بمبلغ ١٠٠٠٠ جنيه والتي ستدر في هذه الحالة خلال السنوات الثلاث القادمة مكاسب نقدية صافية بعد الضرائب قدرها ٢٥٠٠ جنيه ، ٤٥٠٠ جنيه و ٦٥٠٠ جنيه على التوالي ، ويلاحظ أن مجموع المكاسب النقدية في هذه الحالة هو نفس المجموع في حالة المكاسب السنوية المتساوية ، ولكن بالرغم من ذلك فإن معدل العائد لن يكون واحداً في الاقتراحين بسبب ما سبق ذكره عند مناقشة موضوع القيمة الزمنية للنقد . ولذا سنحاول الآن تحديد معدل العائد الخاص بهذا الاقتراح الجديد .

ونظراً لأن المكاسب السنوية في هذه الحالة غير متساوية فلا يمكن استخدام الطريقة القصيرة ، وكذلك لا يمكن استخدام جدول القيمة الحالية رقم (٢) . ومن ثم فلا بد من القيام بعدة عمليات تقريرية متتالية من جدول القيمة الحالية رقم (١) مع اجراء التخمين إذا لزم الأمر . وحيث أن معدل العائد في حالة المكاسب النقدية المتساوية بلغ ١٦,٦٦٪ فان معدل العائد في حالة المكاسب النقدية المتأخرة ينبغي أن يكون أقل من ذلك ، ولذا سنبدأ محاولتنا بمعدل ١٤٪ ويستخدم الجدول رقم (١) نحصل على الآتي :

$$\begin{array}{r}
 \text{معدل \% ١٤ السنة الأولى } ٢١٩٢,٥ = ٢٥٠٠ \times ٨٧٧ \text{ جنيه} \\
 \text{السنة الثانية } ٣٤٦٠,٥ = ٤٥٠٠ \times ٧٦٩ \text{ جنيه} \\
 \text{السنة الثالثة } ٤٣٨٧,٥ = ٦٥٠٠ \times ٦٧٥ \text{ جنيه} \\
 \hline
 ١٠٠٤٠,٥ \text{ جنيه}
 \end{array}$$

ورغم أن المبلغ السابق (١٠٠٤٠,٥ جنيه) يعتبر قريباً جداً من الاستثمار الأصلي وقدره ١٠٠٠٠ جنيه إلا أنها ستنتumber في العمل للوصول إلى المعدل الحقيقي . وعلى هذا سنرجع مرة أخرى إلى الجدول رقم (١) ونستخدم معدل \% ١٦ حيث نحصل على الآتي :

$$\begin{array}{r}
 \text{معدل \% ١٦ السنة الأولى } ٢١٥٥,٠ = ٢٥٠٠ \times ٨٦٢ \text{ جنيه} \\
 \text{السنة الثانية } ٣٣٤٥,٥ = ٤٥٠٠ \times ٧٤٣ \text{ جنيه} \\
 \text{السنة الثالثة } ٤١٦٦,٥ = ٦٥٠٠ \times ٦٤١ \text{ جنيه} \\
 \hline
 ٩٦٦٧,٠ \text{ جنيه}
 \end{array}$$

ويمكن إيجاد معدل العائد الحقيقي كالتالي :

الفرق في المعدل	الفرق بين القيم الحالية المحسوبة والاستثمار اللازم	الفرق في المعدل
	١٠٠٤٠,٥ جنيه	% ١٤
	٩٦٦٧,٠ جنيه	% ١٦
	٣٧٣,٥ جنيه	% ٢

$$\frac{٤٠,٥ \text{ جنيه}}{٣٧٣,٥ \text{ جنيه}} \times \% ٢ = \% ٢١$$

$$\text{معدل العائد} = \% ١٤ + \% ٢ = \% ٢١$$

وكما توقعنا فإن معدل العائد بالنسبة لهذا الاقتراح يكون أقل من معدل

العائد الخاص بالاقتراح الأول . فبالرغم من أن مجموع جنبهات العائد واحد في الحالتين ، إلا أن معدل العائد في حالة المكاسب النقدية المتتساوية يكون ١٦,٦٦٪ بينما يبلغ ١٤,٢١٪ فقط في حالة المكاسب النقدية المتأخرة . وبالتالي فإذا كان الاقتراحان السابقان متنافسين ، فإننا سنرتبعهما بحيث يأتي الاقتراح الذي يحقق عائد ١٦,٦٦٪ في المقدمة ويليه الاقتراح الذي بعد بـ ١٤,٢١٪ فقط .

## مقارنة معدل العائد بتكلفة الأموال

إذا كنا نعرف تكلفة الأموال الخاصة بمنشأتنا ، فإننا نصبح في مركز يسمح لنا بأن نقرر ما إذا كان الشراء المقترن للألة والذي يستلزم إنفاقاً نقدانياً يبلغ ١٠٠٠٠ جنيه يعتبر مقبولاً من الناحية المالية أم لا . ونظراً لأن موضوع تكلفة الأموال سيكون موضوع مناقشتنا في الفصل الثامن ، فلنفترض أننا حسبنا هذه التكلفة ووجدناها حوالي ١٠٪ بعد الضريبة . في هذه الحالة يكون قرارنا بالقبول نظراً لأن معدل العائد المتوقع من هذا الاستثمار ( ١٦,٦٦٪ بعد الضريبة ) يزيد زيادة ملحوظة عن التكلفة التقديرية للأموال ( ١٠٪ بعد الضريبة أيضاً ) .

وفي حالة تعدد اقتراحات الإنفاق الرأسمالي وتنافسها على قدر محدود من الأموال ، فإن استخدام طريقة معدل العائد يستلزم إحتساب معدل العائد لكل إقتراح ، ثم ترتيب الإقتراحات على أساس معدلات عائدها لتحديد أفضليتها وربحيتها . ويتم هذا الترتيب إما بصورة تنازيلية أو بصورة تصاعدية بحيث يمكن إدخال التكلفة التقديرية للأموال كنقطة قطع في نهاية التحليل . فالاقتراحات التي يكون معدل عائدها المتوقع أقل من تكلفة الأموال تعتبر غير مقبولة من وجاهة نظر الربحية . وعلى العكس من ذلك فإن الاقتراحات التي يكون معدل عائدها أكبر من التكلفة التقديرية للأموال تعتبر مقبولة من ناحية ربحيتها ومن ثم يكون الاختيار من بينها . ومعنى ذلك أن طريقة معدل العائد

تأخذ في الإعتبار بشكل صريح كل العوامل المحددة للقيمة المالية للاقتراح ، بحيث يتم هذا التحديد بمعزل عن الاعتبارات الخارجية ومن بينها التكلفة التقديرية للأموال اللازمة للاقتراح . إذ يقتصر دورها على المرحلة الأخيرة من عملية التحليل بعد أن تكون الاقتراحات قد قدرت قيمتها المالية بالفعل . وسيتضمن أهمية هذه النقطة عندما نقوم بمقارنة طريقة معدل العائد بطريقة صافي القيمة الحالية .

ومن العرض السابق يتضح أن طريقة معدل العائد تمتاز بأنها موضوعية وتقدم رقمًا واحداً يلخص كل المعلومات المتعلقة بالاقتراح والذي يعتبر مؤشرًا دقيقاً لربحيته فضلاً عن هذا فإن معدل العائد له مغزاه المالي ويشير إلى الربحية والقوة الإيرادية بطريقة صريحة وواضحة .

### الطريقة الخامسة : صافي القيمة الحالية

#### Net Present Value

والطريقة الثانية الصحيحة من الناحية النظرية والمقبولة لتقدير اقتراحات الانفاق الرأسمالي هي طريقة صافي القيمة الحالية . وتعتبر هذه الطريقة تطبيقاً مباشراً لمفهوم القيمة الحالية السابق ذكره عند مناقشة القيمة الزمنية للنقد .

ويمكن تعريف صافي القيمة الحالية بأنه الفرق بين القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة من اقتراح الانفاق الرأسمالي والقيمة الحالية للاستثمار المبدئي الذي يستلزم الاقتراح . فإذا كان الفرق موجباً كان معنى ذلك أن العائد المتوقع من الاقتراح أكبر من معدل الخصم المستخدم ( والذي هو التكلفة التقديرية للأموال ) ، ومن ثم فهناك مكاسب نقدية صافية يمكن تحقيقها عن طريق تنفيذ هذا الاقتراح الاستثماري . وعلى العكس من ذلك إذا كان الفرق بالسالب . فان العائد لا بد وأن يكون أقل من سعر الخصم ، وبالتالي لا يمكن القيام بهذا الاقتراح دون تحمل خسارة مالية .

ويستلزم إحتساب صافي القيمة الحالية اتباع الخطوات الآتية :

١- أن تقوم الإدارة بإختيار معدل مناسب لخصم التدفقات النقدية ، بحيث يمثل هذا المعدل تقدير الإدارة لتكلفة الأموال .

٢ - إيجاد القيمة الحالية للمكاسب النقدية السنوية المتوقعة من الاستثمار والمخصومة بالمعدل السابق تحديده . وباحتساب القيمة الحالية بهذه الكيفية يمكن وصف القيمة الحالية لاقتراح ما بأنها المد الأقصى للمبلغ الذي يمكن للمنشأة إنفاقه في سبيل القيام بالفرصة الاستثمارية دون الإساعـة إلى حالتها المالية .

٣ - إيجاد القيمة الحالية للاستثمار المبدئي اللازم للاقتراح والمخصوم أيضاً بنفس المعدل السابق . أما في الحالة حيث تحدث المدفوعات النقدية الازمة للاقتراح دفعة واحدة في المرحلة الأولى فإن هذه المدفوعات نفسها تكون القيمة الحالية للاستثمار المبدئي دون حاجة لخصمها .

٤- بطرح القيمة الحالية للاستثمار المبدئي ( الخطوة الثالثة ) من القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة ( الخطوة الثانية ) نحصل على صافي القيمة الحالية للاقتراح .

ولنحاول الآن شرح الكلام السابق عملياً، فلنفترض مرة أخرى أن تكلفة الأموال بعد الضرائب قدرت بـ ١٠٪ ، كما قدرت صافي المكاسب النقدية بعد الضرائب لاستثمار قدره ١٠٠٠٠ جنيه (تفق دفعة واحدة) بمبلغ ٤٥٠٠ جنيه سنوياً لمدة ٣ سنوات . ولإيجاد القيمة الحالية للمكاسب النقدية السنوية سنستخدم في هذه الحالة جدول القيمة الحالية رقم (٢) نظراً لأن المكاسب السنوية متساوية ، ولنبحث عن القيمة الحالية لمبلغ ١ جنيه يستلم سنوياً لمدة ٣ سنوات مخصوص بمعدل ١٠٪ . وأمام « صف السنة الثالثة » وتحت معدل ١٠٪ نجد أن الإجابة هي ٢٠٤٨٧ جنيه وبالتالي فإن القيمة الحالية للقتنة السابقة من المكاسب النقدية مخصومة بسعر فائدة ١٠٪ هي ١١٩٢ جنيه .

جنبه ۱۱۱۹۲ = ۳۰۰ × ۴، ۳۸۷

ونظراً لأن الاستثمار المبدئي اللازم لهذا الاقتراح يتطلب إنفاقه دفعة واحدة في المرحلة الأولى ، فإن مبلغ الـ ١٠٠٠ جنية لا يحتاج إلى خصم لأنه هو نفسه يمثل القيمة الحالية له . ومن ثم يكون صافي القيمة الحالية لهذا الاقتراح هو ١١٩٢ جنية ( ١١٩٢ - ١٠٠٠ ) .

وفي حالة عدم تساوي المكاسب النقدية السنوية ، فإن الوصول إلى القيمة الحالية لهذه المكاسب النقدية غير المتساوية يستلزم استخدام جدول القيمة الحالية رقم (١) بدلاً من الجدول رقم (٢) . فمثلاً ، لو أخذنا الاقتراح الاستثماري الخاص بالألة والمذكور أعلاه ولكن مع افتراض أن المكاسب النقدية السنوية غير متساوية وتتحدد الشكل الآتي : ٢٥٠٠ جنية في السنة الأولى ، و ٤٥٠٠ جنية في السنة الثانية ، و ٦٥٠٠ في السنة الثالثة ، فإن القيمة الحالية لهذه القناة من المكاسب النقدية مخصومة بسعر فائدة ١٠٪ ستكون كالتالي :

السنة الأولى	$2500 \times 0,909 = 2272,5$ جنية
السنة الثانية	$4500 \times 0,826 = 3717,0$ جنية
السنة الثالثة	$6500 \times 0,751 = 4881,5$ جنية
القيمة الحالية للمكاسب	<u>١٠٨٧١,٠</u> جنية

وبالتالي يكون صافي القيمة الحالية في هذه الحالة هو ٨٧١ جنية فقط ( ١٠٨٧١ - ١٠٠٠ ) .

ويعتبر مدخل صافي القيمة الحالية مفيداً بصفة خاصة في حالة القيام بدفع تكلفة الاستثمار المقترن خلال السنوات القليلة الأولى في حياة المشروع . وأفضل مثال على ذلك حالة القيام بإنشاء مصنع ضخم للحديد والصلب ، فهنا لا يتم دفع تكلفة المصنع مرة واحدة ، بل يحدث الإنفاق الفعلي على دفعات تتماشى مع التقدم في عملية البناء . ومن ثم فعلينا في مثل

هذه الحالة أن نحسب القيمة الحالية للمدفوعات بالإضافة إلى حساب القيمة الحالية للمكاسب (المتحصلات) التي يتوقع أن يتحققها هذا الاستثمار . نذكر هذا لأننا كنا نفترض في الشرح السابق وأيضاً في جميع الأمثلة الإيضاحية السابقة أن المدفوعات (الإنفاق) النقدية اللاحقة تحدث دفعه واحدة في المرحلة الأولى .

### دليل الربحية

ونظراً لأن الاقتراحات الاستثمارية قد تختلف فيما يتعلق بالاستثمار المبدئي اللازم وأيضاً فيما يختص بالمكاسب النقدية التي تتحققها ، فإن تقدير هذه الاقتراحات وترتيبها على أساس صافي القيمة الحالية يكون صعباً للغاية . ولذا فمن المعتمد أن نقوم بحساب مؤشر أو دليل الربحية Profitability index لكل اقتراح مما يسهل لنا عملية التقييم . ويحصل على هذا المؤشر أو الدليل عن طريق قسمة القيمة الحالية لصافي المكاسب النقدية على القيمة الحالية للمدفوعات النقدية اللاحقة . فعلى سبيل المثال ، نجد أن دليل الربحية للألة موضوع دراستنا سيكون ١,١٢ .

$$\frac{\text{القيمة الحالية لصافي المكاسب النقدية}}{\text{القيمة الحالية للمدفوعات اللاحقة}} = \frac{11192 \text{ جنيه}}{1,12 \times 10000 \text{ جنيه}} =$$

ولو حسبنا دليل الربحية لكل اقتراح من الاقتراحات التي نقوم بتقييمها . لأمكننا ترتيب هذه الاقتراحات حسب الأفضلية والأرباحية كما هو مبين أدناه (حيث افترضنا أربعة اقتراحات تختلف فيما يتعلق بالاستثمار الأصلي وكذلك فيما يختص بالمكاسب ) ، والاقتراح الذي يكون دليل ربحيته أقل من الواحد الصحيح يعتبر غير مرغوب فيه لأن معنى هذا الدليل أن عائده سيكون أقل من تكلفة الأموال .

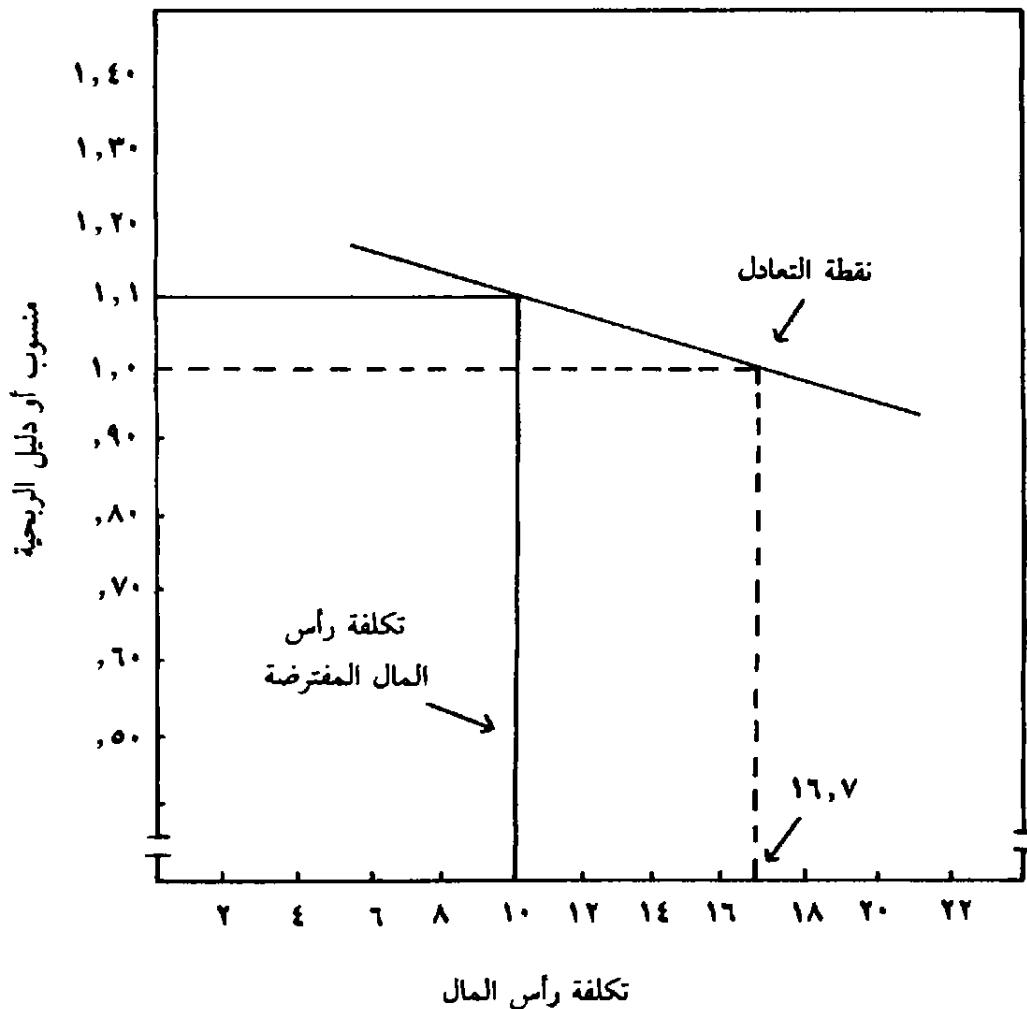
الاقتراح جـ	القيمة الحالية للاستثمار اللازم	صافي القيمة الربحية	دليل الاقتراح
١,٦	٤٠٠٠ جنيه	٦٤٠٠ جنيه	٤٠٠٠ جنيه
١,٥	١٠٠٠ جنيه	١٥٠٠ جنيه	١٠٠٠ جنيه
١,٣	٦٥٠٠ جنيه	١٥٠٠ جنيه	٥٠٠٠ جنيه
٠,٩	(٥٠٠) جنيه	٤٠٠٠ جنيه	٤٠٠٠ جنيه

### مقارنة معدل العائد بصافي القيمة الحالية

يلاحظ من المناقشة السابقة وجود علاقة وثيقة بين معدل العائد وصافي القيمة الحالية . ولإثبات صحة هذه الملاحظة سررجم مرة أخرى إلى آتنا ونقوم بحساب دلائل ربحية مفترضين مستويات مختلفة لتكلفة الأموال وتظهر هذه النتائج في النموذج رقم ٧ - ١ . فلو رفعنا تكلفة الأموال أعلى من المعدل المفترض وهو ١٠٪ ، فإن القيمة الحالية للمكاسب النقدية السنوية (٤٥٠٠ جنيه ) ستختفي . وعندما تبلغ تكلفة الأموال ١٦,٧٪ فإن دليل الربحية ينخفض إلى ١,٠٠ . ولكن ١٦,٧٪ هي بالضبط سعر الفائدة الذي حصلنا عليه حسب مدخل معدل العائد ، أي المعدل الذي يجعل صافي المكاسب النقدية مساوياً للاستثمار المبدئي الذي يبلغ ١٠٠٠ جنيه . أي بعبارة أخرى ، لدينا تكلفة تعادلية Break even cost للأموال ، وهي واحدة سواء استخدمنا طريقة معدل العائد أو طريقة صافي القيمة الحالية . فإذا كانت تكلفة الأموال ١٦,٧٪ فإن معدل العائد سيكون مساوياً بالضبط هذه التكلفة . كما أن القيمة الحالية للمكاسب النقدية مخصومة بسعر ١٦,٧ ستعادل تماماً الإستثمار المبدئي اللازم بحيث يكون دليل الربحية واحد صحيح .

وإذا كنا على جانب كبير من الدقة مما يجعل العروض المستخدمة سواء ضمنية أو صريحة متماثلة تماماً ، فإن النتائج التي نحصل عليها عند إستعمال الطريقتين يجب أن تكون واحدة . وبالرغم من ذلك ينبغي أن تكون على حذر

النموذج رقم (١ - ٧)  
تأثير تكلفة الأموال على دليل الربحية



عند تقييم الاقتراحات المتنازعة التي تنطوي على اختلافات ضخمة في صافي الاستثمار المبدئي اللازم ، أو التي تكون فترات تحقيقها لصافي المكاسب النقدية مختلفة إختلافاً كبيراً . وبالنسبة لمثل هذه الاقتراحات قد تختلف نتائج الطريقتين كما يتضح من الشرح الآتي :

١ - مشكلة اختلاف حجم الاستثمار : يمكن توضيح مشكلة ترتيب الاقتراحات المتنازعة التي تختلف اختلافاً كبيراً من ناحية حجم الاستثمار المبدئي وذلك عن طريق استخدام مثال على جانب كبير من التطرف . وينطوي هذا المثال على الاختيار بين اقتراحين : أولهما يعد بتحقيق معدل عائد يبلغ ٥٪ على استثمار مبلغ ١ جنيه لمدة سنة ، أما الاقتراح الثاني فيعد بتحقيق معدل عائد يبلغ ٢٥٪ على استثمار يبلغ ١٠٠٠ جنيه لمدة سنة أيضاً ، فماهما نختار ؟ لا شك أن الكل سيفضل الاقتراح الثاني حيث ينهي السنة ومعه ٢٥٠ جنيه يعكس الاقتراح الأول الذي سيقدم ٥٠٠ مليماً إضافية فقط ، وذلك مع إفتراضبقاء الأشياء الأخرى على حالها . ولنحاول أن نعمق بعض الشيء في التحليل باختبار البيانات المتعلقة باقتراحين متنازعين .

الاقتراح	المبدئي	الاستثمار	التقدي في نهاية السنة الأولى	صافي المكاسب	
				معدل العائد	صافي القيمة
				الحالية المخصومة	دليل الربحية
أ	١٠٠٠ جنيه	١١٥٠	١١٥٠ جنيه	٪١٥	٤٥٣,٥٠
ب	٢٢٠٠ جنيه	٢٤٨٦٠	٢٤٨٦٠ جنيه	٪١٣	٥٩٧,٧٤

يتضح من هذه المعلومات السابقة أن الترتيب الذي يقدمه معدل العائد ودليل الربحية يختلف عن ذلك الذي نحصل عليه من طريقة صافي القيمة الحالية . والمشكلة الحقيقة في هذه الحالة هي هل ينبغي استثمار إلى ١٢٠٠ جنيه الإضافية اللازمة لتنفيذ الاقتراح ب حتى يمكن الحصول على العائد الإضافي ؟ ويمكن توضيح ذلك كالتالي :

الاقتراح	المبدئي	الاستثمار	التقدي في نهاية السنة الأولى	صافي المكاسب	
				الحاليا	معدل العائد
ب - أ	١٢٠٠ جنيه	١٣٣٦٠	١٣٣٦٠ جنيه	٪١١,٣	

ونظراً لأن الأشياء الأخرى من النادر أن تبقى على حالها ، فلقد نظر كثيراً قبل الاقدام على استثمار المبلغ الأكبر ( وهو أكثر من ضعف الاستثمار الأول ) في سبيل الحصول على عائد حدي يبلغ ١١,٣٪ . وإذا كان الاستثمار الإضافي ( ١٢٠٠ جنية ) ينطوي على خطأ أكبر من تلك التي يتعرض لها الاقتراح أ ، فإن الاحتمال الكبير هو عدم قبول الاقتراح ب بالرغم من أن صافي قيمته الحالية أكبر من صافي القيمة الحالية للاقتراح أ .

٢ - مشكلة اختلاف الفترة الزمنية : وتبين المشكلة الثانية عندما تتحقق المكاسب النقدية الخاصة باقتراحين متباذلين خلال فترات زمنية مختلفة اختلافاً ملمساً . ولنفترض أننا نواجه الاقتراحين ج ، د وبياناتهما كالتالي :

الاقتراح	الاستثمار	صافي المكاسب النقدية					
		السنة الأولى	السنة الثانية	السنة الثالثة	السنة العائد	معدل العائد	صافي القيمة
							العائد
ج	١٢٠٠ جنية	١٢٠٠ جنية	٧٢٠٪	٠	١٠٪	٩٠,٨٠٠ ج	٩٠,٨٠٠ ج
د	١٠٠٠ جنية	١٥١٩,٧٦٠ ج	١٥٪	٠	١٠٪	١٤١,٣٤٠ ج	١٤١,٣٤٠ ج

مرة أخرى نجد أن ترتيب هذه الاقتراحات يتوقف بما إذا كنا نستخدم معدل العائد أو صافي القيمة الحالية . ويرجع عدم الاتفاق بين الطريقتين إلى الفرض الضمني المتعلق بإعادة استثمار المكاسب النقدية السنوية . فحسب طريقة معدل العائد يفترض أن هذه المكاسب سيعاد استثمارها بمعدل العائد المحسوب ، أي أن ١٢٠٠ جنية التي تتحقق في نهاية السنة الأولى يمكن إعادة استثمارها بمعدل عائد ٧٪ . أما حسب طريقة صافي القيمة الحالية فيفترض ضمنياً إعادة إستثمار هذه المكاسب بالتكلفة التقديرية للأموال والتي هي ١٠٪ في هذه الحالة . ومن رأينا أن الافتراض الضمني في طريقة معدل العائد هو في الحقيقة أكثر واقعية من الافتراض الضمني الذي تنطوي عليه طريقة صافي القيمة الحالية .

وبإضافة إلى المشكلتين السابقتين فقد نقابل أحياناً مشكلة من طبيعة أخرى وذلك في حالة اقتراحات الإنفاق الرأسمالي التي تكون لها تدفقات نقدية بالسابق في سنة أو أكثر ، وبالنسبة لمثل هذه الاقتراحات فقد يكون من الأنسب استخدام طريقة صافي القيمة الحالية .

وياسئلة المشاكل ذات الطبيعة الخاصة والمذكورة أعلاه فإن طريقة معدل العائد تفضل طريقة صافي القيمة الحالية وخاصة فيما يتعلق بمشكلة مواجهة الخطر وعدم التأكيد . وبالرغم من أن هذه الصعوبة مشتركة في الطريقتين ، إلا أنه من السهل على الإداره أن تأخذ في الإعتبار الخطر وعدم التأكيد عندما تستخدم طريقة معدل العائد بدلاً من طريقة صافي القيمة الحالية . فالسؤال الآتي : « هل العائد ١٦,٧٪ يستحق المخاطرة؟ » يبدو أنه أكثر معنى من السؤال التالي وهو « هل صافي القيمة الحالية الذي يبلغ ١١٩٢ جنيه أو دليل الربحية الذي يبلغ ١,١٢ يستحق المخاطرة؟ » .

وهناك ميزة أخرى لطريقة معدل العائد وهي أنها لا تعتمد مبدئياً على التكلفة المحسوبة للأموال . وكما سرر في الفصل الثامن ، فإن تكلفة الأموال في أفضل صورها لا تخرج عن كونها رقم تقديرى . وعند استخدام معدل العائد ، فاننا نقول أن عائدها وقدره ١٦,٧٪ يعتبر مقبولاً إذا قورن بتكلفة رأس المال التي هي بالتقريب حوالي ١٠٪ . أما عند استخدام صافي القيمة الحالية فان جميع عملياتنا الحسابية تقوم على أساس التخمين التقديري لتكلفة الأموال . فلنفترض أن تقديرنا لتكلفة رأس المال ليس صحيحاً ، وهذا محتمل جداً ، فإذا استخدمنا طريقة معدل العائد فإن ترتيبنا للاقتراحات لن يتاثر . وبعد ترتيب الاقتراحات على حسب معدل العائد تدخل تكلفة الأموال في الصورة لكي تحدد لنا إلى أي مدى سنحيط في القائمة لقبول الاقتراحات . وعند المنطقة الجدية أي بالقرب من نقطة القطع قد نقبل القليل من الإستثمارات التي ينبغي عدم القيام بها . أما إذا كنا نقوم بعملياتنا الحسابية

على أساس القيمة الحالية ومحصومة بمعدل غير صحيح لتكلفة الأموال فان ترتيبنا للاقتراحات قد يكون بأكمله غير صحيح ، وبالتالي فإن أية دلائل للربحية مشتقة من عملياتنا الحسابية ستكون بدورها غير صحيحة . وهذا النوع من الخطأ هو الأشد خطورة .

وبالرغم من تتمتع الطريقتين السابقتين بمعية الصحة من الناحية النظرية، إلا أنها حالياً لا يمتلكان ميزة الاستخدام على نطاق واسع في الصناعة . والوسائل الأقل دقة تستخدم على نطاق أكبر ، أحياناً بسبب كونها أكثر ملائمة لاحتياجات المنشآة ، وأحياناً لعدم فهم الإدارة للوسائل الأكثر تعمقاً ، أو لأنها ما زالت في مرحلة تدريب موظفيها على كيفية استخدام طريقي معدل العائد وصافي القيمة الحالية .

## التنظيم والرقابة

إن التنظيم الخاص بإجراءات الميزانية التقديرية الرأسمالية وكذا رقابة النفقات الرأسمالية يختلفان من منشأة لأخرى . ففي الشركة الصغيرة تعرض كل اقتراحات الإنفاق الرأسمالي على مجلس الإدارة للبت فيها . أما في الشركات الكبيرة فكثيراً ما نجدها تستخدم مبدأ الاستثناء . أي أن الإدارة العليا للمشروع تخول بعض الرؤساء سلطة البت في بعض النفقات الرأسمالية الصغيرة . فمدير الإدارة قد يمنع سلطة الموافقة على النفقات لغاية ١٠٠ جنيه ، ومدير المصانع لغاية ٥٠٠ جنيه ، ورئيس مجلس الإدارة لغاية ٢٠٠٠ جنيه ، أما خلاف ذلك من الاقتراحات فتعرض على لجنة الميزانية التي يرأسها رئيس مجلس الإدارة . وتقوم هذه اللجنة بتقييم الاقتراحات من ناحية النفقات والمكاسب ومن ناحية النقدية المتوفرة . وعادة ما تقدم التوصيات النهائية إلى مجلس الإدارة لغرض الموافقة .

وتحتافت أيضاً مدة التخطيط ، وتعتمد من ناحية على المقدرة على التنبؤ بالطلب المستقبل لمنتجات الشركة ومن ناحية أخرى توقف على طبيعة النفقات الرأسمالية التي تنطوي عليها العملية . فشركة توليد الكهرباء يمكنها أن تمد أفقها التخططيي خمس أو عشر سنوات . فالتنبؤات الإقتصادية الخاصة باستهلاك القوى الكهربائية تكون عادة أكثر صحة من التنبؤات الخاصة بمباعات السيارات أو الثلاجات الكهربائية . يضاف إلى ذلك ، أنه نظراً للفترة الزمنية اللازمة لإقامة الماكينات والعدد ثم تشغيلها ، فإن شركات توليد الكهرباء ينبغي عليها أن تضع خططاً طويلة الأجل إذا رغبت في توفير التيار الكهربائي عندما تظهر الحاجة إليه .

ومع تمت الموافقة على إنفاق رأسمالي ، فإن مخصصاً يوضع على جانب لتغطية النفقات المقدرة . فإذا كان المدير المالي هو المسئول عن رقابة النفقات الرأسمالية فعليه الحصول على تقارير خاصة بمدى تقدم المشروع . وعن طريق مثل هذه التقارير يتضى له متابعة المشروعات الرأسمالية . فإذا حدث أن أنفقت الأموال بمعدل أسرع من المعدل المتوقع ، فقد يصبح من الضروري طلب مخصصات مكملة أو تعين مدير جديد للمشروع ( يكون أقل كرماً أو أكثر بخلا من المدير السابق ) . وتعتبر تقارير التقدم والمتابعة من الأمور الضرورية حتى يمكن تعديل الخطة المالية إذا دعت الحاجة إلى ذلك . وعادة ما يقدم تقرير خاص عند تكملة المشروع ، أي عندما تصبح الآلة في مكانها ، أو عندما يكون البناء على إستعداد لشغله ، فعند هذه النقطة الأخيرة يقفل المخصص .

ومن المحتمل أن أهم خطوة في عملية الرقابة هي تقييم الاقتراح . ما هي التكلفة النهائية بالمقارنة إلى التكلفة المقدرة ؟ هل المكافآت المتحققة تعادل المكافآت المتوقعة ؟ ونحن في الحقيقة نحتاج إلى مراجعة منتظمة لنتائج الإنفاق الرأسمالي لسبعين رئيسين : فأولاً إذا عرف مدير والإدارات أننا نراجع

ونقيم النتائج ، فإن اقتراحاتهم الأصلية ستكون أكثر جدية مما لو لم تكن هناك مراجعة . أما السبب الثاني والأكثر أهمية ، فهو أنه يجب أن نكون قادرين على التعلم من أخطائنا السابقة ، ومن ثم الاستفادة من هذه الخبرة في تحسين عمليات الميزانية الرأسمالية في المستقبل . أين حدث الخطأ؟ هل بلغت تكلفة الآلة أكثر مما كان مقدراً لها؟ أي نوع من النفقات لم نأخذها في الحسبان؟ في أي موضع كانت إفتراضاتنا غير صحيحة؟ .

## **الفصل العاشر**

### **تقدير تكلفة الأموال<sup>(١)</sup>**

لاحظنا من دراستنا في الفصل السابق أن مسألة اختيار اقتراح اتفاق رأسمالي معين لا تتوقف فقط على المكاسب أو العائد المتوقع ، بل تعتمد أيضاً على التكلفة المقدرة للأموال . ولذا فمن الضروري على الإدارة أن تكون قادرة على تقدير وقياس تكلفة أموالها ، وذلك قبل اتخاذ أي قرار في شأن قبول أو عدم قبول الاستثمارات الرأسمالية المقترحة . ولقد سبق وأن رأينا أنه إذا كانت الإدارة تستخدم طريقة صافي القيمة الحالية لإختيار المشروعات وترتيبها ، فمن الضروري أن تستخدم تكلفة الأموال لخصم التدفقات النقدية وإرجاعها إلى قيمتها الحالية . أما إذا كانت الإدارة تتبع طريقة معدل العائد ، فإنها ستختار تلك الإقتراحات التي يفوق عائدها المتوقع التكلفة المتطرفة للأموال . وحتى عندما تستخدم الإدارة الطريقة المحاسبية للاختيار والترتيب فإنها ما زالت في حاجة لمعرفة تكلفة الأموال . ففي هذه الحالة سيقتصر اختيارها على تلك المشروعات التي يفوق متوسط معدل عائدها معدل تكلفة الأموال . وبالتالي نجد أن تكلفة الأموال تعتبر عنصراً هاماً وأساسياً في عملية اتخاذ القرارات في مجال الانفاق الرأسمالي .

وفي مناقشتنا في الفصول السابقة كنا نفترض باستمرار أن رقم تكلفة

- Robert W. Johnson; Financial Management, Chpt. II.

(١) راجع :

الأموال معروف لنا . ولذا سنحاول في هذا الفصل استعراض مدخل بسيط من مداخل تحديد تكلفة الأموال ، مع الإشارة إلى المشاكل التحليلية التي ينطوي عليها مثل هذا العمل . ومن المهم جداً أن نذكر بوضوح من البداية أن موضوع تحديد تكلفة الأموال ( أو كما يطلق عليها أيضاً تكلفة رأس المال Cost of Capital ) ما زال في مرحلة التطور ، وأن الدراسات والبحوث والمناقشات الخاصة به ما زالت على أشدها . ومعنى هذا أنه ليست هناك قواعد معينة متفق عليها يمكن استخدامها كقضية مسلمة بها يضاف إلى ذلك أن جميع المداخل المقبولة لتحديد هذه التكلفة تعتمد - بدرجات متغيرة - على التنبؤات . وبالتالي فنظراً لوجود مثل هذه المشاكل النظرية من ناحية ، ولضرورة القيام بعمل التنبؤات من ناحية أخرى ، فمن الأهمية يمكن أن ننظر إلى تكلفة الأموال كقيمة تقع داخل حدود منطقة معينة ، وذلك بدلاً من اعتبارها رقم واحد معين يمثل نقطة قطع حاسمة . ولذا فعندما نقول أن تكلفة الأموال لمقدار معين من التمويل هو ١٠٪ مثلاً ، فإننا نعني في الحقيقة أنه كلما اقترب معدل العائد المتوقع على الاستثمارات الرأسمالية من حدود هذه الـ ١٠٪ ، يجب علينا أن نزيد من شدة وصعوبة اختيارنا وتقييمنا للمشروعات المقترحة .

## معنى تكلفة الأموال

لو قمنا بترتيب الاقتراحات الخاصة بالاستثمارات الرأسمالية تبعاً لمعدل عائدها أو دليل ربحيتها ، لحصلنا على جدول يمثل الطلب على الأموال . وبمراجعة مثل هذا الجدول نلاحظ أن المبالغ المطلوبة والممكن استثمارها تختلف مقاديرها باختلاف معدل العائد . فعند المعدلات المرتفعة للعائد تتناقص المبالغ الممكن استثمارها بهذه المعدلات ، بينما تأخذ المبالغ في التزايد كلما اتجهنا نحو المعدلات المنخفضة للعائد .

ويمكنا أيضاً إعداد جدول للعرض خاص برأوس الأموال المتاحة للاستثمار ، وسنلاحظ في هذا الجدول أيضاً أن حجم الأموال المعروضة

يختلف باختلاف التكلفة . فهذا الحجم يزيد بارتفاع تكلفة الأموال ويقل بانخفاض التكلفة . ومن الواضح أنه من المعقول جداً افتراض أن الأموال الإضافية لن تتوفر إلا عندما تأخذ تكلفتها في الارتفاع أكثر وأكثر . ويرجع هذا إلى أن كل منشأة تنافس غيرها من المنتجات في سوق المال وتحاول الحصول على هذه الأموال بدلاً منهم ، ولن يتأنى لها ذلك إلا عن طريق رفع تكلفة هذه الأموال .

وبعد للكلام السابق ، فعندما نتكلم عن تكلفة الأموال ، فنحن في الحقيقة نشير إلى جدول عرض رؤوس الأموال حيث تختلف تكاليف هذه الأموال تبعاً للمقادير المتاحة والأنواع المعروضة . ومن الناحية النظرية البحثة ، وعند قيامنا بعملية تقدير الاستثمارات الرأسمالية ، فإننا تأخذ في الانحدار على الخط الذي يمثل الاقتراحات الاستثمارية حتى نصل إلى النقطة الحدية التي عندها تتعادل التكلفة الحدية للأموال (من جدول العرض) مع معدل العائد الذي يقدمه الاقتراح الحدي (من جدول الطلب) . ولكن مثل هذا الهدف النظري من الصعب جداً تحقيقه في الحياة العملية .

وعلى هذا فعندما نتكلم عن تكلفة الأموال ، ينبغي علينا أن نشير إلى النقطة المعينة التي نقصدها في جدول العرض . فلا شك أن تكلفة مبلغ نصف مليون جنيه من الأموال الجديدة ليست هي نفسها تكلفة الأموال لمبلغ ٢ مليون جنيه أو ٥ مليون جنيه من الأموال الإضافية . ومتي حدثنا مقدار الأموال اللازمة موضع الاعتبار ، يمكننا تعريف تكلفة الأموال بأنها : « الحد الأدنى للمعدل الذي ينبغي تحقيقه على الاستثمارات الرأسالية المقترحة » وعند تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل فإن الحالة المالية لاصحاب المنشأة ستصبح أسوأ مما كانت من قبل مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية الخاصة بالشركة . بينما يؤدي تحقيق معدل عائد أكبر من هذا الحد الأدنى (تكلفة الأموال) إلى تحسين الحالة المالية لملوك المنشأة مع ارتفاع القيمة السوقية لأوراقهم المالية .

وهناك نقطة هامة أخرى يجب أخذها في الحسبان ، فعند الكلام عن تكلفة مقدار معين من الأموال ، فنحن في الحقيقة نتكلّم عن تكلفة شاملة An over - all cost أي تكلفة خليط من أموال الملكية وأموال الإقراض . ويرجع هذا إلى أن المقدار المعين من الأموال الذي ستستخدمه المنشأة لتمويل استثماراتها الرأسمالية المقترحة يأتي عادة من مصادر مختلفة ولا شك أن تكلفة كل نوع من هذه الأنواع يختلف عن تكلفة غيره . ولذا فمن الخطورة أن نأخذ تكلفة نوع واحد من هذه الأموال ونعتبره تكلفة الأموال لاستثمار رأسالي مقترن معين . فمثلاً لو رجعنا إلى آتنا السابق مناقشتها في الفصل قبل السابق والتي تستلزم استثماراً مبدئياً يبلغ ١٠٠٠٠ جنيه ، ولنفترض أنه بإمكاننا إقراض مبلغ ١٠٠٠٠ جنيه من البنك بسعر فائدة ٥٪ فهل يمكننا القول بأن تكلفة الأموال لآتنا هي ٥٪ قبل الضريبة و ٣,٥٪ فقط بعد الضريبة (إافتراض سعر الضريبة ٣٠٪)؟ لا شك أن هذا القول غير سليم بالمرة ، وسيترتب عنه أن تكون للمنشأة الواحدة أكثر من رقم واحد يمثل تكلفة أموالها في الفترة الواحدة فعلى أساس هذه الطريقة غير الصحيحة ستقوم المنشأة بتحديد المصدر الذي سيمول كل اقتراح رأسالي . فالآلية سيتم تمويلها بواسطة قرض مصرفي ، بينما وسائل النقل سيحدث تمويلها بواسطة إصدار أسهم عادية جديدة ، أما المبني الجديد فينتظر تمويله عن طريق الأرباح المحجوزة ... الخ . ومثل هذا الاتجاه خطير ، لأن المنشأة ستواجه عدة تكاليف مختلفة لأموالها . أو بعبارة أخرى لن تتمكن المنشأة من تحديد رقم واحد يمثل تكلفة الأموال يمكنها استخدامه لترتيب الاقتراحات الاستثمارية حتى يتسعى للادارة اختيار أفضلها . وعلى هذا لا يمكننا إطلاقاً أن نقول أن الفائدة التي تدفعها للبنك نظير استخدام الـ ١٠٠٠٠ جنيه هي تكلفة تمويل الآلة . فالمنشأة تحصل على أموالها في شكل صفقة متراقبة ، ومن ثم فإن المدفوعات النقدية المستقبلة التي يجب دفعها على هذا « الخليط » من مصادر الأموال هي التي تكون تكلفة الأموال لهذه المنشأة .

## خطوات تقدير تكلفة الأموال

وطبقاً للمدخل البسيط الذي نستخدمه لتقدير تكلفة الأموال ، فإننا نقوم بتقدير تكلفة رأس المال لمقادير مختلفة من الأموال الإضافية . ونقطة بداية لا يأس بها نقوم بتقدير تكلفة الأموال الإضافية التي يمكن حجزها من العمليات ، ثم ننتقل إلى تلك التي يمكن الحصول عليها من مصادر خارج الشركة . أما عملية تقدير الكلفة لمقدار معين من الأموال فيمكن تقسيمها إلى الخطوات الثلاثة الآتية :

١ - تحديد أنواع الأموال الواجب استخدامها لتحقيق هيكل متوازن لرأس المال ، وسنقوم بمناقشة هذا الموضوع بالتفصيل في الفصل العاشر .

٢ - تحديد تكلفة كل نوع من أنواع الأموال الازمة وذلك في ضوء المقادير المعينة المطلوبة . وسيتم إظهار هذه التكلفة على شكل معدل بدلاً من مبلغ الجنيهات . ونظراً لأن هذا المعدل سيقارن بمعدلات العائد أو سيسخدم لحساب القيم الحالية التي تقوم كلها على أساس صافي المكاسب النقدية بعد الضرائب ، فمن الأهمية بمكان أن يحسب معدل التكلفة بعد الضرائب أيضاً .

٣ - أما الخطوة الأخيرة فهي الترجيح بالأوزان لتكلفة كل نوع من أنواع الأموال المستخدمة بحيث تكون النتيجة النهائية التي نحصل عليها هي تكلفة شاملة مرجحة للأموال .

وحتى يمكننا أن نشرح بالتفصيل التحليل اللازم لقياس تكلفة الأموال ستتخذ كمثال الشكل المساهم من المشروعات دون الأشكال المتعددة الأخرى . والسبب في هذا الإختيار يرجع إلى أن الشركات المساهمة هي الشكل الوحيد الذي يمكنه استخدام كل أنواع التمويل تقريرياً . فيمكنها تمويل عملياتها وأصولها الرأسمالية عن طريق القروض القصيرة من مصرافية وتجارية ، والقروض الطويلة كالسندات وكذا عن طريق الملكية من أسهم

عادية وأسهم ممتازة وأرباح محجوزة . ولهذا السبب نفسه ستكون الشركة المساهمة موضع الدراسة من شركات القطاع الخاص وليس من الشركات التي تنتهي إلى القطاع العام .

## حساب تكلفة الاقتراض

### ١ - الاقتراض قصير الأجل

فيما يتعلق بالإقتراض فإننا سنقتصر على تلك القروض التي تحمل سعر فائدة . فلو كان لدى المنشأة بعض الحسابات المعينة التي تظهر في جانب الخصوم المتداولة مثل المستحقات أو الارصدة الدائنة والتي لا يترتب عليها تحمل فائدة فإنها لا تعتبر من مصادر الأموال عند حساب تكلفة رأس المال . أما القروض القصيرة الأجل التي تحمل سعر فائدة فمن المهم القيام بمقارنة الفائدة المدفوعة بالنقود المتحصل عليها والمتوفرة للاستعمال . فمثلاً كثيراً ما تعمد البنوك إلى طرح الفائدة مقديماً من مبلغ القرض مع دفع الصافي إلى المقترض . فإذا افترضنا مبلغ ١٠٠٠ جنية بسعر ٦٪ ولمدة سنة ، فعلى أساس الكلام السابق سيسلمنا البنك مبلغ ٩٤٠٠ جنية فقط . وبالتالي يكون سعر الفائدة الحقيقي هو  $\frac{٦٠٠}{٩٤٠٠} \times ١٠٠ \% = ٦,٣٨ \%.$

ويجب تعديل سعر الفائدة على القروض قصيرة الأجل وجعله بعد الضرائب وذلك بنفس الطريقة التي ستبعها عند الكلام عن القروض طويلة الأجل .

### ٢ - الاقتراض طويل الأجل (السندات)

ومرة أخرى يجب علينا في حالة القروض طويلة الأجل مقارنة صافي المبلغ المتوقع الحصول عليه من الإصدار بالإلتزام الذي أخذناه على عاتقنا

بخصوص المدفوعات النقدية المتعلقة بالسند . ولفترض أنه يمكننا الحصول على مبلغ صافي قدره ٩٧ جنيه من وراء بيع سند قيمته الإسمية ١٠٠ جنيه ومدته ١٠ سنوات وسعر فائданه  $\frac{1}{3}\%$  . ومعنى هذا ، أنه في مقابل ٩٧ جنيه نحصل عليها اليوم يجب علينا أن ندفع ٣,٥ جنيه سنويًا لمدة ١٠ سنوات و ١٠٠ جنيه في نهاية السنة العاشرة . فما هي تكلفة هذا السند؟ للاجابة على هذا السؤال لا بد لنا أن نذكر أولاً أن هناك طريقتين لتقدير التكلفة وهما :

(أ) الطريقة التقريرية .      (ب) الطريقة الدقيقة .

#### (أ) - الطريقة التقريرية :

وتكون هذه الطريقة من الخطوات الأربع الآتية :

- (١) تحديد متوسط مقدار الأموال المتوفرة لنا خلال فترة السنوات العشر .
- (٢) حساب متوسط التكلفة السنوية لهذه الأموال .
- (٣) حساب النسبة المئوية لمتوسط التكلفة السنوية إلى متوسط مقدار الأموال المتوفرة .
- (٤) تعديل هذا المعدل لجعله بعد الضرائب .

إن حصولنا على مبلغ صافي قدره ٩٧ جنيه فقط من هذا السند يرجع إلى إعتقد المستثمرين أن سعر الفائدة الذي تعرضه لا يكفي لمساندة القيمة الإسمية وقدرها ١٠٠ جنيه وأيضاً آية قيمة تزيد عن ٩٧ جنيه . وعدم قيامنا بدفع فائدة أكبر إلى المستثمرين يمكن النظر إليها كعملية «احتياز» بعض الأموال السنوية عن حملة السندات . بالرغم من أننا نبدأ بمبلغ ٩٧ جنيه إلا أننا نقوم بعملية تراكم أو تجميل للأموال عن طريق «الاحتياز» السابق ذكره حتى تبلغ ١٠٠ جنيه في نهاية السنة العاشرة . وبالتالي يكون متوسط مقدار الأموال التي يمكن استخدامها خلال فترة العشرة سنوات هو ٩٨,٥ جنيه

$$\frac{100 + 97}{2} = 98,5 \text{ جنيه .}$$

ولكن يجب أن نأخذ في الحسبان أيضاً كعنصر من عناصر التكلفة التزامنا النهائي الخاص بسداد مبلغ الـ ٣ جنيه بالإضافة إلى المبلغ الذي حصلنا عليه من البداية وقدره ٩٧ جنيه . ولنفترض توزيع هذا المبلغ الإضافي بالتساوي خلال فترة السنوات العشر ، أي إننا سنضيف إلى الفائدة السنوية

مبلغ قدره ٣٠٠ مليون  $\frac{٣ \text{ جنيه}}{١٠ \text{ سنوات}}$  . وبالتالي يمكننا الافتراض أن مبلغ

٣,٨ جنيه هو متوسط التكلفة السنوية لافتراض مبلغ متوسطه ٩٨,٥ جنيه . وتكون التكلفة التقريرية للقرض طويل الأجل قبل الضرائب هي

$$\cdot \frac{٣,٨ \text{ جنيه}}{٩٨,٥ \text{ جنيه}} \% ٣,٨٦$$

ويستلزم الأمر عمليات حسابية مماثلة في حالة الحصول على مبلغ أكبر من القيمة الإسمية للسند . وفي كلتا الحالتين يمكن حساب الغلة التقريرية باستخدام معادلة بسيطة . ولنفترض أن السند يستحق السداد بمبلغ ١٠٠ جنيه بعد «ن» من السنوات ولتكن «م» صافي المتاحصلات و«ت» الفائدة السنوية بالجنيهات الواجب دفعها على السند . فتكون المعادلة :

$$\text{الغلة التقريرية} = \frac{\frac{١٠٠ - م}{ن} + ت}{\frac{١٠٠ + م}{٢}}$$

ويستخدم المعادلة السابقة لإيجاد المعدل أو الغلة التقريرية للسند السابق ذكره ، سنحصل على المعدل الآتي :

$$\% ٣,٨٦ = \frac{٠,٣ + ٣,٥}{٩٨,٥} \quad \frac{\frac{٩٧ - ١٠٠}{١٠} + ٣,٥}{\frac{١٠٠ + ٩٧}{٢}}$$

## (ب) الطريقة الدقيقة (المتقنة)

وطبقاً لهذه الطريقة نقوم باستخدام جداول القيمة الحالية لكي نتمكن من الحصول على حسبة دقيقة لتكلفة السندات . ومشكلتنا هي حساب سعر الفائدة الذي يمكنه جعل المدفوعات السنوية وقدرها ٣,٥ جنيه والدفعة النهائية وقدرها ١٠٠ جنيه تعادل المتحصلات الحالية وقدرها ٩٧ جنيه . وهنا يلزم استخدام جداول أكثر دقة من الجدولين السابق إستخدامهما في الفصل الثامن عند دراسة موضوع قياس معدل العائد على الاستثمار ، وخاصة لأن دفع فائدة معظم السندات يحدث بالفعل كل نصف سنة . ومثل هذه الجداول الدقيقة موجودة بالفعل وتستخدم على نطاق واسع وخاصة في دوائر سوق المال والاستثمار . ومن هذه الجداول نجد أن الغلة الصحيحة الدقيقة للسند المذكور أعلاه هي ٣,٨٦٪ وعلى كل حال فإن دراستكم لمادة الرياضة المالية والبحثة في السنة الأولى تجعلكم على بينة من المبادئ الجوهرية التي على أساسها يتم تكوين مثل هذه الجداول .

## التعديل الضريبي

حيث أنتا نرغب في أن تكون جميع معدلات تكلفة الأموال قائمة على أساس ما بعد الضرائب فمن الضروري تعديل سعر الفائدة على السندات بخفضها لكي تعكس الحقيقة المعروفة وهي أن فائدة السندات تعتبر من النفقات الجائز خصمها للأغراض الضريبية . ولتحاول الآن تعديل سعر فائدةنا وقدرة ٣,٨٦٪ . إذا افترضنا أن سعر الضريبة هو ٣٠٪ ، فان ما ندفعه لمصلحة الضرائب ينخفض بمقدار ٣٠٠ مليون وذلك بالنسبة لكل ١ جنيه ندفعه كفائدة . ( لاحظ انتا تنظر إلى هذه المسألة من وجهة نظر التدفقات النقدية ) وسيسبب هذه الميزة الضريبية Taxshield فان ٧٠٪ فقط من الفائدة المدفوعة لحملة السندات تمثل صافي إنفاق نفدي . ومن ثم تكون التكلفة بعد الضرائب لهذه السندات هي ٢,٧٪ فقط : ( ٣,٨٦ × ٣٠٪ ) .

## حساب تكلفة الملكية

### ١ - الأسهم الممتازة

عند التفكير في مسألة إصدار أسهم ممتازة ، فاننا نحتاج إلى تحديد العلاقة بين الكوبون السنوي اللازم وبين صافي المبلغ الذي سنحصل عليه من هذا الإصدار . وتفترض هذه العملية الحسابية عدم وجود التزام على الشركة بسداد هذه الأسهم تدريجياً . وبالرغم من أن كوبون الأسهم الممتازة لا يمثل التزاماً ثابتاً يعكس الحال بالنسبة لفائدة السندات ، فاننا عادة لن نصدر أسهماً ممتازة إلا إذا كانت توقعاتنا تبين مقدرتنا على دفع كوبوناتها .

والآن لنحاول شرح كيفية حساب تكلفة الأسهم الممتازة . ولنفترض أنه يمكننا إصدار أسهم ممتازة تحمل كوبون سنوي قدره ٢ جنيه . وتبلغ حصيلة بيع السهم ٤٠ جنيه . على هذا الأساس تكون تكلفة رأس المال على هذه الأسهم الممتازة هي  $\frac{٢}{٤٠} \times ٤٠$  جنيه (٢ جنيه  $\div$  ٤٠ جنيه) . وينبغي ملاحظة أن هذه التكلفة هي تكلفة الأموال بعد الضرائب ، نظراً لأن كوبونات الأسهم الممتازة لا تعتبر من النفقات التي يجوز خصمها للأغراض الضريبية ، وبالتالي فلا لزوم لإجراء أي تعديل ضريبي .

### ٢ - الأسهم العادية

إن تقدير تكلفة الأسهم العادية لا يتصف إطلاقاً بالدقة ، ويرجع ذلك إلى أن العملية تستلزم اللجوء إلى التبريرات . ودعنا الآن نركز اهتمامنا على المبادئ التي تنطوي عليها العملية ودون أن نتوقع الحصول على إجابات دقيقة .

ولنبدأ بافتراض أننا بسبيل إنشاء شركة مساهمة وعلى وشك إصدار بعض الأسهم العادية ، وفي هذه الحالة ليست لدينا أرباح سابقة يمكن تقديمها أو الرجوع إليها ، بل كل ما لدينا في هذا الخصوص هو الأرباح المتوقعة . وعلى

هذا فمن الواضح - في هذه المرحلة - أن السعر الذي يمكننا الحصول عليه من بيع هذه الأسهم يتحدد بواسطة توقعات المستثمرين الخاصة بأرباحنا المستقبلة وتقييم الخطر الذي ينطوي عليه المشروع . فإذا تمكنا من الحصول على مبلغ صافي قدره مليون جنيه مقابل بيع ١٠٠٠٠ سهم وعلى أساس أرباح متوقعة قدرها ١٤٠٠٠ جنيه ، فإن تكلفة هذه الأموال تكون ١٤٪ . وقد تحددت نسبة الإيرادات المتوقعة إلى السعر نظراً لأن المستثمرين يعتقدون أن هذه الغلة المتوقعة وقدرها ١٤٪ تساوي أو تزيد عن العائد الممكن تحقيقه من استثمارات تنطوي على نفس الدرجة من الخطر . وبالتالي فأننا نلحق الضرر بحملة الأسهم لو استثمرنا أموالهم في أي مشروع يقل أقل من ١٤٪ ..

ولنفترض الآن أن المنشأة قد مضى عليها عدة سنوات ولكنها ما زالت بدون قروض تحمل فائدة . وبلغ صافي الربح في آخر السنة الماضية ١٥٠٠٠ جنيه أي ١،٥٠٠ جنيه لكل سهم من الأسهم العادية القائمة وعددها ١٠٠٠٠ سهم ولنفترض أيضاً أن القيمة السوقية للسهم هي ٣٠ جنيه . فما هي تكلفة السهم العادي ، سواء من الأسهم العادية القائمة بالفعل ، أو من الإصدار الإضافي المقترح ؟ وبالتحديد ، هل تكلفة رأس المال هذه هي نسبة « الأرباح / السعر » للسهم العادي ، أي ٥٪ ( ١،٥٠٠ جنيها ÷ ٣٠ جنيه ) ؟ إن الإجابة على هذا السؤال ستكون بالنفي . فحملة أسهم هذه الشركة ينظرون إلى المستقبل تماماً كما كانوا ينظرون إليه عند إنشاء الشركة لأول مرة . ولكنهم الآن يتمتعون بميزة لم تكن موجودة من قبل وهي وجود سجل للأرباح الماضية يمكن استخدامه كأساس لتقدير الإيرادات المستقبلة . وعلى كل فان الخدمة التي تقدمها الأرباح الماضية تتحقق في إستعمالها كدليل للمستقبل ، ولكنها لا تدخل مباشرة في حساب تكلفة الأسهم العادية . ولا ترجع رغبة حملة الأسهم واستعدادهم لدفع ٣٠ جنيه للسهم اليوم إلى أن أرباح العام السابق بلغت ١،٥٠٠ جنيه للسهم بل لأنهم يتوقعون أن الأرباح المستقبلة ( ولنقل أنها ٣ جنيه للسهم ) على هذه الأسهم ستقدم لهم عائد يساوي أو

يُفوق العائد الذي يمكنهم تحقيقه لو استثروا مبلغ الـ ٣٠ جنيه في مشروعات بديلة تنطوي على خطر مماثل . وهذه هي تكلفة الفرص الضائعة Opportunity Cost التي تقيس تكلفة هذا النوع من الأموال . وبالتالي تكون تكلفة الأسهم العادية هي ١٠٪ ( ٣ جنيه ÷ ٣٠ جنيه ) وليس ٥٪ .

ولا مفر لنا من التسليم بصعوبة تحديد كل من السعر والإيرادات التقديرية المستقبلة للاسهم العادية ، وذلك في أغلب الحالات . ونظراً لأن الكثير من الأسهم العادية لا يتداول في بورصات الأوراق المالية ، فمن الصعوبة بمكان تقدير القيمة السوقية الحقيقية أو العادلة للاسهم العادية . حتى إذا كانت الأسهم تتداول في بورصة الأوراق المالية . فإن سعر السهم قد ينقلب في حدود واسعة . وفي حالة الشركات التي تعمل في صناعات تتصرف بالثبات والاستقرار فمن الممكن الحصول على تقديرات سليمة للارباح المستقبلة مبنية على أساس الإيرادات الماضية . ولكن هذا المدخل يفقد أهميته وفائده عند تقدير الإيرادات المستقبلة للشركات التي تخضع لتقلبات دورية عنيفة أو التي تنموا بسرعة . وتعتبر الاخطاء الموروثة في هذه التقديرات سبيباً هاماً يدعونا إلى النظر إلى التكلفة الشاملة للأموال كمؤشر إلى منطقة لها حدودها وذلك بدلاً من النظر إليها كنقطة قطع محددة . وهذا ما سبق لنا إبراز أهميتها في مقدمة هذا الفصل .

وإذا رجعنا إلى الإعتبارات المتعلقة بتكلفة الإصدارات الإضافية من الأسهم العادية ، ينبغي علينا أن نعرف بأن الإصدارات الجديدة لا يمكن بيعها إلا بسعر يقل عن السعر السوقى الجارى . وبالإضافة إلى ذلك ، فهناك نفقات التوزيع وغيرها من النفقات المتعلقة بإصدار ثم توزيع هذه الأسهم الجديدة ، مما يتبع عنه حصول الشركة على قيمة صافية تقل عن سعر البيع ولنفرض أن هذه التخفيضات والنفقات بلغ مجموعها ٥ جنيه للسهم وبالتالي تحصل الشركة على قيمة صافية تبلغ ٢٥ جنيه عن كل سهم . وفي هذه الحالة تكون تكلفة رأس المال الجديد ١٢٪ ، وهي عبارة عن الإيرادات المتوقعة

للسهم (٣ جنيه) مقسمة على صافي المدخرات المتوقعة للسهم (٢٥ جنيه) .

### ٣ - الأرباح المحتجزة

يدعى البعض أن الأرباح المحتجزة هي رأس مال « مجاني » لا تكلفة له . ويبدو أن هذه النظرة الخاطئة تقوم عليز أساس افتراض إنفصال الشركة عن حملة أسهمها العادية . وبالتالي لا تتكلف الشركة شيئاً إذا قامت بمحجز الأرباح عن حملة الأسهم العادية . ولكن هذه العملية لها تكلفتها من وجهاً نظر حملة هذه الأسهم . فهي تتكلفهم العائد الذي كان يمكنهم الحصول عليه من وراء وضع هذه الأموال في استثمارات بديلة . وحيث أن هدفنا هو إدارة الشؤون المالية للشركة لصالح ملاكها (حملة الأسهم العادية) فيجب علينا قياس تكلفة الأرباح المجوزة .

ولنفترض أننا نعيش في دولة خالية من الضرائب . فإذا كان حملة الأسهم على استعداد لدفع ٣٠ جنيه نظير أرباح متوقعة قدرها ٣ جنيه ، فمعنى هذا أن في إمكانهم تحقيق عائد يصل إلى (ولكن لا يزيد عن) ١٠٪ وذلك من الاستثمارات البديلة التي تنطوي على نفس الدرجة من الخطط . فإذا لم يكن في مقدورنا إستثمار أموالهم بنفس المعدل (١٠٪) فإنهم يتوقعون قيامنا بتوزيع جزء من الأرباح على شكل كوبونات نقدية (هي غير خاضعة للضريبة طبقاً لافتراضنا) أي أن كل مبلغ من الأرباح لا يمكننا إستثماره بمعدل ١٠٪ أو أكثر ينبغي رده إلى حملة الأسهم العادية .

ويرتبط على وجود الضرائب جعل عملية حساب تكلفة الأرباح المحجوزة في الحياة الواقعية أمراً على جانب كبير من التعقيد . ولتبسيط سنبعد من الصورة ضريبة الدخل العام التي يدفعها بعض حملة الأسهم ، ونقتصر على ضريبة القيمة المنقولة التي يدفعها جميع حملة الأوراق المالية عند إستلامهم للكوبونات أو الفوائد . فإذا افترضنا أن سعر ضريبة القيمة المنقولة هو

٣٠٪ فان حملة الأسهم سيحصلون على مبلغ قدره ٧٠٠ مليون فقط (الباقي الصافي بعد الضرائب) عن كل جنيه من الأرباح الموزعة ، ونظرأ لأن الضرائب تمتص جزءاً من أي كويونات مدفوعة فان تكلفة الفرص الضائعة للأرباح المحجوزة يجب أن تكون على أساس العائد الذي يمكن لحملة الأسهم تحقيقه من الاستثمارات البديلة وذلك بعد دفع الضرائب فإذا دفعت جميع الأرباح المتوقعة والتي تبلغ ٣ جنيه للسهم ، فان حملة الأسهم سيحصلون فقط على ١٠٠,٢ جنيه بعد الضرائب (٣٠٪ × ٧٠ جنيه) . وبالتالي تكون تكلفة الأرباح المحتجزة ٧٪ فقط (٢,١٠٠ جنيه ÷ ٣٠ جنيه) . ويمكن تلخيص هذا التحليل ووضعه في صورة معادلة ، حيث «س» هي السعر السوقي الجاري للسهم ، و«ر» هي الأرباح المتوقعة للسهم و«ض» هي سعر الضريبة (ضريبة القيمة المنقولة في هذه الحالة) :

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{ر(١ - ض)}{س}$$

وبتطبيق هذه المعادلة على المعلومات السابقة ذكرها ، نجد أن تكلفة الأرباح المحتجزة في هذه الحالة هي :

$$7\% = \frac{3 \text{ جنيه} (1 - 30\%)}{2,100 \text{ جنيه}} = \frac{3 \times 70}{30} = \frac{210}{30}$$

#### ٤ - الأموال المستردة من الأصول الثابتة

من المعروف أنه من الممكن إسترداد الأموال عن طريق التصفية الجزئية للمخزون السلعي . وينفس الأسلوب يمكن إسترداد الأموال عن طريق التصفية التدريجية للأصول الثابتة مثل الآلات والمعدات . ولكن إسترداد هذه الأموال يتوقف كليه عن مدى تغطية الدخل النقدي لأعباء الإهلاك . فالتصفية التدريجية للأصول الثابتة تتخذ شكل الاملاكات . وبما أن الإهلاك لا يخرج

عن كونه قيداً دفترياً ، فإن إسترداد الأموال من مثل هذه الأصول يعتمد على مدى كفاية الربح النقدي بدلاً من الربح الدفتري . وإعادة إستثمار الأموال التي أطلق سراحها من الأصول الثابتة ينبغي أن يخضع لنفس التحليل الذي نقوم به عند إستثمار أي أموال أخرى . فإذا كان العائد الذي يمكن تحقيقه من وراء إستثمار هذه الأموال داخل المنشأة يقل عن العائد الذي يمكن لحملة الأسهم تحقيقه من الاستثمارات البديلة ، فيجب توزيع هذه الأموال على حملة الأسهم . ويجب علينا ملاحظة أن مثل هذه التوزيعات على حملة الأسهم ليست توزيعاً للأرباح ، بل هي توزيع لرأس المال أي تصفية جزئية لل مشروع .

وفي الحياة العملية من النادر أن نجد مثل هذا التحليل أو مثل هذا التصرف مع الأموال المستردة من الأصول الثابتة . فعادة توجد لدى الشركات منافذ متعددة ومربحة لاستخدام مثل هذه الأموال ولهذا السبب نجد أن مشكلة تقدير تكلفة الأموال تدور حول تكلفة الأرباح المحتجزة ، والأسهم العادي والمتداولة ، والقروض . وعادة لا ينتج ضرر يذكر من استبعاد تكلفة الأموال المستردة من الأصول الثابتة عند القيام بتقدير تكلفة الأموال .

## التكلفة المرجحة للأموال

بعد تحديد هيكل رأس المال الواجب استخدامه ثم تحديد تكلفة كل عنصر من العناصر التي تكون هذا الهيكل ، نصبح في مركز يمكننا من الحصول على متوسط مرجع لتكلفة الأموال وذلك بعد الضرائب . ويتم ترجيح تكلفة كل عنصر هيكل رأس المال عن طريق منحه وزناً هو نسبة هذا العنصر إلى مجموع الأموال المتحصل عليها .

ولنفترض أننا نرغب في حساب تكلفة الحصول على مبلغ مليون جنيه

إضافي . ولغرض المحافظة على (أو تحقيق) التوازن السليم لهيكل رأس المال ، قررنا ضرورة الحصول على هذا المبلغ عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة (سندات وأسهم بتنوعها ) ، وأيضاً بواسطة الأرباح المحجوزة . ولقد تم توزيع المبلغ بين المصادر السابقة بالشكل الموضح بالجدول أدناه . ولو أضفنا إلى الجدول التكالفة (بعد الضرائب) لكل عنصر من عناصر الأموال كما حسبناها في مناقشتنا السابقة ، يمكننا حساب التكاليف المرجحة للأموال كالتالي :

النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ	النسبة	المبلغ
إلى		إلى		إلى	
الضرائب	المجموع	الضرائب	المجموع	الضرائب	المجموع
%٢٠	٢٠٠٠٠ جنية	%٢٠	٢,٧ × = ٥٤٪	١٠ جنية	١٠٠٠٠ جنية
١٠	١٠٠٠٠ جنية	١٠ جنية	٥,٠ × = ٥٠٪	٤٠ جنية	٤٠٠٠٠ جنية
٤٠	٤٠٠٠٠ جنية	٤٠ جنية	١٢,٠ × = ٨٠٪	٣٠ جنية	٣٠٠٠٠ جنية
٣٠	٣٠٠٠٠ جنية	٣٠ جنية	٧,٠ × = ١٠٪	١٠٠ جنية	١٠٠٠٠ جنية
<hr/>					
٧,٩٤٪	١٠٠٠٠ جنية	١٠٠ جنية	٧,٩٤٪ =	١٠٠ جنية	١٠٠٠٠ جنية

$$\therefore \text{المتوسط المرجح لتكلفة الأموال} = 7,94\%$$

وعند تقييم النفقات الرأسمالية المقترنة والتي تعد باستيعاب هذه الأموال ، يجب أن نتشدد في تقييمها ونتوسع من ابحاثنا كلما اقترب معدل العائد من 7,94٪ . أما في حالة استخدام مدخل القيمة الحالية لغرض تقييم الاقتراحات فيمكننا إستعمال ٪٨ كمعدل خصم لحساب القيمة الحالية . وعندئذ ينبغي تدقيق النظر إلى تلك المشروعات التي يقترب دليل ربحيتها من الواحد الصحيح . وإذا وجدنا أن الاقتراحات الاستثمارية التي تعد بتحقيق معدل عائد أعلى بكثير من ٪٨ تحتاج إلى أموال تزيد عن تلك الأموال

المستردة من الأصول الثابتة زائد مبلغ المليون جنيه فحينئذ ينبغي علينا أن نحسب تكلفة رأس المال لمبلغ أكبر من الأموال الإضافية . فلو افترضنا أن هذه الأموال الإضافية تبلغ ٢ مليون جنيه بدلاً من مليون جنيه فلا شك في أن تكلفتها ستكون أكبر من ٩٤٪ التي تمثل تكلفة مليون واحد من الجنيهات . وعند نقطة ما سنجد أن تكلفة الأموال ستتعادل مع المعدل الحدي للعائد على الاقتراحات الرأسمالية التي تستوعب هذه الأموال .

وهناك أسباب متنوعة قد تمنع الإدارة من الاندفاع نحو النقطة الحدية وذلك عند حصولها على الأموال . وبالرغم من المقدرة على الحصول على الأموال الإضافية وإستخدامها بطريقة مريةحة ، إلا أن الإدارة قد تعتقد أن مثل هذا التوسيع ينطوي على درجة مرتفعة من الخطورة كما أنه قد يتسبب في ظهور مشاكل تنظيمية لا قبل لها على مواجهتها . يضاف إلى ذلك الاحتمال الكبير في فقد سيطرتها على الشركة نتيجة لإصدار أسهم عادية جديدة . ولمثل هذه الأسباب قد يكون من الأفضل القول بأنه من الناحية النظرية ينبغي علينا أن نتحرك في اتجاه قبول الإقتراحات الرأسمالية حتى نصل إلى النقطة التي تتساوى عندها تكلفة الأموال مع المعدل الحدي للعائد على النفقات الرأسمالية ، ولكن من الناحية الواقعية نجد أن قلة من المنشآت هي التي يمكنها أن تتحقق بالفعل مثل هذا التوازن الدقيق .

### تأثير هيكل رأس المال على تكلفته

ينبغي أن تقدمنا عملية حساب التكلفة المرجحة لرأس المال إلى إثارة سؤال على جانب كبير من الأهمية وهو : هل يمكننا تخفيض تكلفة الأموال تخفيضاً محسوساً له أهميته وذلك عن طريق زيادة نسبة الاقتراض إلى الملكية ؟ للإجابة على هذا السؤال دعنا نفترض أن التكلفة المرجحة لرأس مال شركة مساهمة ما هي كالتالي :

النسبة	التكلفة	النسبة	التكلفة	النسبة	التكلفة
إلى المجموع	بعد الضرائب	إلى المجموع	بعد الضرائب	إلى المجموع	بعد الضرائب
سندات (%)		٢٠٪	٣,٥٪	٢٠٪	٣,٥٪
أسهم عادية وإحتياطي	=	١٠,٠٪	٨,٠٪	٨,٠٪	٦,٧٥٪
التكلفة المرجحة	=	١٠٠٪	٨,٧٠٪	١٠٠٪	٦,٧٥٪

وبينظرة سريعة إلى الجدول أعلاه يبدو أنه من الممكن تخفيض تكلفة الأموال إذا قمنا بزيادة نسبة الاقتراض إلى الملكية . ومن ثم فقد نصل إلى نتيجة كتلك التي تظهر في الجدول الآتي :

النسبة	التكلفة	النسبة	التكلفة	النسبة	التكلفة
إلى المجموع	بعد الضرائب	إلى المجموع	بعد الضرائب	إلى المجموع	بعد الضرائب
٢٠٪	٣,٥٪	٢٠٪	٣,٥٪	٢٠٪	٣,٥٪
٨,٠٪	٦,٧٥٪	٨,٠٪	٦,٧٥٪	٨,٠٪	٦,٧٥٪
التكلفة المرجحة	=	١٠٠٪	٦,٧٥٪	١٠٠٪	٦,٧٥٪

ولكن بالتمعق في دراسة النتيجة السابقة يتضح لنا أنها تنطوي على غلطتين لا يمكن تجاهلهما؛ فأولاً ليس من المعقول أن يستمر المستثمرون في شراء سنداتنا التي تحمل فائدة قدرها ٥٪ إذا توسعنا في الاقتراض مع ارتفاع نسبته إلى الملكية . ففي هذه الحالة ستزداد أعباء الفائدة على السندات ، وبالتالي ستستمتص جزءاً أكبر من ربح العمليات . وهذا بدوره سيؤدي إلى إنخفاض هامش الأمان الخاص بحماية السندات . يضاف إلى ذلك أن درجة الأمان التي يتمتع بها أصل قيمة السندات سينخفض أيضاً نتيجة لانخفاض نسبة أصول الشركة إلى قيمة السندات المصدرة . فعندما كان حملة السندات يقدمون  $\frac{1}{5}$  الأموال ، كانت هناك ٥ جنيهات من الأصول مقابل كل جنيه من

السندات . أما الآن وهم يقدمون نصف الأموال ، فأننا نجد جنيهان فقط من الأصول تقف خلف كل جنيه من السندات .

أما الخطأ الثاني والأكبر أهمية فهو يتعلق بالمخاطر التي تنجم عن المغalaة في استخدام الأموال المقترضة . والتوسيع في هذه العملية سيؤدي إلى ارتفاع نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة ، مما يترتب عنه زيادة حدة التقلبات في الأرباح المتاحة لاصحاب المشروع أي حملة الأسهم العادية في حالة الشركات المساهمة . ولكن هذا التوسيع يؤدي أيضاً إلى زيادة درجة خطر فشل الشركة نفسها . وأمام هذه الحقيقة يميل حملة الأسهم العادية إلى تخفيض تقييمهم للأرباح التقليدية المستقبلة حتى لو كانت نسبة الاقتراض تبدو ملائمة . ومعنى هذا أن حملة الأسهم العادية يكونون على استعداد لدفع مبلغ أكبر مقابل كل جنيه من الأرباح المؤكدة المستقرة ( عند إنخفاض نسبة الاقتراض إلى الملكية ) عنه في حالة الأرباح غير المؤكدة المتقلبة ( عند ارتفاع نسبة الاقتراض إلى الملكية ) . ونتيجة لذلك لن تبقى نسبة « الأرباح / السعر » كما هي بل ستترتفع . وسنفترض أنها ارتفعت من  $1:10$  إلى  $1:13,9$  . ويرغم زيادة نسبة الأموال المقترضة « الرخصة » إلا أن تكلفة الأموال المقدمة من حملة الأسهم العادية قد ارتفعت أيضاً وبناء عليه فقد لا يحدث تغيير يذكر في التكلفة الشاملة لرأس المال حتى ولو بقيت تكلفة الاقتراض طويلاً الأجل كما هي دون زيادة :

النسبة	التكلفة	النسبة	التكلفة
إلى المجموع	بعد الضرائب	إلى المجموع	المرجحة
سداد (٪.٥)	=٪.٥٠	٪.٣,٥	٪.١,٧٥
أسهم عادية واحتياطي	=٪.١٣,٩	٪.١٣,٩	٪.٦,٩٥
التكلفة المرجحة	=٪.١٠٠	٪.٨,٧٠	

وإذا كنا لم نخفض من تكلفة الأموال ، فإننا أيضاً لم نحسن من مركز

حملة الأسهم العادية أصحاب المشروع ، إذ يظل الهاشم بين تكلفة رأس المال والعائد المتاح من الإستثمارات كما هو دون تغير .

ولا يعني بهذا أن المتوسط المرجع لتكلفة الأموال ثابت . فتقديم قروض إضافية إلى هيكل رأس المال قد يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال أو قد يؤدي إلى خفضها . ولكن المسألة التي نريد إيضاحها فهي أن استخدام القروض قد يؤثر تأثيراً سلبياً على نسبة « السعر / الایرادات » ، الخاصة بالأسهم العادية . وفي الحالات الواقعية لا بد وان تقوم مقدماً بتحديد مدى هذا التأثير تحديداً دقيقاً . وعلى هذا فان تقديم نسبة أعلى من القروض قد يخفض المتوسط المرجع لتكلفة الأموال دون  $8,70\%$  ، ولكنه لن يصل به إلى  $6,75\%$  .

النسبة	التكلفة	النسبة	التكلفة
المرجحة	إلى المجموع	بعد الضرائب	إلى المجموع
سندات $5\%$	$\% 1,75$	$\% 50 \times \% 3,5 = \% 1,75$	$\% 50$
أسهم عادية واحتياطي $\% 6,00$	$\% 12,0$	$\% 50 \times \% 12,0 = \% 6,00$	$\% 6,00$
<hr/>		التكلفة المرجحة $= \% 7,75$	
		النسبة $= \% 100$	

ويبدو بوضوح أنه ما زال من المصلحة الاقتراض عندما تكون تكلفة القروض طويلة الأجل منخفضة ، مع وجود استخدامات مرحبة لهذه الأموال . وهذا القول يختلف تماماً عن الإدعاء بأنه كلما توسعنا في الاقتراض كلما انخفضت تكلفة أموالنا فمثل هذا الإدعاء لا يمكن اعتباره القاعدة العامة نظراً لأن التوسيع في الاقتراض قد يؤدي إلى رفع تكلفة كل من أموال الملكية وأموال الاقتراض .

# الخطر في التقييم

في مناقشتنا لأساليب تقييم إقتراحات الإنفاق الإستثماري في الفصل السابع افترضنا أن قبول أي مشروع استثماري لا يغير من « درجة خطورة » المنشأة كما يتم ادراكتها بواسطة موردي الأموال لهذه المنشأة . وقد مكتنا هذا الإفتراض من ثبيت عنصر الخطر وإستخدام أحد أساليب خصم التدفقات النقدية المعروفة . ولكن حيث أن المستثمرين والدائنين يحاولون دائمًا تجنب الخطر ، فإنه إذا ترتب على قبول أحد المشروعات تغيير درجة الخطورة ، فإن ذلك قد يدفع موردي الأموال إلى تغيير معدل العائد الذي يطلبونه نظير استثماراتهم أو قروضهم .

وعلى هذا الأساس فإذا أدخلنا عنصر الخطر في التقييم المالي للمشروعات فإنه لا بد من الأخذ في الحسبان التغيرات التي يمكن أن تحدث في قيمة المنشأة . فمثلاً يتوقع عادة أن تكون درجة الخطر المرتبطة بمشروع يحقق عائداً مرتفعاً أيضاً مرتفعة مما يترتب عليه زيادة في درجة خطورة المنشأة

---

(١) راجع :

- جميل احمد توفيق و محمد صالح العناري : الادارة المالية - أساسيات وتطبيقات ، دار الجامعات المصرية ، الاسكندرية ١٩٨٣ ، الفصل الثامن .

- F. Weston and E. Brigham, Managerial Finance, Chpt. 11.
- James C. Van Horne, Fundamentals of Financial Management, Chpt. 14.

ككل . وهذا بدوره يؤدي إلى إنخفاض قيمة المنشأة بالرغم من الربحية المرتفعة للمشروع الاستثماري .

وستقوم في هذا الفصل بمناقشة بعض المداخل لتحليل الخطر من ناحية كيفية قياسه والوسائل الممكن استخدامها لأخذ هذا العنصر في الاعتبار حين القيام بالتقدير المالي للمشروعات الاستثمارية ويعرف الخطر المرتبط بمشروع معين مبدئياً بأنه درجة الاختلافات في تدفق النقدى عن تدفق نقدي مقدر أو « متوقع » . وكلما زاد مدى هذه الاختلافات ، كان ذلك معناه زيادة الخطر . ويفرق البعض بين الخطر وعدم التأكد على أساس أن الخطر مرتبط بتلك المواقف التي يمكن فيها القيام بتقدير التوزيع الاحتمالي لمشروع معين في حين أن عدم التأكد يرتبط بتلك المواقف التي لا يتوفّر فيها المعلومات الكافية وبالتالي لا يمكن تقدير توزيع الاحتمالات . ونحن لن نقوم بهذه التفرقة بل سنستخدم كلمتي الخطر وعدم التأكد ليعنيا نفس الشيء . وفي نفس الوقت فلا بد هنا من ملاحظة أن الدقة تتفاوت في تقدير التوزيع الاحتمالي للعوائد من حالة لأخرى . فمثلاً يمكن استخدام الأساليب الإحصائية للتوصيل إلى تقدير موضوعي ، كما أن هناك حالات أخرى لا يمكن فيها استخدام الأساليب الإحصائية ، بل نعتمد فيها على الحكم الشخصي .

يتطلب أي قرار إستثماري - بل أي قرار في ميدان الأعمال - التنبؤ بالأحداث المقبلة بطريقة صريحة أو ضمنية . وحيث أنه من الصعوبة بمكان القيام بتنبؤ دقيق دقة كاملة بمعنى أننا لا نستطيع مثلاً أن نقول أن مشروع معين سيتحقق تدفقاً نقدياً سنوياً - بصورة مؤكدة - يبلغ ٤٠٠٠ جنيه لمدة ٤ سنوات ، فالأمر ليس بهذه البساطة حيث أن رقم التدفق النقدي يتوقف على أمور عديدة يخرج معظمها عن نطاق تحكم متخذ القرار حيث أنها تتعدد بالظروف الاقتصادية السائدة في وقت تحقق التدفق النقدي . وعلى هذا الأساس فإن متخذ القرار لا يستخدم رقماً واحداً للتدفق النقدي في حالة

حدوث حالة اقتصادية بعينها<sup>(١)</sup> ويمكن إذا أن نعبر عن التدفق النقدي السنوي في صورة جدول ٩ - ١ بدلاً من التعبير عنها في صورة رقم واحد (٤٠٠٠ جنيه وهو ما يطلق عليه «أفضل تقدير») .

### جدول ٩ - ١

#### التدفقات النقدية المتوقعة في ظل ظروف إقتصادية مختلفة

الحالات الاقتصادية	التدفق النقدي السنوي
كساد كبير	٣٠٠٠
كساد معتدل	٣٥٠٠
ظروف طبيعية	٤٠٠٠
رواج معتدل	٤٥٠٠
رواج كبير	٥٠٠٠

ومن هذا يتضح أن التدفق النقدي السنوي سيكون رقمًا واحدًا فقط من الأرقام «الخمسة» الموجودة بالجدول . ويتوقف هذا الرقم على الحالة الاقتصادية التي ستسود في الفترة التي سيعيشها المشروع . وعند هذه النقطة تتبقى معلومة في غاية الأهمية يتطلب الأمر تحديدها وهي : ما هي «احتمالات تحقق كل حالة من الحالات الاقتصادية المذكورة»؟ وإذا توصلنا إلى هذه الاحتمالات أمكننا أن نحدد متوسط مرجع بالأوزان للتدفق النقدي السنوي المقرر ، وكذلك أمكننا تحديد درجة الثقة في هذا التقدير .

وفي حالة وجود مشروعات إستثمارية بديلة فإنه يمكن استخدام مفهوم «توزيع الاحتمالات لمقارنة الخطر المرتبط بهذه المشروعات» . ولتوسيع هذه

(١) يقال في هذه الحالة أن رقم التدفق النقدي هو «قيمة مشروطة» ، أي قيمة مشروطة بتحقق حدث معين (الحالة الاقتصادية السائدة في ذلك الوقت) .

الفكرة سنستخدم المثال التالي :

يواجه إحدى الشركات قرار إختيار أحد مشروعين استثماريين يتكلف كلاً منها ١٠٠٠٠ جنيه ويتوقع أن يحقق كلاً منها أيضاً تدفقاً نقدياً يبلغ ٤٠٠٠ جنيه سنوياً لمدة أربعة سنوات (أفضل تقدير ممكن). فإذا علمنا أن سعر الخصم هو ٨٪، فيمكن استخدام الأساليب المذكورة في الفصل السابع لتقدير صافي القيمة الحالية لكل مشروع كالتالي :

$$\begin{aligned} \text{ص ق ح} &= 4000 \times 3,312 - 10000 \\ &= ٣٢٤٨ \text{ جنيه لكل مشروع} \end{aligned}$$

ومن هذا يتضح أن التدفقات السنوية للمشروعين واحدة. وكذلك صافي القيمة الحالية لهما ، فهل معنى ذلك أن هذين المشروعين سواء من وجهة نظر المنشأة (معنى أن المنشأة لن تفضل أحدهما على الآخر بل ستختار أيهما)؟. في الواقع أنه يصعب الإجابة عن هذا السؤال لأن ذلك سيتوقف على درجة الخطير المرتبطة بكل مشروع. فاختيار مشروع معين لا يتوقف فقط على العائد بل أيضاً على الخطير.

إذا افترضنا أن رقم ٤٠٠٠ جنيه يمثل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية لكل مشروع (الوسط الحسابي لهذه التدفقات النقدية)، فإن معنى ذلك أننا توصلنا إليه بالصورة التالية :

- ١ - حساب عوائد كل مشروع في ظل كل ظرف من الظروف الاقتصادية . وسنفترض أن التدفقات النقدية للمشروع أ هي التي تظهر في جدول ٩ - ١ ونضيف إليها التدفقات النقدية الخاصة بالمشروع الثاني ب ونظهر هذه البيانات جميعها في الخانة رقم (٣) من جدول ٩ - ٢ .
- ٢ - تقدير فرصة أو احتمال حدوث كل حالة من الحالات الاقتصادية . ونفترض أن هناك فرصة مقدارها ١ من كل عشر فرص أن كсад كبير سيميز الحالة الاقتصادية ، وفرصة مقدارها ٢ من كل عشر فرص أن كsad معتدل

سيحدث . . . وهكذا . . . وظاهر « احتمالات » كل حالة اقتصادية في الخانة رقم (٢) من جدول ٩ - ٢ .

٣ - تم حساب المتوسطات المرجحة بالوزان للعواائد الممكنة وذلك عن طريق ضرب التدفقات النقدية في كل حالة في احتمالات حدوث الحالة . وإذا جمعنا حواصل الجمع هذه فاننا نحصل على المتوسط المرجح بالوزان لكل بديل في ظل الظروف الاقتصادية المختلفة ، ويطلق على هذا المتوسط « القيمة المتوقعة » للتدفقات النقدية . وبطبيعة الحال فليس من الضروري في جميع الأحوال أن تساوى التدفقات النقدية لحالة الظروف الطبيعية مع القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية للمشروع .

ويمكن أن نعبر عن البيانات الموجودة في جدول ٩ - ٢ في صورة رسم بياني (شكل ٩ - ١) . ويظهر ارتفاع كل « مستطيل » في الشكل « احتمال » تحقق ناتج معين ويتراوح مدى النتائج المحتملة للمشروع أ من ٣٠٠٠ جنيه إلى ٥٠٠٠ جنيه وبقيمة متوسطة (أو متوقعة ) تبلغ ٤٠٠٠ جنيه في حين يتراوح مدى النتائج المحتملة للمشروع ب من ٢٠٠٠ إلى ٦٠٠٠ جنيه وبنفس القيمة المتوقعة (٤٠٠٠ جنيه) .

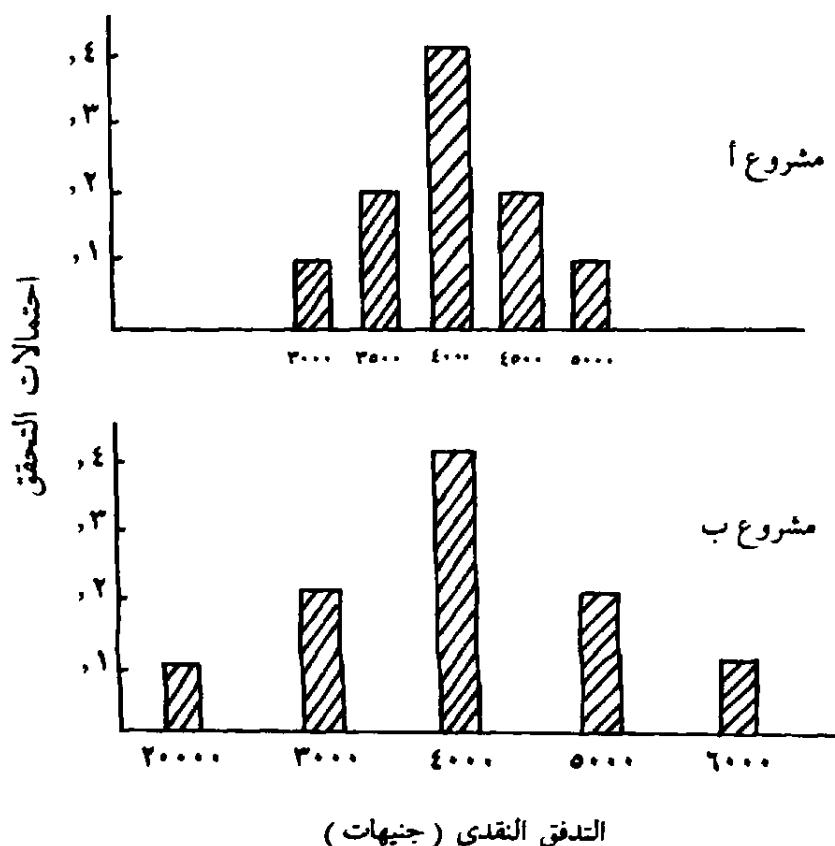
وقد افترضنا حتى الآن أن هناك خمس حالات إقتصادية فقط ، ولكن الواقع العملي يختلف عن ذلك حيث أن الظروف الاقتصادية تتراوح من كсад عميق للغاية إلى رواج غير محدود . وهناك عدد لا حصر له من الاحتمالات بين هذين التقييدين . وإذا افترضنا أنها نتمتع بصبر كبير ويتوفر لدينا الوقت لتخصيص « احتمال » لكل حالة اقتصادية ممكنة الحدوث (على أن يكون مجموع هذه الاحتمالات مساوياً للواحد الصحيح) . وكذلك لتخصيص ناتج نceği للكل مشروع في كل حالة اقتصادية ، فاننا نحصل على جدول يشبه جدول ٩ - ٢ إلا أن هذا الجدول سيتضمن عدداً كبيراً جداً من الاحتمالات ، ومن النتائج المرتبطة بهذه الاحتمالات . ويمكن استخدام هذا الجدول في

جدول ٩ - ٢  
حساب القيم المتوقعة

		الحالة الاقتصادية	
		(١)	(٢)
		الحالات الاقتصادية	احتمالات حدوث الناتج عن كل حالة اقتصادية
(٤)	(٣)	(٢)	(١)
			<b>مشروع أ</b>
٣٠٠	٣٠٠٠	,١٠	كساد كبير
٧٠٠	٣٥٠٠	,٢٠	كساد معتدل
١٦٠٠	٤٠٠٠	,٤٠	ظروف طبيعية
٩٠٠	٤٥٠٠	,٢٠	رواج معتدل
٥٠٠	٥٠٠٠	,١٠	رواج كبير
<b>٤٠٠٠</b>			<b>القيمة المتوقعة</b>
			<b>مشروع ب</b>
٢٠٠	٢٠٠٠	,١٠	كساد كبير
٦٠٠	٣٠٠٠	,٢٠	كساد معتدل
١٦٠٠	٤٠٠٠	,٤٠	ظروف طبيعية
١٠٠٠	٥٠٠٠	,٢٠	رواج معتدل
٦٠٠	٦٠٠٠	,١٠	رواج كبير
<b>٤٠٠٠</b>			<b>القيمة المتوقعة</b>

حساب القيم الحالية بنفس الصورة التي سبق أن استخدمناها .  
كما يمكن استخدام هذه المعلومات بعد ذلك في رسم المنحنيات

شكل ٩ - ١  
العلاقة بين الحالة الاقتصادية وعوائد المشروع

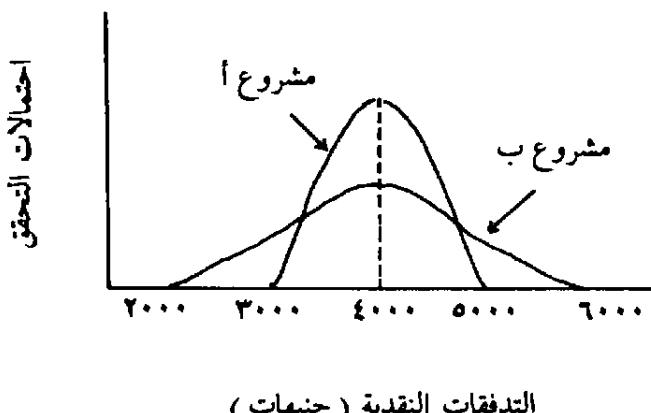


المستمرة (انظر شكل ٩ - ٢ ) ويلاحظ هنا أننا غيرنا الافتراضات بحيث يكون «احتمال» أن يتحقق مشروع أ أقل من ٣٠٠٠ أو أكثر من ٥٠٠٠ هو صفر ، وأن يكون «احتمال» أن يتحقق المشروع ب أقل من ٢٠٠٠ أو أكثر من ٦٠٠٠ هو أيضاً صفر .

ويلاحظ من شكل ٩ - ٢ أن القيم الاحتمالية لنتائج مشروع أ قريبة من القيمة المتوقعة بعكس الحال بالنسبة لمشروع ب حيث تتفاوت القيم

## شكل ٩ - ٢

### التوزيع الاحتمالي المستمر للعلاقة بين الحالة الاقتصادية وعوائد المشروع<sup>(١)</sup>



الاحتمالية لنواتجه عن القيمة المتوقعة تفاوتاً كبيراً . ويمكن على هذا الاساس - وبصفة مبدئية - أن نقول أن خطر المشروع ا يقل عن خطر المشروع ب حيث أن منحنى التوزيع الاحتمالي للمشروع ب أكثر إتساعاً من منحنى التوزيع الاحتمالي للمشروع ا . وسيتم مناقشة هذه النقطة بالتفصيل في الجزء التالي .

(١) تم تغير «احتمالات» تحقق النواتج المختلفة عن «الاحتمالات»، التي تظهر في شكل ٩ - ١ . فمثلاً إحتمال تحقق ٤٠٠٠ جنيه في شكل ٩ - ١ كانت ٤٠٠٠ في حين أنه أقل بكثير في شكل ٩ - ٢ بسبب وجود عدد كبير جداً من الحالات في هذا الشكل الاخير يعكس الحال في الشكل الأول الذي تظهر فيه خمس حالات فقط . وفي حالات التوزيع الاحتمالي المستمر فإنه يفضل استخدام «الاحتمالات المجمعة» أي احتمال تحقق «قيمة معينة على الأقل» وليس احتمال تحقق «قيمة معينة بذاتها» .

## الانحراف المعياري في قياس الخطأ (Standard Deviation)

سبق أن عرفا الخطأ بأنه درجة « الاختلافات » في التدفق النقدي المحتمل عن التدفق النقدي « المتوقع ». ويمثل « الوسط الحسابي » في التوزيع الاحتمالي المعتمد التدفق النقدي المتوقع ( أو القيمة المتوقعة للتدفق النقدي كما يظهر في جدول ٩ - ٢ ) وهذه القيمة المتوقعة هي في الواقع متوسط مرجح بالأوزان للنتائج المحتملة المختلفة ( الأوزان في هذه الحالة هي احتمالات حدوث كل ناتج ) . أما درجة « الاختلافات » عن هذه القيمة المتوقعة وهي التي تحدد درجة اتساع أو ضيق منحنى التوزيع الاحتمالي - فيمكن قياسها باستخدام مفهوم الانحراف المعياري . ويطلق على الانحراف المعياري سيجما (Sigma) ويرمز له بالرمز  $\sigma$  . وعلى هذا الاساس فكلما قلت قيمة الانحراف المعياري كان ذلك معناه إنخفاض درجة خطورة المشروع والعكس صحيح .

و يتم التوصل إلى الانحراف المعياري باستخدام الخطوات التالية :

١ - حساب القيمة المتوقعة للتوزيع الاحتمالي على أساس المعادلة التالية :

$$\text{القيمة المتوقعة} = \bar{x} = \frac{\sum x_i f_i}{\sum f_i}$$

حيث  $\bar{x}$  تمثل العائد المرتبط بالناتج  $x$  ،  $f$  تمثل احتمال تحقق الناتج  $x$  ، وأخيراً  $\sum f_i$  تمثل المتوسط المرجح بالأوزان للنتائج المحتملة المختلفة .

٢ - يتم طرح القيمة المتوقعة عن كل ناتج محتمل لنحصل على مجموعة من الانحرافات عن هذه القيمة كالتالي :

$$\text{انحراف} = x_i - \bar{x}$$

٣ - يتم تربيع كل إنحراف ، ثم ضرب الإنحراف المربع في «الاحتمال» الخاص بالنتائج المقابل . وأخيراً جمع كل ذلك للحصول على تباين التوزيع الإحتمالي (Variance) ويتم ذلك باستخدام المعادلة التالية :

$$\text{التباين} = \sigma^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2$$

٤ - يتم الحصول على الإنحراف المعياري بحساب الجذر التربيعي للتباين كالتالي :

$$\text{الإنحراف المعياري} = \sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2}$$

ويتطبق الخطوات السابقة على مشروع ا ومشروع ب نجد ان الإنحراف المعياري للمشروع ا هو ٤٥٨ والمشروع ب هو ١٠٩٥ وذلك كما يظهر من جدول ٩ - ٣ - ٤ . وطبقاً لتعريفنا لمفهوم الخطر ، فان المشروع ب أكثر خطورة من مشروع ا . ويمكن بطبيعة الحال استخدام نفس الأسلوب في تقسيم الخطر المرتبط بأي مشروع آخر تقوم المنشأة بتقييمه . وبالتالي يتوافر لدى المدير المالي في أي منشأة معلومات كافية عن ربحية كل مشروع (ص ق ح أو م ع د ) وكذلك درجة الخطورة المرتبطة به مما يرفع من كفاءة عملية التقسيم المالي التي يتولاها هذا المدير .

### معامل الاختلاف في قياس الخطر (Coefficient of Variation)

يمكن أن تظهر بعض المشاكل عند استخدام الإنحراف المعياري كقياس للخطر . ولتوسيع هذه الفكرة افترض ان التوزيع الإحتمالي لمشروعين س ، ص يأخذ الصورة التي تظهر في شكل ٩ - ٣ حيث العائد

جدول ٩ - ٣  
حساب الانحراف المعياري لعوائد المشروع ا

$(\text{مس} - \text{م})^2 \text{ حس}$	حس	$(\text{مس} - \text{م})^2$	$\text{مس} - \text{م}$	مس	مس
١٠٠,٠٠٠	.١٠	١,٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠ -	٤٠٠	٣٠٠
٥٠,٠٠٠	.٢٠	٢٥٠,٠٠٠	٥٠٠ -	٤٠٠	٣٥٠
.	.٤٠	.	.	٤٠٠	٤٠٠
٥٠,٠٠٠	.٢٠	٢٥٠,٠٠٠	٥٠٠	٤٠٠	٤٥٠
١٠٠,٠٠٠	.١٠	١,٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠	٤٠٠	٥٠٠

$$300,000 = \sigma$$

$$\sigma = \sqrt{300,000 / 548} = 300,000 / 548$$

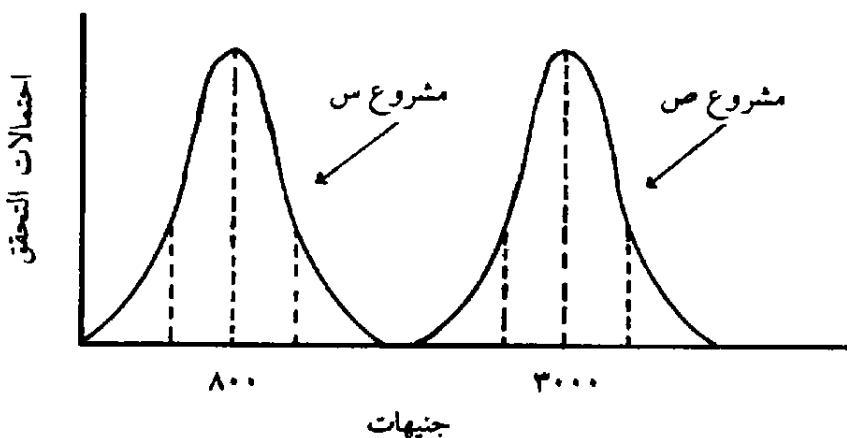
جدول ٩ - ٤  
حساب الانحراف المعياري لعوائد المشروع ب

$(\text{مس} - \text{م})^2 \text{ حس}$	حس	$(\text{مس} - \text{م})^2$	$\text{مس} - \text{م}$	مس - م	مس
٤٠٠,٠٠٠	.١٠	٤,٠٠٠,٠٠٠	٢٠٠٠ -	٤٠٠	٢٠٠
٢٠٠,٠٠٠	.٢٠	١,٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠ -	٤٠٠	٣٠٠
-	.٤٠	.	.	٤٠٠	٤٠٠
٢٠٠,٠٠٠	.٢٠	١,٠٠٠,٠٠٠	١٠٠٠	٤٠٠	٥٠٠
٤٠٠,٠٠٠	.١٠	٤,٠٠٠,٠٠٠	٢٠٠٠	٤٠٠	٦٠٠

$$1,200,000 = \sigma$$

$$\sigma = \sqrt{1,200,000 / 1095} = 1,200,000 / 1095$$

شكل ٣ - ٩



المتوقع من مشروع س هو ٨٠٠ جنيه والإنحراف المعياري له يبلغ ٤٠٠ جنيه ، والمشروع ص له نفس الإنحراف المعياري ولكن عائده المتوقع ٣٠٠٠ جنيه .

وطبقاً لمقاييس الانحراف المعياري يتساوى المشروعان في درجة الخطورة . وبطبيعة الحال فإن هذه النتيجة غير منطقية حيث أن «النسبة المئوية» لأنحراف العائد عن الوسط الحسابي لمشروع س أكبر كثيراً من النسبة المئوية لأنحراف العائد عن الوسط الحسابي لمشروع ص . وبالتالي فيمكن تخصيص درجة خطورة أعلى لمشروع س على الرغم من أن المشروعين يتساويان في الانحراف المعياري .

ويمكن تجنب هذه المشكلة لو استخدمنا - كمقاييس للخطر - معامل الاختلاف (Coefficient of Variation) بدلاً من الانحراف المعياري ويتم حساب معامل الاختلاف - ونرمز له بالرمز ف - عن طريق قسمة الإنحراف المعياري (O) على الوسط الحسابي (القيمة المتوقعة) بالصورة الآتية : -

$$ف = \frac{\sigma}{م}$$

وعلى هذا الأساس فيمكن قياس الخطر لمشروعٍ س ، ص بالصورة

التالية :

$$\text{فس} = \frac{400}{800}, 50$$

$$\text{فاص} = \frac{400}{3000}, 13$$

ويظهر من هذا المثال بوضوح أنه يفضل استخدام معامل الاختلاف في قياس الخطر في الحالات التي يعطي فيها الانحراف المعياري نتائج مضللة . وعلى كل - وكما يلاحظ من هذا المثال ، فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في حالة عدم تساوي القيم المتوقعة لعوائد المشروعات البديلة . وبالإضافة إلى ذلك فإن معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقسيم الخطر في المشروعات الفردية ، في حين يستخدم الإنحراف المعياري في مقارنة الخطر بين «مجموعات إستثمار» تمثل كل مجموعة منها عدد من الإستثمارات المتنوعة ينظر إليها كوحدة واحدة<sup>(١)</sup> . وقبل أن نتعرض لأثر التنويع على الخطر فهناك كلمة لا بد منها عن علاقة الخطر بالزمن .

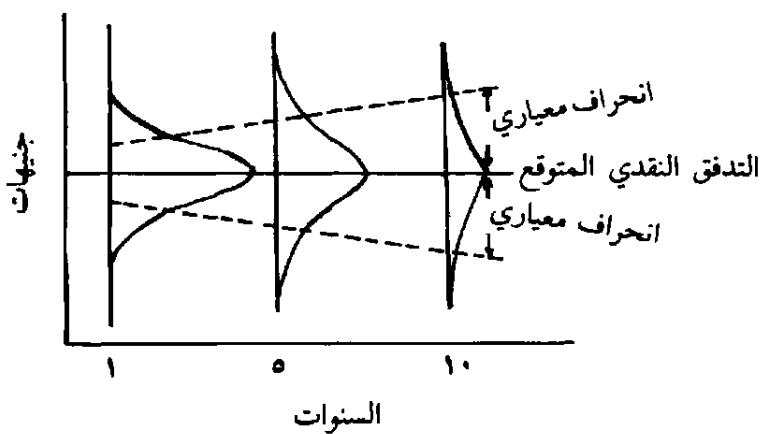
هناك علاقة أساسية تربط الزمن بالخطر ، فكلما كانت النقطة الزمنية التي يتم فيها الحصول على العائد ( التدفق النقدي ) بعيدة كلما زادت درجة الخطورة المرتبطة بهذا التدفق . وهذا معناه أن الخطر يزيد مع الزمن حيث أن الانحراف المعياري - وكذلك معامل الاختلاف - يزداد للعوائد البعيدة . وتتضمن هذه الفكرة في شكل ٩ - ٤ حيث تظهر التوزيعات الإحتمالية لتدفق نقدي واحد يتحقق على فترات زمنية مختلفة . ويعبر الخط المتقطع في

(١) لمزيد من التفصيلات في هذا الموضوع يرجع إلى كتاب يتناول موضوع «نظريّة التنويع الاستثماري » . وتنظر بعض المراجع في هذا الموضوع في نهاية الكتاب . وكلمة Portfolio Theory يقصد بها « حافظة الأوراق المالية » في مجال الاستثمار في الأوراق المالية . وعلى كل فتحن نستخدمها هنا في مجال تقييم المشروعات لتعني « مجموعة المشروعات المتنوعة » التي ينظر إليها كوحدة واحدة .

الشكل عن الإنحرافات المعيارية المرتبطة بكل تدفق نقدi لـكل سنة من السنوات التي يتحقق فيها التدفق النقدي . ويظهر الخط المتقطع أن الخطر يزيد مع الزمن حيث أن الإنحراف المعياري ليس ثابتاً بمرور الزمن بل أنه يتزايد . وحيث أن العائد المتوقع ثابت في حين أن الإنحراف المعياري آخذ في الزيادة فـان ذلك معناه أن معامل الإنحراف أيضاً متزايد .

شكل ٩ - ٤

### الخطر كدالة للزمن



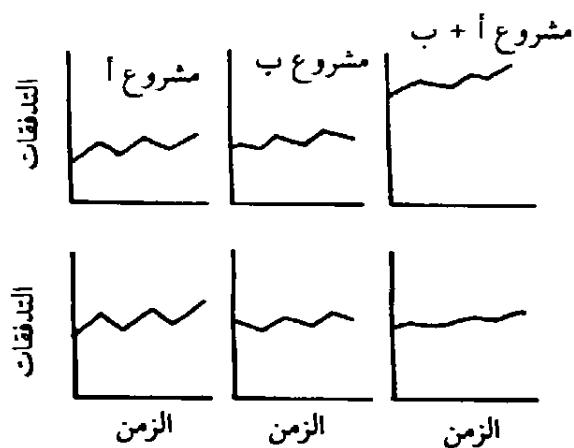
### أثر التنويع

كان تركيزنا حتى الآن على قياس الخطر المرتبط باقتراح إستثماري «فردي» . ولكن عندما يتضمن الأمر اقتراحات استثمارية متعددة فإن الخطر في هذه الحالة يصبح مجمعاً ، ويتطلب قياسه إجراءات تختلف عن الإجراءات المستخدمة في قياس خطر المشروع الفردي . والمدخل المستخدم في هذه الحالة مأخذـ عن «نظرية التنويع» التي تستخدم عادة في مجال الاستثمارات في الأوراق المالية وفي تكوين حافظة هذه الأوراق .

فإذا قررت المنشأة إضافة مشروع جديد تدفقاته النقدية المستقبلة لها إرتباط قوي بالتدفقات النقدية للأصول الموجودة حالياً ، فإن إجمالي الخطر بالنسبة للمنشأة سيزيد عما إذا أضافت مشروع معامل ارتباطه بالأصول الحالية منخفض للغاية (Low degree of Correlation) . وال فكرة الأساسية هنا هو أنه يمكن مزج المشروعات المختلفة بصورة يترتب عليها تخفيض الخطر . وللوضيح هذه الفكرة يظهر شكل ٩ - ٥ التدفقات النقدية المتوقعة من مشروعين، أ؛ ب على مدار فترة زمنية معينة . و يتعرض مشروع أ للتقلبات دورية من نوع معين في حين أن مشروع ب يتعرض أيضاً للتقلبات الدورية ولكن في فترات عكس فترات المشروع الأول . بمعنى أن فترة كсад المشروع أ هي رواج للمشروع ب ، والعكس صحيح . و عند القيام بالمشروعين معاً فإن درجة تشتت وإنحراف التدفقات النقدية ينخفض ، أما الانحراف في معدل العائد على الاستثمار فيقل بدرجة كبيرة للغاية . ويطلق على تجميع المشروعات بهذه الطريقة لتخفيض الخطر « التنويع » والغرض منه محاولة تخفيض إنحرافات العائد عن القيمة المتوقعة لعائد المشروع ( الوسط الحسابي ) .

شكل ٩ - ٥

#### اثر التنويع



ويبدون التعمق في تفاصيل هذه النظرية فإنه يمكن تلخيص المفاهيم الأساسية لها في الآتي :-

- ١ - إذا توافر عدد كبير من المشروعات التي تميز بأن درجة ارتباطها بعضها بعض كامل وسالب (Perfectly negatively correlated) بمعنى أنه عندما يكون عائد المشروع أكبر فإن عائد مشروع ب يكون صغيراً (معامل الارتباط = ١) ، فإن التنويع في هذه الحالة يتربّع عليه القضاء على الخطر كلياً . وعلى كل ، فيندر وجود هذا الوضع في الحياة العملية .
- ٢ - إذا كانت المشروعات المتاحة غير مرتبطة (Uncorrelated) بمعنى أن معامل الارتباط بين هذه المشروعات = صفر ، فإن التنويع في هذه الحالة يؤدي إلى تخفيض الخطر بدرجة كبيرة (ليس بالصورة التي تحدث في حالة معامل ارتباط = - ١ ولكن بصورة أفضل من الحالة التالية) .
- ٣ - إذا كانت المشروعات المتاحة تميز بأن ارتباطها كامل ووجب ، بمعنى أن معامل الارتباط = + ١ ، فإن التنويع في هذه الحالة لا يتربّع عليه أي تخفيض في الخطر .

وبصورة عامة يمكن القول أن معظم المشروعات تميز بأن ارتباطها موجب ولكنه ليس كاملاً . وتعتمد درجة الارتباط بين المشروعات على العوامل الاقتصادية . وهذه العوامل عادة قابلة للتحليل وبالتالي فإن درجة تأثير التنويع على الخطر الذي تتعرّض له المنشأة يتوقف على الظروف الاقتصادية السائدة وعلى طبيعة المشروعات الموجودة والمشروعات المقترحة .

## طرق معالجة الخطر في التقييم المالي للمشروعات

يحاول المستثمرون عادة تجنب الخطر وإذا قامت المنشأة بأي تصرف يترتب عليه زيادة مستوى الخطر ، فإن ذلك معناه انخفاض قيمة المنشأة بافتراض ثبات جميع العوامل الأخرى ، ولتعويض ذلك فإنه يتحتم على

المنشأة أن تطالب بعائد أكبر على المشروعات التي تتضمن درجة عالية من الخطورة . ويجب أن يحتوي تعريف الخطر على « معامل الاختلاف » لعائد المشروع ، وكذلك على « الارتباط » بين العائد على مشروع معين والعائد على الأصول الحالية - أو المرتبة - للمنشأة . وسنفترض في هذا الجزء للتبسيط أن جميع المشروعات ترتبط مع بعضها بصورة كاملة ( Perfectly correlated ) ، وسيسمح لنا هذا الافتراض أن نتجاهل أثر التنويع وأن نعرف الخطير على أساس درجة الاختلافات فقط .

وهناك مداخل عديدة تستخدم في تحليل الخطير ، ومن أهمها الأسلوب غير الرسمي ، أسلوب تعديل سعر الخصم ، أسلوب المعادل المؤكد ، تحليل الحساسية ، وستتناول هذه الأساليب بشيء من التفصيل في الجزء التالي :

## الأسلوب غير الرسمي

ويعتبر هذا الأسلوب أكثر الأساليب شيوعاً في معالجة الخطير . فعلى سبيل المثال إذا قام المدير المالي بحساب صافي القيمة الحالية لمشروعين مانعين بالتبادل باستخدام تكلفة أموال الشركة كسعر خصم للتغيرات النقدية ، ووجد أن هذه القيمة للمشروعين متقاربة للغاية . ثم استخدم حكمه الشخصي في تقدير الخطير المرتبط بكل منها ، فإنه على أساس ذلك كله سيقوم باختيار المشروع الأقل خطورة من وجهة نظره . وفي الواقع ليست هناك قواعد جامدة في هذه الحالة فالأمر كله متترك لمتخذ القرار .

وعلى كل فيمكن إضفاء نوع من الرسمية على هذا الأسلوب بأن نوفر للمدير المالي معلومات عن القيمة المتوقعة لصافي القيمة الحالية ( الوسط الحسابي ) وكذلك معامل الاختلاف لهم . وبالتالي فإن ذلك سيساعد المدير المالي على التقدير الموضوعي للخطير ولكنه ما زال سيستخدم الحكم

الشخصي في الإختيار بين المشروعات والموازنة بين درجة الخطير ، من ناحية والعوائد المحققة من ناحية أخرى .

## أسلوب تعديل سعر الخصم (Risk - Adjusted Discount Rates)

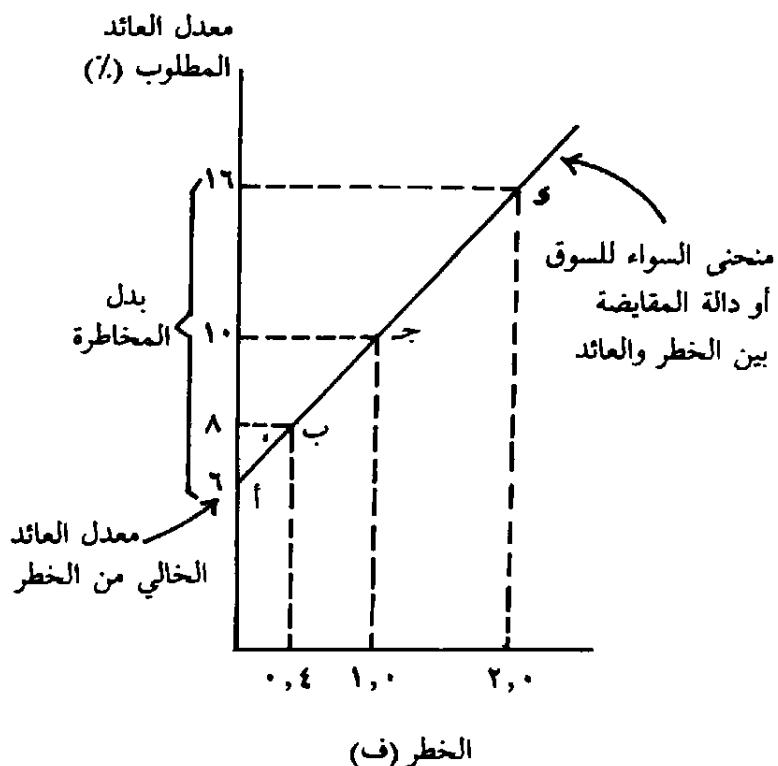
إن فكرة هذا الأسلوب هي تعديل سعر الخصم (t) استناداً إلى دالة المقايضة بين الخطير والعائد الخاصة بالمستثمرين (Investors Tradeoff function between risk and return) . ويمكن توضيح فكرة هذا الأسلوب باستخدام شكل ٩-٦ حيث يمثل المنحنى الصاعد فيها هذه الدالة والتي يطلق عليها أيضاً منحنى السواء للسوق (market indifference curve) . والمستثمر العادي يتساوى عنده استثمار (أصل) لا يرتبط به أي خطير ويبلغ عائداً قدره ٦٪ واستثمار (أصل) آخر يرتبط به خطير معتدل ويبلغ عائداً قدره ١٦٪ . وكلما زاد الخطير ارتفع العائد المطلوب من جانب المستثمرين للتعويض عن ذلك الخطير الإضافي .

ويطلق على الفرق بين العائد المطلوب على استثمار (أصل) يحتوي على درجة معينة من الخطير والعائد المطلوب على استثمار خالي من الخطير «بدل المخاطرة Risk Premium» . وفي الحالة الإفتراضية التي تظهر في شكل ٩-٦ . نجد أن معدل العائد الخالي من الخطير يبلغ ٦٪ ، وأن بدل المخاطرة (أو العائد الإضافي) المطلوب للتعويض عن معامل اختلاف يبلغ ٤٪ ، وأن بدل مخاطرة ١٠٪ يرتبط بمشروع استثماري تصل فيه درجة الخطورة (معامل الاختلاف) إلى ٢ . ولا شك أن المستثمر العادي ستتساوى عنده قيمة المشروعات بـ، جـ، دـ والمشروع الخالي من الخطير .

فإذا فرضنا مثلاً أن أسهم الشركة تقع عند نقطة جـ من منحنى السواء ، يعني أن المستثمرين يتوقعون معدل عائد على السهم ١٠٪ ودرجة خطورة تبلغ ١٠٪ ، فإنه يتحتم على هذه الشركة أن تستخدم نكلفة أموال تبلغ ١٠٪

شكل ٩ - ٩

### علاقة افتراضية بين الخطر ومعدل العائد



على المشروعات المتوسطة وأن تستخدم معدلات أعلى للمشروعات الأكثر خطورة (١٥٪ عند نقطة  $\epsilon$  حيث  $f = 2,0$ ) ، ومعدلات أقل للمشروعات الأقل خطورة (٨٪ لنقطة  $B$  حيث  $f = 4$ ) . وبطبيعة الحال إذا قبلت شركة تميز بدرجة خطر متوسطة عدد كبير وغير مناسب من المشروعات ذات الخطير المرتفع ، فإن تكلفة أموال هذه الشركة تزيد وتنتقل الشركة إلى شريحة أعلى من الخطير .

ولتوضيح هذا الأسلوب فانتا سنستخدم المثال التالي :

تواجه إحدى الشركات المتوجهة لمعدات آلية مشكلة الإختيار بين مشروعين إستثماريين ، مشروع أ لإنتاج موتور صغير مصمم خصيصاً للآلات

التي تتوجهها الشركة ولا يمكن استخدامه في الآلات التي يتوجهها الآخرون ، ومشروع ب لإنتاج موتور يمكن استخدامه في أنواع كثيرة من الآلات سواء أتتجهها هذه الشركة أو شركات أخرى . وقد قدرت تكلفة الاستثمار لكل مشروع من هذين المشروعين متضمنة تكلفة التصميم - الهندسة والإنتاج وغيرها - على أساس ١٨٠,٠٠٠ جنيه . وقدرت التدفقات النقدية السنوية من المشروع أ بمبلغ ٤٠,٠٠٠ جنيه ولمدة ٨ سنوات وللمشروع ب ٤٣,٠٠٠ جنيه لنفس المدة . وعند حساب الانحراف المعياري للعوائد السنوية المتوقعة لكل مشروع وجد أنه ٥٠٠٠ جنيه لمشروع أ في حين أنه ٣٥٠٠٠ جنيه لمشروع ب ، والسبب في ذلك هو طبيعة المنافسة التي تميز هذه الصناعة . وقد ترتب على اختلاف درجة خطورة كل مشروع أن قررت الشركة تقييم المشروع الأقل خطورة باستخدام تكلفة أموال تبلغ ٪ ١٠ ، والمشروع الأكثر خطورة باستخدام تكلفة أموال تبلغ ٪ ١٤ . ما هو المشروع الذي يتحتم على الشركة اختياره ؟

يمكنا في الواقع حساب « صافي القيمة الحالية المعدل بالخطر » لكل مشروع بالصورة التالية : -

$$\text{ص ق ح أ} = ٤٠٠٠٠ \quad (\text{معامل فائدة لمدة ٨ سنوات ، سعر خصم \% ١٠ ، دفعات}) - ١٨٠٠٠٠$$

$$180000 - 40000 (5,335) =$$

$$180000 - 213400 =$$

$$32400 = \text{جنيه}$$

$$\text{ص ق ح ب} = ٤٣٠٠٠ \quad (\text{معامل فائدة لمدة ٨ سنوات ، سعر خصم \% ١٤ ، دفعات}) - ١٨٠٠٠٠$$

$$180000 - 43000 (4,639) =$$

$$180000 - 199477 =$$

$$19477 = \text{جنيه}$$

والواقع أننا لو كنا قد استخدمنا رقم تكلفة أموال واحد في تقدير المشروعين فإن صافي القيمة الحالية لمشروع ب كان سيزيد عن صافي القيمة الحالية لمشروع أ ، ولكننا عندما استخدمنا أسعار خصم مختلفة تأخذ في الاعتبار الاختلافات في درجة خطورة كل مشروع وجدنا أن المشروع الأقل خطورة هو الأفضل (ص ق ح أعلى) .

### اسلوب المعادل المؤكّد (Certainty Equivalent Method)

يستمد إسلوب المعادل المؤكّد أساساً من مفهوم نظرية المنفعة . وفي ظل هذا الإسلوب يقع على عاتق متّخذ القرار أن يحدد كمية النقود التي يرغب في الحصول عليها بصورة مؤكّدة والتي تساوي منفعتها مع منفعة « القيمة المتوقعة » لكمية غير مؤكّدة من النقود . ولتوسيع هذه الفكرة إفترض أنه قد عرض عليك هذا العرض « الخيالي » :-

- ١ - اقذف عملة في الهواء فإذا سقطت على « الصورة » فإنك تحصل على ١٠٠٠ جنيه ، ولكن إذا سقطت على « الكتابة » فإنك لن تحصل على شيء . وعلى هذا الأساس فإن القيمة المتوقعة لهذه الحالة هي عبارة عن  $500 \times 0.5 + 1000 \times 0.5$  جنيه .
- ٢ - إذا قررت ألا تشتراك في هذه العملية وألا تقدّف العملة في الهواء فإنك تحصل على مبلغ ٣٠٠ جنيه نقداً .

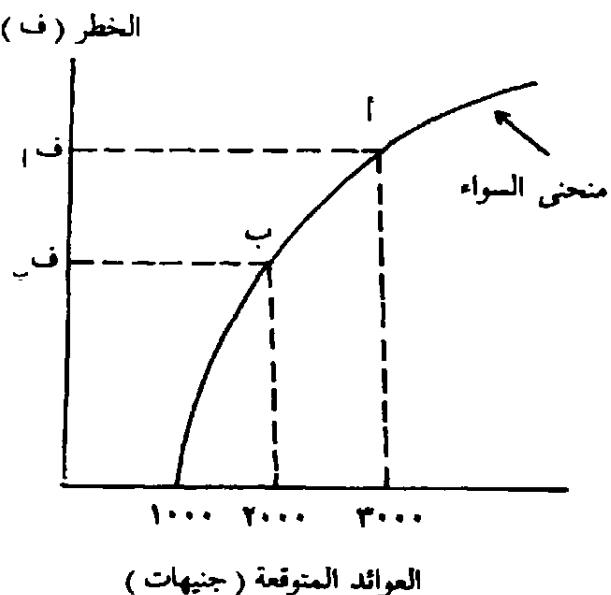
فيما يلي نوضح لك أنه سياف لديك هذين البديلين وبمعنى أنه لا فرق - من وجهة نظرك - أن تقبل بديل ١ أو بديل ٢ ، فإن ذلك معناه أن ٣٠٠ جنيه تمثل « المعادل المؤكّد » لعائد متوقع يبلغ ٥٠٠ جنيه . وفي كلمات أخرى فإن الكميات المؤكّدة من النقود توفر لك نفس المنفعة التي يوفرها لك البديل غير المؤكّد . ولا شك أن أي معادل مؤكّد أقل من ٥٠٠ جنيه يعبر عن فكرة تجنب الخطر (Risk Aversion) . وبصورة عامة فإن فكرة تجنب الخطر تكون موجودة

عادة في حالة أن المعادل المؤكد  $>$  القيمة المتوقعة .

ويوضح مفهوم المعادل المؤكد في شكل ٧ - ٩ حيث يمثل المنحنى توافق مختلفة من الخطر والعائد والتي لها نفس القيمة (المنفعة) من وجهة نظر متخذ القرارات . فعلى سبيل المثال نجد أن نقطة تعبر عن إستثمار درجة خطورته - كما يعبر عنها بمعامل الإختلاف - هي (ف أ ) ، وعائده التقدي المتوقع ٣٠٠٠ جنيه . وعلى كل فإن منحنى السواء الذي يظهر في شكل ٩ - ٧ يعبر عن شخص معين يتساوى عنده الحصول على عائد مؤكد يبلغ ١٠٠٠ جنيهها ، أو عائد يبلغ ٢٠٠٠ جنيه مصاحب بدرجة خطر (ف ب ) ، أو عائد يبلغ ٣٠٠٠ جنيه مصاحب بدرجة خطر تبلغ (ف ١ ) .

وبعد معرفة منحنى السواء (أو المقابلة بين الخطر والعائد) للمستثمرين بصورة عامة فإنه يمكن تعديل معادلة صافي القيمة الحالية بالصورة التالية :

### شكل ٧ - ٩ عواائد المعادل المؤكد



١ - قم بإحلال م محل ت في مقام المعادلة كالتالي .

$$س \times ح = \frac{\sum}{n} - k$$

$$\sum = 1 (1 + m)^n$$

حيث م تمثل معدل الخصم للاستثمارات التي لا تتضمن خطورة من أي نوع (سعر الخصم الحالي من الخطر) مثل السندات الحكومية وحسابات التوفير .

٢ - إقسم المعادل المؤكـد ( العائد غير المؤكـد ) على العائد غير المؤكـد للحصول على معامل المعادل المؤكـد ( Certainty equivalent Factor ) ، وسنطلق عليه الرمز ( ل ) وذلك كالتالي : -

$$L = \frac{\text{العائد المؤكـد}}{\text{العائد غير المؤكـد}} = \frac{1000}{3000} = 33\%, \text{ لخطر فـا}$$

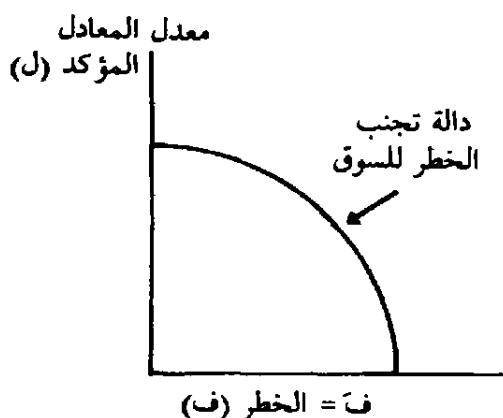
$$L_b = \frac{1000}{2000} = 50\%, \text{ لخطر فـب}$$

٣ - يمكن - من الناحية النظرية - إعداد قيم من ( ل ) لكل القيم المحتملة من ( ف ). ويتراوح مدى قيم ( ل من ١ ) عندما تكون ف = ٠ إلى قيمة تقرب من الصفر ( عندما تكون قيمة ف كبيرة جداً ) . ونحن نفترض هنا أن المستثمر يحاول دائماً تجنب الخطر ، وبطبيعة الحال فإن لكل مستثمر مجموعة من قيم ( ل ) تختلف عن الآخر وذلك يتوقف على « مدى » تجنبهم للخطر . وبالإضافة إلى ذلك فإن قيم ( ل ) لنفس المستثمر قد تختلف من وقت لآخر طبقاً للتغيرات التي تحدث في قدراته المالية ومركزه ، وغير ذلك من الأمور .

٤ - يمكن - أيضاً من الناحية النظرية - إعداد متوسط لمنحنىات السواء أو دالة تجنب الخطر لجميع الأفراد ، وبالتالي الحصول على « دالة تجنب الخطر

## ٨ - ٩

دالة افتراضية لتجنب الخطر للسوق<sup>(١)</sup>



للسوق» ، ومثال لهذه الدالة يظهر في شكل ٨ - ٩ .

٥ - وبمعرفة دالة «تجنب الخطر للسوق» ودرجة الخطر التي يتضمنها العائد غير المؤكّد ، فإنه يمكن احلال المعادل المؤكّد محل العائد غير المؤكّد كالتالي :

$$\text{المعادل المؤكّد لعائد غير مؤكّد (مس) } = L \text{ مس}$$

٦ - واستناداً على ما سبق فإن معادلة صافي القيمة الحالية في ظل هذا الأسلوب الذي يأخذ في الإعتبار ضمنياً - عنصر الخطر - تتحول إلى شكل كالتالي : -

(١) يلاحظ أن منحنى دالة تجنب الخطر للسوق في هذا الشكل تفترض أن  $L=صفر$  عندما يكون  $f=L$  وفي الواقع فان  $L$  لا يمكن أبداً أن تصل إلى صفر ، ولكنها تقترب من الصفر في حالة وصول الخطر إلى مستوى مرتفع جداً .

$$ص ح = \frac{\frac{n}{3}}{س = 1 (1+t)^n} - ل$$

$$ل س ص ح = \frac{\frac{n}{3}}{س = 1 (1+m)^n} - ل$$

ويمكن استخدام هذه المعادلة الأخيرة في تقييم البدائل المختلفة التي تحقق عوائد مختلفة ( س س ) وتميز بدرجات متفاوتة من الخطر ( ف ) .

ويتضح من مناقشة أسلوب تعديل سعر الخصم وأسلوب المعادل المؤكد أن الخطر يمكن معالجته إما بإجراء التغييرات على بنط معادلة صافي القيمة الحالية ( أسلوب المعادل المؤكد ) أو على مقام المعادلة ( أسلوب تعديل سعر الخصم ) . وعلى كل فان أسلوب تعديل سعر الخصم هو أكثر الأسلوبين شيوعاً بسبب أن تقدير معدلات الخصم أسهل كثيراً من اشتقاء معاملات المعادل المؤكد . ولزيادة توضيح هذين الأسلوبين نقوم في الجزء التالي بعرض مثالين محلولين .

### مثال ١

تواجه إحدى الشركات مشكلة الإختيار بين مشروعين إستثماريين ( مانعين بالتبادل ) وتكلفة الاستثمار في كل منهما ٣٠٠٠ جنيه وال عمر المتوقع لكل مشروع ٣ سنوات ، والتدفقات النقدية السنوية من كل مشروع غير مؤكدة .

وتنظر التدفقات الممكنة الحدوث سنوياً لكل مشروع وإحتمالات تتحققها في جدول ٩ - ٥ . وقد قررت الشركة تقييم المشروع الأكثر خطورة باستخدام معدل خصم ١٠٪ و ٨٪ للمشروع الأقل خطورة . وقد علمت أن سعر الفائدة السائد على السندات الحكومية في ذلك الوقت ٧٪ .

جدول (٩ - ٥)

مشروع ب		مشروع أ	
التدفق النقدي	الاحتمال	التدفق النقدي	الاحتمال
٠	,٢	٢٤٠٠	,٢
٣٠٠٠	,٦	٣٠٠٠	,٦
٧٥٠٠	,٢	٣٦٠٠	,٢

والمطلوب :

- (١) ما هي القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية السنوية لكل مشروع؟
- (٢) ما هو صافي القيمة الحالية المعدل بالخطر لكلا المشروعين؟
- (٣) ما هو صافي القيمة الحالية لكل مشروع إذا استخدمت الشركة إسلوب المعادل المؤكّد وبعد أن حسبت معامل المعادل المؤكّد (L) ليكون ٩٨٣، للمشروع الأكثر خطورة و ٩٤٧، للمشروع الأقل خطورة؟
- (٤) إذا علمت أن مشروع (ب) يرتبط ارتباطاً سالباً مع بقية التدفقات النقدية للمشروع ، في حين أن مشروع (ب) يرتبط بهذه التدفقات إرتباطاً موجباً فكيف يمكن أن تؤثر هذه المعلومة على قرارك؟ .

الحل :

- (١) القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية السنوية لكل مشروع تظهر في جدول ٩ - ٦ .
- (٢) المشروع (ب) أكثر خطورة بسبب أن الاختلافات في تدفقاته النقدية المحتملة أكبر ، ويظهر ذلك بمجرد النظر . وبالتالي ليس هناك داع لبذل الجهد لحساب الإنحراف المعياري للتدفقات النقدية لكل مشروع . وحيث أن

( جدول ٦ - ٦ )

مشروع ب			مشروع أ		
الاحتمالية المحتملة (١) × (٢)	التدفق النقدي (٢)	الاحتمالية (١)	التدفق النقدي (١) × (٢)	التدفق النقدي (٢)	الاحتمالية (١)
٠	٠	,٢	٤٨٠	٢٤٠٠	,٢
١٨٠٠	٣٠٠٠	,٦	١٨٠٠	٣٠٠٠	,٦
١٥٠٠	٧٥٠٠	,٢	٧٢٠	٣٦٠٠	,٢
القيمة المتوقعة ٣٣٠٠ جنيه			القيمة المتوقعة ٣٠٠٠ جنيه		

مشروع (ب) أكثر خطورة فلا بد من تقييمه باستخدام تكلفة أموال مقدارها ١٠٪ في حين يتطلب مشروع (أ) تكلفة أموال ٨٪ .

$$\text{ص ق ح} = 3000 \text{ (معامل فائدة } 8\%, 3 \text{ سنوات، دفعات)} - 3000$$

$$= 3000 - 2,577.$$

$$= 3000 - 7731 = 4731 \text{ جنيه.}$$

$$\text{ص ق ح ب} = 3300 \text{ (معامل فائدة } 10\%, 3 \text{ سنوات، دفعات)} - 3000$$

$$= 3300 - 2,487.$$

$$= 3000 - 8207 = 5207 \text{ جنيه.}$$

وتظهر هذه الحسابات أنه يتحتم على الشركة قبول مشروع (ب) بالرغم من ارتفاع درجة الخطورة المرتبطة به .

(٣) ويلاحظ في هذا الأسلوب ضرورة استخدام سعر الخصم الحالي من الخطير (٧٪) في تقييم المشروعات المختلفة وذلك بعد تحويل القيم غير المؤكدة إلى معادل مؤكد باستخدام معامل معين يتم تحديده بواسطة الشركة .

ويختلف هذا المعامل باختلاف درجة خطورة المشروع . وعلى هذا الاساس يتم حساب صافي القيمة الحالية لكل مشروع بعد استخدام المعادلة التالية :

$$\text{المعادل المؤكد} = \text{معامل التأكيد (L)} \times \text{القيمة المتوقعة .}$$

### مشروع أ

$$\begin{aligned}\text{المعادل المؤكد} &= 3000 \times 0.983 = 2950 \text{ جنيه} \\ \text{ص.ن.ح} &= 2950 \text{ (معامل فائدة } 7\% \text{ ، 3 سنوات ، دفعات) - } 3000 \\ &= 3000 - 7728 = 4728 \text{ جنيه .}\end{aligned}$$

### مشروع ب

$$\begin{aligned}\text{المعادل المؤكد} &= 3300 \times 0.947 = 3125 \text{ جنيه} \\ \text{ص.ن.ح} &= 3125 \text{ (معامل فائدة } 7\% \text{ ، 3 سنوات ، دفعات) - } 3000 \\ &= 3000 - 8300 = 5300 \text{ جنيه .}\end{aligned}$$

ويظهر من هذه العمليات الحسابية أيضاً ضرورة اختيار مشروع ب .

(٤) إن أثر التنويع في هذه الحالة يجعل مشروع (ب) أقل خطورة مما يظهر من مجرد النظر أو من حساب الإنحراف المعياري له وللمشروع الآخر (أ) ، وهذا الأثر ولا شك يدعم من قرارنا باختيار مشروع (ب) .

### مثال ٢

تفكر شركة الغمراوي في الاستثمار في أحد مشروعين (مانعين بالتبادل) : مشروع س و يتضمن تكلفة إستثمار ١٧٠٠ جنيه ، ومشروع ص الذي يتطلب تكلفة مقدارها ١٥٠٠ جنيه . وتستخدم الشركة إسلوب المعادل المؤكد في تقييم المشروعات الخطيرة . وقد علمت أن سعر الفائدة السائدة على السنادات الحكومية حالياً هو ٥٪ .

ويظهر جدول ٩ - ٧ البيانات الأساسية المطلوبة للتقييم المالي للمشروعين .

جدول ٩ - ٧

معاملات المعادل المؤكدة		القيمة المتوقعة لصافي التدفقات النقدية		السنة
مشروع صن	مشروع س	مشروع صن	مشروع س	
,٩	,٨	٩٠٠	٩٠٠	١
٠,٨	,٧	٩٠٠	١٠٠٠	٢
,٦	,٥	١٠٠٠	١١٠٠	٣

والمطلوب :

- (١) حساب صافي القيمة الحالية المعدل بالخطر لكل مشروع طبقاً لإسلوب المعادل المؤكدة ؟
- (٢) ما هو المشروع الأكثر خطورة ؟ ولماذا ؟ وإذا إستخدمت الشركة إسلوب تعديل سعر الخصم ، فما هو المشروع الذي يتم تقييمه باستخدام سعر الخصم الأعلى ؟
- (٣) إظهر كيفية تحديد سعر الخصم المعدل (لكل مشروع) والذي يترتب عليه نفس الحل الذي تم التوصل إليه طبقاً لإسلوب المعادل المؤكدة ؟

الحل :

$$( ) \text{ صن حس} = \frac{١٧٠٠ - \frac{١٧٠٠}{(١,٠٥)}}{\frac{(١,٠٥)(١١٠٠)}{(١,٠٥)}} + \frac{\frac{(٠٨)(٩٠٠)}{(٠٨)(٩٠٠)}}{\frac{(١,٠٥)}{(١,٠٥)}}$$

$$\begin{aligned}
 1700 - (952)(720) + (907)(700) + (864)(550) &= \\
 1700 - 1795,54 &\approx 96 \\
 \text{ص} \times \text{ص} = \frac{(1,05)(1000)}{3} + \frac{(1,05)(900)}{3} + \frac{(1,05)(900)}{3} - 1500 &= \\
 1500 - (810)(720) + (907)(700) + (952)(600) &= \\
 1500 - 1942,56 &\approx 443
 \end{aligned}$$

(٢) يعتبر مشروع من أكثر خطورة بسبب أن معاملات المعادل المؤكدة أقل من هذه المعاملات لمشروع صن في جميع السنوات . ومن المعروف أن معامل (ل) قدره ١ يعني عدم وجود خطر من أي نوع في حين أنه كلما قل هذا المعامل عن واحد صحيح زادت درجة الخطورة المرتبطة بالمشروع . ونكرر بأن ل يتم الحصول عليها بقسمة القيمة المؤكدة على القيمة غير المؤكدة التي توفر للشركة نفس المنفعة التي تحصل عليها من القيمة المؤكدة ( العائد المؤكدة = العائد غير المؤكدة ) .

وإذا استخدمت الشركة إسلوب تعديل سعر الخصم فإنها ستستخدم معدل الخصم الأعلى لمشروع من حيث أنه المشروع الأكثر خطورة كما يظهر من معاملات المعادل المؤكدة . وهذا معناه أن الشركة ستطلب معدل عائد على الاستثمار في مشروع س يزيد عن ذلك المعدل المطلوب في مشروع صن حتى يعرضها ذلك عن قبول الخطير الأكبر .

(٣) سعر الخصم المعدل للمخطر لمشروع صن = تصن بحيث أن :

$$\frac{1100}{1700} + \frac{1000}{(1+t_{\text{ص}})^2} + \frac{900}{(1+t_{\text{ص}})^3} = 96$$

كما أن سعر الخصم المعدل للمخطر لمشروع صن = تصن بحيث أن :

$$\frac{1000}{2500} + \frac{900}{(1+t_{\text{ص}})^2} + \frac{900}{(1+t_{\text{ص}})^3} = 443$$

## تحليل الحساسية (Sensitivity Analysis)

يعتمد صافي القيمة الحالية لأي مشروع في نهاية الأمر على عوامل عديدة أهمها كمية المبيعات ، وأسعار البيع ، وتكلفة المدخلات المختلفة وغيرها . وإذا اتضح أن هذه العوامل مناسبة من وجهة نظر المنشأة - بمعنى أن كمية وأسعار المبيعات مرتفعة والتكلفة منخفضة - فإن الأرباح (معدل العائد المحقق) تكون مرتفعة وكذلك صافي القيمة الحالية المتحقق فعلا . ونظراً لهذه العلاقة السببية بين هذه العوامل المختلفة والأرباح المحققة ، فإن رجال الأعمال عادة ما يقومون بحساب صافي القيمة الحالية في ظل عدة افتراضات بدائلة محتملة ، وملاحظة مدى حساسية صنف للتغيرات المختلفة في الظروف . فمثلاً واجهت إحدى شركات السماد الأمريكية مشكلة الإختيار بين مشروعين بدليلين (مانعين بالتبادل) وهما مصنعين للفوسفات : الأول يستخدم الفحم لتوليد الطاقة ويمكن الحصول على الفحم بعقد طويلة الأجل وبسعر ثابت ، والثاني يستخدم البترول في توليد الطاقة ولكن يتم الحصول على البترول من السوق بالأسعار السائدة وقت الشراء . وعندما قامت الشركة بالدراسة المالية آخذة في الاعتبار الأسعار الحالية والمقدرة في المستقبل ، فإن المصنع الثاني الذي يستخدم البترول أظهر نتائج أفضل وخاصة فيما يتعلق بصافي القيمة الحالية . ولكن واجه الشركة مشكلة أن أسعار البترول غير مستقرة وأنه إذا زادت هذه الأسعار بمعدل أكبر من المتوقع ، فإن ذلك يؤدي إلى أن المصنع الذي يستخدم البترول يصبح غير مربح .

ومن ناحية أخرى فإن المشروع الذي يستخدم الفحم له صافي قيمة حالية أقل في ظل الظروف المتوقعة ، إلا أنه غير حساس للتغيرات في سوق الطاقة . وأخيراً فقد إنختارت هذه الشركة المشروع الذي يستخدم الفحم حيث أن تحليل الحساسية أظهر أن هذا المشروع أقل خطورة .



للبَلْهَانَسِ  
الْتَّوِيلُ



# الهيكل المالي

تكلمنا في الفصول السابقة عن الوظيفة الأولى للإدارة المالية وهي تخطيط الاحتياجات المالية للمشروع . وبالإنتهاء من هذه الخطوة يكون أمام الإدارة مجموعة من الخطط المالية التي تبين مقادير الأموال الازمة خلال الفترة الزمنية المقبلة . ولا شك أن الخطوة التالية للتخطيط - حسب الترتيب المنطقي السابق الإتفاق عليه في المقدمة - هي التمويل ، أي عملية الحصول على هذه الأموال الازمة . وبالتالي فإن هذا الباب سيخصص لمناقشة موضوع التمويل ، ويتضمن هذا الموضوع دراسة المصادر الرئيسية التي يمكن استخدامها لتنفيذ هذه الخطوة . ولكن القيام بهذه الدراسة يستلزم القيام أولاً بتحديد أنواع الأموال الازمة . ولهذا السبب فإننا سنبدأ هذا الباب باستعراض الهيكل المالي للمشروع والذي يبين الأنواع المختلفة من الأموال .

وقبل الدخول في موضوع الهيكل المالي نرى أنه من المستحسن القيام بمحاولة لإيضاح معانى بعض الإصطلاحات التي تستخدم في مجال التمويل وذلك منعاً لأى التباس في الفهم . فيقصد بهيكل الأصول Asset Structure الجانب الأيمن من الميزانية العمومية - أي موارد المنشأة التي ينبغي تمويلها . ويشير الهيكل المالي Financial Structure إلى الجانب الأيسر من الميزانية

العمومية أي تمويل الموارد أو الأصول التي تحتاج إليها المنشأة . أما هيكل رأس المال Capital Structure فيعني التمويل الدائم للمنشأة والذي يتمثل في القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ، أي أن :

هيكل الأصول = مجموع الأصول .

الهيكل المالي = مجموع الخصوم ورأس المال .

هيكل رأس المال = القروض طويلة الأجل + الأسهم الممتازة + حقوق المساهمين  
= مجموع الأصول - الخصوم المتداولة .

مما سبق يتضح أن الهيكل المالي هو الأعم ، وهيكل رأس المال ما هو إلا جزء منه . فالهيكل المالي ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل : ملكية واقراض ، ومن دائم ومؤقت ، ومن طويل الأجل وقصير الأجل .

ولو رجعنا إلى ميزانيتنا النقدية التقديرية لوجدنا أن بعض الحاجة إلى الأموال قد تكون مؤقتة نسبياً ، بمعنى أن التصفية الموسمية للذمم والمخزون السلعي ستولد عنها النقدية الضرورية لسداد حساب الدائنين . وبالعكس من ذلك نجد أن الأموال التي تستخدم في سبيل النفقات الرأسمالية ستبقى في المنشأة لعدد من السنين قد يطول . وبعبارة أخرى ، فإن الخطط المالية لا ينبغي أن تقتصر على تحديد المقادير اللازمة من الأموال ، بل يجب أيضاً أن تحدد الفترات الزمنية التي يحتاج خلالها إلى هذه الأموال ، وبالتالي وعلى أساس الخطط المالية التي تم ترميمها في الميزانية التقديرية النقدية والميزانية التقديرية الرأسمالية ينبغي أن تكون قادرین على إعداد تقييمات للأصول المختلفة . التي ستظهر في مشروع العيزانية العمومية .

إن معرفة مقدار الأموال اللازمة وكذلك الفترة الزمنية التي سيحتاج خلالها إلى هذه الأموال ، ما هي في الحقيقة إلا الخطوة الرئيسية الأولى . فالأآن يجب تحديد أنواع الأموال المراد الحصول عليها مقابلة هذه الاحتياجات . فمثلاً ، قد

يظهر من قائمة الدخل المتوقع أن عمليات المنشأة خلال الفترة المقبلة ستنتج في تحقيق بعض الأرباح ، هل يجب الإحتفاظ بهذه الأرباح داخل المنشأة لإعادة استثمارها أم نقوم بتوزيعها على المالك ؟ وفي حالة الإحتفاظ بهذه الأرباح هل تكفي لمقابلة الاحتياجات المالية للمنشأة أم ينبغي الحصول على أموال إضافية من خارج المشروع ؟ ويمكن الحصول على هذه الأموال الإضافية عن طريق الاقتراض من الغير وأيضاً عن طريق أصحاب المشروع . وفي الواقع نجد أن الملكية ( الأموال التي يقدمها أصحاب المشروع ) والاقتراض ( الأموال التي يفترضها المشروع من الغير ) هما النوعين الرئيسيين للتمويل . والمشكلة المالية الأساسية في هذا المجال وبالنسبة لأي مشروع ، هي العثور على الخليط المناسب من هذين النوعين . ولذا سيكون الغرض الأساسي من هذا الفصل هو الإلعام بالعوامل والإعتبارات التي تحدد هذا الخليط ، أي التي تحدد نسبة كل من الملكية والاقتراض في الهيكل المالي . ومتى عرفنا أنواع الأموال التي نبحث عنها ، فإن خطواتنا التالية ستكون الدراسة التفصيلية للمصادر التي يمكن استخدامها للحصول على هذه الأنواع من الأموال . وهذه الدراسة ستغطي بقية فصول هذا الباب .

## أنواع الأموال المتاحة

مما سبق يتضح أن كل منشأة يكون أمامها الإختيار بين نوعين أساسيين من الأموال هما : الاقتراض والملكية . وبالرغم من أننا سنقوم في الفصول القادمة بمناقشة الأشكال الرئيسية لكل من الاقتراض والملكية . إلا أنه من الضروري أن نلاحظ الخصائص الأساسية لكل منها في هذه النقطة من الدراسة ، وتدور الخصائص المميزة لكل منها حول أربعة نقاط هي : ميعاد الاستحقاق ، الدخل ، الأصول ، والإدارة . ولتناول كل نقطة من هذه النقاط شيء من الشرح .

## ١ - الاستحقاق :

للقرض أجل معين ، ومن ثم ينبغي سداده في تاريخ معين يتم الاتفاق عليه بين المنشأة ودائنيها . ويقوم التمييز بين القروض القصيرة ، والمتوسطة ، والطويلة على أساس الفترة المنصوص عليها في عقد المديونية . وبالتالي فالقروض قصيرة الأمد هي تلك القروض التي تستحق السداد خلال سنة واحدة ، والقروض متوسطة الأجل هي التي تستحق السداد خلال فترة من سنة إلى ١٠ سنوات ، بينما القروض طويلة الأجل فهي التي تستحق السداد خلال فترة زمنية تزيد عن العشر سنوات . ولا شك أن هذا التقسيم اعتباطي ، ولكن هناك إجماع على قوله . وإذا لم يسدد القرض عندما يحل ميعاد استحقاقه ، فقد يستولي الدائنين على الأصول أو يجبرون المنشأة على التصفية .

أما أموال الملكية فليس لها تاريخ إستحقاق . لأن المالك عندما يستمرون في المشروع لا يحدث إنفاق ينص على استردادهم لهذه الأموال المستمرة في تاريخ معين . فهذه الأموال تعتبر من قبيل الإستثمار الدائم في المشروع وذلك خلال فترة حياته ، ولكن هذا لا يعني أن هذا الإستثمار من النوع المؤبد . فإذا رغب المالك في إسترداد أمواله المستمرة فعليه إما الحصول على مشتري لشراء حصته أو نصيه في المشروع ، وإما تصفية المنشأة . أما مسألة استرداد المالك لاستثماره المبدئي بالكامل فهذا يتوقف على حالة ومركز المنشأة وعلى مقدرة المالك على المساومة .

## ٢ - الدخل :

وفيما يتعلق بالدخل توجد ثلاثة مظاهر . تميز الاقتراض عن الملكية وهي : الأولوية ، والتأكد ، والمقدار .

١ - الأولوية : يتمتع الدائنين بأسبقية على المالك فيما يتحققه المشروع من دخل . فيجب أولاً مقابلة جميع الإلتزامات التي تقع على المنشأة نحو دائنيها ، وفي بعض الحالات قد يضطر المالك إلى عدم سحب الأرباح إذا

أدى هذا السحب إلى تهديد الأولوية التي يتمتع بها الدائنو.

وبينما يتمتع الدائنو بأسبقية على جميع أنواع الملكية ، فإننا نجد أن المالك أصحاب الإمتياز يتمتعون أيضاً بأسبقية على المالك الباقين . والمالك الممتازون هم الشركاء الموصون في شركات الأشخاص ، وحملة الأسهم الممتازة في الشركات المساهمة . أما المالك الباقون وهم الشركاء المتضامنون في شركات الأشخاص وحملة الأسهم العادية في الشركات المساهمة - فيلاحظ أن هذه الفتة الأخيرة لا تحصل على دخلها (أرباحها) إلا بعد التوزيع على حملة الأسهم الممتازة .

ب - التأكيد : إذا تعهدت المنشأة بدفع فائدة على قروضها ، فيجب عليها دفع هذه الفائدة بغض النظر عن مستوى أرباحها وإلا تعرضت للإجراءات القانونية . فالفائدة على الأموال المقترضة تعتبر من الالتزامات الثابتة ، بينما نجد أن ما يدفع للملك يطلق عليه إسم « مسحوبات » في حالة المشروع الفردي وشركات الأشخاص ، ويسمى « توزيعات » في حالة الشركات المساهمة . وتحدث المسحوبات حسب رغبة المالك أو الشركاء ، بينما يقرر التوزيع في حالة الشركات المساهمة مجلس الإدارة أو الجمعية العمومية .

ج - المقدار : إن الدخل الذي يحصل عليه الدائنو يتحدد بمقدار معين ثابت . فالبنك مثلاً يستلم ١٦٪ على ما يقدمه من قروض للمنشأة لا أكثر ولا أقل وبغض النظر عن مقدار الأرباح (أو الخسائر) التي تتحققها المنشأة . وفي مقابل الأولوية التي يتمتع بها حملة الأسهم الممتازة فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة فإنهم عادة يرتكبون تحديد مقدار دخلهم السنوي . فمثلاً لو كانت هناك أسهم ممتازة تحمل كوبوناً يبلغ ٢ جنيه ، وحققت الشركة أرباحاً مرتفعة فإنها ستدفع لهذه الأسهم هذا الكوبون فقط . وما يتبقى بعد ذلك من أرباح يمكن توزيعه على الأسهم العادية . ومن ثم فإن حملة الأسهم العادية لا

يتحدد نصيبهم في الأرباح بمقدار معين ، بل إننا نجد أن هذه الأرباح الباقيه تتغير من سنة لأخرى ، وبالتالي فليس هناك سبب يجعل الملاك الباقيين ( حملة الأسهم العاديه ) يتوقعون الحصول على توزيعات منتظمه .

### ٣ - الأصول :

من النادر أن نجد الدائنين والملاك يستمرون أموالهم في مشروع لغرض الاشتراك في إقتسام أصوله عند تصفيه النهائيه . أما الهدف من الإستثمار فهو عادة الرغبة في الحصول على الدخل بأشكاله المختلفة . وبالتالي نجد أن الدخل هو العامل الرئيسي الذي يهتم به كل المستثمرين . ولكن هذا لا يمنع من أن الأصول تصبح ذات أهمية كبرى في حالة وقوع المنشأة في المتابع ومواجهتها للصعوبات ، وخاصة عند القيام بتصفية الأصول . وفي هذه الحالة الأخيرة تعتبر حقوق الدائنين من الحقوق الأولى الممتازة التي يتعين على المنشأة مقابلتها قبل دفع أي شيء بالمرة للملاك ، كما أن حقوق الملاك الممتازين عادة ما تسبق حقوق الملاك الباقيين . وفي مقابل هذا المركز الممتاز وهذه الأولوية يحصل الدائنوون على أموالهم فقط ولا يضاف إليها إلا الفوائد التي تدفع . كما أن الملاك الممتازين لا يحصلون عادة إلا على مقدار يعادل بالتقريب إستثمارهم الأصلي . ويأتي أخيراً الملاك الباقيون ( حملة الأسهم العاديه ) والذين يحصلون على ما تبقى من عملية تصفية الأصول . وغالباً لا يشترك مثل هؤلاء الملاك في قيمة الأصول لأنه لن يتبقى لهم شيء بالمرة عند التصفية تحت هذه الظروف غير الطبيعية .

### ٤ - الادارة والسيطرة :

ليس للدائنين أي صوت مباشر في إدارة المنشأة وذلك رغم أنهم قد يشترطون بعض الشروط المعينة في عقد الإقراض مما يؤدي إلى وضع بعض القيود على نشاط الإدارة ، فمثلاً قد يشترط البنك الدائن على المنشأة المدينه أن تحافظ على نسبة تداول معينة ، أو لا يقل رصيدها النقدي عن حد معين ،

أو تتبع سياسة على جانب كبير من التحفظ عند توزيع الأرباح . وحتى بدون وجود مثل هذه الإنفاقات المكتوبة ، يمكن للدائنين تحقيق درجة من السيطرة على المشروع نظراً لأن المنشأة لن تتوقع استمرار مساعدتهم إذا فشلت الإدارة في عملها . حفأ إن الدائنين لا يمكنهم تغيير الإدارة في حالة عجزها وعدم مقدرتها على إدارة شئون المنشأة بطريقة مرضية ، ولكن يمكنهم التوقف عن مدتها بما تحتاجه من القروض .

وعادة لا يشترك المالك أصحاب الامتياز في إدارة المنشأة ، ومن ثم تصبح الإدارة من مسؤولية المالك الباقين . ففي حالة الشركات المساهمة يقوم حملة الأسهم العادية بانتخابأعضاء مجلس الإدارة الذين يقومون بدورهم بتعيين الجهاز الإداري . وفي المشروع الفردي وشركات الأشخاص فمن المعتاد أن يكون المالك هم الذين يقومون بأعباء الإدارة . ولا شك أنه من المنطق أن تكون السيطرة والادارة في أيدي المالك الباقين . فنظراً لأنهم يحصلون على ما تبقى من الدخل وكذا ما يتبقى من قيمة الأصول ، فإن الأخطار التي يتعرضون لها تفوق بكثير تلك الأخطار التي يقابلها الدائنين أو المالك أصحاب الامتياز . وليس من المتوقع إطلاقاً أن يقوم هؤلاء المالك باستثمار أموالهم في المشروع تحت مثل هذه الشروط إلا إذا كانت لديهم القوة الكافية للسيطرة على المشروع وإدارته .

والآن بعد المناقشة السابقة لأهم الخصائص المميزة للنوعين الأساسيين من الأموال ، يمكننا تصنيف أنواع الأموال المتاحة للمشروع كالتالي :

١ - الإقراض ويكون من :

أ - القروض قصيرة الأجل .

ب - القروض متوسطة الأجل .

ج - القروض طويلة الأجل .

٢ - الملكية وتكون من :

ا - الملك الممتازين .

ب - الملك الباقين : الاصدارات المالية  
الارباح المحجوزة .

ويمكن أيضاً تقسيم الأنواع الأساسية للتمويل إلى قسمين رئيسيين هما :

١ - التمويل قصير الأجل : ويكون من القروض قصيرة الأجل والقروض  
متوسطة الأمد .

٢ - التمويل طويل الأجل : ويكون من القروض طويلة الأجل والملكية  
بنوعيها .

## العوامل المحددة لأنواع الأموال المستخدمة

لو نظرنا إلى الهيكل المالي لعدد كبير من المشروعات التي تتسمi  
لصناعات مختلفة لوجدنا إختلافات واسعة في مكونات هذا الهيكل المالي .  
فتلاحظ أن بعض المشروعات يعتمد إعتماداً يكاد أن يكون كلياً على أموال  
الملكية لتمويل أصوله وإحتياجاته المالية ، بينما نجد أن البعض الآخر من هذه  
المشروعات يتسع توسيعاً كبيراً في استخدام الأموال المقترضة بأنواعها  
المختلفة . ومن ثم يواجهنا الآن سؤال منطقي يتعلق بالأسباب التي تؤدي إلى  
وجود مثل هذه الإختلافات الملحوظة .

ويمكن الوصول إلى إجابة السؤال السابق عن طريق مناقشة وفهم  
العوامل التي ينبغيأخذها في الإعتبار عند تحديد أنواع الأموال التي  
ستستخدمها المنشأة . وتنطوي عملية تحديد أنواع الأموال المستخدمة على  
عدد من العوامل المعينة ، والتي غالباً ما تكون متنازعة . ونظراً لأن لكل منشأة  
ظروفها الخاصة التي تختلف عن ظروف غيرها من المشروعات ، فإن الوزن  
الذي يعطى لهذه العوامل عند إتخاذ قرار التحديد لا يتميز بالثبات بل ينقلب

ويتغير تبعاً للحالة الاقتصادية العامة ، وحالة الصناعة ، وحالة الشركة نفسها .  
يضاف إلى ذلك أن إدارة المنشأة لا تتمتع بحرية كاملة عند اتخاذها للقرار  
المتعلق بتحديد المزيج الذي يكون هيكلها المالي ، أي تحديد نسبة كل من  
الاقتراض والملكية . فهذه الحرية يقيدها ويحدوها مدى توافر الأنواع المختلفة  
من الأموال التي ترغبها الإداره . فرغم أن إدارة المشروع قد تقرر رغبتها في  
التوسيع في استخدام الأموال المقترضة لتمويل إحتياجاتها ، إلا أن موردي هذه  
الأموال قد تكون لهم نظرة مختلفة . فمثل هذا التوسيع قد ينطوي في نظرهم  
على أخطار بالغة يتعرض لها الدائنون ، ومن ثم يمتنعون عن تقديم ما تحتاجه  
المنشأة من قروض إضافية . وبالتالي فإن النتيجة التي يجب استخلاصها من  
هذا ، هي أن الخطط النهائية التي تضعها إدارة المشروع على ضوء هذه  
العوامل المحددة غالباً ما ينطوي على التوفيق بين رغبتها وبين الشروط والقيود  
التي يضعها موردو الأموال .

وأهم العوامل التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة هي الملاعة ،  
الدخل ، الخطر ، السيطرة ، المرونة ، والتوقيت . وفيما يلي ستناول بالشرح  
كل عامل من هذه العوامل الرئيسية .

## ١ - الملاعة

يشير هذا العامل إلى مدى ملاءمة أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة  
الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها . أي بعبارة أخرى ، أن الأموال التي  
تحصل عليها المنشأة يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة  
ومتماشية مع طبيعتها . فمثلاً لو نظرت الإدارة إلى ميزانيتها التقديرية النقدية  
لوجدت أنها تنطوي على خطط مالية لمقابلة التوسيع الموسمي في المخزون  
والذمم وغيرها من الأصول المتداولة كما أنها تشتمل أيضاً على خطط تتعلق  
بشراء بعض الأصول الثابتة ، ومثل هذه المدفوعات الأخيرة لا شك أنها مشتقة  
من الميزانية التقديرية الرأسمالية . ولغرض الشرح قمنا بوضع هذه الخطط

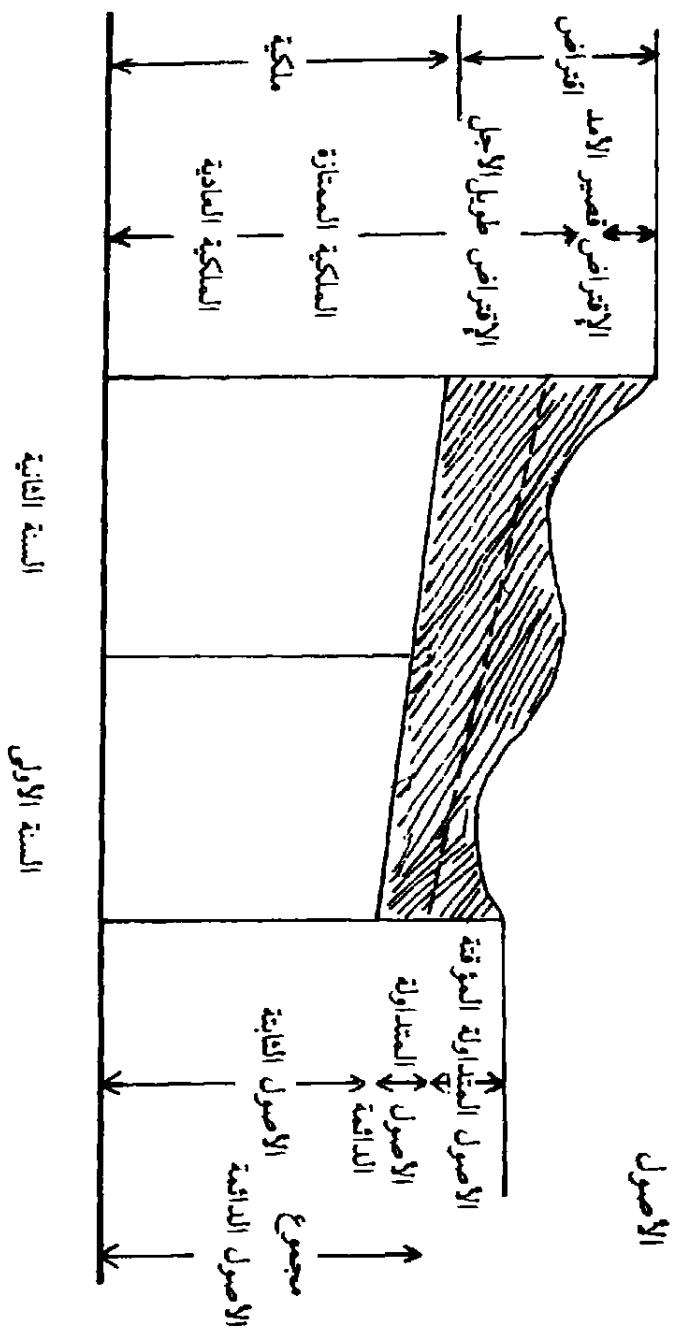
المالية السابقة في شكل رسم بياني يظهر في النموذج رقم ١٠ - ١ . ويلاحظ أن المساحة البيضاء (غير المظللة) في هذا الشكل تمثل المستويات المرسومة للأصول الثابتة خلال الستين القادمتين بينما المساحة المظللة تمثل المستويات المخططة للأصول المتداولة .

إن مجرد النظر إلى هذا الرسم البياني يبين لنا بوضوح أن خطط هذه المنشأة تشير إلى نشاط متواضع ، وأنها ستحتاج إلى مقدار أكبر من الأصول الثابتة والأصول المتداولة . كما يتضح أيضاً من هذا الرسم أن هذه المنشأة ستظل في حاجة إلى أصول متداولة حتى في غير موسم النشاط . ومعنى هذا أن المشروع يكون في حاجة مستمرة إلى أصول متداولة ، وبالتالي لا يمكننا أن نتصور إستمراره في العمل دون أن تكون لديه نقدية أو ذمم أو مخزون سلعي . وبالتالي فإن بعض ما يطلق عليه اسم «أصول جارية أو متداولة» هو في حقيقة الأمر «أصول ثابتة» ، بمعنى أنها ستظهر بصفة ثابتة ودائمة في الميزانية العمومية ، ولن تخفي إلا باختفاء المشروع نفسه . ويظهر هذا الجزء الثابت من الأصول المتداولة في المساحة بين الخط المتصل الذي يفصل الأصول المتداولة عن الأصول الثابتة والخط المتقطع الذي يلامس أدنى نقطتين في المنحنى والذي يوضح الحد الأدنى من الأصول المتداولة المستخدمة . وكلما توسيع المنشأة كلما إحتاجت إلى المزيد من الأصول المتداولة «الدائمة» . فهي تحتاج إلى المزيد من المخزون السلعي لضمان التسليم إلى العملاء ، كما أن الزيادة في المبيعات ستؤدي آلياً إلى ارتفاع الذمم ، ومن المحتمل أن يتطلب هذا التوسيع رصيداً أكبر من النقدية . حقاً أن مثل هذا التمييز الواضح والقاطع بين الأصول الدائمة والأصول المؤقتة لا نجد له في الحياة العملية . ولكن هذا لا يعني أن مثل هذا التمييز لا وجود له فهو قائم بالفعل في الحياة العملية ، و يؤثر على أنواع الأموال التي تزيد المنشأة الحصول عليها لتمويل هذه الاحتياجات .

ويمكن القول أنه كقاعدة عامة ينبغي تمويل الأصول الدائمة بما في ذلك

النموذج رقم (١٠ - ١)  
الصلة بين العاجة للأموال ونوع الأموال المستخدمة

الغصون ورأس المال



«الأصول المتداولة الدائمة» عن طريق «الأموال الدائمة» أي بواسطة القروض طويلة الأجل والملكية . أما تحديد النسبة المعينة بين الاقتراض والملكية فإنه يتوقف على عوامل أخرى ستكلم عنها فيما بعد .

ويرجع سبب تمويل الأصول الدائمة بواسطة الأموال الدائمة إلى مسألة التدفقات النقدية التي تحصل عليها من هذه الأصول . فمن المعروف أن الأصول الثابتة تقدم خدماتها خلال فترات زمنية طويلة . وعن طريق استخدام هذه الخدمات وبيع المنتجات تحصل المنشأة على تدفق نقداني داخل يشتمل على استرداد لجزء من الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة (الاهمالك) . ونظراً لطبيعة هذه الأصول الثابتة فإن عملية استرداد الأموال التي استثمرت فيها تكون عادة بطيئة . ويتربّ على ذلك أنه ليس من الحكمة بالمرة أن تعهد المنشأة للدائنين الذي يمول هذه الأصول بسداد قرضه بمعدل أسرع من المعدل الذي تحصل به على التدفقات النقدية المتولدة من هذه الأصول . وكما هو واضح فإن هذه العملية تتعلق بهدف المدير المالي الخاص بالسيولة . صحيح أننا في الحياة العملية لا نقوم بالتمييز بين الأصول الثابتة ، ثم توجيه التدفقات النقدية التي تتولد من أصول ثابتة معينة إلى دائنين معينين ، ثم توجيه التدفقات التي تتولد من أصول ثابتة أخرى إلى دائنين آخرين . فنحن ننظر إلى الأصول كلها كوحدة ، وليس كمفردات . ولكن هذا لا يغير من حقيقة أن الأصول الدائمة يجب أن يتم تمويلها عن طريق الأموال الدائمة ، أي القروض طويلة الأجل والملكية .

ومن الناحية الأخرى كلما ارتفعت نسبة الأصول المتداولة المؤقتة ، كلما زادت حاجة المنشأة إلى القروض قصيرة الأمد . ويلاحظ أن الاعتراض على مسألة استخدام القروض طويلة الأجل وأموال الملكية لتمويل الأصول المؤقتة يتعلق بهدف المدير المالي الخاص بالربحية . فعند انتهاء موسم النشاط حيث تأخذ النعم والمخزون السمعي في الانكماش ، فإن المنشأة تريد أن تكون قادرة على استخدام ما لديها من نقدية فائضة لسداد القروض . فإذا

كانت المنشأة قد مولت هذه الأصول بواسطة القروض طويلة الأجل ، فإنها ستستمر في دفع الفائدة على القروض في الوقت الذي لديها فيه أموال عاطلة في البنك . ولا شك أن هذا الوضع لا يساهم إطلاقاً في ربحية المشروع ، بل بالعكس يؤدي إلى تخفيض الأرباح . وقد يقال في هذا المجال لماذا لا تستخدم هذه المنشأة ما لديها من فائض النقدية لسداد جزء من قرضها طويل الأجل ؟ حقاً يمكن للمنشأة أن تعمل هذا ولكن ما هو الوضع لو لم تتمكن من الحصول على قرض طويل الأجل في الموسم القادم لتمويل حاجتها الموسمية . يضاف إلى ذلك أن هذه العملية تعتبر من العمليات مرتفعة التكلفة . ففي هذه الحالة على المنشأة أن تقوم بسداد جزء من القرض طويل الأجل في نهاية كل موسم ، ثم إصدار أو اقتراض أموال جديدة طويلة الأجل في بداية الموسم التالي .

أما لو قامت المنشأة بتمويل الأصول المتداولة المؤقتة بواسطة أموال المالك فإنها ستقابل نفس المشكلة . وبعد انتهاء الشاط الموسمي وانكماس المخزون السلعي والذمم سيأخذ الرصيد النقدي في الارتفاع . وهذه الارصدة النقدية العاطلة ستمثل استثماراً غير مربع بالمرة لأموال الملكية وبالتالي يصبح من أهم أغراض المدير المالي في هذه الحالة تمويل الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق قروض قصيرة الأجل تميز بالمرنة ، بحيث يمكن زيادتها أو إنفاصها تبعاً للنطقيات في حجم الأصول . وعلى أي حال ، ينبغي على المدير المالي أن يوازن بين هذا الغرض وبين أهمية الاعتبارات والعوامل الأخرى .

## ٢ - الدخل

رأينا في الفصل الثاني أن المدير المالي قد يمكنه عن طريق استخدام أموال الغير أن يرفع معدل العائد على استثمار المالك ، وفي ميدان التمويل يطلق على هذه العملية إصطلاح « المتاجرة بالملكية *Trading on the Equity* » أو « الرفع المالي *Financial Leverage* ». فالمتاجرة بالملكية هي الإستعانة

برؤوس أموال الغير لمساعدة رؤوس أموال أصحاب المشروع في تمويل الإحتياجات المالية الازمة . ونظراً لأن أصحاب المشروع يكونون حقهم في الدخل المتحقق غير محدد ، فإن عملية الرفع المالي تحدث كلما حصل المشروع على أموال مقابل دفع عائد محدد ، سواء كان هذا العائد فائدة على قرض أو كوبون على أسهم ممتازة . ورغم أن بعض المحللين الماليين يستبعدون القروض قصيرة الأجل عند الكلام على المتاجرة بالملكية ، إلا أن هذه القروض لها نفس تأثير القروض طويلة الأجل .

وأحد الأهداف الرئيسية لخطفط أنواع الأموال التي مستخدم في الهيكل المالي هو تحقيق دخل مرتفع للملوك الباقيين . وعند الكلام عن موضوع الربع (في الفصل الثاني) ذكرنا أننا نحاول تحقيق أكبر قوة إيرادية ممكنة للمنشأة ، ثم بعد ذلك نحاول تنظيم تمويل الإحتياجات المالية للمنشأة بشكل يمكننا من تحويل هذه القوة الإيرادية إلى أكبر معدل عائد ممكن لأصحاب المنشآة . ولكن نظراً لأن المتاجرة بالملكية قد تكون مرضية أو غير مرضية ، فينبعى علينا الحكم على مدى استخدامها لها عن طريق دراسة الإيرادات للسهم العادي الواحد تحت مسئوليات مختلفة للدخل وعند استخدام نسب متنوعة للأقتراض والملكية .

وعند تحديد التأثيرات الإيرادية الناتجة عن تغير نسب المزج بين الأقتراض والملكية يهمنا معرفة نقطتين على جانب كبير من الأهمية وهما :

١ - عند أي مستوى من الإيرادات قبل دفع الفائدة يكون مقدار الإيرادات للسهم الواحد هو نفس المقدار بغض النظر عن المزيج المستخدم ؟ أي بعبارة أخرى ، ما هي نقطة السواء (عدم الاهتمام) ؟

٢ - باستخدام نسب مزج مختلفة بين الأقتراض والملكية فما هي سرعة تغير الإيرادات للسهم نتيجة للتقلبات في مستوى الإيرادات قبل دفع الفائدة ؟

أو بعبارة أخرى ، كيف تؤثر درجة المتاجرة بالملكية على الإيرادات للسهم ؟

### نقطة التعادل :

افترضنا في الجدول رقم ١٠ - ١ أن هناك شركة مساهمة تحتاج إلى مبلغ قدره مليون جنيه . ثم افترضنا أيضاً أن هذه الشركة يمكنها تمويل هذا المبلغ بواسطة أسهم عادية أو بواسطة مزيج من الأسهم العادية والسنداط التي تحمل سعر فائدة ٥٪ . وبالتالي تواجه الشركة عند عملية التمويل ثلاثة بدائل هي :

- (ا) ٦٠٪ عن طريق الأسهم العادية + ٤٠٪ عن طريق السنداط .
- (ب) ٨٠٪ عن طريق الأسهم العادية + ٢٠٪ عن طريق السنداط .
- (ج) ١٠٠٪ بواسطة الأسهم العادية .

وعلى أساس هذه الفرضيات السابقة يمكننا أن نلاحظ أنه عندما يكون مستوى الإيرادات قبل دفع الفائدة ٣٠٠٠٠ جنيه ، فإن الإيرادات للسهم الواحد تكون في أقصاها إذا حصلت الشركة على كل ما تحتاجه من أموال عن طريق الأسهم العادية فقط ، وعند مستوى إيرادات قبل دفع الفائدة قدره ٦٠٠٠ جنيه ، فإن الإيرادات للسهم الواحد تبلغ أقصاها إذا حصلت الشركة على احتياجاتها المالية عن طريق مزيج يتكون من ٦٠٪ أسهم عادية و ٤٠٪ سنداط .

ويوضع المعلومات التي يتضمنها الجدول رقم ١٠ - ١ على خريطة تحصل على النموذج رقم ١٠ - ٢ الذي يبين الإيرادات لكل سهم من الأسهم العادية تحت مستويات مختلفة للدخل وينسب متنوعة للمزيج بين الاقتراض والملكية . وعند دراسة هذه الخريطة ينبغي أن نأخذ في الحسبان أننا في هذا المثال افترضنا ثبات عاملين هما :

الجدول رقم ( ١٠ - ١ )

تأثير المتاجرة بالملكية على الايرادات للسهم ( بالجنيهات )

---

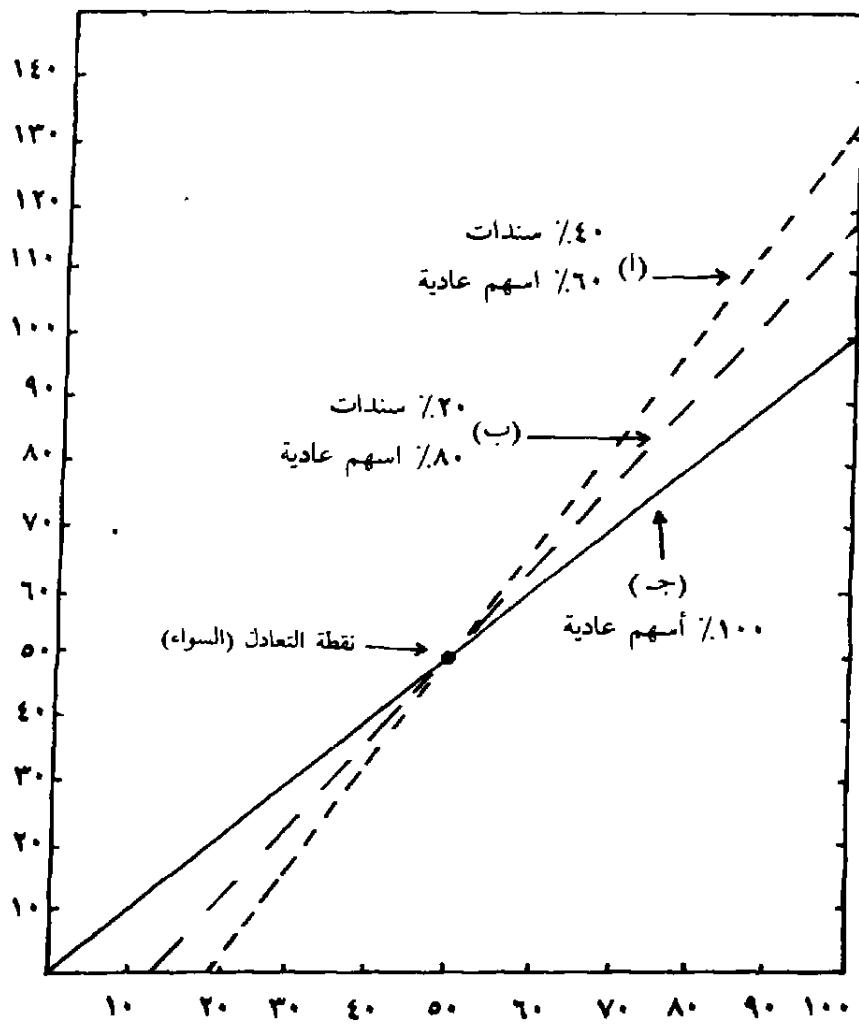
**مصادر الأموال**

<u>أ</u>	<u>ب</u>	<u>ج</u>	
٤٠٠٠	٢٠٠٠		سندات ٥%
٦٠٠٠	٨٠٠٠		أسهم عادية ( القيمة الاسمية للسهم ١ ج )
١٠٠٠	١٠٠٠	١٠٠٠	المجموع

**الايرادات للسهم**

٣٠٠٠	٣٠٠٠	٣٠٠٠	الايرادات قبل دفع الفائدة
.	١٠٠٠	٢٠٠٠	فائدة السندات
<u>٣٠٠٠</u>	<u>٢٠٠٠</u>	<u>١٠٠٠</u>	الايرادات بعد الفائدة
<u>٣٠٠٠</u>	<u>٨٠٠٠</u>	<u>٦٦٦</u>	الايرادات للسهم = $\frac{\text{الايرادات بعد الفائدة}}{\text{عدد الاسهم}}$
<u>٣٠٠٠</u>	<u>٢٥٠</u>	<u>٢٥٠</u>	و ٣٠٠ و ٢٥٠
<u>١٠٠٠</u>	<u>٨٠٠٠</u>	<u>٦٠٠</u>	
<u>٦٠٠</u>	<u>٦٠٠</u>	<u>٦٠٠</u>	الايرادات قبل دفع الفائدة
.	١٠٠٠	٢٠٠٠	فائدة السندات
<u>٦٠٠</u>	<u>٥٠٠</u>	<u>٤٠٠</u>	الايرادات بعد الفائدة
<u>٦٠٠</u>	<u>٨٠٠٠</u>	<u>٦٦٦</u>	الايرادات للسهم = $\frac{\text{الايرادات بعد الفائدة}}{\text{عدد الاسهم}}$
<u>٦٠٠</u>	<u>٦٠٠</u>	<u>٦٢٥</u>	و ٦٠٠ و ٦٠٠
<u>١٠٠٠</u>	<u>٨٠٠٠</u>	<u>٦٦٦</u>	
<u>٧٠٠</u>	<u>٧٠٠</u>	<u>٧٠٠</u>	النسبة المئوية للزيادة في الايرادات
<u>٧٠٠</u>	<u>٧٠٠</u>	<u>٧٠٠</u>	قبل دفع الفائدة
<u>٧٠٠</u>	<u>٧١٥٠</u>	<u>٧٣٠٠</u>	النسبة المئوية للزيادة في الايرادات
<u>٧٠٠</u>	<u>٧٠٠</u>	<u>٧٠٠</u>	بعد دفع الفائدة ، وللسهم الواحد

النوع رقم (٢ - ١٠)  
تحليل المتاجرة بالملكية



- (١) مقدار الأموال التي ستحصل عليها الشركة (مليون جنيه) .
- (٢) سعر الفائدة على السندات (٪ ٥) .

وتحت أي بديل من البدائل الثلاثة الخاصة بالمزيج بين الإقراض والملكية ، تكون نقطة السواء (عدم الاهتمام) عند إيرادات قبل دفع الفائدة

تبلغ ٥٠٠٠ جنية . فعند هذا المستوى تكون الإيرادات للسهم الواحد ٥٠٠ مليماً وذلك بغض النظر عن نسب المزيج . وأعلى هذا المستوى من الدخل ، تكون الإيرادات المتاحة للسهم العادي أكبر لو أصدرت الشركة سندات تحمل سعر فائدة ٥ % ، وأسفل هذا المستوى من الدخل ، يكون دخل ملاك الشركة أكبر إذا لم تستخدم الشركة أية سندات . وهذا الكلام من السهل فهمه ، فإذا كانت إيرادات قدرها ٥٠٠٠ جنية قبل دفع الفائدة تمثل في الواقع عائدًا يبلغ ٥ % على مجموع الأموال المستخدمة (مليون جنية) . وبالتالي ، إذا لم تصل إيرادات الشركة إلى هذا المستوى ، فإن الشركة ستدفع إلى حملة السندات مقابل استخدام أموالهم عائدًا يفوق العائد الذي تتحققه هي من إستثمارها . ومن ثم يلحق الضرر ب أصحاب الشركة (حملة الأسهم العادية) . وفي هذه الحالة تكون المتاجرة بالملكية غير مرضية (غير موافقة) . ولكن أعلى نقطة السواء تتحقق الشركة عائدًا يفوق العائد الذي تلتزم بدفعه لحملة السندات ، ومن ثم يستفيد حملة الأسهم العادية . وهنا تكون عملية المتاجرة بالملكية عملية مرضية (موافقة) .

وإذا كان الاحتمال يبدو كبيراً (أكثر من ٥٠ %) فإن الإيرادات قبل دفع الفائدة ستزيد عن ٥٠٠٠ جنية خلال معظم الفترة التي ستكون فيها السندات موجودة بالفعل ، فقد تقرر الشركة أنه من المرغوب فيه من وجهة نظر دخل الملاك استخدام القروض (السندات) أي المتاجرة بالملكية . ولكن مثل هذا القول لا يكفي لأنه لا يدلنا على القدر الواجب استخدامه من المتاجرة بالملكية . وبالتالي تثار عدة أسئلة مثل هل هناك احتمال في أن الإيرادات قبل دفع الفائدة ستزيد عن ٥٠٠٠ جنية ، وهل هذا الاحتمال ٥٥ % أو ٨٠ % أو ٢٠ % هل الاحتمال كبير في أن مستوى إيرادات الشركة سيكون أكثر من ٥٠٠٠ جنية بالكاد ، أم أن الاحتمال الكبير هو أن يصل هذا المستوى إلى ٧٠٠٠ جنية أو أكثر ؟ وبالرغم من أن الإجابة على هذه الأسئلة لا يمكن تحديدها بدقة كاملة ، إلا أنه من الضروري بذل كل جهد ممكن لمحاولة

الإجابة عليها والوصول إلى بعض الخلاصات العامة . ومثل هذه التقديرات لها أهميتها نظراً لأن درجة المتاجرة بالملكية التي ينبغي استخدامها ترتبط كل الإرتباط بمدى إحتمال زيادة الإيرادات قبل دفع الفائدة عن مبلغ الـ ٥٠٠٠ جنية ، وأيضاً بمقدار هذه الزيادة المتوقعة .

### درجة الرفع المالي (أو المتاجرة بالملكية)

يمكن تعريف درجة الرفع المالي عند نقطة ما بأنها نسبة المئوية للزيادة في الإيرادات للسهم الواحد إلى النسبة المئوية للزيادة في الإيرادات قبل دفع الفائدة . ولو رجعنا إلى الجدول رقم ١ - ١ لوجدنا أنه في الحالة (أ) . عندما يتم التمويل بواسطة ٦٠٪ أسهم عادية و ٤٠٪ سندات - حدثت زيادة في الإيرادات للسهم قدرها ٣٠٠٪ نتيجة لزيادة قدرها ١٠٠٪ في الإيرادات قبل دفع الفائدة . وبالتالي يمكن تحديد درجة الرفع المالي كالتالي :

$$\text{درجة الرفع المالي عند } \frac{\text{النسبة المئوية للزيادة في الإيرادات للسهم}}{\text{٣٠٠٠ جنية إيرادات}} = \frac{\text{النسبة المئوية للزيادة في الإيرادات قبل دفع الفائدة}}{\text{قبل دفع الفائدة}} = \frac{٪ ٣٠٠}{٪ ١٠٠} =$$

وبعبارة أخرى ، أنه عند هذه النقطة (إيرادات قبل دفع الفائدة = ٣٠٠٠ جنية ) يكون معدل الزيادة في الإيرادات للسهم ٣ أمثال معدل الزيادة في الإيرادات قبل دفع الفائدة . ونظراً لأن هذه العلاقات من نوع الخط المستقيم ، فإن القول السابق يكون صحيحاً لأي نسبة مئوية للزيادة في الإيرادات قبل دفع الفائدة . وبالتالي فإن زيادة قدرها ٢٠٪ في الإيرادات قبل دفع الفائدة سيتتج عنها زيادة قدرها ٦٠٪ في الإيرادات للسهم ، و ٣٠٪ زيادة

في الإيرادات قبل الفائدة ستؤدي إلى ٩٠٪ زيادة في الإيرادات للسهم وهلم جرا .

ولكي نتجنب الجهد الكبير الذي يجب بذله لاعداد جداول مثل الجدول رقم ١٠ - ١ لتحديد درجة الرفع المالي (أو المتاجرة بالملكية) ، يمكننا استخدام المعادلة البسيطة الآتية :

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{ي}{ي - ف}$$

حيث «ي» = الإيرادات التي تتحققها الشركة قبل دفع الفائدة عند النقطة التي ستحسب عنها درجة الرفع المالي ، أما «ف» فهي تعادل مقدار الفائدة بالجنيهات . وباستخدام الأرقام السابقة والمستقة من الجدول رقم ١٠ - ١ نحصل على الآتي :

$$\text{درجة الرفع المالي} \\ \text{عند ٣٠٠٠ جنبيه إيرادات} = \frac{٣٠٠٠٠}{\frac{٣٠٠٠}{١٠٠٠} - \frac{٣٠٠٠}{٢٠٠٠}} = \frac{٣٠٠٠}{٠٣} = ٣ \\ \text{قبل دفع الفائدة}$$

أو بعبارة أخرى ، أن المعادلة أعلاه تبين لنا أن درجة الرفع المالي (المتاجرة بالملكية) عند نقطة ما هي عبارة عن نسبة الإيرادات قبل دفع الفائدة إلى الإيرادات المتبقية بعد سداد الفائدة .

ونظراً لأن مقدار الفائدة المدفوعة هو المحور الذي ترتكز عليه عملية الرفع المالي ، فإن الزيادة في هذا الإلتزام مع بقاء الأرباح قبل دفع الفائدة على حالها تؤدي إلى زيادة درجة المتاجرة بالملكية والعكس صحيح . فمثلاً لو إفترضنا أن هذه الشركة إستخدمت مزيجاً من الأموال يتكون من : ٥٠٪ سندات + ٥٠٪ أسهم عادي ، فإن درجة الرفع المالي التي تظهر في المعادلة

ترتفع من ٣ إلى ٦ (  $٣٠٠٠٠ \div ٥٠٠٠$  جنيه ) بينما لو استخدمت السنديات في حدود ٢٠٪ فقط فإن درجة المتابعة بالملكية ستختفي من ٣ إلى ١,٥ (  $٣٠٠٠٠ \div ٢٠٠٠$  جنيه ) ، وإذا لم تكفل أرباح الشركة قبل الفائدة من تغطية مقدار الفائدة التي يجب عليها دفعها ، فإن درجة المتابعة بالملكية ستكون بالسالب ( لاحظ أنه لا يمكن تطبيق طريقة حساب درجة الرفع المالي في الحالات التي تكون فيها الإيرادات قبل دفع الفائدة بالسالب أي عندما تتحمل الشركة خسائر بدلاً من تحقيقها للأرباح ) .

وأخيراً ، ينبغي علينا أن نتبين إلى أن التحليل السابق كان مرتبطة إرتباطاً كاملاً بتأثير المزيج بين الاقتراض والملكية على «دخل» المالك الباقين (حملة الأسهم العادية في حالة الشركة المساهمة) . ومن ثم فإن العوامل أو الاعتبارات الأخرى قد تجعل من استخدام الرفع المالي عملاً غير مرغوب فيه.

### ٣ - الخطر

رأينا في مقدمة هذا الفصل أن المالك الباقين للمشروع يأتون في المؤخرة عند مطالبتهم لحقوقهم بالنسبة للدخل والأصول . ومعنى هذا أن أي فشل يتحقق بالمنشأة يكون المالك الباقون هم أول من يحس به . ففي هذه الحالة تتوقف مسحويات المالك وتتوقف توزيع الأرباح على المساهمين الباقين لضمان إستمرار الدفع للدائنين والملاك الممتازين . فملكية أصحاب المشروع هي التي تمتلك الانخفاض في الإيرادات وفي قيمة أي أصل من الأصول . ولكن أصحاب المشروع يهمهم الحصول على أكبر قدر ممكن من الدخل وعلى أكبر حصة ممكنة من المقبولات التي تأتي من بيع أو تصفية الأصول . وبالتالي كلما زاد عدد الناس الذين يتقدمون على المالك الباقين كلما زادت درجة الخطر التي يتعرض لها المالك ، أي يزداد خطر إحتمال عدم بقاء أي شيء لهم .

ولنحاول إيضاح هذه النقطة عن طريق استخدام بعض الأرقام التي تظهر في الجدول رقم ١٠ - ١ . ولفرض أننا نقوم بعملية إختيار بين تمويل احتياجاتنا عن طريق ٨٠٪ أسهم عادية أو ٦٠٪ أسهم عادية ، والباقي من المليون يمول عن طريق سندات تحمل سعر فائدة ٥٪ . ولقد سبق وأن رأينا أنه إذا كانت الإيرادات قبل الفائدة ٦٠٠٠٠ جنيه ، فإن الإيرادات للسهم الواحد من الأسهم العادية تكون ٦٢٥ مليوناً في حالة ٨٠٪ أسهم عادية و ٢٠٪ سندات وتكون ٦٦٦ مليوناً في حالة ٦٠٪ أسهم عادية و ٤٠٪ سندات . ولنحاول الآن أن ننظر إلى الخطير الذي يتعرض له المالك الباقون لو فشلت الشركة في تحقيق هذه الإيرادات للسهم . ففي حالة إصدار سندات بمبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه وبسعر فائدة ٥٪ فإن الإيرادات قبل دفع الفائدة يمكنها أن تنخفض ٣,٨٣٪ قبل أن تخفي الإيرادات المتاحة لحملة الأسهم العادية . وفي حالة إصدار سندات بمبلغ ٤٠٠٠٠٠ جنيه وبنفس سعر الفائدة ، فإن الإيرادات قبل الفائدة يمكن أن تنخفض ٧,٦٦٪ فقط قبل إحتفاء الإيرادات المتاحة للمالك الباقين . ويمكن توسيع العمليات الحسابية السابقة كالتالي :

الإيرادات قبل دفع الفائدة	٢٠٠٠٠ ج سندات	٤٠٠٠٠ ج سندات
فائدة السندات	٦٠٠٠٠ ج أسهم عادية	٨٠٠٠٠ ج أسهم عادية
مقدار الانخفاض في الإيرادات	٦٠٠٠ جنيه	٦٠٠٠ جنيه
قبل دفع الفائدة وقبل إنخفاض	١٠٠٠ جنيه	٢٠٠٠ جنيه
الإيرادات المتاحة لحملة الأسهم العادية	٥٠٠٠ جنيه	٤٠٠٠ جنيه
الإنخفاض كنسبة مئوية من	٧٨٣,٥٪	
الإيرادات قبل دفع الفائدة	٦٦,٧٪	

وفي بعض الحالات يزداد الخطر الذي يتعرض له الملك الباقون عن طريق الإلتزامات المتعلقة بضرورة قيام الشركة دورياً بسداد جزء من أصل

القرض القائم بالفعل . ولتقدير مدى الخطير الذي ينتج عن مثل هذه الاتفاques تقوم بمقارنة التدفقات النقدية السنوية الخارجة واللزامية للسداد ، مع التدفقات النقدية السنوية الداخلة والناتجة عن الأرباح ( بعد الضرائب ولكن قبل أي نفقات غير نقدية مثل الإهلاك ) .

ويؤدي استخدام الرفع المالي ( المتاجرة بالملكية ) أيضاً إلى زيادة خطر خسارة المالك الباقين لو انخفضت قيمة الأصول . وهذا يصدق بصفة خاصة في حالة تصفية الشركة . فإذا كان ٨٠٪ من الأصول يمول عن طريق المالك الباقين ، فإن مجموع الأصول يمكنه أن يفقد ٨٠٪ من قيمته قبل إختناء حق الملكية . أما إذا كان ٦٠٪ فقط من الأصول يمول بواسطة أصحاب المشروع ، فإن انخفاض قدره ٦٠٪ في قيمة مجموع الأصول سيترك لا شيء للملك الباقين . ومن ثم ، إذا لم تتمكن من الحصول إلا على ٤٠٠٠٠ جنيه من مجموع الأصول وقدره مليون جنيه عند بيعها في حالة الإفلاس ( وهذا محتمل جداً ) ، فإن هذا المبلغ بكامله سيذهب إلى حملة السندات ولن يحصل حملة الأسهم العادي على أي شيء بالمرة . وبالتالي يجب علينا أن نوازن بين « الدخل » المحتمل الناتج عن المتاجرة بالملكية و « الأخطار » المورونة في هذا النوع من التمويل .

#### ٤ - السيطرة والإدارة

تعتبر رغبة المالك الباقين في الاحتفاظ بسيطرتهم على الشركة من العوامل التي تلعب دوراً في تحطيط أنواع الأموال المستخدمة . ولقد ذكرنا في أول هذا الفصل أن الدائنين لا يكونون لهم صوت في اختيار الإدارة ، ونفس الكلام يصدق بالنسبة للملك الممتازين ، فلو حصلت الشركة على إحتياجاتها المالية عن طريق الدائنين أو الملك الممتازين فإن سيطرة المالك الباقين على الإدارة ستبقى كما هي دون مساس .

وبناء على الكلام السابق ، إذا كان الهدف الرئيسي للملك هو المحافظة على السيطرة ، فيبدو أنه من الأفضل الحصول على أية أموال إضافية عن طريق الدائنين أو المالك الممتازين . ولكن هذا لا يحدث دائماً . فلقد رأينا أن الشركة لو توسيع في الاقتراض إلى حد عجزها عن دفع الفائدة أو سداد الأصل ، فإن الدائنين قد يضعون أيديهم على أصول الشركة للحصول على حقوقهم . وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على الشركة لأنها ستختفي من الوجود . وبالتالي فقد يكون من الأفضل التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية ودخول بعض المالك الباقين الجدد ، وذلك بدلاً من فقد المشروع كله لو حدث التمويل عن طريق التوسيع الزائد عن الحد في الاقتراض .

## ٥ - المرونة

ويشير هذا العامل إلى المقدرة على تعديل مصادر الأموال إلى أعلى أو إلى أسفل تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجات إلى الأموال . ولقد سبق وأن أوضحنا أن القروض قصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال لكي تتمشى مع التقلبات الموسمية في الأصول المتداولة .

وأساسياً نحتاج إلى هذه المرونة حتى نتمكن من الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل عندما نحتاج إلى التوسيع أو الإنكماش في مجموع الأموال التي نستخدمها . والمرونة لا تقتصر على جعلنا قادرين على استخدام أنواع الأموال المتاحة أكثر من غيرها في وقت معين ، بل أنها تزيد أيضاً من قوتنا في المساعدة عند التعامل مع مورد محتمل للأموال . ولإيضاح هذه النقطة ، نفترض أننا توسعنا في الاقتراض في الماضي ، والآن نحتاج إلى بعض الأموال الإضافية . وبالرغم من توافر أموال الاقتراض في السوق وبأسعار فائدة على جانب كبير من الإنخفاض ، إلا أننا قد لا تكون قادرين على الحصول على أية أموال مفترضة . فالدائنوون المحتملون ينظرون إلى ميزانيتنا العمومية والتي

العلاقة بين أرباحنا وبين التزاماتنا الثابتة . وبالتالي فبدلاً من أن نكون قادرين على الاقتراض بشروط مرضية ، قد نجد أنفسنا مجبرين على الحصول على أموال الملكية في وقت قد تكون مثل هذه الأموال نادرة الوجود . يضاف إلى ذلك أن الموردين المحتملين لأموال الملكية قد يكتشفون الموقف الاضطراري الذي ننفقه ومن ثم يكون مركزنا في المسماومة ضعيفاً للغاية .

وقد تؤدي بعض الشروط المعينة في العقود الماضية مع الدائنين أو المالك الممتازين إلى تقييد مقدرنا الحالية في الحصول على الأموال الإضافية . فلو قمنا منذ عدة سنوات برهن أفضل ما لدينا من الأصول ، فإننا قد لا نتمكن حالياً من الاقتراض بضمانته هذه الأصول . يضاف إلى ذلك أننا قد لا نتمكن من الاقتراض كلياً ، لأن الدائن المحتمل لن يرضى أن يكون مركزه أقل ضماناً وأماناً من الدائن القديم الذي يتمتع بحماية أفضل أصولنا . أو أننا في الماضي تعهدنا للدائنين بأننا لن نفترض في المستقبل إلا في حدود مبلغ معين . إن مثل هذا التعهد وهذا الرهن سيؤديان بدون شك إلى إضعاف المقدرة على إجراء التعديلات في المستقبل .

ونحن لا نحتاج إلى عامل المرونة عند التوسيع فقط ، بل نحتاج إليه أيضاً في حالة الانكماش . فمثلاً قد نود التخلص من بعض الأصول المعينة واستخدام المتطلبات من بيعها لتخفيض خصومنا أو سداد الاستثمار الأصلي للمالك الممتازين . ونظراً لأن الأموال المقترضة يكون لها دائماً ميعاد استحقاق ، فإن هذا النوع من الأموال يقدم لنا هذا النوع اللازم من المرونة . ومن الناحية الأخرى ، قد لا نرغب في الانتظار إلى حين حلول ميعاد الاستحقاق للتخلص من هذا القرض . ومن ثم للحصول على المرونة اللازمة فلقد حاول أن نضع في عقد الاقتراض شرطاً يعطي لنا الحق في استدعاء القرض للسداد حسب رغبتنا ، وأن قبول الدائن لهذا الشرط أو عدم قبوله يتوقف على قوتنا في المسماومة وقت اجراء العقد .

## ٦ - التوقيت

ويرتبط عامل التوقيت إرتباطاً وثيقاً بعامل المرونة عند تحديد أنواع الأموال المستخدمة . فأخذ الآثار الهامة لعامل المرونة هو مقدرتنا على الإمساك بالفرص التي ستمكننا من تخفيف مجموع تكلفة أموال الاقتراض والملكية إلى أدنى حد ممكن وكثيراً ما تمكنت الشركات من الحصول على وفورات لها أهميتها عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل وخاصة خلال الدورات التجارية .

ورغم أهمية عامل التوقيت ، إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية . ففي بعض الأوقات تظهر الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبياً . وأحياناً قد توفر الأموال المقترضة الرخيصة ، ومع ذلك لا نستخدمها لتمويل احتياجاتنا المالية الإضافية ، نظراً لأنه من الضروري أن نحافظ على توازن سليم بين الاقتراض والملكية . وأحياناً قد يمنعنا الإتفاق المعقود مع حملة السندات الحاليين من إستبدال إصدار السندات الذي يحمل سعر فائدة مرتفع بإصدار آخر أقل تكلفة وبالتالي فإن التوقيت عند الحصول على الأموال يحدث داخل حدود يضعها توقيت الاحتياجات المالية ، ومدى المرونة اللازمة ، والقيود المنصوص عليها في العقود القائمة مع الدائنين والملاك .

## تقييم العوامل المحددة لأنواع الأموال

إن القرار الخاص بتحديد أنواع الأموال المستخدمة يمثل في الواقع عملية توفيق بين عوامل الملاءمة ، الدخل ، الخطر ، السيطرة ، المرونة ، والتغطية ، وفترض عادة أن هذا التوفيق يتم لمصلحة المالك الباقين للمشروع . ولكن الأمر الذي يهمنا في هذا المجال أن هذا التوفيق يحدث داخل نطاق بيئة معينة والتي تتكون من : (١) الحالة الاقتصادية العامة ، (٢)

الصناعة التي تسمى إليها الشركة و (٣) الشركة نفسها ، وغالباً ما تكون سيطرتنا على هذه البيئة محدودة جداً ، إن لم تكن معهودة في بعض الحالات . وسنحاول الآن أن نناقش باختصار المظاهر الرئيسية لهذا الإطار الذي ينبغي أخذه في الحسبان عند الوصول إلى الخطة المالية النهاية .

## ١ - الحالة الاقتصادية العامة

عندما نقوم الآن بوضع خطة مالية ، فإننا سنعيش مع هذه الخطة لفترة من الزمن . وبالتالي فإن أية خطة مالية لا بد وأن تنطوي على بعض التنبؤات للحالة الاقتصادية . ولا شك أنه من الأفضل القيام بهذه التنبؤات كجزء من عملية التخطيط المالي بدلاً من الافتراض بطريقة آلية إن الحالة الاقتصادية ستستمر كما هي في المستقبل .

(أ) مستوى النشاط التجاري : لو توقعنا أن مستوى النشاط التجاري سيرتفع ، فقد يعني هذا أن حاجتنا للأصول وللأموال التي تستهلك هذه الأصول ستتسع أيضاً ، ومن ثم فإن توقيع النمو السريع يجعل من الضروري جداً الإهتمام بعامل المرونة عند رسم الخطة المالية .

(ب) أسواق رأس المال : إن مدى توافر الأنواع المختلفة من الأموال وكذا تكلفة هذه الأنواع يمثلان أهمية بالغة بالنسبة لعامل الدخل وذلك عند تحديد أنواع الأموال التي ستستخدم . فلو شعرنا بأن تكلفة الأموال المقترضة ستزداد أو أن هذا النوع من الأموال سيصبح نادراً ، فلقد يدفعنا هذا إلى إتخاذ قرار برفع درجة المتابعة بالملكية في الحال . بينما لو توقعنا انخفاض أسعار الفائدة ، يشجعنا هذا التوقع على تأخير الإقراض مع الإهتمام بعامل المرونة حتى يمكننا الاستفادة من هذا الانخفاض لو حدث في المستقبل .

(ج) أسعار الضريبة : نظراً لأن الفائدة على القروض تعتبر من النفقات المسماة خصمها للأغراض الضريبية وذلك بعكس كوبونات الأسهم التي تعتبر توزيعاً للأرباح ، فإن ارتفاع أسعار الضريبة على أرباح الشركات سيشجع

على التوسيع في استخدام الأموال المقترضة وذلك من وجهة نظر عامل الدخل .

## ٢ - خصائص الصناعة

(أ) التقلبات الموسمية : تميل الصناعات التي تتعرض للتقلبات موسمية واسعة في مبيعاتها إلى أن تحتاج لنسب مرتفعة نسبياً من القروض قصيرة الأجل التي تمتاز بالمرونة . فمثل هذه الصناعات تهتم إهتماماً كبيراً بالإعتبارات المتعلقة بمدى ملاءمة هذا النوع من الأموال الأصول المراد تمويلها .

(ب) التقلبات الدورية : تتعرض مبيعات بعض المنتجات ( مثل السلع الكمالية ) للتقلبات نتيجة للتغيرات في مستوى الدخل القومي . بينما تكون مبيعات بعض المنتجات الأخرى ( مثل السلع الضرورية وخاصة الأغذية ) في منأى عن هذه التقلبات . وبالتالي نجد أن الصناعات التي من النوع الأول تعطي أهمية كبيرة لعاملي المرونة والخطر حتى يمكن التوسيع أو الانكماش بسرعة وسهولة . ونظراً لأن بعض التكاليف تستمر عادة ثابتة فإن أرباح هذه الصناعات تتقلب تقلباً أوسع من تغير المبيعات . وبالتالي فإن الادارة لن تحاول إطلاقاً تحقيق دخل إضافي لأصحاب المشروع عن طريق التوسيع في الاقتراض . فالمتاجرة بالملكية قد تؤدي إلى الإضرار بالمالك الباقين ، بالإضافة إلى خطر عدم المقدرة على مقابلة الالتزامات نحو الدائنين في السنوات السيئة . فلو حل ميعاد إستحقاق قرض كبير من القروض طويلة الأجل في وقت سيء في المستقبل ، فقد يعني هذا إنتهاء حياة المشروع .

(ج) طبيعة المنافسة : إن طبيعة المنافسة التي تسود داخل الصناعة تؤثر أيضاً على الوزن الذي يعطى لكل عامل من العوامل المختلفة التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة . فلو كانت المنافسة من النوع العنيف والذي يجعل من الصعب جداً التنبؤ بالأرباح ، فإن شركات مثل هذه الصناعة تفضل استخدام

أموال الملكية بدلاً من الاقتراض نظراً للخطر الكبير الذي قد ت تعرض له في حالة الفشل في مقابلة الالتزامات الثابتة الخاصة بالأموال المقترضة . أما الشركات التي تنتهي لصناعات تميز بضعف المنافسة وبالتالي ثبات الإيرادات ثباتاً نسبياً ، فإنها تتمكن عادة من التوسيع في استخدام المتاجرة بالملكية .

### ٣ - خصائص الشركة

إن كل شركة تنتهي إلى صناعة معينة ، ومن ثم فإن خصائص الصناعة والتي سبق وأن تكلمنا عن بعضها تعتبر في نفس الوقت من خصائص الشركة . ولكن هذا لا يمنع أننا أحياناً قد نجد لبعض الشركات تقلبات موسمية أو دورية في مبيعاتها تختلف إلى حد ما عن تقلبات الصناعة التي يتبعون إليها . وعلى كل حال فإن الخصائص التي سنقوم بتحليلها الآن هي تلك الخصائص التي تتعلق بالشركة نفسها وبغض النظر عن خصائص الصناعة التي تنتهي إليها والتي تؤثر على تحديد الأوزان التي تمنع للعوامل المختلفة .

(أ) شكل المنظمة : سبق وأن ذكرنا أن مسئولية أصحاب المشروعات الفردية والشركاء المتقاضين في شركات الأشخاص هي مسئولية غير محدودة . ومعنى هذا أنهم مسؤولون مسئولية شخصية عن التزامات المشروع حتى ولو زادت عن أصوله . وبالتالي إذا كان صاحب المشروع الفردي أو الشريك المتقاض من الأثرياء الذين يمتلكون أصولاً شخصية ، فإنه قد يكون على غير استعداد لتعريف ممتلكاته الشخصية لخطر الخسارة إذا توسع مشروعه في الإقراض . وبالتالي قد يفضل الأمان على الدخل . أما لو انتقلنا إلى المالك في الشركات المساهمة فإن مسئوليتهم محدودة ولذا فبعضهم قد يفضل الدخل على الأمان .

ويؤثر شكل المنظمة أيضاً على الوزن الذي يعطى للملامة كعامل في تحديد أنواع الأموال المستخدمة . فمن ناحية قد نجد بعض الدائنين يفضل إقراض المشروعات الفردية وشركات الأشخاص عن إقراض الشركات

المساهمة ويرجع هذا التفضيل مرة أخرى إلى المسئولية غير المحدودة . ومن الناحية الأخرى نجد أن المشروع الفردي ينتهي بموت صاحبه ، بينما شركات الأشخاص تنتهي بوفاة ، أو إنسحاب ، أو إفلاس أحد الشركاء . أما الشركة المساهمة فإن حياتها مستمرة بغض النظر عما يحدث لملاكيها . ولهذا السبب ، قد يكون المفترضون على إستعداد لمنع الشركات المساهمة قروضاً طويلة الأجل ، وفي الوقت نفسه يرفضون مد المشروعات الفردية أو شركات الأشخاص بمثل هذا النوع من الائتمان . وبصفة عامة يمكن القول إن الشكل المساهم هو الشكل الذي يتمكن أكثر من غيره من الحصول على معظم أنواع الأموال . وبالتالي فإن عامل الملاءمة يكون مشكلة أكبر بالنسبة للمشروعات الفردية وشركات الأشخاص .

وأخيراً فإن الحصول على ملكية إضافية يؤدي غالباً إلى تضخيم أكبر للسيطرة في حالة المشروعات الفردية وشركات الأشخاص منها في حالة الشركات المساهمة . فعند دخول شريك متضامن جديد فلا بد أنه سيطالب بصوت في الإدارة يتماشى مع مقدار إستثماره في المشروع . أما في حالة الشركة المساهمة فإن دخول مساهمين جدد ، وخاصة في حالة تشتتهم ، لن يؤثر تأثيراً كبيراً على السيطرة والإدارة .

(ب) الحجم : سبق وأن ذكرنا أن حرية الإدارة في إعطاء الأوزان للعوامل المختلفة تتقييد بقدرة واستعداد السوق على توفير أنواع الأموال المرغوبة وحرية الإدارة على الاختيار تتقييد بصفة خاصة في حالة الشركات الصغيرة أو الكبيرة جداً .

فالشركات الصغيرة جداً يجب عليها أن تعتمد إلى حد كبير في تمويلها على أموال أصحاب المشروع . فهذه المشروعات الصغيرة لا يمكنها الحصول على أنواع الأموال المختلفة من مصادر متعددة ، وبالتالي تكون في مركز ضعيف عند المساومة . وللتغلب على هذا العجز الموروث يجب على

المشروعات الصغيرة أن تعطي وزناً كبيراً لعامل المرونة . فمصادر الأموال المتاحة للمشروعات الصغيرة تكون عادة محدودة ومتبااعدة ، ومن ثم لا يمكنها المخاطرة بفقد هذه المصادر عن طريق تكوين هيكل مالي ضعيف .

وبالعكس من ذلك نجد المشروعات الضخمة تكون مجبرة على استخدام أنواع مختلفة من الأموال . فنظرأ لأنها تحتاج إلى مقادير ضخمة من الأموال ، فإنها تجد صعوبة في الحصول على كل ما تحتاجه من أموال ويتكلفة مناسبة إذا إقتصرت في تمويلها على نوع واحد من الأموال .

وينبغي على إدارة المشروعات الصغيرة أن تعطي إهتماماً خاصاً لعامل السيطرة . فإذا كانت أسهم هذه الشركات تداول في السوق ، فمن السهل على شركة كبيرة أو على مجموعة من كبار المستثمرين أن تشتري من الأسهم ما يمكنها من السيطرة على إدارة الشركة ، وبالتالي نجد أن المالك هنا يتمسكون بأسمائهم ويفضلون التوسع عن طريق الإقراض ، أو الأسهم الممتازة ، أو الأرباح المحجوزة وذلك بدلاً من بيع أسهم عادية إضافية . وبالرغم من أن هذه السياسة قد تؤدي إلى جعل النمو بطيناً ، إلا أن ملاك الشركات الصغيرة يفضلون النمو التدريجي عن خطر فقد السيطرة .

(ج) المركز الائتماني : كلما ارتفع المركز الائتماني للمنشأة كلما تمنت بمرونة أكبر فإذا كان المركز الائتماني ضعيفاً ، ينبع أن يكون هدف التخطيط المالي هو تحسين هذا المركز وبالتالي تحسين مقدرة المشروع على إجراء التعديلات اللازمة . والمركز الائتماني ما هو إلا نتيجة السيولة . والإيرادات المحتملة ، والمقدرة على مقابلة الالتزامات السابقة . أما قيمة وطبيعة الأصول المقدمة كضمان فإنها تكون في المنزلة التالية . وإلى حد ما يتحدد المركز الائتماني بواسطة قدرة الإدارة وسمعتها .

(د) نوع الادارة : وأخيراً نجد أن الأوزان التي تعطي للعوامل المختلفة التي تؤثر على تحديد أنواع الأموال المستخدمة هي في نهاية الأمر مسألة تقدير

وحكم شخصي . أي بعبارة أخرى إن هذه العملية يقوم بها أفراد من البشر ، وبالتالي لنا أن نتساءل : من أي نوع من الناس يتكون مجلس الإدارة والمديرون ؟ هل هم من الناس الذين على استعداد لتحمل الخطر ؟ هل هم من ملاك المشروع ، أم مجرد مديرين أجراء ؟

فالمشروعات تدار بواسطة أفراد يختلفون إختلافاً بيناً من حيث المهارة والخبرة والتجارب والدوافع والطموح ، وهذه الاختلافات يظهر أثرها عند وضع التخطيط المالي الخاص بكل مشروع . وتنظر هذه الاختلافات بصفة خاصة عند تقييم الأخطار وخاصة ما يتعلق منها بالاقراض ، وبالتالي لا يمكن تجاهل العامل الشخصي عند دراسة موضوع الهيكل المالي .

# التمويل المسرع الأجل

إنتهينا في الفصل السابق من مناقشة موضوع الهيكل المالي للمنشأة . ولقد وجدنا أنه ينبغي على المدير المالي أن يقوم أولاً بالإلعام بطبيعة الأموال التي يحتاج إليها ، حتى يمكنه تحديد أنواع الأموال اللازمة . وبعد هذا التحديد عليه أن يقوم بعملية التمويل ، أي البحث عن المصدر الذي سيستخدمه للحصول على النوع المعين من الأموال اللازمة . وفيما يتعلق بمصادر التمويل سنقوم بتقسيمها إلى قسمين رئيسيين هما : المصادر المؤقتة (قصير الأجل ) والمصادر الدائمة (متوسطة وطويلة الأجل ) .

وسنبدأ في هذا الفصل بمناقشة التمويل قصير الأمد . ويعتبر هذا النوع من التمويل بطبيعته مشكلة مستمرة للمنشآت التي تحتاج إليه . ولا شك أن مسألة استخدام التمويل المؤقت أو عدم استخدامه تتوقف إلى حد كبير على طبيعة عمل كل منشأة . ونظراً لأن هذا النوع من التمويل لا يستخدم عادة في تمويل الأصول الثابتة ، فإن المشروعات التي تمتاز بضخامة أصولها الثابتة لا تقابل مشكلة التمويل قصير الأجل بالشكل الذي تواجهه الأنواع الأخرى من المشروعات وخاصة التجارية والصناعية .

ويمكنا ونحن في هذه المرحلة من الدراسة أن نذكر بعض القواعد العامة المتفق عليها وهي :

- ١ - يجب تمويل الأصول الثابتة عن طريق المصادر الدائمة .
- ٢ - ينبغي أيضاً الاعتماد على المصادر الدائمة لتوفير مبلغ يعادل على الأقل الحد الأدنى للأصول المتداولة .
- ٣ - يجب الاقتصار على المصادر المؤقتة لتمويل الحاجات الموسمية أو الحاجات قصيرة الأجل .

ولا شك أن هناك استثناءات لهذه القواعد العامة لها من الأسباب الخاصة ما يبررها . فليس من الغريب أن نجد هناك بعض أنواع المشروعات يستخدم التمويل قصير الأجل باستمرار . وبصفة خاصة نلاحظ أن الكثير من المشروعات الصغيرة تنظر إلى الإئتمان القصير الأجل ، سواء من البنوك أو الموردين ، كمصدر مستمر لرأس المال اللازم طالما أنهم يحتفظون بمركزهم الإئتماني ويستطيعون مقابلة التزاماتهم عند حلول ميعاد السداد ، ومثل هذه السياسة تتعارض مع القاعدتين الثانية والثالثة السابق ذكرهما وهذه القواعد غالباً ما تراعيها الشركات الضخمة ذات المركز المالي المتن . وفيما يتعلق بالقاعدة الأولى الخاصة بالأصول الثابتة فقد نجد بعض الشركات الضخمة تعمد أحياناً إلى تمويل بعض أصولها الثابتة عن طريق قروض قصيرة على أساس أنها ستصدر فيما بعد أسهماً أو سندات ( أي تمويل طويل الأجل ) .

والتمويل القصير الأجل هو ذلك النوع الذي يستخدم غالباً لتمويل العمليات الجارية الخاصة بالمشروعات . وهذه العمليات الجارية تستلزم الإلمام ولو باختصار بموضوع رأس المال العامل وهذا ما سنفعله الآن .

## رأس المال العامل

لفهم ماهية رأس المال العامل يجب معرفة المقصود بالإصطلاحين ، الأصول المتداولة Current Assets والخصوم المتداولة Current Liabilities ويقصد بالأولى الأصول التي يمكن تحويلها إلى نقدية خلال فترة قصيرة من

الزمن ( لا تتعدي سنة ) ، وأهم عناصر الأصول المتداولة هي :

- ١ - الرصيد النقدي في الصندوق والبنوك .
- ٢ - المديونون .
- ٣ - أوراق القبض .
- ٤ - البضائع من مواد خام وأولية ونصف مصنوعة وكاملة الصنع .
- ٥ - أوراق مالية يحتفظ بها على شكل استثمار مؤقت .
- ٦ - إيرادات مستحقة خلال السنة .

بينما يقصد بالخصوم المتداولة الالتزامات التي تستحق الدفع خلال فترة قصيرة ( لا تتعدي السنة أيضاً ) ، وأهم عناصرها هي :

- ١ - الدائنون ( موردون تجاريون وبنوك تجارية ) .
- ٢ - أوراق الدفع .
- ٣ - مصروفات مستحقة الدفع خلال مدة قصيرة .
- ٤ - سندات وقروض طويلة الأجل تستحق الدفع خلال السنة .
- ٥ - كوبونات نقدية مستحقة الدفع لحملة الأسهم .

وليس هناك تعريف عام متفق عليه بالإجماع لرأس المال العامل ، فيعرفه البعض بأنه عبارة عن فائض الأصول المتداولة عن الخصوم المتداولة ، بينما يعرف البعض الآخر بأنه عبارة عن الأصول المتداولة . وللتمييز بين التعريفين يطلق عادة على الأول صافي رأس المال العامل ، بينما يطلق على الثاني إجمالي رأس المال العامل .

### صافي رأس المال العامل Net Working Capital

وهو التعريف القديم الذي طال إستعماله وخاصة بواسطة المحاسبين ، كما أن الكثير من الإحصائيات المنشورة ذات القيمة الهامة في هذا الصدد تعتمد في تحليلها على أن رأس المال العامل هو ناتج طرح الخصوم المتداولة

من الأصول المتداولة . وهذا التعريف إلى جانب أهميته الكبيرة في التحليل المالي يعطينا مقياساً نوعياً للدرجة الثقة في مقدرة الأصول المتداولة على الوفاء بالإلتزامات الجارية . فحسب هذا التعريف ننظر إلى رأس المال العامل من وجهة نظر الغير من الدائنين والموردين الذين تهمهم متانة مركز المؤسسة المالية ومقدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند ميعاد الإستحقاق ، وبعبارة أخرى فإن هذا المقياس يحدد لهؤلاء الدائنين نسبة الأمان Margin of Safety التي تتمتع بها الخصوم الجاربة . وكلما زادت نسبة الأصول المتداولة كلما كان ذلك دليلاً واضحاً على مقدرة الشركة في مقابلة التزاماتها بيسر وسهولة . وطبقاً لهذا التعريف فإن رأس المال العامل يمثل هذا الجزء من الأصول المتداولة عن طريق المصادر الدائمة ، وبالتالي لا يمكن وصفه بأنه مجموع الأصول المتداولة .

### اجمالي رأس المال العامل Gross Working Capital

في نظر أصحاب هذا التعريف يمثل رأس المال العامل مجموع الأصول المتداولة ، ومن ثم فلهذا الغرض لا يعطون أهمية للخصوم المتداولة . وهذا التعريف يقوم على أساس التمييز أو المقارنة بين الأصول المتداولة والأصول الثابتة . فالأولى دائمة الحركة والنشاط وهي في تغير مستمر بعكس الثانية فهي ساكنة لا تغير . والهدف الأساسي من الأصول المتداولة هو ، كما يظهر من إسمها ، التداول وسرعة التحويل وعدم البقاء أبداً على حال . فالنقدية تستخدم لشراء المواد المختلفة التي يجب تحويلها إلى بضائع كاملة الصنع تباع وتتغير إلى شكل حسابات المدينيين التي هي وبالتالي تحول إلى نقدية . وهذه النقود لا تبقى على حالها ، بل يجب أن توجه بسرعة لشراء المواد المختلفة ، ثم تبدأ الدورة من جديد . ومن هذا التداول يظهر لنا بوضوح أن حجم العمليات القائمة لا يتوقف فقط على مقدار رأس المال العامل بل يتوقف أيضاً على معدل السرعة التي تتم بها دورة العمليات .

ومن هذا يظهر لنا أن إجمالي رأس المال العامل تعريف له أهميته وخاصة عند مناقشة تمويل العمليات التجارية . كما أن هذا التعريف يستخدم في كثير من الحالات للوصول إلى نتائج قيمة . فمثلاً ، نسبة رأس المال العامل إلى رأس المال الثابت لها أهميتها . لأنه يجب أن يكون هناك نوع من التوازن بين نوعي رأس المال في الصناعات المختلفة . وبالتالي فعلى كل منشأة أن تقارن بين نسبتها الخاصة وبين نسبة الصناعة أو النشاط المعين الذي تعمل فيه . وعن طريق مثل هذه المقارنة يمكن لإدارة المشروع الإجابة على هذا السؤال :

هل رأس المال العامل كاف أم غير كاف ؟ وبعد الإجابة على هذا السؤال يمكنها تصحيح الوضع إما بزيادة رأس المال العامل أو بخفضه حسب الحالة الواقعة .

### أنواع رأس المال العامل

يمكن تقسيم رأس المال العامل (في ميدان الإدارة المالية تقصد به الإجمالي ) إلى أنواع مختلفة . ويساعد هذا التقسيم على إظهار المبادئ المالية التي يجب اتباعها عند الحصول على إدارة كل نوع منها . وأفضل تقسيم وتصنيف هو ذلك الذي يقوم على أساس التمييز بين النوعين الرئيسيين الآتيين :

#### ١ - رأس المال العامل الدائم Permanent Working Capital

وهذا النوع يمثل الحد الأدنى من الأصول المتداولة الذي ينبغي وجوده في المشروع طالما أنه ماض في تنفيذ أعماله . ومن ثم يعتبر هذا النوع دائماً لأنه لا يمكن الإستغناء عنه طالما أن المنشأة قائمة ومستمرة في نشاطها . وهذا النوع ينقسم بدوره إلى قسمين هما :

Initial Working Capital

(أ) رأس المال العامل المبدئي

**Normal Working Capital**

(ب) رأس المال العامل العادي

**Variable Working Capital**

٢ - رأس المال العامل المتغير .

ويلزم رأس المال العامل المتغير لتمويل هذا الجزء من الأصول المتداولة اللازم لمقابلة توسيع معين نتيجة لبعض العوامل التي قد تكون دورية أو موسمية أو طارئة . كما أن هذا النوع من رأس المال قد ينكمش نتيجة لزوال هذه العوامل . ومن ثم فهو ليس بال دائم بل متغير . وهذا النوع أيضاً يمكن تقسيمه إلى ثلاثة أنواع فرعية هي :

**Seasonal Working Capital**

(أ) رأس المال العامل الموسمي

**Cyclical Working Capital**

(ب) رأس المال العامل الدوري

**Emergency Working Capital**

(ج) رأس المال العامل للطوارئ

وهذا التقسيم يساعد الادارة المالية مساعدة كبيرة في تحديد مصادر تمويل كل نوع ، وبالتالي يمكنها وضع خططها المالية على أساس سليم .

والطريقة السليمة لتمويل الأصول المتداولة الدائمة ، أو رأس المال العامل الدائم ، هي عن طريق الاستثمارات طويلة الأجل . أما الأصول المتداولة المؤقتة أو رأس المال العامل المتغير ، فالطريقة السليمة لتمويله هي أن يتم هذا التمويل عن طريق الاستثمارات قصيرة الأجل لأن المشروع لا يحتاج إلى هذه الأموال إلا لفترة زمنية قصيرة .

وإذا اعتبرنا صافي رأس المال العامل هو الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة ، يظهر لنا بوضوح الفرق بين صافي رأس المال العامل وبين مجموع الأصول المتداولة وخاصة من الناحية التمويلية . إذ أن صافي رأس المال العامل هو ذلك الجزء من الأصول المتداولة الذي يمثل حاجة مالية دائمة ، ومن ثم يتم تمويله عن طريق المصادر طويلة الأجل أو الدائمة . وهذا النوع من التمويل سنقوم بمناقشته في الفصل القادم . أما الجزء الباقى من

الأصول المتداولة فيحدث تمويله عن طريق المصادر قصيرة الأمد أو المؤقتة، وهي التي تظهر في الميزانية العمومية في شكل الخصوم المتداولة .

وعلى أساس المناقشة السابقة يمكن تقسيم مصادر تمويل الأصول المتداولة إلى قسمين رئيسين هما :

أولاً : مصادر طويلة الأجل أو دائمة :

١ - حملة الأسهم :

أ - إستثمار مباشر يظهر في الميزانية العمومية كرأس المال المدفوع والاحتياطي الرأسمالي .

ب - إستثمار غير مباشر عن طريق الأرباح المحجوزة التي تظهر كاحتياطيات إيرادية .

٢ - أموال مقرضة :

أ - سندات .

ب - قروض طويلة الأجل ومتوسطة الأجل .

ثانياً : مصادر قصيرة الأجل أو مؤقتة :

١ - الائتمان المصرفي .

٢ - الائتمان التجاري .

ولا شك أن الكثير من المتابع المالية التي تواجه الإدارة يمكن منعها وتجنبها لو أمكن الاقتصار على المصادر طويلة الأجل أي الدائمة لتمويل كل إحتياجات الأصول المتداولة . ولكن رغمًا عن هذه الحقيقة نجد أن المشروعات المختلفة تستخدم المصادر قصيرة الأجل . ويرجع هذا الإستخدام إلى أسباب متعددة منها الآتي :

١ - قد تكون الحاجة للأموال شديدة الموسمية ، مما يجعل التمويل الدائم مرتفع التكاليف نظرًا لأن الأموال ستبقى عاطلة خلال فترة من السنة .

٢ - يمكن القول بصفة عامة أن الحصول على القروض قصيرة الأجل بالنسبة لمعظم المشروعات يكون أسهل من الحصول على القروض الطويلة ، نظراً لقلة الأخطار التي يتحملها المستثمرون الذين يقرضون أموالهم لفترة قصيرة .

٣ - قد تكون تكلفة التمويل القصير الأجل أقل من تكلفة التمويل الطويل بسبب قلة الأخطار التي تتعرض لها الأموال المقترضة في المدة القصيرة .

٤ - قد تستخدم المصادر قصيرة الأجل بسبب الضرورة ، أي نتيجة لعدم توافر أي مصدر آخر فالأسهم قد لا يمكن بيعها إلا بسعر يوقع أكبر الضرر على الحملة القدامى . أو أن السندات لا يمكن إصدارها إلا بسعر فائدة مرتفع للغاية لا يمكن للإدارة قبوله . وأمام مثل هذه الظروف لا يمكن للشركة إلا أن تختار التمويل المؤقت قصير الأجل .

٥ - أحياناً قد تتمكن المنشأة عن طريق الإئتمان قصير الأجل أن تستخدم أموال الغير بدون مقابل أي بدون دفع أي فائدة . فلو فرضنا أن تاجرًا يمنع تاجرًا آخر مهلة قدرها ٦٠ يوماً لسداد قيمة فاتورة . فإذا لم يكن هناك خصمأً نقدياً يمنح للمدين ، فإن السياسة المالية الرشيدة تنادي بتأخير سداد قيمة الفاتورة حتى نهاية مدة الشهرين ، مع استخدام هذه الأموال طيلة هذه المدة . والحقيقة هنا أن مشتري البضائع قد حصل على قرض بدون فائدة وذلك لمدة شهرين .

## الإئتمان المصرفي

تعتبر البنوك التجارية من أقدم المنظمات المالية التي تقوم بمد المشروعات المختلفة بما تحتاجه من أموال لتمويل عملياتهم التجارية . ويلاحظ أن البنوك التجارية وبصفة عامة تبتعد عن مد المشروعات بالقروض طويلة الأجل نظراً لأنها بطيئتها أداة مالية متخصصة في منح الإئتمان القصير .

إلا أن هناك بعض البنوك المتخصصة كالبنوك الصناعية أو العقارية أو الزراعية التي تخصص في منح أنواع معينة من القروض منها القروض طويلة الأجل .

وتقابل المشروعات التي تستخدم الإئتمان المصرفي عدّة مسائل تتعلق بهذا الموضوع أهمها : اختيار البنك ، وتحديد نوع القرض .

### اختيار البنك

يعتبر اختيار البنك من المسائل الهامة بالنسبة للمنشأة التي تزمع إستعمال الإئتمان المصرفي . وهناك عدد من العوامل الرئيسية التي تلعب دورها في مسألة الاختيار ، وأهمها العوامل الآتية :

١ - حجم البنك : منزري فيما بعد أن هناك قيوداً اقتصادية وقانونية تحدد مقدار القروض التي يمكن لأي البنك منحها لعميل واحد ، وبما أن معظم المشروعات تفضل التعامل والحصول على الإئتمان من بنك واحد ، كما أن البنك نفسها تفضل هذا أيضاً ، فإن على المنشأة أن تحاول التعامل مع البنك الذي يمكنه أن يمدّها بكل ما تحتاج إليه من الأموال اللازمة . ومن ثم ينبغي على الشركات الكبيرة التي تحتاج إلى مبالغ ضخمة ، أن تعامل مع البنك الكبيرة حتى تضمن الحصول على كل إحتياجاتها المالية الجارية . وفي نفس الوقت يجب على المشروعات الصغيرة أن تحاول التعامل مع البنك الصغيرة الحجم لأن تعاملها مع البنك الكبيرة يجعل صلتها بالبنك ضعيفة وغير شخصية ، وبالتالي غالباً ما تكون غير مرضية .

٢ - سياسات البنك فيما يتعلق بمنع الإئتمان : عادة ما يهتم طالب القرض بأمور كثيرة منها : مقدار الأموال التي يمكن إقراضها ، ومدة القرض ونفقة الاقتراض . ويجد رجال الأعمال أن البنك تتبع سياسات مختلفة فيما يتعلق بهذه الأمور ، كما أن مستوياتها تختلف إلى جانب تفاوت معرفة البنك بنواحي النشاط التجاري المتنوعة . ومن ثم فعلى المفترض

المحتمل أن يختار البنك الذي يتبع سياسات تتمشى مع حاجياته وظروفه .

٣ - مصالح البنك الشخصية : لا شك أن الشركة عند إختيارها للبنك ، فإن هذا الاختيار سيتوقف على مدى معرفة ودرأية ذلك البنك بالنشاط التجاري المعين أو الصناعة المعينة التي تتسمى إليها الشركة لأن البنك في هذه الحالة يكون قادراً على مدها بنصائح مالية لها قيمتها . ولكن من الناحية الأخرى ، نجد أنه من غير المرغوب فيه أن يتم التعامل مع بنك له إتصال وثيق بالمشروعات المتنافسة وخاصة إذا كان هذا الإتصال يتم عن طريق عضويته في مجالس إدارتها ، وذلك خوفاً من تسرب المعلومات الهامة والسرية للمنافسين .

٤ - أمان البنك : إن فشل البنك أو إفلاسه لا يؤديان فقط إلى احتمال ضياع وخسارة بعض أو كل أرصدة المنشأة النقدية ، بل قد يعني أيضاً حرمانها من مصادر الائتمان في وقت قد يصعب فيه الحصول على القروض من مصادر أخرى . وبالتالي ينبغي التعامل مع البنوك القوية، ذات المركز المالي السليم ، والإدارة الوعية الرشيدة .

٥ - علاقة البنك مع البنوك الأخرى : تزداد مقدرة البنك على منح الائتمان إذا كانت علاقته بالبنوك الأخرى وخاصة البنك المركزي علاقة وثيقة مرضية . ومن ثم يجب على الشركات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات طيبة مع البنوك الأخرى .

وأخيراً فعلى المنشأة أن تذكر دائماً أنها تكون في أفضل مركز للمساومة عند فتحها لحسابها في بنك ما . فالبنك في هذا الوقت يرغب في الحصول على العميل ، ومن واجب العميل أن يحصل على معلومات واضحة ومتامة عن سياسات البنك وتصرفاته ، وأيضاً عن مركزه في الميدان المالي . كما أن تعامل المشروع سيزيداد مع البنك بمضي المدة ، وتزداد العلاقة

الشخصية بينهما وثوقاً . ولهذا السبب من الضروري جداً أن يكون الاختيار حكيمًا منذ البداية ، حتى يمكن إنشاء إتصال مرض وفعال بين الشركة والبنك الذي تتعامل معه ، ومثل هذه العلاقة كفيلة بمنع ظهور أي نزاع في المستقبل .

## أنواع القروض المصرفية

تقوم البنوك التجارية بمد عملائها بأنواع متعددة من القروض . ولا يسمح المجال هنا بدراسة كل هذه الأنواع المختلفة وبالتالي ستفتقر على أهم الأنواع التي تمنحها هذه البنوك لتمويل العمليات الجارية . وعلى هذا الأساس سنعمد إلى التمييز بين نوعين من القروض هما :

- ١ - قروض غير مكفولة بضمانت معين .
- ٢ - قروض مكفولة بضمانت .

### القروض غير المكفولة بضمانت معين

إذا كانت المنشأة من النوع الذي يفترض باستمرار من البنك فلا شك أن تفاوضها مع البنك كل مرة تزيد الإقراض يسبب الكثير من المشاكل إلى جانب الوقت والجهد الذي يضيع عليها وعلى رجال البنك في كل مرة يحدث فيها تفاوض وإتفاق . ولتجنب هذه المفاوضات المتكررة والمتعلقة فقد يتم الإتفاق على أن يفتح البنك إعتماداً للمنشأة *Line of credit* ، ومعنى ذلك أن البنك يوافق (لمدة معينة من الزمن) على السماح للمشروع بالإقراض كلما لزمه المال بشرط ألا تزيد الكمية المقترضة عن مبلغ معين في أي وقت . فمثلاً قد يمنع البنك المنشأة إعتماداً لا يزيد عن ١٥٠٠٠ جنيه وذلك خلال عام ١٩٨٣ فهنا يمكن للمنشأة أن تفترض ثم تسدد وتستمر في هذه العملية طالما أن الأموال المقترضة في أي تاريخ معين لا تزيد عن الحد الأقصى للاعتماد وهو ١٥٠٠٠ جنيه . وقد لا يصل إقراض المنشأة إلى هذا الحد الأقصى

ولكن رغم ذلك فإن لديها تأكيداً من البنك بأن هذا المبلغ تحت طلبها في أي وقت تريد خلال الفترة الزمنية المتفق عليها بينهما .

وعادة تعمد البنوك عند منحها هذا النوع من القروض إلى وضع الشرطين الآتيين :

١ - الشرط الأول وهو ما يعرف « بالرصيد المعوض » Compensating Balance ويفقدها يجب على العميل المدين أن يترك في حسابه الجاري لدى البنك نسبة مئوية معينة تتراوح بين ١٠٪ و ٢٠٪ من قيمة الاعتماد أو على الأقل من قيمة القرض الممنوح بالفعل . وسبب ذلك أن البنك ترى أن من مصلحة العميل الإحتفاظ برصيد نقدى كاف مما يؤدى إلى تقوية مركزه النقدي . وفي الواقع نجد أن هذا الشرط يؤدى إلى زيادة تكلفة الأموال المقترضة إلا إذا كان المدين يحتفظ عادة بمثل هذا الرصيد بغض النظر عن الأموال التي يفترضها .

فمثلاً إذا كان على المدين أن يحفظ لدى البنك بنسبة مئوية هي ٢٠٪ من القروض ، وكان ما يحتاجه من الأموال المقترضة يبلغ ١٠٠٠ جنية فيجب عليه في هذه الحالة أن يقترض ١٢٥٠٠ جنية أي ٢٥٪ أكثر مما يحتاج إليه ، وبالتالي فعليه أن يدفع سعر فائدة أيضاً على مبلغ يزيد الرابع عما هو في حاجة فعلية إليه ، والتبيّن أن سعر فائدة قدره ٦٪ يبلغ في الواقع ٧,٥٪ وسعر فائدة ٤٪ يكون حقيقة ٥٪ . فإذا أضفنا إلى ذلك أن حاجة المنشأة إلى الأموال المقترضة قد تكون موسمية فإن الاحتفاظ بهذا الرصيد يعمل على زيادة نفقات الاقتراض .

ولكن رغم ذلك نجد أن على كل منشأة أن تحافظ برصيد نقدي كاف . وبالقيام بعملية حسابية بسيطة يظهر لنا أنه قد توجد علاقة بين هذا الرصيد المعوض وبين ما يجب على المنشأة الاحتفاظ به من رصيد نقدي . فلو افترضنا أن الاعتماد الممنوح يعادل نصف الأصول المتداولة ( وعادة يكون هذا هو الحد الأقصى ) فإن ٢٠٪ من هذا يعادل ١٠٪ من مجموع الأصول

المتداولة . ولا يعتبر الاحتفاظ بـ ١٠٪ من الأصول المتداولة في شكل نقدية بالمبلغ المبالغ فيه .

٢ - أما الشرط الثاني فهو وجوب قيام العميل بسداد *Clean up* قروضه مرة واحدة على الأقل كل سنة . والحكمة من هذا الشرط هو إظهار أن هذه القروض من النوع القصير الأجل وأن العميل لا يتزدراها كمصدر تمويل طويل الأجل . وفي الحياة العملية نجد أن أغلبية البنوك لا تتمسك تماماً بطبيعة هذا الشرط وإن كانت تتمسك بحرفيته ، ومثال ذلك لو قام العميل بالسداد ولكن بطريقة تحويل العباء مؤقتاً كأن يفترض من بنك آخر أو يستخدم الائتمان التجاري . فإذا ما تم له سداد القروض طبقاً للشروط عمد مباشرة إلى الاقتراض من نفس البنك لدفع قرض البنك الآخر ولسداد ديونه التجارية . ولا يخفى علينا أن هذا الشرط لا يشمل القروض التي تمنح لمدة تزيد عن السنة أو بعض أنواع القروض المضمونة .

يضاف إلى ذلك أنه كثيراً ما يشترط البنك على المدين أن يلتزم باتباع سياسيات مالية معينة طوال فترة القرض . ومن أمثلة هذه السياسات المحافظة على درجة معينة من السيولة ، وعدم التوسع في الاقتراض أو إعطاء أولوية لدائنين آخرين . ولا شك أن اتباع المدين لهذه السياسات يؤدي إلى تقوية مركزه المالي مما يعود بالفائدة والأمان على البنك الدائن . أي بعبارة أخرى ، تعتبر هذه السياسات شروط وقائية تعمل على حماية البنك .

### **القيود التي تحدد مقدار ما يمنحه البنك، من قروض**

توجد ثلاثة أنواع من القيود التي تحدد مقدار القروض التي يمكن للمقرض الحصول عليها من بنك واحد وذلك عند استخدام القروض غير المضمونة وهذه القيود هي :

١ - أول هذه القيود ينشأ عن السياسة الحكيمية التي تتطلب من البنك تنوع وتوزيع الأخطار التي تتحملها . وعلى ذلك يقوم كل بنك بوضع حد أقصى

للأموال التي يمكنه منحها لعميل واحد . ويضاف إلى ذلك أن الكثير من القوانين المنظمة للبنوك تنص على مثل القيود كأن تحدد ١٠٪ من رأس المال الاحتياطي حداً أقصى للمبالغ التي يمكن أن يقرضها البنك لعميل واحد .

٢ - النوع الثاني من القيود يتعلق بالمركز الإئتماني للمدين ، لأن البنك يحدد المبلغ الممكن إقراضه لعميل على أساس حالة ومركز هذا العميل . وهذا التحديد يتم بعد قيام البنك بدراسة الحالة المالية لعميل وتحليل مركزه تحليلاً دقيقاً ، وهذا التحليل يتناول أربعة نقاط مهمة وهي المعروفة في أمريكا بـ four C's of Credit .

(أ) **شخصية المدين** The Character of the Borrower : إن الخطر الأدبي يكون أكثر أهمية في حالة المشروعات الصغيرة عنه في المنشآت التي يكاد أن ينعدم فيها العامل الشخصي . ولكن رغم ذلك فإن مقدرة الإدارة ونزاهتها ورغبتها في السداد تعتبر من العوامل الهامة التي يجب دراستها في حالة المشروعات الكبيرة .

(ب) **قدرة المدين** The Capacity of the Borrower : وهذا يتناول دراسة مقدرة المدين على إدارة المشروع بكفاءة ونجاح .

(ج) **رأس مال المنشأة** The Capital of the Business : يقوم البنك بتحليل رأس مال المشروع والمصادر المالية التي يمكنه أن يستخدمها في سداد القروض المزمع عقدها كما تظهر في الميزانيات العمومية .

(د) **الضمادات الممكن تقديمها** The Collateral : وهذا في حالة ما إذا كانت هناك ضمادات معينة متყق عليها .

مما سبق يظهر لنا بوضوح أنه مقابل الحق الذي يمنع لعميل المقترض في اختيار البنك الذي يتعامل معه فإن البنك تستخدمن أيضاً حقها في اختيار

العملاء الذين تمنحهم القروض ، وهذا الإختيار يكون على أساس الدراسة التي يقوم بها قسم الإئتمان بالبنك للميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر الخواصين بالعميل .

٣ - وينتقل النوع الثالث من القيود بالأحوال العامة التجارية والإئتمانية . وبالرغم من أن القرض المقترض لا يزيد عن الحد الأقصى الذي يحدده القانون وسياسة البنك الخاصة بالتنويع ، وأيضاً المركز المالي والإئتماني للمشروع سليم ، إلا أن البنك يتأثر بالحالة العامة التجارية والإئتمانية السائدة . فالبنوك قد تعمد إلى تضييق نطاق قروضها نظراً لمركزها المالي الخاص أو تأثراً بسياسة التي يتبعها البنك المركزي ، بينما في أوقات أخرى قد يسود التفاؤل وبالتالي تعمد البنوك إلى التوسيع في منح الإئتمان والبحث عن القروض لاستثمار أموالها فيها . كل ذلك يبين لنا أن القروض التي يمكن للمشروعات الحصول عليها من البنك تتأثر بعوامل خارجة عن المركز المالي والإئتمان لهذه المشروعات .

### القروض المكافولة بضمان

رأينا ان البنوك التجارية قد تمنع عملاءها قروضاً غير مضمونة تتم بمجرد توقيع المقترض للسد . ولكن إلى جانب ذلك نجد أن هذه البنوك قد تطلب ضماناً معيناً يجب أن يقدمه المدين قبل منحه الإئتمان . هناك أسباب متعددة لاستعمال القروض المكافولة بضمان ، منها الأسباب الآتية :

- ١ - ضعف المركز المالي للمنشأة مما يضطرها إلى تقديم بعض أصولها بمثابة ضمان للقروض .
- ٢ - قد يؤدي تقديم الضمان إلى إمكان حصول المنشأة على قدر أكبر من الأموال .
- ٣ - أحياناً قد تكون فائدة القروض المضمونة أقل من فائدة القروض غير المضمونة .

- ٤ - قد تصل الاحتياجات المالية الموسمية إلى مبالغ ضخمة ، وبالتالي قد تتردد البنوك في منع المنشأة الإئتمان اللازم بدون ضمان .
- ٥ - عادة تطلب البنوك من المشروعات الصغيرة تقديم الضمان ، لأن هذه المشروعات غالباً ما تتعرض لأخطار تفوق الأخطار التي تتعرض لها المشروعات الكبيرة .

ويمكن تقسيم القروض المكافولة بضمان إلى قسمين هما :

- ١ - قروض مكافولة بضمان شخص آخر .
- ٢ - قروض مكافولة بضمان أصل معين ، كالحسابات المدينة ، أو أوراق القبض ، أو أوراق مالية ، أو بضائع .

### **١ - القيود المكافولة بضمان شخصي**

يتم الضمان الشخصي إذا تدخل شخص آخر خلاف المقترض وتعهد بسداد القرض . وفي حالة توقف المدين عن الدفع يمكن للبنك الرجوع على هذا الفرد الضامن . ولا شك أن تدخل طرف ثالث في عملية القرض يقلل إلى حد ما من الخطر الذي يقابله البنك في حالة توقف المدين الأصلي عن السداد . ولكن هذا يستلزم تتمتع الشخص الضامن بمركز قوى وإلا أصبحت ضمانته بلا قيمة .

وهذا النوع من الضمان يسبب الكثير من العرج لكل من المقترض والضامن وبالتالي فهو ليس من النوع المرغوب . وغالباً ما يكون الضامن أحد الأفراد المتصلين إتصالاً وثيقاً بالمنشأة المقترضة وليس بالشخص الخارجي . ومثال ذلك رغبة شركة مساهمة صغيرة الحجم في الحصول على قرض من أحد البنوك فهنا قد يعمد أحد المديرين وهو من الأثرياء إلى ضمان هذا القرض ويعهد بالسداد .

ولا شك أن وجود مثل هذا الضمان قد يشجع البنك المتردد في الموافقة على منح القرض .

## ٢ - القروض المكفولة بضمانت أصل معين

وجدنا أن البنوك لا تقوم بمنع الإئتمان إلا بعد تأكدها من المركز المالي للمقترض ومقدراته على السداد . ولكي تزيد البنوك من الوقاية تطلب من المقترض تقديم بعض الأصول لضمان القرض . لأن هذا يقلل من الخطير الذي يقابلها البنك . فلو توقف المدين عن السداد فإن البنك يستولى على الأصل المعين ويستخلص من قيمته مقدار دينه . فإذا زادت القيمة على مقدار الدين أعيدت هذه الزيادة إلى المدين ، أما إذا لم تكف قيمته لسداد الدين فإن البنك يشترك مع الدائنين الآخرين للحصول على أموالهم من الأصول الأخرى غير المرهونة . ومن هنا يظهر لنا أن القروض المضمونة تمنع البنك حماية إضافية لأنه في هذه الحالة سيكون له حق إمتياز عن الدائنين الآخرين في حدود الأصل المرهون ، أما من وجة نظر المقترض فإن تقديمها للضمان المعين يزيد من فرصته في الحصول على القرض . وأهم القروض المضمونة ما يأتي :

### (أ) الاقتراض بضمان حسابات العملاء المدينة :

يعتبر هذا النوع من القروض من أحدث الأنواع المستخدمة ، وحتى سنوات قليلة كانت البنوك التجارية ومنها الأمريكية غير راغبة في منح هذا النوع من القروض لأسباب منها ، الإعتقاد بأن هذا النوع من القروض يحمل البنوك التجارية على الدخول إلى ميدان عظيم الخطورة ، وأيضاً أن النفقات هنا باهضة نتيجة لوجوب دراسة كل حسابات على حدة قبل قبوله كضمان . ولكن رغم ذلك نجد الكثير من البنوك الأمريكية قد دخل في هذا الميدان الجديد إلى جانب شركات الائتمان التجاري الأخرى .

والإجراء المتبوع هو قيام البنك بدراسة الحسابات المدينة و اختيار المقبول منها كضمان ، وبعد ذلك يتم الاتفاق بين البنك والمقترض على الحد الأقصى وشروط القرض . وغالباً ما يحصل المقترض على قيمة تتفاوت بين

٧٠٪ و ٩٠٪ من قيمة الحسابات المدنية الضامنة . والأغلبية الكبرى من هذه القروض تحدث بدون أن يعلم العملاء المدينين أن حساباتهم لدى الشركة مرهونة لدى البنك . وما يدفع من هذه الحسابات يحول مباشرة إلى البنك لسداد القروض أو قد ترك للمقرض إذا قدم حسابات جديدة كرهن ، فإذا حل ميعاد سداد الحسابات وبقي بعضها بدون سداد فإنها تحول إلى المقرض وتزال من قائمة الحسابات المرهونة .

### ( ب ) الاقتراض بضمانت أوراق القبض

يشبه هذا النوع من الإقتراض النوع السابق ذكره إلى حد كبير . فأوراق القبض من كمبيالات وسندات إذنية وغيرها ما هي إلا سندات يحررها العملاء إثباتاً لحساباتهم المدنية ، وفي بعض الدول وخاصة الولايات المتحدة لا تنظر البنوك إلى أوراق القبض بعين الرضا لأنها قد تمثل في مخيلتهم حسابات مدينة بطيئة أو متأخرة السداد ، وهذا قد يكون السبب الرئيسي في تحويلها إلى سندات إذنية أو كمبيالات .

وعلى كل حال يقوم البنك بنفس الإجراءات السابقة من دراسة حالة كل عميل قبل قبول الورقة كضمانت . ولكن غالباً ما نجد البنك يقوم بإخطار العميل بتحويل السند إذني أو الكمبيالة .

وهناك نوع آخر من الإقتراض شديد الشبه بهذا النوع وهو نتيجة لانتشار البيع بالأقساط ، ويكون الإقتراض هنا بضمانت الأوراق التي تثبت مديونية المشترين وتعهدهم بدفع الأقساط .

### ( ج ) الاقتراض بضمانت أوراق مالية

تعتبر الأوراق المالية من أسهم وسندات أحد الأصول التي يمكن الإقتراض بموجبها . وفي هذه الحالة نجد أن إدارة المنشأة قد ترى أن الإقتراض قد يكون أفضل من بيع هذه الأوراق والحصول على ما تحتاجه من

أموال ، لأن المنشأة قد لا ترغب في بيع استثماراتها المؤقتة بخسارة أو قد ترغب في الاحتفاظ بها خلال فترة ارتفاع الأسعار في سوق الأوراق المالية . أو قد تكون هذه الأوراق المالية تمثل استثماراً دائمًا في شركات يمكنها السيطرة عليها وبالتالي لا ترغب في بيعها . وتحت هذه الظروف نجد أن استخدام هذه الأوراق المالية كضمان للاقتراض يعتبر مصدرًا مناسباً لحصول المنشأة على التقدية اللازمة لعملياتها الجارية .

ويحتفظ البنك بهذه الأوراق المالية كرهن حيازي ، ولكن الكوبيونات والفوائد المستحقة لهذه الأوراق تكون من حق المنشأة المقترضة . وبالتالي يقوم البنك بسدادها للمشروع أو بخصمها من قيمة القرض . وبمقارنة هذا الضمان بالضمانين السابقين نجد أن البنك يتحمل نفقات أقل لأن هذه الأوراق تكون دائمًا من النوع الذي يحدث فيه التعامل بالسوق ومن السهل دراسته ومعرفة قيمته الحقيقة . وهذه الحقيقة قد تؤدي إلى خفض سعر الفائدة على مثل هذا النوع من القروض .

#### (د) الاقتراض بضمان بضائع

أصبحت القروض المضمونة بالبضائع مصدرًا مهمًا للحصول على الأموال الجارية وخاصة بالنسبة للمشروعات التي يتعلق عملها بتخزين أو تصنيع أو شحن بضائع نمطية وغير قابلة للتعطيب ومتمنعة بسوق نشطة . وهذا النوع من القروض يكون عادة مضموناً بواحد أو أكثر من المستندات الثلاثة الآتية :

- (أ) بوليصة الشحن .
- (ب) إيصال الإيداع .
- (ج) إيصال الأمانة .

(أ) بوليصة الشحن Bill of Lading : وهي عبارة عن مستند يصدره

الناقل لمصدر البضائع يستخدم كإيصال للبضائع وعقد بتسليمها ومستند يدل على ملكيتها . ويقوم مرسل البضائع بتظهير البوليصة للبنك الذي يقوم باستلام البضائع في مكان الوصول . أو قد يقدم البنك على تحويلها لمشتري البضائع مقابل الحصول على القيمة . ومن ثم تكون البضائع في الطريق هي ضمان القرض الذي يمنحه البنك لمرسل البضائع .

(ب) إيصال إيداع Ware House Receipt : ويستخدم كضمان لقروض البنك فيما يتعلق بالبضائع المخزونة . وهذا الإيصال هو مستند ملكية تصدره أحد مخازن الاستدابع العامة التي استلمت بضائع لغرض التخزين وتقوم بتسليم البضائع حسب الطلب إذا نفذت الشروط المنصوص عليها في الإيصال . والإيصالات من نوعين ، نوع غير قابل للتحويل أي أن البضائع تسلم فقط للشخص المنصوص عليه في الإيصال وبالتالي يمكن ذكر إسم البنك الذي يصبح له السيطرة على البضائع المخزونة . والنوع الثاني يسمح بالتسليم لعامله أو لشخص معين وأمره وهذا النوع يمكن استخدامه أيضاً كضمان لقرض مصرفي .

(ج) إيصال أمانة Trust Receipt : وإيصال الأمانة يسمح للمشتري بالحصول على البضائع ولكن على سبيل الأمانة مع إحتفاظ البنك بملكيتها . وعند بيع أي شيء من هذه البضائع فيجب الحصول على إذن من البنك ودفع القيمة له . وبما أن البضائع توجد مع المدين فانتا نقابل مشكلة تميز هذه البضائع المعينة في حالة إفلاس المدين . وبالتالي يعتمد الدائنوون على نزاهة المدين في احترام شروط إيصال الأمانة . ومن ثم يظهر لنا أن إيصال الأمانة أضعف مركزاً من إيصال الإيداع وذلك من وجهة نظر الدائن . وعلى كل حال فإنه يستعمل على نطاق واسع فيما يتعلق بتمويل السلع العاجزة كالسيارات والأدوات الكهربائية التي توجد بمعارض التجار . فهؤلاء التجار يمكنهم الحصول على هذه السلع وعرضها في محلاتهم لاجتذاب العملاء لشرائها .

## نسبة التغطية

يلاحظ أن البنوك لا تمنع عملائها القروض المطلوبة بالقيمة الكاملة للضمان المقدم ، بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية أخطار انخفاض قيمته وقت الرجوع إليه لاستخلاص الدين . فمثلاً إذا قدرت قيمة الأصل المقدم كضمان بمبلغ ١٠٠٠ جنية فإن البنك الذي يمنحك قرضاً بضمانها قدره ٧٥٠ جنية إنما يحتفظ بنسبة تغطية تسمى الإحتياطي أو المارج Margin تعادل ٢٥٪ ، ويكون القرض بنسبة ٧٥٪ من قيمة الضمان . وإذا نزلت هذه النسبة عن الحد المقدر فلا بد من إعادةتها إلى حدتها الأول . كما أنه كثيراً ما يحتفظ البنك لنفسه بحق زيادة المارج إذا رأى ضرورة لذلك . و يحدث هذا عادة في حالة هبوط قيمة الأصول المقدمة كضمان .

وتختلف نسبة التغطية أو المارج باختلاف نوع الأصل المقدم كضمان . فتراوح هذه النسبة على أوراق القبض بين ١٠٪ و ٥٠٪ ، وهي تتفاوت حسب مركز العملاء المدينيين ، وحسب مواعيد الاستحقاق . وتتفاوت نسبة التغطية على الأوراق المالية طبقاً لเคลبات قيمة هذه الأوراق في البورصة . أما نسبة التغطية على البضائع فتعتمد على القيمة التقديرية لها وليس على قيمتها الدفترية . وتختلف هذه النسبة باختلاف المقدرة على التخلص من البضائع بالبيع .

## أسباب استخدام الائتمان المصرفي

إن الائتمان المصرفي يكونه نوعاً من أنواع الأموال المقترضة ينطوي على كل مزايا وعيوب هذا النوع بمقارنته بأموال الملكية ( السابق شرحها في الفصل التاسع ) . وبمقارنة القروض المصرفية بالقروض طويلة الأجل نجد أن الأولى غالباً ما تكون متوفرة بسهولة أكبر وخاصة بالنسبة للمشروعات الصغيرة . وفي معظم الحالات تجد المشروعات المختلفة بغض النظر عن حجمها أن

الإئتمان 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 تعمد 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 إطلاقاً أن تدفع فائدة على قروض طويلة الأجل لا تستخدمها استخداماً فعالاً إلا خلال عدد قليل من الأشهر في كل سنة .

والإئتمان المصرفي يعتبر أقل تكلفة عند مقارنته بالإئتمان التجاري ولذا عادة ما ينصح باستعمال القروض المصرفية حتى تحصل المنشأة على النقدية التي تمكنتها من الحصول على الخصم النقدي . ولكن للأسف يلاحظ أن المنشأة التي تعجز عن الحصول على الخصم قد تكون في مركز سيء يجعل من الصعب عليها الحصول على الإئتمان المصرفي أيضاً . وعلى كل حال فالإئتمان المصرفي لا يتمتع بمرونة الإئتمان التجاري الذي يرتفع بطريقة آلية مع توسيع مشتريات المنشأة . ولكن من ناحية أخرى نجد أن الإئتمان المصرفي أكثر مرونة من الإئتمان التجاري من ناحية الاستخدام نظراً لأننا نحصل عليه في صورة نقدية وليس في شكل بضائع . وهذا حقيقي بصفة عامة ، ولكن علينا أن نعرف بأن في الامكان «تمويل» أصول أخرى خلاف المخزون السلعي بواسطة الإئتمان التجاري . ويحدث هذا بطريق غير مباشر حيث تعمد المنشأة المدينة إلى إعطاء معدل السداد للموردين ، مع استخدام الأموال الموجودة لتمويل أصول أخرى .

وأخيراً ، فإن حصول المنشأة على الإئتمان المصرفي يعود عليها بالفائدة

من ناحية المعرفة بأنها تمكن من النجاح في الامتحان الذي يعقده دائن تعتبر معاييره ومستوياته أصعب بكثير من معايير ومستويات غيره من الدائنين قصيري الأجل . ومثل هذا النجاح يساعد المنشأة مساعدة فعالة في الحصول على الائتمان من مصادر أخرى ، وأيضاً في الحصول على أنواع أخرى من الأموال .

## الائتمان التجاري

يمكن تعريف الإئتمان التجاري بأنه الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها . وحسب هذا التعريف سوف تستبعد من الائتمان التجاري الائتمان طويل الأجل أو متوسط الأمد الذي قد يمنحه باائعو الأصول الثابتة إلى المنشآت المشترية . كما تستبعد منه أيضاً الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط أي الائتمان الذي يمنحه تجار التجزئة إلى المستملكين . والائتمان التجاري كمصدر للأموال الجارية يلعب دوراً عظيم الأهمية في تمويل الكثير من المشروعات ، وخاصة تلك التي لا تستطيع استخدام المصادر الأخرى بسهولة .

ورغم أن المنشآت الصناعية قد لا تعتمد اعتماداً كبيراً على هذا النوع من الائتمان بالمقارنة بمنشآت تجارة الجملة والتجزئة . إلا أن منح الائتمان التجاري في جميع المراحل من المنتج إلى المستهلك يعتبر إحدى المظاهر الهامة للنظام التجاري الحديث . وبينما يعتمد على القروض المصرفية بأنواعها المختلفة لتمويل هذه العمليات ، إلا أن الائتمان التجاري يلعب دوراً كبيراً الأهمية وخاصة بالنسبة للمشروعات صغيرة الحجم .

وبينما نجد أن كلاً من البنوك التجارية والدائنين التجاريين يعملون على منح الائتمان القصير الأجل للمشروعات المختلفة لكي تتمكنهم من تمويل أصولهم المتداولة . إلا أن مركز المجموعتين يختلف للأسباب الآتية :

١ - إن العمل الرئيسي للبنك هو تسليف التقديمة ، ويعتمد على الفائدة كمصدر للدخل ، أما الدائن التجاري فعمله الاساسي هو بيع السلع أو الخدمات وقيامه بمنع الائتمان ما هو إلا وسيلة لتسهيل عملية البيع .

٢ - إن التجار عند منحهم الائتمان التجاري لا ينظرون فقط إلى الربح العاجل الذي يتبع عن العملية الحالية بل ينظرون أيضاً إلى الإيرادات المتوقعة من تكرار البيع لهؤلاء العملاء ، أما البنك فالرغم من ترحيبه بعملية إقراض مربحة إلا أنه ليس على استعداد لتحمل أخطار حالية في سبيل الحصول على عمليات ائتمان مستقبلة .

٣ - تؤثر طبيعة الأموال التي يستخدمها البنك التجاري على نوع قروضه وعملياته . فنظرأً لأنه يقرض إلى حد كبير من الأموال التي أودعت لديه إيداعاً تحت الطلب ، فإنه يميل إلى قصر عملياته على القروض الممتازة القصيرة التي يمكن تحويلها بسرعة إلى نقدية لمقابلة عمليات السحب ، ومن ناحية أخرى نجد أن الدائنين التجاريين ينظرون إلى أموالهم كأنها دائمة ، وبالتالي يمكنهم جعل إئتمانهم الممنوح دائماً ومستمراً طالما أن ذلك يؤدي إلى الاحتفاظ بعلاقات مربحة مع عملائهم .

٤ - نجد بصفة عامة أن اتصال البنك بالعملاء المدينين يكون وثيقاً مما يمكنهم من الحصول على معلومات أكثر دقة وتفصيلاً مما يحصل عليه الدائنين التجاريون . ولكن في نفس الوقت نجد أن الدائنين التجاريين يمتازون على البنك في أن تعاملهم كقاعدة عامة يكون مع نوع واحد من العملاء وفي ميدان واحد معين ، بينما نجد أن البنك تمنع الائتمان لكل أنواع النشاط التجاري مما يزيد مشكلة التحليل تعقيداً .

## العوامل التي تؤثر على منع الائتمان التجاري

يتوقف منع الائتمان التجاري واستخدامه على حاجة المشترين له وعلى

رغبة واستعداد البائعين لمنحه . ويحتاج المشتري إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس المال العامل لمقابلة الحاجات الجارية ، وعدم مقدرته على الحصول على القروض المصرفية وما شابهها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة . وعلى كل حال فانناستكلم في آخر هذا الجزء عن أسباب استخدام الائتمان التجاري . أما رغبة واستعداد الدائنين التجاريين على منع الائتمان ومقداره ، فهذا يتوقف على مجموعتين من العوامل هما : (أ) العوامل الشخصية و (ب) العوامل الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة .

### **أ - العوامل الشخصية :**

- ١ - مركز البائع المالي : وهذا العامل يحدد مقدار الائتمان الذي يمكن منحه . فالبائع يميل إلى منح شروط أسهل وأطول إذا كانت أمواله المملوكة وكذا مقدرته على الإفتراض كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي يقوم بها .
- ٢ - مدى رغبة البائع في التخلص من مخزونه السلعي : فلو كان البائع شديد الرغبة في التخلص مما لديه من البضائع نظراً لزيادة المخزون منها ، أو لاحتمال تغير الأسعار لغير صالحه ، فهو يعمد بالإضافة إلى عرضها بخصم إلى التوسع في منع الائتمان بشروط سهلة ومغرية ليساعد على بيعها . وعند تقديم سلعة جديدة أو إزالة سلعة إلى منطقة جديدة فإن منع الائتمان بشروط طيبة يكون من العوامل الهامة التي تعمل على زيادة المبيعات .
- ٣ - تقدير البائع للأخطار الائتمان : إن منع الائتمان التجاري لا يتوقف على القواعد الموضوعة فقط ، ولكن يتوقف أيضاً على رأي البائع وتقديره الشخصي للأخطار التي ينطوي عليها القيام بعملية منع الائتمان .

### **ب - العوامل الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة :**

- ١ - الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة : حيث أن الغرض

من الائتمان التجاري هو مساعدة المشتري المدين على بيع السلعة ، فأن مدة الائتمان تتوقف على المدة اللازمة للبيع في الفرع المعين من التجارة فمثلاً تاجر التجزئة في ميدان البقالة يتوقع فترة ائتمان أقل بكثير من تلك الممنوعة لناجر المجوهرات .

٢ - طبيعة السلع المباعة : لا جدال في أن السلع التي تتمتع بطلب كبير وعام يكون الإئتمان فيها بشروط أسهل من ذات الطلب الضيق المحدود .

٣ - حالة المنافسة : يمكن القول بصفة عامة أن المنافسة الشديدة تعمل على تسهيل شروط الائتمان ، بينما تؤدي المنافسة الضعيفة إلى التشديد في الشروط .

٤ - موقع العملاء : يضطر عادة العملاء الذين يوجدون على مسافة كبيرة من السوق الرئيسي إلى تخزين كميات من البضائع أكبر ولمدد أطول مما يفعله التجار القريبون من السوق . ومن ثم فغالباً ما يحصل النوع الأول من العملاء على ائتمان تجاري لمدد أطول .

٥ - الحالة التجارية : عندما تكون الأحوال التجارية مزدهرة ورائجة فإن أخطار منح الإئتمان تصل إلى أدناها ، والنتيجة هي التوسع في المنح وبشروط سهلة . أما عند تغير الأحوال وظهور الكساد فإن الحال سينقلب إلى العكس .

## أشكال الائتمان التجاري

يتخذ الائتمان التجاري شكل الحساب الجاري (الحساب المفتوح) أو شكل الكمبيالة أو السند الإذني . ومعنى ذلك أن المشروع الذي يعتمد على المورد في تمويل احتياجاته الجارية إما أن يشتري على الحساب الجاري ، أو يحرر بقيمة البضائع المشترأة سندًا إذنياً ، أو يقبل كمبيالة يسحبها البائع عليه سداداً للقيمة . ومن ثم فإن الائتمان التجاري يمكن المشتري (المدين) من

أن يحصل من البائع ( الدائن ) على ما يحتاج إليه من البضائع بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ آجل .

ويعتبر الحساب الجاري أهم أشكال الائتمان التجاري ويمثل الجزء الأكبر من عملياته وغالباً ما تفضل المشروعات المدينة الاقتراض عن طريق الحسابات التجارية بدلاً من الأوراق التجارية . فالاقتراض بواسطة الأوراق التجارية ( الكمياليات والسنادات الإذنية ) قد يعرض المشروعات المقترضة للكثير من المتاعب في حالة عدم تمكّنها من الدفع في مواعيد الاستحقاق . ففي هذه الحالة يستطيع الدائن بسهولة أن يثبت توقف المدين عن الدفع مما يؤثر على مركز الأخير تأثيراً سيئاً .

وتمتاز الأوراق التجارية بقابليتها للتداول وبذلك يمكن للدائن تظهيرها للغير . كما يمكنه أيضاً خصمها لدى البنك قبل موعد الاستحقاق وقبض قيمتها الحالية . ولا شك أن تقديم الكميالية بواسطة البنك للتحصيل يزيد من فاعلية هذا التحصيل وخاصة بالمقارنة بخطابات طلب السداد التي ترسلها إدارة الائتمان والتحصيل بالمشروع الدائن إلى مديني الحسابات التجارية .

وكما هو معروف فإن الحسابات التجارية تظهر في ميزانية المشروع الدائن كحسابات مدينة في جانب الأصول المتداولة ، وتظهر كحسابات دائنة في جانب الخصوم المتداولة من ميزانية المشروع المدين . أما الأوراق التجارية فتظهر باسم أوراق قبض تحت الأصول المتداولة في ميزانية الدائن ، وتظهر في ميزانية المدين كأوراق دفع في جانب الخصوم المتداولة .

## شروط الائتمان التجاري

يمكن فهم شروط الائتمان التجاري لو ألمتنا بالعوامل المحتملة الثلاث التي ينطوي عليها وهي :

١ - حجم الخصم المسموح به إذا حدث السداد النقدي خلال فترة زمنية

محددة . وبطلق على هذا النوع اسم الخصم النقدي ، وينبغي علينا ألا نخلط بينه وبين الخصم التجاري أو خصم الكمية . فالخصم النقدي هو وحده الذي يعتبر عنصراً من شروط الائتمان . أما الخصم التجاري فهو عبارة عن التخفيض (نسبة مئوية من سعر الفاتورة) الذي يمنع للمشروعات عند المستويات المختلفة في منافذ التوزيع . أما خصم الكمية فهو التخفيض الممنوح في حالة الشراء بكميات كبيرة .

٢ - الفترة الزمنية التي ينبغي السداد خلالها حتى يمكن الحصول على الخصم النقدي . وهذه المدة عادة ما تكون قصيرة ولا تزيد عن ١٠ أيام أو ٢٠ يوماً .

٣ - الفترة الزمنية التي يمكن أن تمر قبل سداد الفاتورة وذلك في حالة عدم الحصول على الخصم النقدي . وإذا كان المورد لا يعرض خصمأً نقدياً ، فإن هذه تكون ببساطة المدة الزمنية التي يسمح بها لسداد الفاتورة .

وتتفاوت شروط الائتمان التجاري تفاوتاً كبيراً . وستقتصر في مناقشتنا على الانواع الآتية :

#### **أ - الدفع نقداً قبل الإستلام : Cash before delivery**

ونظراً لأن الدفع هنا يجب أن يتم قبل قيام المورد بشحن البضائع ، فإن هذه العملية لا تتطوّي على أي ائتمان بالمرة . وتستخدم هذه الطريقة عندما تكون أحطر الائتمان كبيرة (المورد لا يعرف شيئاً عن العميل ، أو يعرف جيداً سمعة العميل السيئة) . ومن ثم لا يريد البائع القيام بشحن البضائع إلا بعد استلامه قيمتها .

#### **ب - الدفع نقداً عند الإستلام : Cash on delivery**

ويموجب هذه الطريقة يقوم البائع بشحن البضائع إلى المشتري الذي ينبغي عليه سداد قيمتها عند الإستلام وقبل انتقال البضائع إلى حيازته . وفي

هذه الحالة يواجه البائع خطر ضياع نفقات النقل واحتمال تأخير رجوع بضائمه إذا كان المشتري غير راغب أو غير قادر على الدفع عند وصول البضائع .

#### جـ - الشروط النقدية : Cash terms

ورغم أن هذا النوع حسب اسمه يتشرط الدفع نقداً ، إلا أنه ينطوي على منح الائتمان ولكن لأيام معدودة . والشروط النقدية رغم تعدد أشكالها إلا أنها كلها تعني بصفة عامة أن المشتري يمنع فترة قصيرة ( من ٧ إلى ١٠ أيام ) للسداد وذلك ابتداء من تاريخ تحرير الفاتورة . والغرض من هذه الفترة هو تمكينه من مراجعة الفاتورة وفحص البضائع التي استلمها .

#### د - الشروط العادية : Ordinary terms

وتنص هذه الشروط على منح المشتري مدة زمنية من تاريخ تحرير الفاتورة لكي يقوم بالسداد ، وإذا سدد خلال فترة زمنية قصيرة داخل المدة الممنوحة فإنه يحصل على خصم تعجيل الدفع . وهذه الفترة القصيرة تغطي مدة الشحن وتعطي للمشتري فرصة لمعاينة البضائع ومراجعتها مع الفاتورة قبل الدفع . وبالنسبة لعدد الأيام التي تكون خلالها البضائع عرضة للبيع أثناء فترة الخصم النقدي يمكن القول بأن المشتري يتمتع بائتمان تجاري بدون تكلفة . وعلى سبيل المثال يمكن التعبير عن هذه الشروط كالتالي : ٣٠ / ٢ / ١٠ صافي يوماً . ومعنى هذه الشروط أن للمشتري الحق في الإختيار ما بين الدفع خلال العشرة أيام الأولى من تاريخ تحرير الفاتورة ويتمتع بالخصم النقدي الذي يبلغ في هذا المثال ٢٪ ، أو سداد قيمة الفاتورة بالكامل دون خصم في نهاية الـ ٣٠ يوماً ، وهي مدة الإئتمان التجاري الممنوح .

#### هـ - السداد الشهري : Monthly Billing

في بعض نواحي النشاط التجاري قد تتعدد العمليات بمعنى أن المورد يقوم بشحن طلبات للمشتري خلال الشهر الواحد ، وهنا تصبح العملية غير

اقتصادية إذا أردنا تتبع الخصم النقدي الخاص بكل فاتورة . وبالتالي نجد أن المتبوع في مثل هذه الحالات هو السماح للمشتري بالقيام بالسداد مرة واحدة في الشهر . ويحصل المشتري على خصم نقدي إذا حدث السداد خلال فترة معينة من الشهر التالي : ففي هذه الحالة وعلى سبيل المثال يمكن التعبير عن شروط الائتمان كالتالي : ١٠٪ آخر الشهر صافي ٣٠ يوماً . ومعنى هذا أن مدة الائتمان والخصم النقدي لا يبدأ من تاريخ تحرير الفاتورة . وإنما يبدأ من آخر الشهر ( الذي حدث خلاله تحرير الفواتير ) . ومن ثم يمكن الحصول على الخصم النقدي البالغ ٢٪ على جميع المشتريات التي حدثت خلال شهر يناير إذا تم السداد قبل ١٠ فبراير . وفي حالة عدم الحصول على الخصم النقدي يجب سداد قيمة المشتريات بالكامل قبل ٢٨ فبراير .

#### و - السداد الموسمي : Seasonal Dating

وتبعاً لهذه الطريقة يعمد المورد إلى تحرير الفاتورة بتاريخ لاحق لتاريخ شحن البضائع . والسبب الرئيسي لاستخدام هذه الشروط هو تشجيع المشترين على إرسال طلباتهم الخاصة بالبضائع الموسمية قبل موسم المبيعات حتى يمكن للمورود الحكم على سوقه وتنظيم إنتاجه بقدر المستطاع . فمثلاً قد يعمد ناشرو الكتب الجامعية إلى تشجيع المكتبات على إرسال طلباتها مبكراً ، وقبل بدء الدراسة بالجامعة ، ومقابل ذلك تحرر الفواتير بتاريخ لاحق لتاريخ الشحن وأيضاً لميعاد افتتاح الجامعات . وعلى هذا الأساس قد ترسل الكتب المطلوبة إلى المكتبات في شهر يوليو وأغسطس ، ومع ذلك تؤخر الفواتير بتاريخ شهر أكتوبر . ومن المثال السابق يتضح أن هذه الطريقة تناسب المشروعات التي تعامل مع السلع الموسمية .

### تكلفة الائتمان التجاري

يمكن قياس تكلفة الائتمان التجاري عن طريق مقدار الخصم النقدي

المعروف فإذا افترضنا أن شروط الائتمان هي : ٢٪ صافي ٣٠ يوماً ، فإن المشتري المدين يدفع ٢٪ من قيمة الفاتورة مقابل استعماله للائتمان لمدة ٢٠ يوماً أو أقل إذا لم يقم بالدفع خلال العشرة أيام الأولى التي يمنع خلالها الخصم النقدي . أما لو كانت الشروط هي ٢٪ صافي ٦٠ يوماً فأن التكلفة تكون ٢٪ لمنتهى ٥٠ يوماً . ولكن ٢٪ لمنتهى ٢٠ يوماً هي في الواقع سعر فائدة ٣٦٪ لمنتهى ٣٦٠ يوماً ، أي لمنتهى السنة . بينما لمنتهى ٥٠ يوماً تمثل سعر فائدة سنوي يبلغ ٤٪ . وبالتالي فإن العمليات الحسابية تبين لنا بوضوح أن الخصم النقدي يصل إلى سعر فائدة سنوي مرتفع للغاية . ولهذا السبب يكون من مصلحة المدينين استخدام الائتمان المصرفي كلما أمكنهم ذلك حتى يمكنهم التمتع بالخصم النقدي .

وينبغي على مستعمل الائتمان التجاري معرفة وفهم عناصر التكلفة التي تختفي وراء الخصم النقدي . فهذه التكلفة لا تقتصر على نفقة استعمال الأموال بل تشمل أيضاً نفقة الديون المعدومة والنفقات الإضافية الناجمة عن منح الائتمان . ففي الحقيقة نجد أن الإيراد الذي يحصل عليه البائع من بيع بضائعه هو مبلغ الفاتورة ناقصاً منه الخصم النقدي . وأي إيرادات إضافية تتحقق نتيجة لعدم استخدام العملاء للخصم النقدي تكون مقابل الخدمات المالية المتعلقة بالائتمان التجاري .

ولو كان الدائنون التجاريون يضعون خصمهم النقدي على أساس علمية وليس تبعاً للمنافسة السائدة في فرع التجارة المعين ، فإن الخصم النقدي يجب أن يتكون من العناصر الآتية :

- ١ - تكلفة التقدود : على الدائن أن يحسب نفقة الأموال التي تستمر في الذمم ليس على أساس عدد الأيام التي تمضي بين تاريخ الخصم النقدي وتاريخ السداد المنصوص عليه ، بل يجب عليه حساب هذه الأيام مضافاً إليها الأيام الإضافية التي يستعملها المدينون بالفعل . في بعض العملاء بعض

النظر عن التأثير على مركزهم الائتماني يتأخرن في السداد ويفشلون في الدفع في نهاية المدة المعينة .

٢ - خسائر الديون المعدومة : وحيث أن العملاء الذين يدفعون نقداً وهؤلاء العملاء الذين يستعملون الخصم النقدي لا يسبّبون هذه الخسائر فان حساب هذه الخسائر ينبغي أن يكون على أساس نسبة معينة من المبيعات الأجلة .

٣ - نفقات الفحص والتحصيل : إن نفقات قسم الائتمان يجب اعتبارها جزءاً من نفقات منح الائتمان . كما أن نفقات التحصيل تتعلق كلها بعمليات منح الائتمان .

## أسباب استخدام الائتمان التجاري

يتضح من التحليل السابق أن الإئتمان التجاري مرتفع التكلفة وخاصة لو قورن بالائتمان المصرفي . ولكن إذا لم تتمكن المنشأة من الحصول على القروض المصرفية أو ما شابه ذلك من القروض الرخيصة ، فلقد يكون هناك من الأسباب ما يبرر استخدامها للإئتمان التجاري . وفي الواقع نجد أسباباً متعددة تبرر هذا الاستخدام ومن أهمها الآتي :

### ١ - التكلفة :

إذا حصلت المنشأة المدينة على جميع الخصومات النقدية المتاحة لها ، فإن استخدام الإئتمان التجاري لن يضيف شيئاً إلى تكاليفها . ولهذا السبب يعتبر الإئتمان التجاري من الانواع المرغوبة جداً . ولقد سبق وأن ذكرنا أن السعر الذي يحلله المورد يجب أن يغطي في المدة الطويلة كل تكاليفه بما في ذلك نفقات قسم الائتمان . وحيث أن تكلفة الإئتمان تدخل بالفعل في

السعر ، فان المشتري يدفع شيئاً إضافياً مقابل استخدام الائتمان في حالة واحدة ، وهي حالة فشله في الحصول على الخصم النقدي المعروض . وعلى هذا الاساس يمكن للمشتري الحصول على إئتمان بدون مقابل خلال الفترة المحددة لمنع الخصم النقدي . حقاً أن البائع قد يدخل في اعتباره عند تحديد سعر البيع الصافي (أي السعر بعد الخصم النقدي ) فوائد الائتمان والنفقات الأخرى كخدمة مجانية تمثل الخدمات العديدة الأخرى التي قد يقدمها البائع دون أن يحدد لها تكلفة مستقلة .

ونظراً لأن المورد لا يفرض تكلفة إضافية محددة مقابل استخدام هذا النوع من الإئتمان التجاري ، فإنه يتربّط على ذلك أن المشتري لن يتحمل شيئاً إضافياً إذا استخدم هذا الإئتمان إلى أقصى فترته ، أي أن من مصلحته الاقتصادية استخدام فترة الخصم النقدي بالكامل ، أو إذا لم يكن هناك خصمأً نقدياً معروضاً فمن مصلحته أيضاً استخدام المدة الممنوعة للسداد بالكامل . فمثلاً لو كانت شروط الشراء «صافي ٣٠ يوماً» ، فإن السعر سيكون واحداً سواء سددنا في اليوم الخامس أو في اليوم الثلاثين . وفي الحالة الأخيرة لن ندفع شيئاً إضافياً مقابل استخدام أموال المورد خلال الـ ٢٥ يوماً الإضافية .

## ٢ - المصدر الوحيد المتاح :

يلاحظ أن الكثير من المشروعات يمكنه الحصول على الائتمان التجاري في الأوقات التي تمتّع خلالها المنشآت المالية المختلفة عن إقرابه . ومعنى ذلك أنه أثناء هذه الفترات يصبح الإئتمان التجاري هو المصدر الوحيد المفتوح أمام هذه المشروعات . ويصبح هذا الكلام بصفة خاصة بالنسبة للمشروعات الصغيرة أو المكونة حديثاً . فبصفة عامة يمكن القول بأن الموردين غالباً ما يكونون أكثر استعداداً لتحمل الأخطار من المنشآت المالية . ويرجع السبب في ذلك إلى ما سبق ذكره من أن الموردين هدفهم الرئيسي هو اكتساب العملاء الجدد والاحتفاظ بالعملاء الحالين . وبالتالي

فهم يقيمون تكلفة منح الإئتمان بمقارنتها بتكلفة الأنواع الأخرى لترويج المبيعات مثل التخفيضات في الأسعار ، أو البرامج الإعلانية ، أو المكافآت التي تمنح لرجال البيع . فالمورد يحصل على ربحه عن طريق « ربطة » تتكون من السلعة ومن الخدمات المختلفة مثل الإئتمان . ومن ثم ، فإن الخسارة التي قد يتحملها نتيجة لمنحة الإئتمان يمكنه تعويضها عن طريق رفع سعر السلعة أو إلغاء بعض الخدمات .

يضاف إلى ذلك أن المشترين يمكنهم الحصول على الإئتمان بمقادير أكبر من الموردين ، نظراً لأن الموردين لا يحللون مراكزهم المالية بنفس درجة الدقة التي تتبعها البنوك وغيرها من المنشآت المالية . فالمورد لا يقف فقط على استعداد لتحمل أخطاراً أكبر ، بل أنه ليس على استعداد لمراجعة ودراسة كل طلب ائتمان يصل إليه دراسة مفصلة ودقيقة . فالفحص الدقيق والتحليل السليم للقواعد المالية الخاصة بكل عميل وعلى نمط التحليل الذي يقوم به البنك سيؤدي بلا شك إلى تخفيض الخسائر الائتمانية للمورد تخفيضاً كبيراً .. ولكن في نفس الوقت سيختفي مستوى مبيعاته إلى الحد الذي لا يمكنه من تغطية التكاليف المرتفعة لقسم ائتمانه .

### ٣ - السهولة :

إن الحصول على الإئتمان التجاري لا يستلزم الإجراءات المتعددة والمعقدة التي يتطلبها الاقتراض من البنك أو غيره من المنشآت المالية ، وعادة لا توجد طلبات رسمية لا بد من تحريرها أو مستندات يجب توقيعها أو تواريخ سداد لا يمكن تجاوزها ، بل بالعكس نجد أن المورد يقوم بمنع العميل الإئتمان المطلوب بمجرد استلامه لطلب الشراء . وبينما نجد أن فشل المنشأة المدينة في السداد للبنك في الميعاد قد يؤدي إلى إشهار إفلاسها ، نجد أن الدائنين التجاريين يكونون عادة على استعداد لإعطاء عملائهم مهلة للسداد إذا كانت ظروفهم المالية لا تسمح بالدفع في التاريخ المحدد .

#### ٤ - المرونة :

يعتبر الإئتمان التجاري مفيداً نظراً لإمكان استخدامه عندما تكون هناك حاجة إليه . فبناء المخزون السلعي لغرض مقابلة الحركة المرسمية في المبيعات يمكن تمويله جزئياً عن طريق الارتفاع الآلي في الحسابات الدائنة . وعندما تأخذ المنشأة في الدخول في موسم المبيعات تبدأ تدريجياً في تخفيض حساباتها الدائنة عن طريق انتحصيلات التي تأتيها من حساباتها المدينة . وحيث أن الإئتمان التجاري يرتبط مباشرة بالمخزون السلعي والمبيعات ، فإنه يقدم عنصراً من المرونة ضروري في الهيكل المالي .

ويساهم الإئتمان التجاري أيضاً في مرونة التمويل من ناحية أخرى . فنظرأً لأن الدائنين التجاريين نادراً ما يطلبون من المدين رهن أصوله للحصول على الإئتمان ، فإن استخدام الإئتمان التجاري يترك أصول المدين دون مساس . وبالتالي يصبح المدين في مركز أفضل للحصول على أموال إضافية من مصادر أخرى بضمان بعض أصوله . ولكن مثل هذه الحرية لا يمكن اعتبارها بدون قيود . فلو حاول المدين التوسيع في الحصول على أموال إضافية وبالتالي عرض رهن الجزء الأكبر من أصوله الهامة وخاصة الأصول المتداولة ، فإن الموردين قد يطالبون بضمانات مماثلة .

## الفصل الثاني عشر

### التمويل متوسط وطويل الأجل

تكلمنا في الفصل السابق عن مصادر التمويل قصير الأجل ، ونتقل الأن إلى مناقشة موضوع التمويل متوسط وطويل الأجل . وبهذا الانتقال يحدث تحولاً جوهرياً في المصادر المستخدمة لسداد هذه الأموال . فالقروض قصيرة الأجل تستخدم عادة لتمويل بناء المخزون السلعي وتكون الذمم . وبانتهاء موسم البيع ينخفض المخزون وتحصل الذمم . ومن ثم فان تحول هذه الأصول المتداولة إلى نقدية يمكن الشركة من سداد قروضها قصيرة الأجل والتي يشار إليها أحياناً كقرض رأس المال العامل .

وعلى النقيض من ذلك ، فان التمويل متوسط وطويل الأجل كثيراً ما ينظر اليه كمصدر لتمويل الأصول الثابتة وكذلك الجزء الدائم من الأصول المتداولة . ونظراً لأن استخدامات هذه الأموال تختلف فان مصادر سدادها تختلف أيضاً . فالأموال التي نحصل عليها من بيع الأسهم أو من حجز الارباح غالباً ما تستثمر استثماراً دائمأً أما الأموال الأخرى المقترضة فينبعي سدادها تدريجياً خلال عدد من السنين بالإضافة إلى الفائدة المستحقة . وبطريقة اعتباطية تنقسم هذه القروض إلى قسمين : القروض متوسطة الأجل ويتم سدادها خلال فترة تزيد عن السنة ولكن تقل عن عشر سنوات ( وهي تنقسم بدورها إلى قروض مباشرة Term Loans ، تمويل بالاستئجار Lease Financing ) ، أما القروض التي تزيد مدتها عن عشر سنوات فتعتبر من القروض طويلة الأجل .

## مصادر التمويل متوسط الأجل

سبق أن عرفنا التمويل متوسط الأجل (Intermediate-term Financing) بأنه ذلك النوع من القروض الذي يتم سداده في فترة تزيد عن السنة ولكن تقل عن عشر سنوات ، وذكرنا أيضاً أن هذا النوع ينقسم إلى قسمين : قروض مباشرة والتمويل بالاستئجار .

### قرض 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 ٥ إلى ١٥ سنة . وهذا معناه أن جزءاً من قروض شركات التأمين يمكن اعتباره قروض طويلة الأجل . وعلى كل فكيراً ما تعاون أحد البنوك مع شركة تأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه أياً منها فقط لإحدى الشركات على أساس أن يتم السداد أولاً للبنك ثم بعد ذلك لشركة التأمين .

وحيث ان جدول السداد يمثل خاصية أساسية في جميع أنواع القروض متوسطة الأجل ، فقد كان من الضروري أن نشرح هذا الجدول بشيء من التفصيل . ولا شك أن الغرض من « إهلاك » القرض أي سداده تدريجياً بدلاً من سداده دفعة واحدة في نهاية حياة القرض هو حماية كلاً من المقرض والمقترض من خطأ عدم قيام المقرض بالتحوط واستقطاع مبلغ سنوي وحجزه

بحيث يتم تجميع مبلغ مناسب في نهاية عمر القرض يتم استخدامه في السداد الكلي . وتنظر هذه النقطة بوضوح حين الحصول على قرض بغرض شراء أصل إنتاجي معين . ففي هذه الحالة سيمتلى جدول السداد مع انتاجية هذا الأصل على أساس أن مصدر أقساط سداد القرض هو التدفقات النقدية الناجمة عن استخدام الأصل .

ولتوسيع كيفية تحديد جدول الإهلاك (Amortization Schedule) سنأخذ المثال التالي عن منشأة قامت بالحصول على قرض يبلغ ١٠٠٠ جنيه على أن يتم السداد على فترة ١٠ سنوات ، ويتم حساب الفائدة على أساس ٥٪ على الرصيد المتناقص بالإضافة إلى أن السداد . الذي يتضمن أصل القرض والفائدة سيكون على عشر دفعات سنوية متساوية .

والسؤال الذي يثار هنا هو : ما هي قيمة كل دفعه سنوية ؟ . الواقع ان الإجابة عن هذا السؤال تتطلب استخدام مفاهيم القيمة الحالية التي تعرضنا لها في الفصل السابع .

يلاحظ أولاً أن المقرض يقدم ١٠٠٠ جنيه في مقابل أن يحصل على ١٠ دفعات سنوية متساوية تبلغ كل منها جنيه . ومن وجها نظر المقرض يمكن الحصول على ر على أساس المعادلة التالية :

$$R = \frac{P}{m}$$

حيث  $R$  = الدفعه السنوية التي يتم استخدامها

$P$  = القيمة الحالية للدفعه

$m$  = معامل الفائدة المناسب

وفي ضوء البيانات المعطاة لنا في هذا المثال ، يتم الحصول على معامل الفائدة لسعر خصم يبلغ ٥٪ لمدة ١٠ سنوات من جدول القيمة الحالية للدفعتات (١٢٢، ٧) وبالتالي فإن :

$$r = \frac{1000}{7,722} = 130 \text{ جنيه}$$

وهذا معناه أنه إذا قامت المنشأة بسداد دفعات سنوية تبلغ ١٣٠ جنيه لمنطقة ١٠ سنوات فإنها تكون قد سددت أصل القرض (١٠٠٠ جنيه) وكذلك حققت للمقرض عائد يبلغ ٥٪ على استثماره . وفي جدول ١٢ - ١ فقد قسمنا المدفوعات السنوية إلى قسمين : الأصل والفائدة . ولهذا التقسيم أهمية كبيرة من وجهة نظر الضرائب حيث أن مدفوعات الفائدة تمثل مصاريف تخفيض من الضرائب من وجهة نظر المقرض ، ودخل يفرض عليه ضرائب من وجهة نظر الدائن .

ويلاحظ أن هناك خصائص عديدة تتميز بها القروض متوسطة الأجل ومن أهمها : فترة السداد التي ذكرنا أنها تراوح بين سنة واحدة وعشرين سنة ، وكذلك الضمان حيث تطلب البنوك وشركات التأمين ضماناً يتراوح بين ٣٠ و ٦٠٪ من قيمة القروض ، وكثيراً ما يمنح المقرض امتيازات معينة للمقرض ، فمثلاً قد يعطى له الأولوية في شراء الأسهم العادية حين إصدارها . وأخيراً فإن الدفعات - كما ذكرنا - تكون متساوية ، ولكن إذا قام المقرض بالاسراع في السداد ، فإنه يتحتم عليه أن يدفع « عقوبة » معينة تراوح بين ٨ و ١٠٪ من أصل الدين المتبقى .

وعادة - ويسبب طول فترة القرض - فإن المقرض يطلب ضمانات إضافية ينص عليها في عقد القرض . ومن هذه الضمانات النص على حد أدنى معين لنسبة التداول ، وكذلك النص على حد أقصى للقروض طويلة الأجل التي

جدول ١٢ - ١  
جدول الاملاك (السداد) لقرض متوسط الأجل

الرصيد المتبقى	السداد من الاصل	الفائدة <sup>(١)</sup>	المدفوعات الاجمالية	السنة
جنيه ٩٢٠	٨٠	٥٠	١٣٠	١
٨٣٦	٨٤	٤٦	١٣٠	٢
٧٤٨	٨٨	٤٢	١٣٠	٣
٦٥٦	٩٣	٣٨	١٣٠	٤
٥٦٠	٩٦	٣٤	١٣٠	٥
٤٥٨	١٠٢	٢٨	١٣٠	٦
٣٥١	١٠٧	٢٢	١٣٠	٧
٣٣٩	١١٢	١٨	١٣٠	٨
١٢٢	١١٧	١٣	١٣٠	٩
	١٢٢	٨	١٣٠	١٠
	<u><u>١٠٠٠</u></u>	<u><u>٣٣٠</u></u>	<u><u>١٣٠٠</u></u>	

يمكن لمنشأة المقترض أن تحصل عليها خلال فترة القرض متوسط الأجل .  
وفي بعض الأحيان يطلب المقرض أن يكون له حق الموافقة على أي تغيير

(١) الفائدة في السنة الأولى :  $1000 \times 0,05 = 50$  جنيه ، في السنة الثانية :  $920 \times 0,05 = 46$  جنيه ... وهكذا .

يجري في إدارة منشأة المقرض خلال فترة القرض متوسط الأجل . وأخيراً فعادة ما يطلب المقرض أن تعرض عليه القوائم المالية لمنشأة المقترض على فترات دورية .

## التمويل بالاستئجار (Lease Financing)

تهدف معظم المنشآت إلى «استخدام» المباني والمعدات . وبالتالي فهدفنا ليس «امتلاك» هذه التسهيلات ، وأن كان الامتلاك في معظم الأحيان يحقق لها هذا الهدف . وقد ظهر في السينين الأخيرة في معظم الدول اتجاه نحو استئجار هذه التسهيلات بدلاً من شرائها . وبعد أن كان الاستئجار قاصراً على الأراضي والمباني فقد أصبح يشمل جميع الأصول الثابتة تقريباً .

ونظرياً فإن الاستئجار يشبه الاقتراض إلى حد كبير وبالتالي فيترتب عليه «رفع مالي» مثله في ذلك مثل الاقتراض . ويتخذ الاستئجار أشكالاً عديدة أهمها : البيع ثم الاستئجار (Sale and Leaseback) ، استئجار الخدمة (Service Leases) ، والاستئجار المالي (Financial Leases) .

### البيع ثم الاستئجار

وفي هذا النوع تقوم منشأة تمتلك أراضي أو مبني أو معدات من نوع معين ببيعها إلى منشأة مالية ، وتقوم في نفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة وبشروط خاصة . وإذا كان الأمر متعلق بأراضي أو مبان فإن المقرض في هذه الحالة يكون عادة شركة تأمين ، أما إذا كان الأمر متعلقاً بمعدات وآلات فإن المنشأة المالية قد تكون شركة تأمين أو بنك أو أحد شركات التمويل المتخصصة .

ويلاحظ في هذا النوع أن البائع (المستأجر) يتلقى فوراً قيمة الأصل من المشتري (المؤجر) ، وفي نفس الوقت يستمر البائع في استخدام الأصل . ويحرر عقد بين البائع والمشتري ويتم إعداد جدول للسداد يتخذ

صورة دفعات سنوية متساوية تكفي لتفطية قيمة الأصل وتزويده المؤجر بعائد مناسب على استثماره (المبلغ المدفوع في شراء الأصل) . وعلى كل فعملية حساب القسط وسداد المبلغ هي نفسها العملية التي تم شرحها في الجزء السابق عند مناقشة القروض المباشرة .

### استئجار الخدمة

يتضمن استئجار الخدمة (أو ما يطلق عليه أحياناً الاستئجار التشغيلي) كلا من خدمات التمويل والصيانة . وقد بدأ استئجار سيارات النقل وسيارات الركوب والحواسيب الالكترونية وألات تصوير المستندات ينتشر على نطاق كبير في الوقت الحالي . ويطلب هذا النوع من الاستئجار أن تقوم الشركة مالكة هذه الأصول بصيانتها على أن يتضمن فقط الاستئجار تكلفة هذه العمليات .

ويلاحظ عادة على هذا النوع من الاستئجار أن مجموع أقساط الاستئجار لا يغطي تكلفة الأصل بالكامل . وفي نفس الوقت فإن عقد الاستئجار يكون لفترة تقل كثيراً عن العمر الإنتاجي للأصل . ويتوقع المالك (المؤجر) في هذه الحالة أن يحصل على فرق القيمة بإعادة تأجير الأصل بعد نهاية مدة هذا العقد نظير أقساط جديدة أو ببيع هذا الأصل .

وأخيراً فإن عقود استئجار الخدمة عادة ما تعطي المستأجر حتى إلغاء العقد وإرجاع الأصل قبل انتهاء مدة العقد الأساسية . ويعطي هذا الحق ميزة هامة للمستأجر حيث أنه يستطيع التخلص من الأصل في حالة التطور التكنولوجي وظهور أصول أحدث تؤدي العمل بكفاءة أكبر ، أو في حالة انتهاء الحاجة إلى هذا الأصل .

### الاستئجار المالي

يتميز الاستئجار المالي بأنه لا يتضمن خدمات صيانة ، ولا يمكن إلغاؤه ، ولا بد من سداد قيمة الأصل بالكامل . ويتم هذا النوع من الاستئجار على أساس الخطوات التالية :

١ - تقوم المنشأة التي ستستخدم هذا النوع من الاستئجار باختيار الأصل الذي تريده ثم تتفاوض مع المتاج أو الموزع في كل الأمور المتعلقة بالسعر وشروط التسليم ... الخ .

٢ - تقوم المنشأة بعد ذلك بالاتفاق مع أحد البنوك مثلاً على أن يقوم الأخير بشراء الأصل من المتاج أو الموزع على أساس أنها ستقوم باستئجار الأصل بمجرد شراؤه . وتنص شروط عقد الاستئجار على ضرورة سداد قيمة الأصل بالكامل للمشتري بالإضافة إلى عائد على الرصيد . وعادة يعطى للمستأجر حق تجديد عقد الاستئجار بعد انتهاء فترة التعاقد الأصلية على أساس دفع أقساط مخفضة ، ولكن ليس للمستأجر الحق في إلغاء العقد الأساسي قبل أن يدفع بالكامل مجموع قيمة الأصل والفوائد للمشتري .

ويتشابه الاستئجار المالي مع « البيع ثم الاستئجار » في كل شيء فيما عدا أن الأصل في الحالة الأولى أصل جديد يشتريه المقرض من المتاج أو الموزع في حين أن الأصل - في الحالة الثانية - يشتريه المقرض من المقرض . وبالتالي فيمكن القول بأن « البيع ثم الاستئجار » هو نوع خاص من « الاستئجار المالي » .

### تكلفة التمويل بالاستئجار

لفهم مزايا وعيوب التمويل بالاستئجار ، فلا بد من مقارنة تكلفة الاستئجار بتكلفة امتلاك نفس الأصل . وحيث أنه لا يمكن تصور أن منشأة تتمتع بإدارة رشيدة ستحتفظ بنقدية سائلة عاطلة ، فإن المنشأة التي تفكر في شراء أصل جديد لا بد وأن تفك في نفس الوقت في كيفية تمويل هذا الاستئجار . وعندما تظهر الحاجة إلى التمويل يتوافر أمام المنشأة عدة بدائل منها :

(١) قرض مباشر متوسط الأجل مضمون بالأصل ، (٢) اتفاق لاستئجار الأصل . وللحكم على تكلفة التمويل بالاستئجار فلا بد من القيام بالمقارنة

بين هذه التكلفة وتكلفة الاقتراض لشراء نفس الأصل .

وتظهر هذه المقارنة بصورة كاملة وتفصيلية في جدول ١٢ - ٢ حيث يفترض أن المنشأة ترغب في الحصول عن آلة معينة تكلفتها ١٠٠٠ جنيه ويتوافر لديها بديلين : الأول اقتراض ١٠٠٠ جنيه بسعر فائدة ٥٪ على أساس أن يتم السداد بدفعه سنوية متساوية تبلغ ١٣٠ جنيه ، والثاني استئجار الآلة بمبلغ ١٥٠ جنيه سنوياً ( يلاحظ أن المؤجر يحصل أيضاً في هذه الحالة الأخيرة على سعر فائدة ضمني يبلغ ٥٪ ) ، وستستخدم الآلة لمدة ١٠ سنوات في نهايتها تكون قيمتها كخردة ١٠٠ جنيه . وإذا قامت المنشأة باستئجار الآلة ، فإن قسط الاستئجار يتضمن تكلفة الصيانة ، أما إذا قامت المنشأة بشرائها ، فإن ذلك يتطلب منها أن تدفع ٢٠ جنيه سنوياً للصيانة .

ويلاحظ هنا أن قرار الحصول على الآلة قد تم اتخاذه بالفعل في عملية التخطيط للإنفاق الاستثماري ، واهتمامنا الآن مركز فقط على كيفية الحصول على هذه الآلة : استئجارها أو شرائها . وعلى كل فإذا كانت التكلفة « الفعلية » للاستئجار تقل كثيراً عن تكلفة الإقتراض ( ويحدث ذلك عادة بسبب عوامل كثيرة منها أن مقدرة المنشأة على الحصول على قروض تزيد في حالة استخدام الإستئجار ) ، فإن ذلك قد يتربّط عليه ضرورة إعادة حساب « تكلفة الأموال » المستخدمة في عملية إعداد الميزانية الرأسمالية ، مما قد يؤدي إلى قبول مشروعات سبق رفضها في ظل تكلفة الأموال القديمة .

وتظهر الخانات من ( ٢ ) إلى ( ٥ ) جدول المدفوعات للقرض ( يلاحظ أن هذا الجزء من جدول ١٢ - ٢ يتشابه تماماً مع جدول ١٢ - ١ الخاص بالقرض المباشر ) . وتظهر خاتمة ( ٧ ) أقساط الإهلاك بافتراض أن الآلة يتم إهلاكها على أساس قسط الإهلاك الثابت ( التكلفة الاجمالية للآلة عبارة عن ١٠٠٠ جنيه مطروحاً منها ١٠٠ جنيه التي تمثل قيمتها كخردة ) . وتظهر خاتمة ( ٨ ) إجمالي المصاريف التي تخضع للضريرية ( الفائدة+الإهلاك+الصيانة ) . وبافتراض أن معدل الضريرية يبلغ ٤٠٪ ، فإن قيمة الضريرية تنخفض بمقدار

.٤٠٪ من قيمة هذه المصروفات وتظهر هذه الوفورات في خانة (٩) .

ويمكن الحصول على التدفق النقدي الخارج في حالة الشراء (الإمتلاك) بالإضافة أرقام خانة (٢) التي تمثل إجمالي المدفوعات السنوية إلى أرقام خانة (٦) التي تمثل تكلفة الصيانة . وحيث أن تكلفة الاستئجار تؤثر في الضريبة المدفوعة ، فإن هذه « التكلفة بعد الضريبة » هي عبارة عن حاصل ضرب هذه التكلفة في ( ١ - سعر الضريبة ) . وعلى هذا الأساس وجدنا أن تكلفة الاستئجار السنوية بعد الضريبة عبارة عن ٩٠ جنيه لمرة عشر سنوات ، ويظهر هذا الرقم في خانة (١١) .

وتظهر خانة (١٠) صافي التدفقات النقدية الخارجية في كل سنة لو أن المنشأة قررت الإقراض وشراء الآلة ، في حين تظهر خانة (١١) صافي التدفقات النقدية الخارجية لو اختارت الشركة بدليل الإستئجار . ويجب عند هذه النقطة تحويل هذه التدفقات إلى قيم حالية حتى يمكن إجراء المقارنة على أساس سليم . وتم هذه العملية عن طريق ضرب قيم خانة (١٠) وخانة (١١) في معامل الفائدة المناسب (على أساس خصم التدفقات النقدية بتكلفة أموال ١٠٪<sup>(١)</sup> ، وتظهر القيم الحالية المقابلة في الخانتين (١٣) و (١٤) . ونقوم بعد ذلك بجمع الأرقام الموجودة في العمودين الأخيرين لنحصل على صافي القيمة الحالية لكل بدليل . ولا شك أن الشركة يقع على عاتقها اختيار ذلك البديل الذي يتربّع عليه قيمة حالية للتكلفة تقل عن القيمة الحالية لتكلفة البديل الثاني . ويظهر مثالنا هذا أن 'شراء (الإمتلاك) يتتفوق على الاستئجار حيث أن القيمة الحالية لتكلفة الشراء تقل بمقدار ٢٢ جنيه عن القيمة الحالية لتكلفة الإستئجار (٥٥٣ - ٥٣١ = ٢٢ جنيه) .

---

(١) يلاحظ - لأغراض التبسيط - أننا استخدمنا سعر خصم واحد يمثل تكلفة الأموال للمنشأة ، والواقع أنه كان من الأفضل استخدام أكثر من سعر خصم واحد يمثل كل واحد منها درجة خطورة معينة . فمثلاً كان يمكن خصم مدفوعات القرض أو أقساط الإستئجار بسعر خصم متخصص نسبياً بحسب التأكيد النسي المرتبط بها ، يعكس الحال في حالة الخردة التي كان من الواجب خصمها بسعر مرتفع للغاية .

مقدمة تكلفة الاستجرار  
الاستجرار بتكلفة الإسلام

جدول ١٢ - ٢ )

الإجمالي	الإجمالي	صافي تكلفة الإسلام		العرض
		الملاحة	الرسدة	
٦٥٣	٦٥٣	٦٥٣	٦٥٣	٦٥٣
٦٣٧	٦٣٧	٦٣٧	٦٣٧	٦٣٧
٦٣٦	٦٣٦	٦٣٦	٦٣٦	٦٣٦
٦٣٥	٦٣٥	٦٣٥	٦٣٥	٦٣٥
٦٣٤	٦٣٤	٦٣٤	٦٣٤	٦٣٤
٦٣٣	٦٣٣	٦٣٣	٦٣٣	٦٣٣
٦٣٢	٦٣٢	٦٣٢	٦٣٢	٦٣٢
٦٣١	٦٣١	٦٣١	٦٣١	٦٣١
٦٣٠	٦٣٠	٦٣٠	٦٣٠	٦٣٠
٦٢٩	٦٢٩	٦٢٩	٦٢٩	٦٢٩
٦٢٨	٦٢٨	٦٢٨	٦٢٨	٦٢٨
٦٢٧	٦٢٧	٦٢٧	٦٢٧	٦٢٧
٦٢٦	٦٢٦	٦٢٦	٦٢٦	٦٢٦
٦٢٥	٦٢٥	٦٢٥	٦٢٥	٦٢٥
٦٢٤	٦٢٤	٦٢٤	٦٢٤	٦٢٤
٦٢٣	٦٢٣	٦٢٣	٦٢٣	٦٢٣
٦٢٢	٦٢٢	٦٢٢	٦٢٢	٦٢٢
٦٢١	٦٢١	٦٢١	٦٢١	٦٢١
٦٢٠	٦٢٠	٦٢٠	٦٢٠	٦٢٠
٦١٩	٦١٩	٦١٩	٦١٩	٦١٩
٦١٨	٦١٨	٦١٨	٦١٨	٦١٨
٦١٧	٦١٧	٦١٧	٦١٧	٦١٧
٦١٦	٦١٦	٦١٦	٦١٦	٦١٦
٦١٥	٦١٥	٦١٥	٦١٥	٦١٥
٦١٤	٦١٤	٦١٤	٦١٤	٦١٤
٦١٣	٦١٣	٦١٣	٦١٣	٦١٣
٦١٢	٦١٢	٦١٢	٦١٢	٦١٢
٦١١	٦١١	٦١١	٦١١	٦١١
٦١٠	٦١٠	٦١٠	٦١٠	٦١٠
٦٠٩	٦٠٩	٦٠٩	٦٠٩	٦٠٩
٦٠٨	٦٠٨	٦٠٨	٦٠٨	٦٠٨
٦٠٧	٦٠٧	٦٠٧	٦٠٧	٦٠٧
٦٠٦	٦٠٦	٦٠٦	٦٠٦	٦٠٦
٦٠٥	٦٠٥	٦٠٥	٦٠٥	٦٠٥
٦٠٤	٦٠٤	٦٠٤	٦٠٤	٦٠٤
٦٠٣	٦٠٣	٦٠٣	٦٠٣	٦٠٣
٦٠٢	٦٠٢	٦٠٢	٦٠٢	٦٠٢
٦٠١	٦٠١	٦٠١	٦٠١	٦٠١
٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠	٦٠٠

## الإضطرار

- ١ - يمكن للشركة اقراض ١٠٠ جنية بسعر فائدة ٥٪ على أن يتم السداد على أساس ١٠ دفعات سنوية متساوية ، ونقدم حساب الدفعة السنوية كالتالي :
    - أ - معدل فائدة الدفعة السنوية على عشر سنوات ويسعر خصم ٥٪ = ٧٧٣٣ .
    - ب - القسط السنوي المطلوب  $\frac{100}{7,773} = 130$  جنية .
  - ٢ - يمكن للشركة أيضاً أن تستأجر الأصل (ركلته ١٠٠٠ جنية بعد بعده بعده ١٠ سنتات على أساس قسط إيجار مدته ١٠ سنتات على أن يتم السداد على أساس قسط إيجار سنوي يبلغ ١٥٠ جنية .
  - ٣ - قيمة الأصل كثيرة في نهاية عشر سنوات ١٠٠ جنية . وتشتمل إضافة هذا القبعة إلى عدالة رقم (١٠) باعتبارها تتفق تقديرى داخل (في حالة الامتلاك) .
  - ٤ - تستخدمنا المشاه طريقة القسط الثابت في الأصول .
  - ٥ - سعر الفضية اللائل ٤٪ .
- (١) - تم تقرير الأرقام في خالات ٩ ، ١٣ ، ١٤ لأرب جنية .
- (ب) - حيث إن بكلفة الاستئجار بعد الفضية عبارة عن الدفعات السنوية لسبعين ٩٠ جنية لمدة ١٠ سنتات ، فإن القبعة العمالية لعنة (١٤) كذان يمكن حسابها كالتالي :

وأخيراً فلا شك أن حسابات جدول ١٢ - ٢ يمكن أن تغير إلى حد كبير إذا اختلفت الافتراضات الخاصة بظروف المنشأة موضع البحث ، فمثلاً إذا استخدمت المنشأة أسلوب الإهلاك المتضاعف (Accelerated depreciation) فإن ذلك يعني أن الضرائب تكون أقل في السنوات الأولى مما يؤدي إلى تخفيض تكلفة الإمتلاك (خانة ١٠) في السنوات الأولى وزيادتها في السنوات الأخيرة . وحيث أن تكلفة الإستئجار بعد الضرائب (خانة ١١) لا تتأثر بنوع أسلوب الإهلاك المستخدم ، فإن القيمة النهاية هي زيادة مزايا الإمتلاك (خانة ١٢) في السنوات الأولى وتخفيضها في السنوات الأخيرة . وحين أخذ هذه النقطة في الاعتبار في خانات القيم الحالية ، فإن ذلك معناه أن أسلوب الإهلاك المتضاعف يترتب عليه زيادة جاذبية بدائل الإمتلاك عما هو عليه حالياً . ويمكن استخدام نفس منطق التحليل هذا في دراسة أثر التغيرات في ظروف المنشأة على قرار « الإستئجار أو الإمتلاك » . ومن أمثلة هذه التغيرات ما يأتي : رفع سعر الفائدة الضمني في قسط الإستئجار ، زيادة قيمة الأصل كخردة ، زيادة درجة توافر القروض من البنوك أو من مصادر التمويل الأخرى .

## مصادر التمويل طويل الأجل

بعد الانتهاء من مناقشة القروض المباشرة متوسطة الأجل والتمويل بالاستئجار باعتبارهما أن أهم مصادر التمويل متوسط الأجل سنقوم بتخصيص بقية هذا الفصل إلى مناقشة المصادر الرئيسية التي تستخدم في التمويل طويل الأجل . ويلاحظ أن مناقشتنا ستكتسب على دراسة التمويل طويل الأجل الخاص بالشركات المساعدة . ويرجع هذا التركيز إلى ما هو معروف من أن المشاكل المالية الخاصة بهذا النوع من المنظمات تكون أكثر عدداً وأشد صعوبة من مشاكل الأنواع الأخرى . يضاف إلى ذلك أن النوع المساعد هو الشكل الذي يلعب حالياً الدور الرئيسي في نشاطنا الصناعي والتجاري .

وعلى أساس تحليلنا للهيكل المالي (الفصل العاشر) يمكن تقسيم

المصادر الرئيسية للتمويل طويل الأجل إلى الأقسام الآتية :

أولاً : أموال الملكية وأهم مصادرها :

- ١ - الأسهم الممتازة .
- ٢ - الأسهم العادية .
- ٣ - الأرباح المحجوزة .

ثانياً : الأموال المقترضة : السندات والقروض الطويلة الأجل .

كما يمكن تقسيم المصادر الرئيسية السابقة إلى قسمين : (١) التمويل الخارجي ويشمل كل الأنواع السابقة باستثناء الأرباح المحجوزة ، (٢) التمويل الداخلي أو الذاتي ويقصد به الأرباح المحجوزة .

وسبباً مناقشتنا بالأسهم العادية ، فالأسهم الممتازة ، ثم السندات . أي ستكلم أولاً عن التمويل الخارجي ، وبعد ذلك يمكننا القيام بتحليل القرارات الهامة المتعلقة بالتمويل الذاتي وسياسة توزيع الأرباح .

## الأسهم العادية

يتكون رأس مال الشركة المساهمة من عدد من الحصص المتتساوية ، لا تقل قيمة كل منها عن جنيه مصرى ، ويطلق على كل حصة لفظ « سهم » . وهذه الأسهم يمكن تقسيمها إلى طبقتين : الأولى لها حق الأولوية في الأرباح الموزعة ، ولذلك تسمى بالأسهم الممتازة وأصحابها هم الملاك الممتازين . وهذه الأسهم غالباً ما تكون ممتازة أيضاً بالنسبة لأصول الشركة أي لها حق الحصول على قيمتها الإسمية مضافاً إليها أية أرباح متجمعة قبل أن يحصل حملة الأسهم الأخرى على أية توزيعات وذلك في حالة التصفية . أما الطبقه الثانية من الأسهم فيكون لها الحق فيما تبقى من أرباح وأيضاً فيما تبقى من الأصول ، وهذه هي الأسهم العادية وحملتها هم الملاك الباقيون .

## **الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة**

تمثل الاسهم العادية من وجهة نظر الشركة وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الاجل . وعملية إصدار هذه الاسهم بواسطة الشركات المساهمة لا يمكن اعتبارها عملية روتينية عادية تقوم بها باستمرار ، بل هي عملية خاصة قليلة الحدوث ففي الكثير من الحالات نجد الشركة المساهمة تصدر الاسهم العادية مرة واحدة خلال مدة حياتها .

وتعتمد الشركات المساهمة إعتمادا يكاد يكون تماما على الاسهم العادية في تمويلها الدائم وخصوصا عند بدء التكوين لأن إصدار هذا النوع من الاسهم لا يحمل الشركة أعباء لا قبل لها بإحتمالها كما هو الحال بالنسبة للأسهم الممتازة أو السندات ولشركة المساهمة غير ملزمة بدفع عائد ثابت أو محدد لحملة الأسهم العادية مقابل استخدامها لأموالهم . فإذا حققت الشركة أرباحا كبيرة توقع العملة خلال فترة أو أكثر من الزمن ، الحصول على عائد مرتفع . أما إذا تحملت الشركة خسائر أو رأت عدم توزيع أية أرباح ، فلن يحصل وبالتالي حملة الأسهم العادية على عائد بالمرة وهذه الحقيقة وحدها تكفي لإظهار العيزة الرئيسية الناجمة من استخدام الأسهم العادية بواسطة الشركات المساهمة للحصول على ما يلزمها من الأموال .

## **حقوق حملة الأسهم العادية**

يتمتع حملة الأسهم العادية بصفتهم ملاك الشركة المساهمة بمزايا مختلفة وحقوق متعددة . ويحدّد طبيعة هذه المزايا والحقوق بدقة وبالتفصيل عقد إنشاء الشركة وما تنص عليه قوانين الدولة التي تنظم هذا النوع من الشركات . وفي تحليلنا لحقوق حملة الأسهم العادية سنقتصر على دراسة الحقوق الآتية :

## ١ - الحق في الاشتراك في الأرباح عند توزيعها :

باستثناء الحالات التي يقوم فيها حملة الأسهم باستثمار أموالهم في الشركة لغرض زيادة قيمة هذه الأوراق المالية في المستقبل . نجد أن الحملة ينظرون لـاستثمارهم في الشركة كمصدر للحصول على دخل يتخذ شكل الأرباح الموزعة ولكن رغم ذلك فلا حق لهم في الأرباح إلا إذا أعلنت توزيعها ومعنى هذا أن الشركة قد تحقق أرباحا ، ومع ذلك ولأسباب ستتكلم عنها فيما بعد ، قد تقرر عدم التوزيع ، وبالتالي لا يمكن لحملة الأسهم الحصول على الدخل المتوقع ، ولكن بمجرد إعلان توزيع أرباح ، تصبح هذه الأرباح دينا على الشركة ويمكن لحملة الأسهم إجبار الإدارة على الدفع .

## ٢ - الحق في حضور الجمعيات العمومية :

لكل مساهم الحق في حضور الجمعيات العمومية للمساهمين ما لم يعلق القانون النظامي للشركة هذا الحق على شرط امتلاك المساهم لعدد معين من الأسهم . والشرع المصري يمنع هذا الحق لكل مساهم حائز لعشرة أسهم وذلك بغض النظر عن نصوص القانون النظامي للشركة . ويمكن تقسيم جمعيات المساهمين إلى نوعين : الجمعيات العمومية العادية ، والجمعيات العمومية غير العادية . وتنعقد الجمعية العمومية العادية ، مرة كل عام حسب الشروط الواردة في القانون النظامي ، وهي صاحبة الكلمة العليا في إدارة الشركة حيث أنها تقوم بفحص ومناقشة الحسابات السنوية والتصديق عليها ، وتحديد الأرباح التي توزع على المساهمين ، وتقدير مكافأة أعضاء مجلس الإدارة والمراقبين وإعادة إنتخابهم أو عزلهم ، وغير ذلك من الأمور المتعلقة بيدارة الشركة . أما الجمعية العمومية غير العادية فنعقد في الأحوال الاستثنائية التي ينص عليها القانون أو القانون النظامي للشركة ، ومثال ذلك تعديل القانون النظامي ، وزيادة أو خفض رأس مال الشركة ، ولكل مساهم الحق في حضور الجمعيات غير العادية حتى ولو كان مالكاً لسهم واحد .

### ٣ - الحق في التصويت :

إن أحد الحقوق الجوهرية لحملة الأسهم العادية هو حقهم في الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة عن طريق عملية التصويت . ويعتبر هذا الحق على جانب كبير من الأهمية نظراً لأنه يسمح للحملة كملاك الشركة بأن يكون لهم صوتاً في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين يقومون بإدارة الشركة ورسم سياستها . ولا يقتصر حقهم في التصويت على انتخاب أعضاء مجلس الإدارة بل يشمل مسائل هامة أخرى مثل تعديل القانون النظامي للشركة أو اعتماد سياسة توزيع الأرباح .

وعندما يكون عدد الحملة في الشركة محدوداً فان اهتمامهم بحضور الجمعيات العمومية واحتراكم في التصويت يكون كبيراً . ولكن بزيادة عددهم وانتشارهم في مناطق متباينة ، يقل الاهتمام بحضور الجمعيات العمومية وبالتالي تقل أهمية التصويت الفردي . وفي الواقع لقد أدى كبر حجم الشركات المساهمة وتشتت هذا العدد الضخم من المساهمين الذين يمتلكون عدداً صغيراً من الأسهم - إلى خلق مشكلة حقيقة تتعلق بالسيطرة على الشركات المساهمة .

### ٤ - حق الأولوية في الإكتتاب :

وهذا الحق يعطي الأولوية لحملة الأسهم في الإكتتاب وشراء الأسهم العادية الجديدة التي قد تصدرها الشركة المساهمة ، وأيضاً أي نوع آخر من الأوراق المالية التي يمكن تحويلها في المستقبل إلى أسهم عادية . وكمية الأسهم الجديدة التي يمكن لحاملي الأسهم الإكتتاب فيها تتحدد بعد الأسهم التي يمتلكها بالفعل بالنسبة للمعدل الكلي للأسهم القائمة بالفعل . وهذا الحق عظيم الأهمية لحملة الأسهم العادية من ناحيتين : (١) المحافظة على مركزهم النسبي في التصويت و(٢) المحافظة على نصيبيهم في الاحتياطات والأرباح غير الموزعة في حالة بيع الأسهم الجديدة بسعر أقل من القيمة السوقية الجارية .

## ٥ - حق نقل ملكية الأسهم :

لا تعد الشركة المساهمة حملة أسهمها بإرجاع أموالهم اليهم في تاريخ معين لأن هذه الأموال المدفوعة تمثل ملكية المشروع وستبقى بصفة دائمة مع الشركة ، وبالتالي لو أراد أحد حملة الأسهم التخلص من ملكيته فلا يمكنه إرجاع الأسهم للشركة بل يجب عليه أن يعثر على مشتر لهذه الأوراق المالية . وهذه النتيجة تؤدي إلى وجوب حصول المساهم على حق نقل ملكية ما يحوزه من الأسهم بدون إذن من الشركة .

## ٦ - حق الاشتراك في موجودات الشركة عند تصفيتها :

في حالة التصفية ، أي عندما تقوم الشركة المساهمة ببيع أصولها وسداد كل ما عليها من التزامات وأيضا دفع نصيب حملة الأسهم الممتازة (إن وجدت ) يكون لحملة الأسهم العادية الحق في أي مبالغ باقية . وعلينا ملاحظة أن الشركة المساهمة عندما تبيع أصولها وتخرج من الميدان فغالبا ما لا يتبقى شيء لحملة الأسهم العادية بعد دفع الالتزامات المختلفة . ولهذا السبب فمن النادر أن نجد شركة مساهمة تقوم إختياريا بتصفية أصولها .

## القيم المختلفة للسهم

تعتبر مشكلة التقييم من أصعب المشاكل في ميدان تمويل الشركات المساهمة . ويزيد من صعوبة المشكلة تعدد المداخل المختلفة التي يمكن استخدامها لغرض التقييم . وبالنسبة للأسهم العادية يجب التمييز بين القيمة الإسمية للسهم ، وقيمتها الدفترية ، وقيمتها السوقية .

### أولاً - القيمة الإسمية :

القيمة الإسمية للسهم هي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقانونها النظامي ، والتي تظهر بوضوح على قسمة السهم . وقد يكون

هناك مبلغ معين يحدده القانون كحد أدنى للقيمة الإسمية للسهم ، ومثال ذلك ما ينص عليه القانون المصري من أن قيمة السهم لا يجوز أن تقل عن جنيه واحد . ومتى أصدرت الشركة المساهمة أسهماً فان القيمة الإسمية من المحتمل جداً أن تكون مخالفة القيمة السوقية ، وهذا يرجع إلى أن القيمة الأخيرة - كما سترى - تتوقف أساساً على ما سيحدث في المستقبل ، في حين أن القيمة الإسمية مؤسسة على الواقع الماضي .

### ثانياً - القيمة الدفترية :

إن القيمة الدفترية للشركة المساهمة هي عبارة عن قيمتها حسب سجلاتها المحاسبية . وبالتالي فان القيمة الدفترية للأسهم ما هي إلا عبارة عن قيمة هذه الأسهم حسب هذه السجلات ، فإذا كانت الشركة تصدر نوعاً واحداً من الأسهم فان القيمة الدفترية لهذه الأسهم العادية تكون مجموع رأس المال المسماه والاحتياطات والأرباح غير الموزعة (أي حقوق المساهمين ) . وتكون القيمة الدفترية للسهم هي هذا المجموع مقسوماً على عدد الأسهم المصدرة .

### ثالثاً - القيمة السوقية :

والقيمة السوقية للسهم هي عبارة عن السعر الذي يحدث التعامل به في سوق الأوراق المالية . ونظراً لأن العوامل التي تلعب دورها في تحديد هذا السعر متعددة وفي نفس الوقت متغيرة ، فإن هذه القيمة لا تميز بالثبات بل بالتحول والتغير من وقت لآخر . وأهم عامل يؤثر على قيمة السهم في السوق هو ما يتوقعه المتعاملون من دى ربحية الشركة في المستقبل . وبما أن هذا التوقع ليس إلا مجرد تنبؤ بالمستقبل ، ولما كان هذا التنبؤ يختلف من فرد لآخر ومن وقت لآخر كما أنه يخضع لوجهات نظر مختلفة ، فإن هذا الاختلاف هو الذي يظهر لنا أسباب عدم ثبات سعر السوق بالنسبة للأسهم العادية . وبالتالي قد تكون القيمة السوقية أعلى أو معادلة أو أقل من القيمة الإسمية أو

القيمة الدفترية ، ويتوقف هذا على تقديرات حملة الأسهم والمعاملين بالأوراق لدى ربحية الشركة في المستقبل ، ولمقدار الأرباح المتوقع توزيعها ، وللحالة الاقتصادية .

## الأسهم الممتازة

تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أن كلاهما يمثل أموال الملكية في الشركة المساهمة . وهناك تشابه بينهما أيضاً من ناحية أن الشركة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت على هذين النوعين من الأوراق المالية . فالعائد في الحالتين يتوقف على تحقيق الشركة للأرباح ، وعلى رغبتها في التوزيع . ويشترك كل من النوعين أيضاً في أنهما يستحقان العائد فقط بعد دفع أو الأخذ في الحساب جميع التكاليف والنفقات الالزامية لقيام الشركة بأعمالها ، ولكن هناك ثلاث اختلافات رئيسية بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية وهي :

- ١ - يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة .
- ٢ - عادة نجد أن هناك حدأً أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه .
- ٣ - غالباً لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت .

## الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة

هناك عدد من الأسباب التي تدفع إدارة الشركة المساهمة إلى إصدار الأسهم الممتازة . ورغم أن هذا الموضوع سبق مناقشته بالتفصيل عند الكلام عن الهيكل المالي ( الفصل العاشر ) ، إلا أننا سنذكر الآن باختصار أهم هذه الأسباب وهي :

## ١ - زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة :

فالأسهم الممتازة تقابل رغبات النوع المحافظ نسبياً من المستثمرين . فشركات التأمين والأرامل والمتقاعدين وغيرهم يفضلون الأسهم الممتازة على الأسهم العادية . ورغمما من أن العائد على الأسهم الممتازة أقل من العائد على الأسهم العادية إلا أنه أعلى من العائد على السندات وخاصة السندات الحكومية . وبالتالي فإن إصدار الشركات للأسهم الممتازة التي تلقى قبولاً من هذا النوع من المستثمرين يعني تنوع الشركة لمصادر أموالها وإمكان وصولها إلى الطبقات المختلفة من المستثمرين .

## ٢ - المتاجرة بالملكية :

تستطيع الشركة بإصدار الأسهم الممتازة أن تتحقق أرباحاً إضافية لحملة الأسهم العادية (الملاك الباقين) إذا امكן استثمار حصيلتها بمعدل يزيد عن المعدل المحدد في عقد الإصدار، فمثلاً إذا أصدرت الشركة أسهماً ممتازة ٦٪ ، وتمكنت من تحقيق عائد على هذه الأموال يبلغ ١٥٪ فإن الفرق يعود على حملة الأسهم العادية، وتعتبر عملية الإصدار عملية إقتصادية مربحة .

## ٣ - إستعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة :

لا تحمل معظم الأسهم الممتازة حق التصويت وبالتالي لا تشارك في إدارة الشركة بصورة مباشرة أو غير مباشرة . ومن ثم يمكن للشركة الحصول على ما تحتاجه من أموال إضافية دون خوف من تدخل الغير في الإدارة . وفي هذه الحالة نلاحظ أن مركز الأسهم الممتازة يشبه إلى حد كبير مركز السندات . ولذا قد يتساءل البعض لماذا لا تستخدم الشركة السندات بدلاً من الأسهم الممتازة في مثل هذه الأحوال ؟ وللإجابة على هذا السؤال نجد أن هناك حالات كثيرة لا يكون أمام الشركة إلا أن تصدر الأسهم الممتازة . ومن تلك الحالات (١) حالة الرغبة في تلافي الأعباء المالية الثابتة التي يتعمّن دفعها لحملة السندات سواء تحققت الأرباح أو لم تتحقق ، (ب) حالة وصول

السندات المصدرة بالفعل الى الحد القانوني الذي يمنع إصدار سندات جديدة ، ومن ثم فقد تضطر الشركة الى إصدار الأسهم الممتازة للحصول على ما تحتاجه من أموال إضافية .

### **الأسهم الممتازة وأرباح الشركة :**

لاشك أن أهم ميزة يتمتع بها حملة الأسهم الممتازة هو حقهم في الحصول على عائدتهم قبل توزيع أي شيء على حملة الأسهم العادية . ويتحدد نصيب حملة الأسهم الممتازة بنسبة مئوية معينة من القيمة الإسمية . وليست هنا قاعدة عامة في تحديد مقدار هذه النسبة لأنها تختلف باختلاف الشركة المساهمة وأيضاً باختلاف الصناعة . ولا يعني هذا الإمتياز أن أرباح الأسهم الممتازة مضمونة وينبغي على الشركة دفعها باستمرار ، بل يعني أنه إذا حققت الشركة أرباحاً وتقرر توزيع هذه الأرباح أو جزء منها على المساهمين فيجب التوزيع أولاً لحملة الأسهم الممتازة . أي أن شرط الإمتياز لا يؤكّد ولا يضمن لحملة الأسهم الممتازة الحصول على أرباحها باستمرار . ورغمما من هذه الحقيقة فاننا نلاحظ ان إدارة الشركة تعمل عادة كل ما في وسعها لدفع هذه الأرباح ، نظراً لوجود عوامل مختلفة تدعوها الى الدفع إذا سمحت الحالة المالية للشركة لعمل ذلك . ومن هذه العوامل .

(أ) الإلتزام الأدبي نحو حملة الأسهم الممتازة .

(ب) توقف الشركة عن دفع أرباح الأسهم الممتازة لفترة من الزمن قد يؤدي الى أيقاع بعض العقوبات عليها ، وأول هذه العقوبات هو عدم تمكّن حملة الأسهم العادية من الحصول على أرباح بالمرة .

(ج) يؤثّر عدم الدفع تأثيراً سلباً على القيمة السوقية لأسهم الشركة ( العادية والممتازة على السواء ) .

والأسهم الممتازة قد تكون غير مجمعة للأرباح ، ونقصد بذلك أنه إذا

مر العام ولم تعلن الإدارة عن توزيع الأرباح فان الحملة يضيع عليهم الحق في هذه الأرباح . ويمكن أن يحدث هذا بصرف النظر عن الأرباح الفعلية التي تتحققها الشركة ، ويكون هذا الشرط معقولاً في حالة فشل الشركة في تحقيق الربح ولكنه يصبح مصدر ضرر لحملة الأسهم الممتازة في حالة تحقيق الشركة للأرباح . أما الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح فتتميز على سبقتها في أن حق الحملة في الربح لا يضيع إذا لم يتقرر توزيعه في سنة من السنين بل يرحل إلى العام التالي ولا يمكن إعلان توزيع أرباح إلى حملة الأسهم العادية قبل دفع المستحق والمتحموم لحملة الأسهم الممتازة بالكامل .

وهناك نوع من الأسهم قليل الشيوع وهو النوع الذي يشتراك في الأرباح . وهنا يكون لحملة الأسهم الممتازة بعد حصولهم على أرباحهم المحددة الحق في مشاركة حملة الأسهم العادية في الأرباح الباقيه ، أي أن النسبة المئوية المحددة في العقد لا تعتبر الحد الأقصى لنصيبهم في أرباح الشركة . وعلى كل حال فإن الأكثر شيوعاً واستخداماً هو الأسهم الممتازة غير المشتركة في الأرباح . أي التي يقتصر نصيبها على النسبة المئوية المعينة المحددة في العقد .

### **حملة الأسهم الممتازة وحقهم في التصويت :**

إن الأسهم الممتازة بوصفها نوع من أنواع الملكية لها حق التصويت الدائم كالأسهم العادية تماماً إلا إذا كان هناك ما ينص على خلاف ذلك في عقد الإصدار . وعادة نجد أن عقود الإصدار لا تمنع حملة الأسهم الممتازة هذا الحق . القاعدة العامة هي النظر إلى هؤلاء الحملة كأشخاص خارجين ليس لهم حق الاشتراك في إدارة الشركة . ورغم أن الأغلبية العظمى من الأسهم الممتازة لا تمنع حملتها حق التصويت الدائم إلا أنها نجد أن هذه الأغلبية نفسها تعطي الحملة حق التصويت المؤقت في حالات معينة منصوص عليها ، وكذلك حق التصويت في أمور معينة .

## **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل :**

وهي الأسهم الممتازة التي يمكن للشركة المصدرة تحويلها الى أوراق مالية أخرى حسب اختيار الحملة وتحت شروط منصوص عليها في القانون النظمي للشركة ، وعادة يكون تحويل الاسهم الممتازة الى اسهم عادية . والغرض من اضافة هذا الحق ضمن شروط الإصدار هو تشجيع المستثمرين على الإكتتاب في هذه الأوراق المالية . أما من وجہه نظر حملة الأسهم الممتازة القابلة للتحويل ، فإن هذا الشرط يسمح لهم بالمشاركة في نمو وازدهار الشركة في المستقبل . وحيث أنه يظهر أن كلا من الشركة والمستثمرين يتتفعون من هذا الشرط فلا غرابة إذن من شيوعه وانتشاره بين الأسهم الممتازة المصدرة .

ويحدث تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية على أساس معدل تحويل وسعر تحويل معين . وسعر التحويل يعني السعر المعطى للأسهم العادية لغرض التحويل ، أما معدل التحويل فيمثل عدد الأسهم العادية التي يتسلّمها حملة الأسهم الممتازة عند تحويل أسهمهم فإذا كان السهم الممتاز ذو قيمة اسمية ٢٠ جنية ويمكن تحويله إلى أسهم عادية على أساس سعر ٥ جنيه للسهم العادي ، فان سعر التحويل للسهم العادي يكون ٥ جنيه ومعدل التحويل ٤ . وعادة يكون التحويل خلال فترة محدودة من تاريخ إصدار الأسهم الممتازة حتى يمكن حماية حملة الأسهم العادية . ونلاحظ ان القيمة السوقية للأسهم الممتازة القابلة للتحويل تتأثر بكل ارتفاع يطرأ على القيمة السوقية للأسهم العادية بشرط أن تكون قيمة الأسهم العادية المتحصلة من عملية التحويل تزيد عن قيمة الأسهم الممتازة .

## **استدعاء وسداد الأسهم الممتازة**

يمكن للشركة المساهمة إستهلاك كل أو جزء من أسهمها الممتازة القائمة بالفعل إذا رغبت في ذلك ، وهناك عدة طرق يمكن للشركة استخدامها

لاستهلاك أسهمها الممتازة إختياريا . ومن أهم هذه الوسائل الطريقتين الآتتين :

١ - تقوم الشركة بشراء أسهمها الممتازة من السوق ثم تعمد بعد ذلك إلى الغاء هذه الأسهم . وتكون النتيجة النهائية هي تخفيض عدد الأسهم المصدرة ، وأيضاً تخفيض نصيتها من الأرباح .

ب - استدعاء الأسهم الممتازة ؛ وهي أكثر وسائل الاستهلاك انتشاراً وأكبرها أهمية . وتبعداً لهذه الطريقة تقوم الشركة باستدعاء كل أو جزء من الأسهم الممتازة المصدرة لكي تسدد قيمتها نقداً إلى الحملة . وفي هذه الحالة لا يكون أمام الحملة سوى تقديم أسهمهم واستلام النقدية . ولكن لحدوث هذه العملية يجب أن يكون هناك نص صريح في عقد الشركة يعطيها الحق في الاستدعاء والسداد . فإذا لم ينص على ذلك فلا يمكن إجبار حملة الأسهم الممتازة على تقديم أسهمهم للشركة لغرض السداد . وفي الحالة الأخيرة تعتبر الأسهم الممتازة غير قابلة للاستدعاء أو للسداد .

وهناك أسباب متعددة تحمل الشركة المساهمة على استدعاء وسداد كل أو جزء من أسهمها الممتازة . ويمكن أن نذكر منها الثلاثة أسباب الرئيسية الآتية :

١ - تجد الشركة في إمكانها الحصول على الأموال من مصادر أخرى وبتكلفة أقل من تلك التي تدفعها على الأسهم الممتازة . إذن من مصلحتها إستدعاء هذه الأسهم وسداد قيمتها من المبالغ المتحصلة من المصادر الأقل تكلفة .

٢ - قد ينطوي عقد الأسهم الممتازة على بعض القيود التي يجب على الشركة الالتزام بها طالما أن هذه الأسهم قائمة ، ومثال ذلك ضرورة الإحتفاظ بنسب معينة من الأصول المتداولة ، أو تحديد مقدار الأرباح التي يمكن للشركة توزيعها على حملة الأسهم العادية ، ولا شك أن هذه الشروط المقيدة لن تكون

ملزمة للشركة في حالة التخلص من الأسهم الممتازة نفسها عن طريق الإستدعاء والسداد .

٣ - وأخيراً قد تتوفر الأموال السائلة لدى الشركة ، وبالتالي تقوم بسداد قيمة الأسهم الممتازة لأصحابها نظراً لعدم حاجتها إلى أموالهم . ولكن هذه الحالة نادرة الحدوث لأن أغلبية الشركات تحتاج إلى المزيد والمزيد من الأموال في ظل نظامها الاقتصادي المتبع ومن ثم فهي تحدث فقط خلال الفترات الكاسدة عندما تعمد بعض الشركات إلى تخفيض أسهلها .

## السندات

تمثل السندات الأموال المقترضة التي تستخدم في التمويل طويلاً للأجل ، لأنها في واقع الأمر عبارة عن قروض طويلة الأمد . وهذا القرض الطويل ينقسم إلى أجزاء صغيرة متساوية في القيمة يطلق على كل منها اسم « سند » .

### مقارنة بين السندات والأسهم

يمكن ذكر الخصائص العادية التي تميز السندات عن الأسهم فيما يلي :

- ١ - يعتبر حملة السندات من دائني الشركة ، أما حملة الأسهم فهم ملاكها .
- ٢ - يحصل حملة السندات على فائدة مقابل استخدام الشركة لأموالهم ، بينما يحصل حملة الأسهم على الارباح الموزعة .
- ٣ - تعتبر حقوق حملة السندات مع حقوق غيرهم من الدائنين من الحقوق الأولى الممتازة التي يتبعن على الشركة مقابلتها قبل دفع أي شيء بالمرة لحملة الأسهم .
- ٤ - يستحق حملة السندات فائدة محددة وثابتة تلتزم الشركة بدفعها في مواعيدها المعينة بانتظام وبغض النظر عن حالتها المالية وعما إذا كانت

الإيرادات كافية ، بينما أرباح الأسهم لا يمكن إعلانها إلا عند تحقيق الشركة للأرباح وأيضاً عند رغبتها في التوزيع ، وبالتالي فإن عائد الأسهم لا يتصف بالثبات . وفي حالة الأسهم العادية على الأخص يتقلب العائد صعوداً وتزولاً تبعاً لربحية الشركة وأيضاً لسياسة توزيع الأرباح التي تتبعها .

٥ - للسندات أجل معين محدود وتعين على الشركة سداد قيمة السندات في نهاية هذه المدة ، بينما الأسهم لا أجل لها .

٦ - لا حق لحملة السندات في التصويت أو في الاشتراك في إدارة الشركة طالما أنها لا تتأخر في مقابلة التزاماتها نحوهم ، بينما حملة الأسهم - باستثناء أنواع معينة - لهم حق إدارة الشركة عن طريق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة .

٧ - قد تقدم الشركة بعض أصولها ضماناً لحقوق حملة بعض الأنواع من السندات ، بينما هذا الضمان لا يمكن حدوثه بالنسبة للاسمم لأن حملة الأسهم هم ملوك الشركة المساهمة التي تملك بدورها كل أصولها .

ونلاحظ من القائمة السابقة أن الخصائص المميزة تدور حول الأربعة نقاط الرئيسية ( ميعاد الاستحقاق ، الدخل ، الإدارة ، والأصول ) التي سبق وأن تكلمنا عنها في الفصل العاشر ( الهيكل المالي ) .

## السندات من وجهة نظر الشركة

تعتبر السندات من المصادر الرئيسية التي تتمكن الشركات المساهمة من الحصول على ما يلزمها من الأموال الدائمة . ولكننا نعلم أن الشركة يمكنها الحصول على تلك الأموال أيضاً عن طريق إصدار الأسهم بنوعيها ، وبالتالي ما هي العوامل التي تدفع الشركات المساهمة إلى إصدار السندات بدلاً من الأسهم ؟

توجد في الحقيقة عوامل متعددة تدعى الشركات المساهمة إلى إصدار السندات . ومن أهم هذه العوامل ما يأتي :

#### ١ - المتاجرة بالملكية :

يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت الشركة استثمار الأموال المفترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها . فإذا افترضنا أن الشركة تحقق ١٥٪ عائدًا على أصولها ، فلو أصدرت سندات تحمل فائدة ٤٪ فإن الفرق بين المعدلين يؤدي إلى زيادة معدل الأرباح التي يمكن توزيعها على ملاك الشركة .

#### ٢ - التكلفة :

عادة تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم . فالمستثمرون لا يقدّمون على شراء الأسهم إلا إذا كان احتمال الربح أكبر بكثير من الفائدة الخاصة بالسندات . فمثلاً حملة السندات قد يرغبون في استثمار أموالهم إذا كان سعر الفائدة ٥٪ بينما حملة الأسهم يتوقعون على الأقل ١٠٪ ربح قبل إقدامهم على شراء أسهم جديدة .

#### ٣ - الميزة الضريبية :

ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبية نظرًا لأن سعر الفائدة على السندات يعتبر من النفقات التي تؤخذ في الحساب قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة ، هذا بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعيها توزيع للأرباح وليس من النفقات .

#### ٤ - استعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة :

إن إصدار السندات يمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من الأموال اللازمة من الغير دون إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت أو

الاشتراك في إدارة الشركة . ومن ثم لو أعرب ملاك الشركة المساهمة بطريقة أو بأخرى عن عدم رغبتهم في الإكتتاب في الأسهم الجديدة يكون التمويل عن طريق إصدار السندات أفضل وسيلة لحماية مصالحهم .

#### ٥ - زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة :

يعتبر إصدار السندات وسيلة للوصول إلى طبقات معينة من المستثمرين التي لا تتوافقها الأسهم ، وبالتالي فإن إصدار السندات يمكن الشركات من الوصول إلى هذا النوع من المستثمرين والتي لا يمكنها الوصول إليه إذا أصدروا أسهما .

### العوامل المقيدة لإصدار السندات

نظرًا لأن السندات تعتبر الأداة الرئيسية في عملية المتاجرة بالملكية ، فإن استخدامها قد يكون سبباً في زيادة الأرباح وعاملًا من عوامل الإستقرار والنجاح لبعض الشركات ، ولكنها أيضًا قد تكون السبب الرئيسي في فشل وانهيار بعض الشركات الأخرى . وبالتالي فيجب علينا الإللام بأهم العوامل التي تحد من استخدام السندات وهي كالتالي :

١ - أول هذه القيود وأهمها هو القيد الخاص بثبات الإيرادات . فالسياسة المالية السليمة تنادي بأن تكون أرباح الشركات التي ترغب في إصدار السندات أميل إلى الثبات منها إلى التقلب ، فثبات الإيرادات من سنة لأخرى يعني مقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات . أما الشركات التي يتقلب إيرادها من سنة لأخرى فلقد تعجز عن الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات مما قد يؤدي إلى إشهار إفلاسها .

٢ - أما القيد الثاني فهو يتعلق بتكلفة الإفتراض . فالإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة ، وهذا النقص يؤدي

إلى ارتفاع سعر الفائدة المدفوع إلى أن يصل للحد الذي لا يمكن للشركة قبوله .

٣ - والقيد الثالث يتصل بالعرف التجاري الذي يبين الحدود التي يتعين على مختلف أنواع الشركات عدم تجاوزها حتى يمكن للسندات أن تلقى قبولاً من المستثمرين خاصة وأنهم من النوع المحافظ الذي يدرك أنه كلما زادت نسبة أموال الإقراض إلى أموال الملكية كلما زاد احتمال توقف الشركة عن مقابلة التزاماتها .

٤ - أما القيد الرابع فهو القيد القانوني . فقد تنص القوانين المنظمة للشركات المساهمة على نسبة معينة من السندات لا يمكن للشركات تجاوزها .

٥ - وأخيراً قد تكون القيود الموضوعة على إصدار السندات نتيجة لعقود ملزمة للشركة . فلقد تجد الشركة نفسها عاجزة عن إصدار أية سندات جديدة بسبب إتفاقية خاصة بعقد قرض مع أحد البنوك أو عقد إصدار سندات قديمة ينص على عدم السماح بإصدار سندات جديدة .

### أنواع السندات

هناك عدة طرق مختلفة لتصنيف السندات ، وكل طريقة منها تعتمد على مميزات هامة معينة . ومن هذه الطرق طريقةان أكثر إنتشاراً وذيعاً إحداهما تعتمد على نوع الضمان المقدم للسندات ، والأخرى تعتمد على نوع الصناعة التي تتبعها الشركة مصدرة السندات . والتصنيف الأخير هو في الواقع تصنيف لأنظمار الاستثمار ، ومن ثم فإن قيمة عند دراسة السندات محدودة . أما التقسيم الأول القائم على أساس الضمان المتاح فيعتبر مهماً من وجهة نظر الشركة المصدرة وكذلك من وجهة نظر المستثمر . ويمكن بوجه عام تقسيم السندات على أساس الضمان إلى نوعين : الأول مضمون بأصول معينة ، والثاني غير مضمون بأي أصول معينة .

## ١ - السندات المضمونة برهن أصول معينة :

قد تقدم الشركة المساهمة بعض أصولها ضماناً لحقوق حملة السندات . وفي هذه الحالة تعتبر السندات مضمونة وإذا فشلت الشركة في مقابلة التزاماتها نحو حملة هذه السندات من دفع الفائدة أو سداد قيمة الأصل عند الإستحقاق ، يمكن - نظرياً على الأقل - لحملة السندات كمجموعة الإستيلاء على هذه الأصول المعينة وبيعها بالمزاد وتقسيم ما يتحصلون عليه بينهم . فإذا كانت حصيلة البيع تزيد عن مقدار القرض أرجعت الزيادة للشركة . أما إذا كان سعر البيع أقل من قيمة السندات ، فان حملة السندات يشاركون الناانون العاديين بقيمة الرصيد المتبقى لهم .

وهذه السندات قد تكون مضمونة برهن بعض الأصول الثابتة مثل الأراضي والمباني والماكينات والأصول المقدمة كضمان قد تكون خاصة بالإصدار المعين فقط ، بمعنى أن الشركة لا يمكنها إصدار أي سندات أخرى جديدة بضمان نفس الأصول ، وفي هذه الحالة يسمى الضمان بالرهن المغلق . أما في حالة إمكان الشركة إصدار سندات إضافية في المستقبل بضمان نفس الأصول فإن الضمان يعرف بالرهن المفتوح وأحياناً قد تكون السندات مضمونة برهن أوراق مالية تقدمها الشركة مصدرة السندات . غالباً ما تكون هذه الأوراق المالية عبارة عن الاستثمارات الدائمة التي تحفظ بها الشركة المدينة ولا ترغب في بيعها .

## ٢ - السندات غير المضمونة بأصول معينة :

وهذا النوع من السندات قد يطلق عليه إسم السندات البسيطة ، نظراً لأنه غير مضمون بأية رهونات . وليس صحيحاً أن هذه السندات غير مضمونة بالمرة ، بل هناك ضمان يقف خلفها ألا وهو المركز الائتماني والقوة الإيرادية للشركة المصدرة . ومثل هذه السندات قد تستخدمها الشركات ذات المركز المالي القوي الممتاز . فمثل هذا المركز يجعل وجود رهن معن أمراً غير

ضروري لاجتذاب المستثمرين . كما أنها قد تستخدم بواسطة الشركات الفقيرة التي سبق وأن رهنت معظم أصولها ضماناً لسندات أو قروض أخرى .

ولكن في الكثير من الحالات نجد أن الشركات المصدرة لهذا النوع من السندات لا تنتمي إلى أي من الطبقتين السابقتين ذكرهما . فالشركات التجارية والصناعية يهمها جداً المحافظة على مركزها الإئمالي مع البنوك وال媿وردين . وبالتالي لو رهنت أصولها الثابتة لضمان السندات المصدرة فلن يبقى للبنوك والموردين في حالة فشل الشركة سوى الأصول المتداولة التي قد يشاركون فيها حملة السندات في حالة عدم كفاية الأصول الثابتة لمقابلة التزامات الشركة نحوهم ، وهذا الموقف لا يشجع البنوك أو الموردين على التوسع في منح الإئمالي لهذه الشركات . أما إذا أصدرت مثل هذه الشركات سندات غير مضمونة فإن أصولها الثابتة تظل حرة وبذلك تستطيع بسهولة الحصول على حاجتها من الإئمالي المصرفي والتجاري .

وعلى وجه العموم لا تعتبر السندات غير المضمونة بالضرورة أضعف من السندات المضمونة ، لأن العبرة ليست بالضمان بل بقوة الشركة الإيرادية ومقدرتها على تحقيق إيرادات كافية لمقابلة التزاماتها نحو حملة السندات من دفع الفائدة السنوية وسداد الأصل عند حلول ميعاد الإستحقاق .

### سداد السندات عند حلول ميعاد استحقاقها

إن السندات بوضفها قروض طويلة الأجل يكون لها أجل معين محدد . ويعين على الشركة المدينة أن ترسم الخطط المالية الخاصة بسداد هذه السندات عند حلول ميعاد استحقاقها غالباً لا تملك الشركة نقدية كافية للقيام بعملية السداد ، لأنها تفضل إستثمار النقدية الزائلة في اقتناء أصول جديدة . وعلى كل حال فإن مقدرة الشركة على السداد ، مما لديها من نقود تتوقف إلى حد كبير على حجم السندات الواجب سدادها . فان كان هذا الحجم صغيراً أمك

للشركة السداد مما تملكه من نقدية ، أما إذا كان الحجم كبيراً فعلى الشركة أن تبحث عن موارد خارجية حتى يمكنها الوفاء بالتزاماتها .

## سداد السنادات قبل حلول ميعاد استحقاقها

يحدث في الكثير من الحالات أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سناداتها المصدرة وذلك قبل حلول ميعاد الاستحقاق المحدد . وينبغي عند دراسة مثل هذا النوع من السداد التمييز بين طريقتين رئيسيتين من طرق السداد وهما (١) السداد حسب اختيار الشركة ، و (٢) السداد الإجباري .

### ١ - السداد حسب اختيار الشركة :

والطريقة الإختيارية الأولى هي قيام الشركة بشراء سناداتها من السوق ثم تعمد بعد ذلك إلى إلغائها . ولا شك أن هذه الطريقة لن تستخدم إلا إذا تمكنت الشركة من الشراء بسعر يقل كثيراً عن القيمة الإسمية . ولكن الشركة التي تباع سناداتها في السوق بخصم كبير ( أي بسعر يقل كثيراً عن القيمة الإسمية ) تكون عادة في مركز مالي ضعيف ، ومن ثم لا تملك من النقدية ما يمكنها من القيام بعملية شراء السنادات لغرض استهلاكها .

أما الطريقة الثانية وهي الأكثر شيوعاً واستخداماً فهي السداد عن طريق الاستدعاء . ولكن استخدام هذه الطريقة يتلزم وجود شرط في عقد الإصدار ينص على حق الشركة في استدعاء السنادات قبل تاريخ الاستحقاق المعين . لأنه في حالة غياب هذا النص لا يمكن للشركة أن تجبر حامل السند على تقديم سنه وبغض قيمته ، أي أن السنادات تبعاً لهذا الكلام قد تكون قابلة للاستدعاء أو غير قابلة للاستدعاء .

وعادة نجد أن الشركة التي تستدعي سناداتها للسداد تقوم بدفع علاوة فوق القيمة الإسمية . وهذه العلاوة تمثل تعويضاً للمستثمر عن الفائدة التي تضيع عليه خلال فترة البحث عن استثمار جديد . والأسعار التي يحدث على

أساسها الدفع يجب أن يكون منصوصاً عليها في عقد إصدار السندات كما يجب أن يتم الاستدعاء عن طريق السحب بالقرعة (اليانصيب) حتى لا يحابي واحد من حملة السندات على حساب الآخر.

ولكن لماذا تقرر الشركة - اختيارياً - القيام بسداد كل أو جزء من سنداتها المصدرة قبل حلول موعد الاستحقاق المعين؟ عادة تقوم الشركة بهذه العملية حتى يمكنها تحقيق واحد أو أكثر من الأغراض الآتية :

١ - تخفيض سعر الفائدة المدفوع : قد تجد الشركة في تاريخ لاحق أن في إمكانها بيع سندات تحمل سعر فائدة أقل من السعر الذي تدفعه على السندات القائمة بالفعل . فلو كانت السندات المصدرة من الممكن استدعاؤها لقامت الشركة بسدادها عن طريق إصدار سندات جديدة تحمل سعر فائدة أقل ، ومن ثم يمكن تقليل الأعباء الثابتة التي تحملها الشركة .

٢ - التخلص كلياً من عبء الفائدة : ويمكن القيام بهذا الإجراء إذا أرادت الشركة استخدام ما لديها من أموال عاطلة أو إذا رغبت في استبدال السندات بأموال الملكية . ونظراً للأموال العاطلة خلال فترة الكساد ، أما عملية الاستبدال فتحدث خلال فترات الرواج عندما تتمكن الشركة من بيع الأسهم بأسعار مغربية .

٣ - التخلص من عقد سندات يعتبر عبئاً على الشركة : فقد يحتوي عقد الإصدار على شروط تقيد من حرية الإدارة ، وبالتالي فإن الوسيلة الوحيدة للتخلص من هذه القيود هي التخلص من هذه السندات كلياً عن طريق الاستدعاء ثم السداد .

٤ - تبسيط هيكل رأس المال : ويمكن تحقيق هذا الهدف عن طريق استدعاء وسداد السندات المصدرة .

وأخيراً يجب أن نلاحظ أن معظم الشروط التي ترد في عقد إصدار

السندات تمثل مزايا للحملة ، ولكن يُستثنى من ذلك شرط الاستدعاء إذ ينص عليه عادة لفائدة الشركة المصدرة وذلك للأسباب السابق ذكرها .

## ٢ - السداد الإجباري - احتياطي استهلاك السندات :

هناك اتجاه نحو وضع شرط تكوين احتياطي الاستهلاك في أغلب عقود إصدار السندات . وهذا الاحتياطي يختلف عن السداد اختياري لأن الشركة تحت النظام الأول تكون مجبرة على استهلاك جزء من السندات على فترات زمنية . بينما في النوع الثاني نجد أن الاستهلاك يكون متروكاً حسب اختيار الشركة . ولكن النتيجة النهائية واحدة بالنسبة لللاءرين ألا وهي تحفظ حجم السندات المصدرة . ووجود شرط الاستهلاك اختياري في العقد يكون لمصلحة الشركة ، بينما الاستهلاك الإجباري ينص عليه لفائدة حملة السندات .

ويمكن تكوين احتياطي استهلاك السندات بأحد الطرق الآتية :

- ١ - مبلغ ثابت معين ينص عليه في العقد .
- ٢ - مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة مئوية معينة من السندات المصدرة .
- ٣ - مبلغ يزداد سنة بعد أخرى لتحقيق نوع من التوازن بين الطاقة الاستغلالية للأصول وبين الأعباء الواقعية على الشركة .
- ٤ - مبلغ يمثل نسبة معينة من الأرباح السنوية التي تتحققها الشركة . وهذه أفضل الطرق من وجهة نظر الشركة لأنها تقوم على أساس القدرة الفعلية للشركة على استهلاك سنداتها .

ومعظم عقود السندات تطلب استخدام الأموال المخصصة للاححتياطي في الحال لشراء السندات المصدرة . ولكن في أحوال أخرى قد ينص على استثمار الاحتياطي في أوراق مالية غالباً ما تكون سندات حكومية . والمهم أن هذه الأموال لا تبقى عاطلة ، بل ينبغي استثمارها بصورة أو أخرى استثماراً

فعالاً . ويعد إحتياطي استهلاك السندات بفائدين على الشركة ، أولهما أنه بوجود هذا الشرط تتمكن الشركة من إصدار السندات بسعر فائدة أقل ، وثانياً يؤدي تكوين احتياطي الاستهلاك إلى تقوية مركز حملة الأسهم العادية لتأكدهم من مقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها نحو حملة السندات .

ولكن لو فشلت الشركة في تحصيص الأموال اللازمة لإحتياطي الاستهلاك فإن هناك من العقوبات ما قد يقع على الشركة ويفسح حجر عثرة أمامها ومن أهم ذلك الآتي :

- ١ - قد يعتبر فشل الشركة توقعاً عن مقابلة التزاماتها نحو حملة السندات وبالتالي تصبح كل السندات مستحقة الدفع في الحال .
- ٢ - قد يمنع حملة السندات الحق في انتخاب بعض أعضاء مجلس الإدارة ، وهذا الحق مؤقت يتنهى بقيام الشركة بتحصيص الأموال اللازمة ل الاحتياطي .
- ٣ - لا يمكن للشركة توزيع أي أرباح على حملة الأسهم العادية والممتازة وتستمر هذه العقوبة طالما أن الشركة لم تقم بإضافة الأموال اللازمة إلى الاحتياطي .

### السداد التدريجي .

تصدر بعض الشركات نوعاً من السندات يمكن أن نطلق عليه اسم السندات « ذات مواعيد الإستحقاق المتسلسلة » . ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة ، بل تسدد في تواريخ استحقاق متواتلة . وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة بحيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة التالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها . ويؤدي هذا النوع إلى سداد السندات المصدرة تدريجياً وبطريقة منتظمة معروفة لجميع الأطراف .

ونظراً لأن هذا النوع من السندات يسدد بالتدريج فان متوسط سعر الفائدة على الأموال المقترضة يكون أقل مما لو كان الإصدار كله يستحق السداد في ميعاد واحد . وتعتبر هذه الميزة السبب الرئيسي في استخدام هذه السندات وذلك من وجهة نظر الشركة . أما من وجة نظر المستثمرين ، فان العامل الأساسي لقبول هذا النوع من السندات هو تنوع مواعيد استحقاق الإصدار الواحد بطريقة تجعله أكثر قدرة على مقابلة رغباتهم المختلفة ، فالبنوك وشركات التأمين تقبل على شراء السندات قصيرة الأمد ، بينما يفضل الأفراد شراء السندات طويلة الأجل .

## الارباح المحجوزة

انتهينا الآن من الكلام عن الأوراق المالية المختلفة التي يمكن للشركة المساعدة بإصدارها للحصول على ما تحتاج إليه من الأموال الدائمة . وتمثل هذه الأوراق المالية المصادر الخارجية للتمويل طويل الأجل . وإلى جانب هذه المصادر الخارجية توجد مصادر داخلية أو ذاتية . فالمشروعات المختلفة تقوم بتمويل جزء لا يستهان به من احتياجاتها المالية بواسطة الارباح المحجوزة والمحصصات غير التقدية مثل الاحلاك . وبالتالي حتى نستكمل دراسة موضوع التمويل طويل الأجل ، سنقوم الآن بمناقشة المصدر الأخير وهو التمويل الداخلي أي الارباح المحجوزة .

## أهمية سياسة توزيع الأرباح

إن أحد الأهداف الرئيسية لمعظم المشروعات التجارية هو تحقيق الربح . ولذا فمما تكونت الشركة قامت بنشاطها بنجاح فمن المتوقع ان تتحقق أرباحاً . وهذه الأرباح يمكن الاحتفاظ بها في الشركة لغرض إعادة استثمارها ، أو توزيعها على المساهمين أصحاب الشركة ، كما يمكن أيضاً الاحتفاظ بجزء منها داخل الشركة وتوزيع الباقى على المساهمين . ومن هنا تظهر أهمية سياسة

توزيع الأرباح نظراً لأنها السياسة التي تحدد مصير الأرباح التي تتحققها الشركة ، فتحدد مقدار التوزيعات على المالك وبالتالي تحدد مقدار الأرباح التي سيتم حجزها داخل المشروع . ومسألة التصرف في الأرباح تعتبر من المشاكل الجوهرية للمدير المالي ، رغم أن الكلمة الأخيرة في الموضوع تكون للجمعية العمومية للمساهمين باعتبار أن من مسئوليات الجمعية العمومية للمساهمين اعتماد سياسة توزيع الأرباح التي يقترحها مجلس الإدارة .

و عند تخطيط سياسة توزيع الأرباح يجب على الإدارة أن ترسم سياسة تهدف إلى صالح الشركة نفسها وأيضاً صالح المساهمين فيها من حملة الأسهم ، فعلى الإدارة أن تعمل على حجز جزء من الأرباح لإعادة استثماره في الشركة وتقوم بتوزيع عائد مناسب على الأموال التي قدمها حملة الأسهم . وبالإضافة إلى هذه النواحي المالية ، يجب على الإدارة أن تتأكد أن السياسة التي تقوم بتخططيتها لا تخالف القوانين الموضوعة . أي باختصار عند رسم سياسة توزيع الأرباح يجب على الإدارة أن تأخذ في الحسبان سؤالين ضروريين وهما :

أولاً : هل توزيع الأرباح على المساهمين (أي التوزيعات النقدية على المساهمين) يعتبر عملاً سليماً من الناحية القانونية ؟ أي هل يتمشى هذا الدفع مع ما ينص عليه القانون الخاص بالشركات المساهمة ، والقانون النظامي للشركة ؟

ثانياً : هل هذا التوزيع يعتبر عملاً سليماً من الناحية المالية ؟ وإذا كان ، فما هو مقدار الأرباح المقترح توزيعها ؟

ورغم أن السؤالين السابقين يدوران مباشرة حول الأرباح التي ستوزع على المساهمين ، إلا أن الإجابة عليهما تحدد في نفس الوقت مقدار الأرباح المحجوزة التي تعتبر المصدر الداخلي الرئيسي للتمويل الدائم .

## **أولاً - التوزيع من الناحية القانونية**

والسؤال الأول الخاص بالناحية القانونية يسبب بعض الصعوبات نظراً للاختلاف بين قوانين الدول المختلفة . ولكن رغم هذا الاختلاف يمكن القول بصفة عامة بأن القيود القانونية تهدف إلى حماية دائني الشركة المساهمة وأيضاً حملة الأسهم الممتازة . غالباً ما تنص معظم قوانين الدول المتقدمة على الشروط الآتية :

- ١ - لا يجوز توزيع أرباح إذا كانت الشركة في حالة إعسار ، أو إذا ترتب على هذا التوزيع إعسار الشركة ( يقصد بالإعسار زيادة خصوم الشركة على أصولها ) .
- ٢ - لا يجوز القيام بالتوزيعات إلا إذا كانت قيمة الأصول بعد التوزيع تزيد على مجموع رأس المال القانوني للشركة وخصومها . أي بعبارة أخرى لا يجوز الدفع للمساهمين إذا أدى هذا الدفع إلى تخفيض رأس المال القانوني للشركة ( القيمة الاسمية للأسهم ) .
- ٣ - لا يمكن إجراء التوزيعات إلا من الأرباح الفعلية التي حققتها الشركة دون المساس برأس المال .

## **ثانياً - التوزيع من الناحية المالية**

بعد الإجابة على السؤال الأول الخاص بقانونية التوزيع ، على إدارة الشركة البحث عن سلامة هذا التوزيع من الناحية المالية مستهدفة بذلك مصالح الشركة وحملة أسهمها . أي أننا ننقل الأن إلى الناحية التي تعتبر من صميم أعمال الإدارة المالية . وعند رسم سياسة التصرف في الأرباح ينبغي الأخذ في الحسبان عدداً من الإعتبارات الهامة مثل الآتي :

- ١ - بصفة عامة يجب تجنب التوزيع في حالة عدم تحقيق الشركة للأرباح حتى ولو كان مثل هذا التوزيع جائزًا من الناحية القانونية .

- ٢ - يجب الاحتفاظ ببنقديه كافية ويعزز سليم لرأس المال العامل .
- ٣ - ينبغي إتباع سياسة توزيع تعلم على رفع كلا من المركز الإستثماري والمركز الإئتماني للشركة .
- ٤ - يجب بحث الاحتياجات المالية للشركة والتي قد تستلزم إعادة استثمار كل أو معظم أو جزء من الأرباح .
- ٥ - يجب بحث تأثير الضرائب .

وبالإضافة إلى العوامل أو الاعتبارات الرئيسية السابقة توجد اعتبارات أخرى مثل التنبؤات الاقتصادية ، ومقدار الأرباح المتتحققة . ولكن هذه الاعتبارات الأخيرة أقل أهمية ولا تلعب الدور الرئيسي الذي تلعبه الاعتبارات الأولى التي سنشرحها بشيء من التفصيل الآن .

### **١ - ضرورة تحقق الأرباح :**

إن الفكرة الأساسية التي تقف خلف هذا الاعتبار الأول هو أن من مصلحة الشركة الاهتمام بسمعتها المالية ومركزها الإئتماني . فالدانون عند تعاملهم مع الشركة المساهمة يعتمدون على نزاهتها ومقدرتها على الاحتفاظ والمحافظة على استثمارها الأصلي الذي يتخذ شكل رأس المال المدفوع والاحتياطي الرأسمالي .

وهناك إثناء لهذا المبدأ في حالة الشركات التي لا تواجه دائنين أو حملة أسهم ممتازة يصيبهمضرر نتيجة لفشلها في الاحتفاظ باستثمارها الأصلي الذي يعتبر سداً يحميهم من الخسائر في حالة حدوثها . وهنا نظراً لغياب هذه المجموعات فإن سياسة التوزيع لا تنطوي على مشكلة مباشرة تتعلق بالمركز الإئتماني للشركة ، ولكن يجب على الشركة إذا قامت بمثل هذا التوزيع أن تبين لحملة أسهمها العادلة أن هذه التوزيعات النقدية ليست توزيعاً للأرباح (غير الموجودة) ، بل هي في الواقع توزيعاً لرأس المال نفسه .

ويلاحظ أننا نفترض عند تطبيق هذه القاعدة أن إدارة الشركة تتبع المبادئ المحاسبية السليمة لتحديد صافي الربح وكذلك الاحتياطي الإيرادي .

## ٢ - السيولة ومركز رأس المال العامل :

بينما من المعتمد القول بأن الدفع للمساهمين والعمال يكون من الأرباح ، إلا أن التوزيعات النقدية لا يمكن دفعها إلا من الرصيد النقدي للشركة . فوجود الأرباح أو تحقيقها ما هو إلا مسألة حسابية تظهر لنا هذا الرقم من واقع الدفاتر . فمن الجائز أن تكون الأرباح ناجمة عن بيع البضائع بسعر يزيد عن تكلفتها ، ولكنها ما زالت مقيدة بحسابات العملاء حتى تتم عملية التحصيل . وحتى بعد التحصيل ، فإن من المحتمل جداً أن يتوجه هذا الجزء من النقدية والذي يمثل الأرباح مباشرة إلى شراء بضائع أو أصول ثابتة . . . الخ وأمام مثل هذه الظروف نجد أن الحكم على مقدرة الشركة في دفع التوزيعات النقدية لا يتوقف على الأرباح المتحققة فقط بل يجب القيام بدراسة المركز النقدي وفحص حالة رأس المال العامل .

ويمكن القول بصفة عامة بأن هناك أنواع من المشروعات تشعر بضرورة ملحقة إلى حجز الأرباح وهي :

- ١ - المشروعات التي تتبع برنامجاً واسعاً النطاق لتخفيض ديونها .
- ٢ - المشروعات التي تنمو بسرعة كبيرة مما يستدعي وجوب استخدام الأموال المتولدة عن الأرباح باستمرار للحصول على المزيد من الأصول المتداولة والثابتة .
- ٣ - المشروعات التي تتعرض لتقلبات دورية عنيفة أو لخطر مشابهة ، مما يستلزم حالة غير عادية من السيولة .

وفي مثل هذه الحالات السابقة يجب وضع سياسة توزيع الأرباح على ضوء الحاجة الملحة للاحتفاظ بمركز سليم لرأس المال العامل . ومن الناحية

الأخرى نجد أن المشروعات التي توقفت عن التوسع والنمو قد تعمد تدريجياً إلى تحويل أصولها الثابتة إلى أصول متداولة عن طريق الأهلاك . ونتيجة للتصفيه المرتفعة قد يكون من المنطق السليم توزيع جميع الأرباح .

### ٣ - المركز الاستثماري والمركز الائتماني :

إذا كانت ملكية أسهم الشركة محصورة في نطاق ضيق فان ذلك يمكنها من اتباع أية سياسة تناسب هذا العدد المحدود من المالك . أما إذا كانت الأسهم موزعة على نطاق واسع فعلى إدارة الشركة إتباع السياسة التي تناسب هؤلاء العملة والتي تؤدي إلى تعزيز ورفع مكانة هذه الأسهم . وبصفة عامة يزداد رضاء حملة هذه الأسهم كلما مالت الأرباح الموزعة إلى الانتظام . ولكن سياسة الانتظام في التوزيع لا يجب أن تكون على حساب أمان ورخاء الشركة في المدة الطويلة .

ويلاحظ أن الشركات التي تمثل إيراداتها إلى التقلب على نطاق واسع (مثل الشركات التي تنتج السلع الصناعية أو السلع الإستهلاكية الباهظة الثمن ) ، قد ترى أنه من الأسهل ترك مقدار التوزيعات يتمشى مع مقدار الأرباح المتحققة . أما لو أرادت هذه الشركات المحافظة على سياسة الانتظام في توزيع الأرباح ، فعليها القيام بتكوين إحتياطي كاف لتشييد الأرباح . أما الشركات التي تمثل إيراداتها للثبات (مثل الشركات التي تنتج السلع الإستهلاكية الضرورية ) فإن مسألة إنتظام التوزيعات تكون أمرا سهلاً بالنسبة لها .

يضاف إلى ذلك أن سياسة الانتظام في توزيع الأرباح تيسر عمليات التمويل في المستقبل ، مما يمكن إدارة الشركة من إصدار مختلف أنواع الأوراق المالية وهي على ثقة من إقبال المستثمرين على الاكتتاب فيها . وتؤدي هذه السياسة إلى إغراء طائفة من المستثمرين المحافظين على الخروج

عن القاعدة التقليدية التي تقضي بقصر استثمارهم على السندات الحكومية ، تغريهم على شراء أوراقها المالية مما يجعل عملية التمويل أكثر سهولة .

#### ٤ - الاحتياجات التي تستلزم إعادة استثمار الأرباح :

ونأتي الأن إلى الإعتبار الأخير الذي يعد بدون شك أكثر الإعتبارات أهمية وخاصة بالنسبة للموضوع الأساسي الذي نقوم بدراسته . فالأرباح التي تحفظها الشركات تعتبر مصدراً هاماً من مصادر تمويلها . وبالتالي يجب على إدارة الشركة أن تبحث عن احتياجاتها المالية المختلفة التي قد تستدعي الاحتفاظ بكل الأرباح أو بقدر منها لإعادة استثماره . وعادة ما تكون هذه الاحتياجات كثيرة ومتعددة ولكن من الممكن تقسيمها إلى قسمين رئисيين هما : (أ) الحاجة لتمويل نمو الشركة و (ب) الحاجة لتخفيض عبء الاقتراض .

##### (أ) - تمويل النمو :

يتوقف توزيع الأرباح أو حجزها إلى حد كبير على سياسة الإدارة الخاصة بالتوسيع والنمو . ورغم أن توزيع أرباح متقطمة وبمقادير كبيرة يلقى كل القبول والرضاء من ملاك الشركة (حملة الأسهم ) ، إلا أن السياسة المالية السليمة قد تستلزم الاحتفاظ في الشركة بجزء كبير من الأرباح . وهناك عدة عوامل تساعدنا على تحديد سياسة الشركة ، منها الآتي :

١ - عمر الشركة : فالشركات الحديثة يكون إختيارها محدوداً للغاية فيما يتعلق بمصادر التمويل اللازمة للتتوسيع . ولقد يمكن لهذه الشركات الاقتراض إلا أنه غالباً ما تكون غير قادرة على الحصول على أموال الملكية عن طريق بيع الأسهم . وبالتالي يجب على هذه الشركات الإعتماد على الأرباح المحجوزة لمقابلة النمو وتستمر في هذا العمل حتى تبلغ نقطة النضوج . وهنا تبدأ في توزيع الأرباح بدلاً من الاحتفاظ بها .

٢ - مدى سهولة الحصول على الأموال : إن الشركات ذات المركز الإثمناني القوي هي وحدها التي يمكنها الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية بدلاً من إعادة استثمار الأرباح وحتى مثل هذه الشركات قد تفضل الاحتفاظ بالأرباح بدلاً من بيع أسهم عادية إضافية بسعر يضر الحملة القدامى .

٣ - التمويل في المستقبل : لا شك أن نجاح الشركة في تكوين احتياطات ضخمة من الأرباح المحجوزة يساعدها مساعدة كبيرة في الحصول على القروض في المستقبل عندما تظهر الحاجة إلى الإقراض . ففي هذه الحالة يمكن للشركة أن تصدر سندات بسعر فائدة منخفض نظراً لقوة مركزها المالي .

وغالباً ما يحدث تمويل نمو الشركات عن طريق الأرباح المحجوزة تحت ظروف معينة منها الآتي :

أ - عند صعوبة بيع الأوراق المالية ، أو إذا كان هذا البيع يسبب أضراراً كبيرة للملوك الباقين (حملة الأسهم العادية ) .

ب - إذا كانت الأرباح المتتحققة مرتفعة وكافية لمقابلة النمو .

ج - إذا أراد الملك تجنب زيادة حقوق التصويت والمشاركة في السيطرة .

د - إذا كان من مصلحة الملك الإحتفاظ بالأرباح في الشركة بدلاً من توزيعها عليهم .

(ب) - تخفيض عبء الاقتراض :

إن وجود قروض جارية بمبالغ كبيرة يعكس حاجة الشركة الملحة إلى الإحتفاظ بالأرباح . ويصح هذا القول أيضاً في حالة وجود قروض طويلة الأجل (أو أسهم ممتازة) بنسبة مرتفعة في هيكل رأس مال الشركة . ففي

حالة الشركات الصناعية بصفة خاصة ، نجد أن تلك التي تصدر سندات لأسباب إقتصادية أو للضرورة - وهي تشعر في قراره نفسها بأن الهيكل النموذجي لرأسمالها هو النوع البسيط - فان أفضل طريقة لتصحيح هذا الوضع هو أن تعمد إلى التخفيض التدريجي لهذه القروض عن طريق استخدام الأرباح المحجوزة . وتم هذه العملية بسهولة نسبيه إذا كانت الأصول المملوكة بواسطة هذه السندات تحقق عائدًا يفوق سعر الفائدة السنوي . ومثل هذا التخفيض يكون في مصلحة المالك الباقين لأنه يقلل من الأخطار التي يقابلونها ويزيد من درجة أمان مرکزهم ، حتى ولو لم يؤدي هذا التخفيض إلى زيادة مباشرة في العائد الذي يوزع عليهم .

## ٥ - تأثير الضرائب :

يؤدي ارتفاع سعر ضريبة القيمة المنقولة و/ أو سعر ضريبة الدخل العام إلى ظهور عامل جديد يلعب دوراً له أهميته في تحديد سياسة توزيع الأرباح . فقد يفضل حملة الأسهم العاديـة - عند ارتفاع أسعار الضرائب التي عليهم دفعها - البقاء على كل أو على الجزء الأكبر من الأرباح في الشركة لإعادة استثمارها بدلاً من توزيعها عليهم في شكل كوبونات نقدية . وعند إتباع مثل هذه السياسة فإن دخل المالك (حملة الأسهم العاديـة) يتحول من شكل توزيعات تأخذ الحكومة جزءاً كبيراً منه إلى شكل أرباح رأسمالية ناجمة عن زيادة قيمة الأسهم نتيجة لمحجز الأرباح وإعادة استثمارها .

لِلْبَرَّ الْسَّافِرِ  
إِدَرَةُ الْأَصْوَلِ



## الفصل العاشر عشر

### ادارة النقدية والذمم (١)

بعد الإنتهاء من تخطيط الاحتياجات المالية ، وتحديد أنواع الأموال التي ينبغي استخدامها لتمويل هذه الاحتياجات ، والحصول على الأموال الضرورية يتبقى أمامنا عملية على جانب كبير من الأهمية وهي توزيع هذه الأموال بين الأصول توزيعاً اقتصادياً . وستتكلم في هذا الفصل عن ادارة النقدية ، وستتكلم أيضاً عن أصل آخر لا يفصله عن النقدية إلا خطوة واحدة وهو الذمم ، أما المخزون السلعي والأصول الثابتة فستكون موضع دراستنا في الفصل التالي .

وعند دراسة موضوع إدارة النقدية والذمم يجب ان نذكر منذ البداية الهدفين التأمين للمديرين الماليين وهما السيولة والربحية . فلكي يمكن دفع الفواتير والإلتزامات المالية في الحال ، ينبغي أن يكون الرصيد النقدي ثابتاً مع الإستمرار في تحصيل الذمم لإعادة ملء الخزان النقدي . ومن الناحية الأخرى ، إذا كان الرصيد النقدي أكبر من اللازم ، فان ذلك لا يدعو إلى الإرتفاع ، ومن ثم ينبغي توجيه هذه النقدية إلى استخدامات مربحة بدلاً من تركها عاطلة . كذلك يمكن رفع معدل دوران الذمم عن طريق اتباع سياسات على جانب كبير من التحفظ بخصوص منح الإئتمان ، مع استخدام أساليب

---

Robert W. Johnson; Financial Management, Chpts. 5 and 6.

(١) راجع :

هجومية متعسفة في تحصيل الحسابات المدينة . وبالتالي تكون قد حصلنا على معدل مرتفع للدوران الذمم وما يتبع عنه من سيولة ، ولكن كل هذا يحدث على حساب المبيعات الأجلة المربحة .

ويلاحظ أن هناك سياسات عامة معينة تتبعها وتؤثر على المستوى العام للنقدية والذمم . يضاف إلى ذلك أننا مسؤولون عن وضع السياسات التي تؤثر على معدل التدفق الداخل إلى النقدية وإلى خزان الذمم ، وأيضاً على معدل التدفق الذي يخرج من هذين الخزانين . وأخيراً ينبغي على المدير المالي الرشيد أن يقوم باستمرار بمراجعة وتقدير نتائج السياسات التي يضعها حتى يتمكن من إجراء التعديلات التي قد يتطلبها الحال . وفي مناقشتنا لموضوع إدارة النقدية والذمم سنحاول اتباع هذا النهج من التفكير .

### ادارة النقدية

تعتبر إدارة النقدية المحور الرئيسي لهدف المدير المالي الخاص بالسيولة . وعند هذه النقطة من دراستنا تظهر حيرة المدير المالي بين السيولة والربحية بكل وضوح . فزيادة الأرصدة النقدية تزيد من مقدرتنا على سداد القوائم بسرعة وسهولة . ومن ناحية أخرى فإن زيادة النقدية التي توجهها إلى الإستخدامات الفعالة المستجدة داخل المنشأة ، تؤدي إلى زيادة أرباحنا إلى أن نصل إلى حد ضياع السيولة وما يتسبب عن ذلك من خسارة تمثل في فقد الخصومات النقدية وإحجام أفضل الموردين أصحاب الشهرة الكبرى عن التعامل مع الشركة .

### تحديد مستوى النقدية الازمة

إذا تمكنا من تخفيض مستوى الرصيد النقدي ، فإن ذلك يعني ضرورة وضع هذه النقود للعمل في الأوجه المختلفة داخل المشروع ، فإذا لم نتمكن من استخدام هذه النقدية بطريقة تحقق عائدًا كافياً ينبغي عندئذ السماح

لأصحاب المشروع بسحب هذه الأموال الزائدة واستعمالها لأغراضهم الخاصة . من هذا يتضح أن هدفنا هو تخفيض مستوى النقدية إلى أدنى حد ممكן دون التضحية بقدرتنا على مقاولة الالتزامات عندما يحل ميعادها وسنحاول الآن اختبار العوامل التي تحدد حجم رصيدها النقدي .

## ١ - الاختلافات المتوقعة بين التدفق الداخل والتدفق الخارج للنقدية :

من المحتمل أن جزءاً كبيراً من الرصيد النقدي يحتفظ به لغرض حماية المنشآة خلال الفترة الزمنية التي تعرف مقدماً أن تدفقاتها النقدية الخارجية تكون أسرع من تدفقاتها الداخلية . ومثل هذه الإختلافات قد تحدث خلال فترات متقاربة أو فترات متباينة . فدفع الأجور الأسبوعية يؤدي إلى تدفق خارج للنقدية لا يعادله الدخل النقدي لهذا اليوم . وقد يتطلب دائمـاً أن نقوم بسداد حساباتهم خلال العشرة أيام الأخيرة من الشهر ، بينما يقوم عملاًـاً ناً بدفع حساباتهم بمعدل شبه ثابت أثناء الشهر كله . ونظراً لأن اقتراض الأموال لمقابلة مثل هذه الاختلافات قصيرة الأجل يكون على جانب كبير من الصعوبة ، فيجب إذاً أن يكون الرصيد النقدي كافياً لمقابلة مثل هذه الحالات .

وعندما يتضح أن العجز النقدي سيستمر خلال فترات زمنية أطول ، فإننا نواجه مشكلة ما إذا كان من الأفضل الإحتفاظ بأرصدة نقدية عاطلة لمقابلة هذا العجز أو اقتراض الأموال اللاحمة . والمثال التقليدي لهذه الحالة تجده عند بناء المخزون السلعي قبل حلول موسم البيع . فالنقدية توجه إلى الأجور ، والمواد وغيرها من النفقات التشغيلية ، ولكن هذا التدفق الخارج للنقدية لن يقابله تدفقاً داخلاً إلا بعد تحصيل الذمم التي لم تتولد بعد . وبالرغم من أن بعض الشركات تحتفظ بأرصدة نقدية كبيرة تكفي لمقابلة هذه الإختلافات الموسمية بين التدفق الداخل والتدفق الخارج للنقدية ، إلا أنها نشك جداً في

صلاحية هذه الطريقة لتمويل تجمعات المخزون السلعي والذمم . ففي هذا الوقت يجب الموازنة بين تكلفة الإقراض وبين الدخل الذي يمكن تحقيقه من وراء استخدام هذه الأرصدة النقدية في أغراض أخرى .

أما إذا كانت الشركة مقدمة على برنامج توسيع كبناء مصنع جديد ، فإن الاعراض على استخدام طريقة تكوين الأرصدة النقدية ، يكون أكثر شدة . ففي هذه الحالة يكون الفرق بين التدفق الخارج والتدفق الداخل للنقدية كبيراً . وقد يستلزم تجميع كل النقدية الضرورية لمقابلة هذا التدفق الخارج عدداً طويلاً من السنين . وحتى إذا استمرت هذه الأموال في السندات الحكومية قصيرة الأجل فإن الخسارة الفعلية للأيرادات من المحتمل جداً أن تزيد عن التكلفة البديلة لاقتراض جزء من الأموال اللازمة لتمويل هذا المصنع الجديد .

وبتغير توقيت التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجة ، قد نتمكن من تخفيض بعض هذه الاختلافات أو الفروق بما يمكننا من الاكتفاء برصيد نقدي أصغر . فمثلاً قد يمكننا إقناع دائنينا بالسماح لنا بالشراء منهم بنفس الشروط التي نمنحها لعملائنا . أو العكس ، أي تحاول إقناع عملائنا بقبول الشروط التي يحددها موردونا . وبالمثل يمكن تخفيض التأثير المالي المترتب على بناء المخزون السلعي الموسمي عن طريق انعقود الطويلة الأجل . ولكن مثل هذه التغيرات يقيدها العرف التجاري والعادات التي استقر التعامل عليها في معظم الصناعات . وبالتالي سيبقى هناك بعض الاختلافات بين التدفق الداخل والتدفق الخارج بصورة مستمرة ، وهذا يستدعي ضرورة التخطيط للاحتفاظ برصيد نقدي يكفي لمقابلة صافي التدفقات الخارجية التي قد تحدث من وقت لآخر .

والأداة الأساسية التي يستخدمها المدير المالي للتنبؤ بهذه الفروق المتوقعة بين التدفقات الداخلة والتدفقات الخارجية للنقدية هي الميزانية

التقديرية النقدية التي سبق لنا دراستها في الفصل الخامس . وتعتبر هذه القائمة جزءاً حيوياً من إدارة النقدية . والميزانية النقدية ، إذا أعددت إعداداً سليماً ، يجب أن تكون قادرة على إظهار توقيت وحجم صافي التدفقات النقدية الخارجية ، وأيضاً الفترات التي تظهر فيها نقدية زائدة يمكن استثمارها استثماراً مؤقتاً . وحتى يمكننا مقارنة التدفقات الفعلية مع التدفقات المتوقعة ، يجب أن نحصل على تقارير حاضرة للمقروضات والمدفوعات النقدية . فإذا وجدنا أن النقدية تخرج بمعدل أسرع من المعدل المخطط ، فعلينا إما مراجعة التدفق الخارج أو تعديل خططنا والحصول على أموال إضافية .

## ٢ - الاختلافات غير المتوقعة بين التدفق الداخل والتدفق الخارج :

نقابل كل المشروعات أحطارات متنوعة مثل الإضطراب ، والفيضانات ، والحرائق وإفلاس العملاء ... الخ . ونظراً لأن هذه الحوادث قد تؤدي إما إلى قلقلة تدفتنا النقدية ، أو إلى تدفق خارج مفاجئ للنقدية ، فينبغي علينا الاحتفاظ بجزء من رصيدهنا النقدي لمقابلة الفروق التي من هذه الطبيعة . وبالرغم من أننا لا نتمكن من تحديد المبالغ الضرورية بدقة ، إلا أنه يمكننا أن ننظر إلى النقدية التي نحتفظ بها لهذه الأغراض كنوع من التأمين ، وتتكلفة التأمين في هذه الحالة هي الدخل الذي يضيع علينا نتيجة لبقاء هذه الأرصدة عاطلة . ويتوقف مقدار التأمين اللازم على درجة الخطير التي تتعرض لها المنشأة عند حدوث هذه الأحوال غير المتوقعة . فمثلاً ، حدوث حريق في قسم الشحن سيؤدي إلى توقف تسليم البضاعة الجاهزة . وهذا سيؤدي بدوره إلى خنق التدفق الداخل للنقدية . ولكن ما هو إحتمال حدوث مثل هذا الحريق ؟ وإلى أي حد يمكننا تخفيض مدفوعاتنا النقدية لتعويض هذا الانخفاض في التدفق الداخل ؟ ولا شك أن الشركة التي تملك عدة مصانع تحتاج إلى «تأمين» أقل من الشركة التي تمتلك مصنعاً واحداً . فاحتراق قسم الشحن في مصنع واحد والذي يؤدي إلى توقف ١٠٪ من طاقة الشركة التي

تمتلك عدة مصانع سيكون وقوعه أقل بكثير لو قورن بشركة تملك مصنعاً واحداً حيث يتوقف العمل ١٠٠٪ وبالتالي يمكن للشركة الأولى أن تحفظ بعشر (  $\frac{1}{9}$  ) مقدار التأمين لهذا الغرض .

وتتمتع بعض الشركات ، مثل شركات المنافع العامة ، بثبات نسبي في نشاطها مما يجعلها إلى حد كبير في منأى عن التغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية . فالمقبضات والمدفوعات الفعلية تكون قريبة جداً من المخطط في الميزانية التقديرية النقدية . وفي مثل هذه الحالات تحتاج إلى الإحتفاظ بمقدار صغير نسبياً من الأموال العاطلة « كتأمين » ويمكننا تخطيط إدارتنا للنقدية بشيء من الدقة .

### ٣ - مدى توافر المصادر الأخرى للأموال :

إن حجم الرصيد النقدي الذي ينسحب الإحتفاظ به لمقابلة التدفقات الخارجية المتوقعة وغير المتوقعة يتوقف إلى حد ما على مدى توفر المصادر الأخرى للأموال . فأصحاب المشروع قد يكون لديهم أموال يمكن استخدامها في الحال عند الحاجة . وقد يمكننا الحصول على الأموال في فترة وجيزة من البنك الذي نتعامل معه . وكلما كان مركزنا الإئتماني قوياً وكذا سمعتنا الإئتمانية ، كلما احتجنا إلى أرصدة نقدية أصغر . أي بعبارة أخرى ، أن مركزنا الإئتماني يسمح لنا بتحويل جزء من مشكلتنا الخاصة بالسيولة إلى البنك وغيره من الدائنين ، فهم على استعداد لإمدادنا بالأموال الضرورية إذا تعرضنا لعجز نقدى . وبدون شك فإن مركزنا الجاري الذي ينعكس على نسبة التداول ، ونسبة السيولة ، وغيرهما من المقاييس السابق مناقشتها في الفصل الرابع سيؤثر على مركزنا كمقرضين .

وقد توجد داخل المنشأة نفسها مصادر للأموال تكفي لمقابلة المدفوعات النقدية غير المتوقعة أو الكبيرة غير العادية . فمثلاً يمكن بيع بعض أصولنا الثابتة ثم نقوم باستئجارها . كما أن تحويل الذمم إلى أوراق قبض ثم خصمها

في الحال سيؤدي إلى سرعة عودة الأموال إلى الخزان النقدي . وتملك بعض الشركات أوراق مالية لغرض الاستثمار ، وهذه يمكن بيعها في وقت الحاجة . وينبغي علينا في هذا المجال أن نتبين إلى مسألة خطيرة ، ففيما تتحول هذه الأصول إلى نقدية معناه استخدام آخر هامش للأمان . وبالتالي فإننا لا نلجأ إلى بيع الأصول للحصول على النقدية إلا في حالة عدم توفر المصادر الخارجية للأموال . أو بعبارة أخرى لا تستخدم هذه الطريقة إلا في حالة انغلاق جميع الأبواب الأخرى .

#### ٤ - العلاقات مع البنوك :

يتوقف مستوى رصيدها النقدي جزئياً على عدد البنوك التي يحتفظ فيها بإيداعات وعلى حجم الإيداع الذي نعتقد أنه ضروري لتعويض كل بنك عمما يقدمه من خدمات . وبينما تقتصر الشركات الصغيرة عادة على التعامل وإيداع أموالها في بنك واحد ، فإن المشروعات الكبيرة تجد أنه من الضروري عليها في أغلب الحالات أن تودع أموالها في عدد من البنوك . ويزداد عدد هذه البنوك بزيادة نشاط الشركة وامتداده إلى مناطق واسعة ومتباعدة .

ولقد تكلمنا في الفصل الحادي عشر عن ضرورة الاهتمام بمسألة اختيار البنك كمصدر للحصول على الإئتمان ، وهذه الضرورة تظهر أيضاً عند اختيار البنك الذي سنقوم بإيداع أموالنا فيه . ومن ضمن العوامل التي تلعب دوراً هاماً في الاختيار : المركز المالي للبنك ، وموقعه وما يقدمه من خدمات ، والقدرة الإدارية لمديريه . ويمكن الحصول على معظم هذه المعلومات من القوائم المالية التي يقوم البنك بنشرها ، ومن الاتصالات الشخصية مع مديرى البنك وكبار موظفيه . وتهتم الإدارة المالية للمشروع بمعرفة ودراسة بعض النسب المالية للبنك المحتمل التعامل معه . وأهم هذه النسب هي : نسبة القروض إلى الإيداعات ، ونسبة النقدية والسنادات الحكومية إلى الإيداعات ، ونسبة الإيداعات إلى رأس المال . وباختصار يجب اختيار بنك الإيداع بنفس الدقة

والعناية التي يبذلها وكيل الشراء عند اختيار مورد السلع والخدمات .

وهناك وسائل متعددة يمكن استخدامها لتخفيض مستوى النقدية المودعة في البنك إلى أدنى حد ممكن . فقد نحدد حداً أعلى للرصيد الذي نحتفظ به في كل فرع مع إعطاء التعليمات لهذه الفروع بتحويل أي مقدار زائد إلى المركز الرئيسي الذي نتعامل معه ، هذه الزيادة المؤقتة في الأموال المودعة يمكن استثمارها في الاستثمارات قصيرة الأجل . وإذا كانت الشركة تتكون من وحدات لكل منها موسم نشاط مختلف ، فإن جمع حسابات هذه الوحدات يمكننا من تخفيض متوسط الأرصدة النقدية خلال السنة ، ويمكن تحقيق نفس التأثير بواسطة تحويل الأرصدة بين البنوك المختلفة لمقابلة التغيرات في الأرصدة الفردية .

## رقابة التدفق النقدي الداخل

### ١ - منع التسرب :

إن إحدى المظاهر الهامة لعمل المدير المالي الخاص برقابة التدفق النقدي الداخل هي التأكد من أن النقدية الواردة تذهب إلى خزانة الشركة أو البنك وليس إلى جيوب بعض الموظفين . ويلاحظ أن الرقابة الفعالة على النقدية الواردة تعتبر مشكلة صعبة بالنسبة للمشروعات الصغيرة ، فهي برغم كونها في مركز لا يتحمل ضياع النقدية بهذه الطريقة إلا أنها غالباً ما قد تجد نفسها غير قادرة على استخدام أساليب الرقابة التي يمكن للمنشآت الكبرى اتباعها .

ويتم اختلاس النقدية الواردة بواسطة طرق متعددة . فالأموال التي يدفعها العملاء قد تخلس مع تغطية هذه العملية من الناحية المحاسبية عن طريق استخدام حساب الديون المعدومة أو حساب المردودات الداخلية . وهناك طريقة أخرى للاختلاس كثيراً ما نسمع عنها وتكون من خطوات كما يتضح من الشرح التالي : يقوم الموظف باختلاس المبلغ الذي دفعه العميل

(أ) ولتكن ١٠٠ جنيه . ونظراً لأن هذا العميل لن يسكت عندما تطالب الشركة مؤخراً بالدفع ، فإن هذا الموظف يأخذ المبلغ الذي دفعه العميل (ب) بعد يوم أو أكثر من الاختلاس الأول ونفرض أنه ١٥٠ جنيه يضع منها ١٠٠ جنيه في حساب النقدية ويجعل حساب العميل (أ) دائناً بهذا المبلغ ثم يختلس المبلغ الباقي وقدره ٥٠ جنيه . وسيعالج حساب العميل (ب) بنفس الطريقة وهكذا يستمر الحال . أي بعبارة أخرى يقوم هذا الموظف بتأخير تقيد ما يدفعه العملاء من نقدية لعدد من الأيام ، ثم يأخذ المتاحصلات النقدية لهذه الأيام المعدودة لاستخدامها لأغراضه الخاصة .

والمدخل العام لتجنب مثل هذه الاختلاسات هو تقسيم عملية مناولة النقدية إلى عدة خطوات ، يتولى كل منها موظف مختلف . فمثلاً يختص أحد الموظفين باستلام المبالغ الواردة ، وأخر بإعدادها للإيداع في البنك ، وثالث يختص بالتقيد في أستاذ العملاء . وطبقاً لمثل هذا التقسيم لن يحدث الاختلاس إلا إذا اتفق الموظفون الثلاث على القيام به . وبالرغم من أن الشركات الصغيرة قد تجد مثل هذا الترتيب مرتفع التكاليف إلا أنه يكون في الفترة الطويلة أقل تكلفة من خسارة الأموال التي يختلسها الموظف الذي يقوم بالعملية كلها منفرداً .

## ٢ - زيادة سرعة المتاحصلات النقدية :

حتى إذا لم تتمكن من إقناع العملاء بسداد حساباتهم بسرعة أكبر ، فغالباً ما نتمكن من تقصير الفترة الزمنية التي تمضي بين توقيع العميل للشيك وبين استخدامنا لهنه الأموال . ولفهم هذه المسألة نفترض أن شركتنا في الإسكندرية ولنا عميل في أسوان فإذا قام العميل بإرسال دفعه من حسابه بشيك يرسله بالبريد فإن هذا الشيك سيصلنا بعد يومين أو ثلاثة وسنحتاج إلى يوم لإعداد الشيك وإيداعه في بنكنا بالإسكندرية . وإيداع الشيك لا يعني قدرتنا على استخدام هذه الأموال ، بل علينا أن ننتظر حتى يرسل البنك هذا الشيك

إلى فرعه بأسوان حيث يتم التحصيل ثم إبلاغ الإسكندرية بذلك . وهذه العملية قد تأخذ من أربعة أيام إلى ستة . أي أن هذه الأموال ستبقى طافية لمدة تزيد عن الأسبوع دون أن يتمكن أي طرف من الطرفين ( مؤسستنا والعميل ) من استخدامها .

والآن كيف يمكننا تقصير هذه الفترة الزمنية ؟ إن أول طريقة يمكن استخدامها في هذا المجال هي أن نطلب من عملائنا إرسال مدفوعاتهم على شكل شيكات مصرافية مما يمكننا من استخدام هذه الأموال بمجرد إيادعها في مصرفنا ، وهناك طريقة أخرى يمكن اتباعها في حالة وجود عدد كاف من العملاء في أسوان . ففي هذه الحالة نفتح حساباً بأحد البنوك هناك مع إعطاء التعليمات لعملائنا في هذه المنطقة بإيداع مدفوعاتهم في حسابنا بهذا البنك ، الذي يقوم بالتحصيل . وعندما يزيد رصيدنا النقدي بأسوان عن حد معين على البنك تحويل هذه الزيادة تليفونياً إلى مصرفنا في الإسكندرية . ويعد الكثير من الشركات وخاصة الصغيرة إلى استخدام مندوبيين يقومون بالتحصيل نقداً من العملاء . وهذه وغيرها ستؤدي بدون شك إلى سرعة التدفق النقدي الداخل وما يتبع عنه من مزايا لا يستهان بها .

## رقابة التدفق النقدي الخارج

### ١ - منع التسرب :

يوجد أيضاً فرص اختلاس الأموال عند تدفق النقدية خارج المنشأة . فقد تحدث مدفوعات نقدية لموردين لا وجود لهم ، أو تسحب أموال لأغراض خالية ، ومرة أخرى يمكن أن تكون الرقابة عن طريق تقسيم عملية دفع النقدية إلى عدد من الخطوات حتى يمكن أن يقوم بها عدة أفراد . وحتى الشركات الصغيرة نجدها تستخدم نظام الصرف بالمستندات ، مع إنشاء صندوق المصاروفات الشرية لمقابلة المدفوعات النقدية الصغيرة . والإجراءات المستخدمة لمنع تسرب النقدية تعتبر من الأمور الضرورية نظراً لأهميتها

البالغة . فإذا كان معدل صافي ربحنا ٢٪ من المبيعات ، فإن ضياع أو اختلاس مبلغ ٢٠٠ جنيه من أموالنا يعادل تماماً ضياع ١٠٠٠٠ جنيه من مبيعاتنا .

## ٢ - تأخير المدفوعات النقدية :

إذا كنا نشتري ما نحتاج إليه من المواد بشروط دفع هي : ١٠٪ صافي ٣٠ يوم ، ينبغي علينا القيام بالسداد للموردين خلال العشرة أيام الأولى من تاريخ الفاتورة لكي نحصل على الخصم النقدي الذي يبلغ ٢٪ ولكن ليس هناك مبرر على الاطلاق للسداد في اليوم الثاني بدلاً من السداد في اليوم العاشر . بل بالعكس ، إذا أخرنا السداد إلى آخر يوم ، كان معنى ذلك إمكان استخدام هذه الأموال لمدة ٨ أيام إضافية ، ويمكن تحقيق نفس التأثير إذا قامت وحداتنا المختلفة بطلب ما نحتاجه من النقدية لحظة الحاجة الفعلية إليها ، حتى يحدث السحب من حسابنا المركزي مباشرة قبل قيام هذه الوحدات بدفع هذه الأموال .

ويمكن أيضاً تأخير المدفوعات النقدية عن طريق استخدام الكمبيالات بدلاً من الشيكات . فرغم أن الشيك يشبه الكمبيالة إلى حد كبير ، إلا أنه يوجد اختلاف هام بينهما . فيبينما ينبغي بالضرورة وجود النقدية في البنك عند كتابة الشيك ، فإن النقدية ليس من الضروري وجودها في حالة استخدام الكمبيالات إلا عندما يقدمها إلينا لغرض السداد . ومن ثم ، إذا استخدمت الكمبيالات على نطاق واسع فإن التأخير في التدفقات النقدية الخارجية قد يمثل مصدراً للأموال لا بأس به .

## استخدام النقدية العاطلة

إذا تبين من الميزانية التقديرية النقدية ومن التقارير النقدية اليومية أن لدينا أموالاً زائدة ، فما الذي ينبغي عمله بالنسبة لهذه النقدية الزائدة ؟ أن أول

شيء يجب معرفته في هذا المجال هو : هل هذه الأموال التي تزيد عن حاجتنا تمثل زيادة دائمة أو زيادة مؤقتة ؟ وبالرغم من أن كل المشروعات تقريباً لن تجد صعوبة في العثور على استخدامات للنقدية التي تزيد عن احتياجاتها بصفة دائمة ، إلا أنه من الأفضل بل من الضروري ترجيع أهمية هذه الاستخدامات بواسطة الميزانية التقديرية الرأسمالية ( التي سبق دراستها في الفصل السابع ) . وإذا كانت الشركة تعمل في نشاط متدهور ، فمن الأفضل إرجاع هذه الزيادة الدائمة في الارصدة النقدية إلى أصحاب المشروع . ونلاحظ أن المنشآت التي تعمل في الصناعات الاستخراجية ( التعدين وأبار البترول وما شابه ذلك ) تقوم عادة بتجميل أرصدة نقدية عند إهلاكها لأصولها . ومثل هذه المنشآت إذا لم تتمكن من استثمار هذه الأموال في مشروعات أخرى تتحقق عائداً كافياً ، فعليها أن تعيد هذه الأموال المتراكمة إلى ملاك المنشأة كتصفية جزئية وسداد تدريجي لرأسمال المالك .

أما إذا كانت الأموال الزائدة عن الحاجة لا تمثل زيادة دائمة ، إنما تظهر لفترة مؤقتة فقط ، فإن استثمار هذا النوع من الزيادة يجب أن يتم حسب هدف جوهري واحد وهو « أمان الأصل » فتحن أساساً نعمل في ميدان التجارة أو ميدان الصناعة ، ومن ثم فإن المضاربة في بورصات الأوراق المالية أو في أسواق المال لا تعتبر من أوجه نشاطنا . وبالتالي لا يحق لنا إطلاقاً ، من أجل تحقيق عائد مرتفع أو غلة إضافية ، أن نعرض أنفسنا لضياع جزء من أصل الأموال التي سنحتاج إليها بشدة بعد أشهر معدودات لاستخدامها في عمليات المنشآة ، وأن التمسك بهذا الهدف يؤدي في الحال إلى استبعاد كل أنواع الاستثمارات ذات الطبيعة المضاربة ، أي تلك الاستثمارات التي تتعرض لخطر التقلب في قيمتها . ولقد يصل الحد في بعض الحالات إلى استبعاد السنادات الحكومية أيضاً .

وبالتالي يجب الاقتصار على الاستثمارات قصيرة الأجل والتي تمتاز بالأمان الكبير وذلك عند استثمار مثل هذه الأموال العاطلة . ويأتي في قمة هذه

الأنواع الاستثمارية الأوراق المالية الحكومية قصيرة الأمد . كما يمكن أيضاً إيداع هذه الأموال التي تمثل زيادة مؤقتة كودائع ادخارية في البنوك التجارية أو منشآت الادخار المختلفة . حقاً إن الفائدة التي ستعود علينا من مثل هذا الاستثمار ستكون متواضعة ومنخفضة ، ولكن هذا على كل حال أفضل من ترك هذه الأموال عاطلة لا تتحقق أي عائد بالمرة ؛ أو تعرضاً لها لخطر ضياع جزء من أصلها في سبيل تحقيق عائد أكثر ارتفاعاً .

### تقييم إدارة النقدية

يتضح لنا الآن بعد دراسة موضوع إدارة النقدية أنه من الممكن الوقوع في خطأين محتملين عند القيام بهذه العملية وهما : ( ١ ) عدم الاحتفاظ ببنقدية كافية ، أو ( ٢ ) الاحتفاظ ببنقدية أكثر من اللازم .

ويتعلق الخطأ المحتمل الأول وهو عدم الاحتفاظ بأرصدة نقدية كافية بهدف المدير المالي الخاص بالسيولة . والفشل في تحقيق ها الهدف تحقيقاً مرضياً ينعكس في الحال على الخصومات النقدية المعروضة علينا والتي لم تتمكن من الحصول عليها . فإذا كنا نحتفظ بسجلاتنا المحاسبية بطريقة تبين القيمة الصافية للمشتريات ( أي قيمة الفاتورة بعد استبعاد مقدار الجسم النقدي ) ، فإن الخصم النقدي الذي يضيع علينا نظراً لعدم تمكننا من الحصول عليه سيظهر كنفقة إضافية .

وإذا رغبنا في الحصول على مزيد من المعلومات المتعلقة بسجل سداد فواتيرنا ، فمن الممكن تصنيف الحسابات الدائنة على أساس عمرها على نفس النمط الذي يستخدم مع الحسابات المدينة ( الذمم ) ويظهر هذا الإجراء عدد الحسابات الدائنة التي لم تستحق بعد ، وتلك التي استحقت من صفر إلى ٣٠ يوم ، ومن ٣٠ يوم إلى ٦٠ يوماً أو أكثر .

أما الخطأ المحتمل الثاني فهو يتعلق بهدف المدير المالي الخاص بالربحية . ويلاحظ أنه ليس من السهل الحكم بما إذا كنا نحتفظ ببنقدية أكثر

من اللازم ، فهذه المسألة أكثر صعوبة من سابقتها . ونظراً لأن الفشل في الاحتفاظ برصيد نقدi كاف يظهر وقوعه بسرعة ووضوح ، فإن الخطأ الذي يقع فيه أغلب المديرين الماليين يكون من ناحية السيولة الزائدة عن اللزوم . وحتى إذا نظرنا إلى الإرصدة اليومية للنقدية والاستثمارات المؤقتة قصيرة الأجل خلال الأشهر الست الماضية مثلاً لما أمكننا التأكد من أننا نحتفظ بأرصدة أكثر من اللازم . فجزء من الرصيد النقدي وشبه النقدي يحافظ به كتأمين ضد التغيرات غير المتوقعة في التدفقات النقدية . وإذا لم تحدث هذه الأحداث غير المتوقعة ، فقد يبدو أن رصيدها النقدي وشبه النقدي يزيد عن اللازم . ولكن هذا القول فيه شيء الكثير من المغالطة وهو يشبه إلى حد كبير القول بأن ما دفعناه من تأمين ضد الحريق كان مبالغأً فيه وذلك بسبب عدم حدوث أي حريق .

ومن المحتمل أن أفضل شيء يمكننا عمله للحكم في هذا المجال هو مقارنة أرصدتنا النقدية مع معايرنا التاريخية وأيضاً مع معاير الصناعة التي تتبعها . وأهم الأسس التي تنفع في مثل هذه المقارنة هي النسبة المئوية للنقدية إلى المبيعات ، والنسبة المئوية للنقدية إلى الأصول المتداولة ، والنسبة المئوية للنقدية إلى الخصوم المتداولة . وهذا مع ملاحظة ضرورة إضافة الاستثمارات المؤقتة إلى الإرصدة النقدية . ولا شك أن ارتفاع نسبة المئوية عند مقارتها بالنسب التاريخية أو بحسب الصناعة سيدفعنا إلى القيام بالمزيد من البحث والتحليل لأن إدارتنا للنقدية قد تكون في حاجة إلى إجراء التعديلات والتحسينات .

وأحياناً ينادي بعض المديرين الماليين بضرورة الاحتفاظ برصيد نقدi يكفي لمقابلة المدفوعات النقدية المتوقع حدوثها في الشهر التالي . ونظراً لأن هذه القاعدة التي لا تقوم على أساس علمي ، تتجاهل كلية المقوضات النقدية المتوقعة خلال الشهر القادم ، فإن اتباعها سيؤدي بدون شك في أغلب الحالات إلى احتفاظ المنشأة بأموال أكثر من اللازم . وبالتالي ينبغي الابتعاد

عن استخدام مثل هذه القواعد إذا رغبنا في إدارة النقدية بطريقة سليمة وشيلة .

## ادارة الذمم

ستنتقل الآن إلى الكلام عن إدارة أصل من الأصول المتداولة لا يفصله عن النقدية إلا خطوة واحدة وهو الذمم . وتختلف أهمية هذا الأصل المتداول من منشأة لأخرى وكذلك من صناعة لأخرى . ففي الكثير من الشركات التي تعمل في أغلب قطاعات النشاط التجاري نجد أن الحسابات المدينة وأوراق القبض تزيد في الأهمية عن النقدية والاستثمارات المؤقتة . ولكن هذا لا يمنع من أن الذمم قد تكون غير مهمة المقارنة بالأصول الأخرى في حالة المشروعات التي تمنع القليل من الائتمان أو التي لا تمنع إئتماناً بالمرة . فكلنا يعرف أن البعض من المشروعات قد يتسع في البيع الأجل ، بينما يقتصر البعض الآخر على البيع النقدي ، بل وأكثر من ذلك فإن هناك بعض المنتجات التي يقوم بتحصيل قيمة خدماتها قبل أن تقدمها .

وكما هو الحال بالنسبة للنقدية فمن الأهمية يمكن أن نسمع بتجميع وتراكم مقدار زائدة عن اللازم من الأموال في خزان الذمم . وهنا أيضاً سنقابل نفس الصعوبة التي واجهتنا عند الكلام عن النقدية بخصوص تعريف ما نقصده من الأموال الزائدة عن اللازم . ولكن بالإضافة إلى ذلك سنقابل مشكلة أخرى ، فيما يوجد خطر صغير نسبياً في أننا قد نفقد أرصدتنا النقدية المودعة في البنك نتيجة لإفلاسه ، إلا أنها نواجه بصفة مستمرة خطر أكبر يتعلق بفشل بعض عملائنا وتوقفهم عن الدفع وما ينبع عن ذلك من خسارة في الأموال المستمرة في هذه الذمم وبالتالي نجد أنه بالإضافة إلى الخسارة في القوة الإيرادية التي تحدث بسبب السماح بتجميع مقدار زائدة عن اللازم في الذمم من حسابات مدينة وأوراق قبض ، يوجد خطر آخر وهو الخسائر المباشرة الناتجة عن عدم مقدرتنا على تحصيل الأموال التي في ذمة بعض العملاء .

وفي الشركات الصغيرة من المعتمد إسناد عملية إدارة الذمم إلى المدير المالي بالإضافة إلى الواجبات المختلفة الأخرى التي يقوم بها . أما في المشروعات الكبيرة التي توسيع في منع الإئتمان نظراً لأن معظم مبيعاتها يتكون من المبيعات الآجلة ، فإن الكثير من السلطات المتعلقة بعمليات منع الإئتمان وتحصيل الذمم تحول إلى أحد مساعدي المدير المالي والذي يطلق عليه عادة أسم مدير الإئتمان .

## التحكم في مستوى الذمم

يمكنا أن نتحكم في مقادير ذمتنا إلى حد كبير عن طريق تحديد بعض الشروط العامة المعينة لنشاطنا البيعي . فمثلاً إذا حددنا شروط الدفع « صافي ٣٠ يوماً » كان معنى ذلك أننا نستبعد آلياً كل هؤلاء العملاء الذين يرغبون في « صافي ٦٠ يوماً » أو أي فترة زمنية أطول . ومن ثم فمثى وضعنا شروطاً معينة للإئتمان الذين نرمع منحه ، تكون قد حددنا في الوقت نفسه السوق أو الميدان الواسع الذي نرغب في التعامل معه . وتبقى أمامنا مهمة الاختيار من بين طلبات الإئتمان الفردية التي تصلنا من هذا العدد الكبير من العملاء الذين يرغبون ويعتقدون في مقدرتهم على مقابلة شروطنا الائتمانية . وسنعالج هذه المهمة الأخيرة تحت عنوان خطوات عملية منع الإئتمان .

وبدون شك ، قد لا نحتاج إلى منع الإئتمان بالمرة . وتقدم المجمعات الاستهلاكية أفضل مثال عن المشروعات التجارية التي تدار على أساس نقدى . ولكن كيف يمكن لهذه المنظمات أن تتنافس مع متاجر التجزئة الأخرى التي تمنع الإئتمان ؟ إن المجمعات تحاول تعويض هذا النقص ( عدم منع الإئتمان ) عن طريق تخفيض أسعارها ، وعرض التشكيلات المتنوعة من السلع ، و اختيار المواقع الجيدة . والمتشاركات في القطاعات الأخرى قد تقابلها بدائل مماثلة ، رغم أن العادة والمنافسة قد يحدا من حرية المنشأة في اتخاذ القرار الخاص بمنع أو عدم منع الإئتمان . وعند اتخاذ القرار يجب الموازنة بين

صافي الاميرادات التي يمكننا الحصول عليها من وراء مبلغ يعادل الأموال التي قد تستثمر في الذمم وبين تكاليف الخدمات التي نقدمها عن عوضاً منح الائتمان . وقد تجد الشركات الصغيرة ذات المركز السائل الضعيف نفسها غير قادرة على منح الائتمان ، بالرغم من أن هذه السياسة ستؤدي دون شك إلى إيرادات منخفضة . ومرة أخرى نجد أنه كلما ضعف مركزنا المالي ، كلما انخفضت حرية الادارة في العمل .

فإذا قررنا منح الائتمان ، فإننا نواجه مسألة اختيار مدة الائتمان وحجم الخصم النقدي الذي نسمح به عند السداد المبكر . وتتحدد هذه الشروط عادة بواسطة ما جرى عليه العرف في الصناعة . ولذا فإن الانحراف عن هذه الشروط يجب تبريره ببعض العوامل المعرفة . فمثلاً إذا كانت سمعتنا ذات جودة منخفضة ، فما زال في إمكاننا العثور على مشترىن وذلك عن طريق منحهم شروطاً سهلة غير عادلة ، أو قد نقلل من سهولة هذه الشروط بواسطة التسليم السريع مع قبول الطلبات الصغيرة التي لا يقبلها المنافسون أي باختصار تعتبر شروط الائتمان جزءاً لا يتجزأ من السلع والخدمات التي تعرضها على عملائنا . والشروط السهلة لها تكلفتها نظراً لما يترب عليها من تراكم الأموال في خزان الذمم مما قد يؤدي إلى الخسائر الناتجة عن الديون المعدومة . وبالتالي يجب الموازنة بين هذه النفقات وبين تكاليف الوسائل الأخرى التي يمكن استخدامها لاجتذاب العملاء .

ومتى حددت الادارة دور الائتمان فيما تعرضه من سلع وخدمات ، فإن تأثير المدير المالي على مستوى الذمم يكون صغيراً نسبياً . فمستوى خزان الذمم سيرتفع وينخفض تبعاً للمبيعات الأجلة . وتتغير المبيعات الأجلة بدورها مع تغيرات المستوى العام للنشاط التجاري . ومع تغيرات نسبة المبيعات الأجلة إلى المبيعات النقدية . يمكننا تقيد التدفق الداخلي إلى خزان الذمم عن طريق رفض بعض طلبات الائتمان ، كما يمكننا زيادة سرعة تحويل النعم إلى النقدية بواسطة الاساليب الهجومية للتحصيل ولكن مثل هذه الاجراءات سيكون وقوعها

على مستوى النعم محدوداً ولا يمكن مقارنته بالتأثير الناتج عن القرارات الأولية والجوهرية الخاصة بالشروط التي على أساسها سيمتّنح الائتمان والمعايير الشاملة للائتمان التي ستطبق .

## خطوات عملية منع الائتمان

ما هي المبادئ التي يجب الاسترشاد بها عند تحديد السياسات والإجراءات المتعلقة بمنع الائتمان إلى عملاء المشروع؟ يمكن الإجابة على هذا السؤال عن طريق شرح عملية منع الائتمان . وتنطوي هذه العملية على أربعة خطوات أساسية هي :

أولاً : ينبغي تنبية بعض الأفكار المتعلقة بدرجة الخطر التي تكون على استعداد لقبولها أي بعبارة أخرى يجب تحديد «نقطة قطع Cut off point» بخصوص أحظار الائتمان .

ثانياً : يجب فحص كل طلب ائتمان يقدم علينا .

ثالثاً : على أساس المعلومات التي نحصل عليها من الخطوات السابقة ، ينبغي تقدير احتمال قيام العميل مقدم الطلب بسداد فواتيره . أي هل يتمي هذا العميل إلى فئة مقدمي الطلبات حيث فرص عدم الدفع تكون واحد من عشرة (أي أن خطر عدم السداد 10٪) ، أو فئة واحد من عشرين (خطر عدم السداد 5٪) ؟

رابعاً : وأخيراً عن طريق مقارنة تقديرنا الخاص بفئة خطر الائتمان التي يتمي إليها مقدم الطلب مع «نقطة القطع» السابق تحديدها ، نقرر قبول طلب الائتمان أو رفضه . وبالتالي إذا اتضح من تحرياتنا أن فرص عدم السداد بالنسبة لهذا العميل هي واحد من عشرة ، فأننا سنرفض طلبه إذا سبق وأن قررنا عدم قبول هذه الدرجة من الخطر .

ونظراً لأن عملية منح الائتمان لا يمكن وضعها في شكل دقيق كالاحتمالات الرياضية ، فإن السياسات والقرارات الائتمانية يجب أن تعتمد على الحكم السليم والتقدير الرشيد لمدير الائتمان أو المدير العالى وبالرغم من ذلك فان هذه العملية يمكن أن تتم بطريقة أفضل لو كان هناك فهم واضح للخطوات الرئيسية التي تنطوي عليها . ولهذا السبب سنقوم الآن بشرح الخطوات السابقة بشيء من التفصيل .

## ١ - تحديد درجة الخطر المقبولة :

كيف يمكن تحديد درجة الخطر التي سنقبلها ؟ عندما ننتقل من مجموعات أو فئات العملاء الذين يكون احتمال قيامهم بالسداد كبيراً إلى الفئات التي يقل احتمال سدادها ، فنحن في الحقيقة نقوم بعملية تضييف إلى دخلنا ، وتضييف إلى نفقاتنا . والمبلغ المضاف إلى الدخل يعادل المبيعات الإضافية ناقص أية مبالغ لن تحصل . ويلاحظ أن المبيعات الإضافية لا تقتصر على قيمة الطلبة الأولى لهذا العميل ، بل ينبغي أن تأخذ في الحسبان القيمة الحالية لحجم المبيعات المستقلة التي قد نحصل عليها من هذا العميل إذا قبلنا طلبيته الأولى . ولا شك أن هذا العمل من الصعب جداً تقادره . أما المبلغ المضاف إلى النفقات فيشمل تكاليف الإنتاج والإدارة والبيع التي زادت نتيجة هذه الطلبة ، زائد النفقات الإضافية للتحصيل .

وينبغي ملاحظة أننا نتكلم عن إيرادات ونفقات مضافة . فعندما نبيع شيئاً بمبلغ ١٠٠ جنيه فإن النفقات الإضافية المتعلقة بهذه المبيعات قد تكون مبلغ ٦٠ جنيهأ فقط . والفرق وقدره ٤٠ جنيه قد يمثل الارباح والنفقات الثابتة ، مثل الاعلاك الذي سيظهر سواء قمنا بعملية البيع هذه أو لم نقم بها . وبالتالي عندما نبحث في موضوع هل نقوم بالبيع للعملاء الذين يصل خطر عدم سدادهم إلى ١٠٪ ، يمكننا إعداد تقدير للدخل السنوي المضاف وأيضاً للنفقات السنوية المضافة كالتالي :

<u>٢٠٠٠</u>	<u>٢٠٠</u>	المبيعات المضافة نتيجة لقبول فئة ١٠٪ خطر
<u>١٨٠٠</u>	<u>٢٠٠</u>	مبالغ لن تحصل ( ١٠٪ )
<u>١٣٠٠</u>	<u>٦٠٠</u>	الدخل المضاف
<u>٥٠٠</u>	<u>٥٠٠</u>	تكليف الانتاج والبيع المضافة ( ٦٠٪ من المبيعات )
	<u>١٠٠</u>	نفقات التحصيل المضافة
	<u>٥٠٠</u>	النفقات المضافة
	<u>٥٠٠</u>	صافي الدخل السنوي المضاف

وبالتالي بقبول التعامل مع هذه الفئة الخطرة ، نضيف مبلغ ١٨٠٠ جنيه إلى دخلنا ، ومبلاع ١٣٠٠ جنيه إلى نفقاتنا . وبالرغم من الخسائر الائتمانية التي تنطوي عليها حسابات هؤلاء العملاء ، فقد زاد صافي الدخل السنوي بمبلغ ٥٠٠ جنيه .

ويمكن التمادي في هذا الاتجاهه والتعامل مع فئات من العملاء تتعمى إلى درجات أشد خطرأ حتى نصل إلى النقطة التي يكون عندها الإيراد التقديرية المضاف مساوياً أو أقل من النفقات التقديرية المضافة . ومن ثم فإن الاحتمال الكبير هو رفض التعامل مع فئة ٢٠٪ خطر .

<u>١٠٠٠</u>	<u>٢٠٠</u>	المبيعات المضافة نتيجة لقبول فئة ٢٠٪ خطر
<u>٨٠٠</u>	<u>٢٠٠</u>	مبالغ لن تحصل ( ٢٠٪ )
<u>٨٠٠</u>	<u>٦٠٠</u>	الدخل المضاف
<u>صفر</u>	<u>٦٠٠</u>	تكليف الانتاج والبيع المضافة ( ٦٠٪ من المبيعات )
	<u>٢٠٠</u>	نفقات التحصيل المضافة
	<u>٨٠٠</u>	النفقات المضافة
	<u>٨٠٠</u>	صافي الدخل السنوي المضاف

وعندما يتغير حجم عملياتنا بالنسبة للطاقة ، فإن الاحتمال كبير في تغير سياسة الائتمان . فلو كنا نشتغل عند ٥٠٪ من طاقتنا خلال فترة ركود ، فإن أهم

ما نضيئه هو : المواد ، والأجور المباشرة ، ونفقات التحصيل عندما تبيع لعملاء يتسمون لفثات خطرة ( وينبغي ملاحظة أن المركز الائتماني العام لعملائنا ينخفض أثناء الكساد والركود ) . وعندما تخرج من هذه المرحلة ، فمن المحتمل أن تصبح هذه الفئة من العملاء غير مقبولة . فلكيّ نتمكن من مقاولة طلباتها ، ينبغي زيادة طاقة المصنع . وإذا زادت هذه التكاليف الإضافية عن الإيرادات التي تحصل عليها من التعامل معهم ، فلقد نرفض طلباتهم . أي بعبارة أخرى ، عند المستويات المختلفة للتشغيل ، توجد مجموعات مختلفة من التكاليف المضافة . وبالتالي ، ينبغي أن تتغير السياسة الائتمانية تبعاً للتغير مستوى النشاط . فعندما ينخفض الانتاج فإننا نسمح بالتعامل مع العملاء الحديرين ، وعندما يقترب الانتاج من طاقة المصنع فإننا نأخذ في التخلص من هؤلاء العملاء . وبالرغم من ذلك ينبغي عدم المبالغة في هذه العملية . فبغض النظر عن مثل هذه التغيرات في السياسات الائتمانية ، فإن الاحتمال كبير في انخفاض الدعم في الكساد ( وارتفاعها في الرواج ) وذلك تبعاً للاتجاه العام في المبيعات .

## ٢ - فحص طلب الائتمان :

نفترض أننا تسلمنا طلبية بمبلغ ١٠٠٠ جنيه من الشركة A ب الصناعية ونحن لا نعرف شيئاً عنها بالمرة ، فلم يسبق لنا التعامل معها أي أن هذه أول طلبية من هذه الشركة ، فكيف يمكننا الحصول على المعلومات الكافية للحكم على مركزها وسمعتها الائتمانية ؟

هناك عاملان يحددان مدى البحث عن المعلومات وهما : الوقت والتكلفة . فلا يمكننا أن نستغرق شهراً للتحري عن العميل ، لأنه دون شك سيضايقه الانتظار ومن ثم سيتحول إلى مورد آخر ولا يمكننا أن نفق الكلير من الأموال على عملية الفحص . فالوضع هنا مرة أخرى هو المقارنة بين النفقات المضافة والإيرادات المضافة في داخل حدود معينة كلما زادت إنفاقنا كلما زادت

المعلومات التي نحصل عليها . والمعلومات الإضافية التي نحصل عليها تمكنا من الوصول إلى حكم أفضل ومن ثم تجنب خسائر منع الإئتمان . ولكتنا نصل إلى النقطة التي عندها تزيد النفقات المضافة عن التخفيض المحتمل في الخسائر الإئتمانية . وبالنسبة لطلبية الـ ١٠٠٠ جنيه فإننا نصل إلى هذه النقطة بسرعة . فإذا كنا المسؤولين عن وضع سياسة الإئتمان بالنسبة لمثل هذه الطلبات الصغيرة في شركة كبرى ، فإننا لن نسمح إلا بفحص سريع غير متعمق . والطلبات التي تمر خلال هذا الفحص السريع تمنع الإئتمان . أما التي لا تمر فأن البضاعة ستشحن إليهم على أساس الدفع المقدم أو الدفع عند الإستلام .

وهناك الكثير من مصادر المعلومات والتي يمكن استخدامها عند منع الإئتمان التجاري . ويتوقف استخدام هذه المصادر على طبيعة النشاط الذي نعمل فيه ، وعلى القيد الاقتصادي الخاص بتكليف فحص طلبات الإئتمان . ومن أهم هذه المصادر ما يأتي :

(أ) البنوك : لا شك أن البنك يمكنها تقديم معلومات إئتمانية على جانب كبير من الأهمية . ونظراً لأن البنك تقتصر على عملائها عند تقديم مثل هذه المعلومات فمن العهم عند اختيار مصرفنا ، أن نختاره من النوع الذي لن يتأخر عن مساعدتنا في هذا المجال بتقديم ما نحتاجه من معلومات نافعة .

(ب) رجال البيع : إذا نجحت المنشأة في تدريب رجال البيع تدريباً سليماً بخصوص الحصول على المعلومات الإئتمانية ، فإنهم يصبحون من أهم مصادر الحصول على المعلومات . فرجل البيع على اتصال مستمر بالسوق ، ومن ثم فهو على بيته من حالة العملاء الفعليين والمحتملين . وعند دراسة المعلومات التي يقدمها هذا المصدر يجب علينا أن نتذكر أن رجل البيع متفائل بطبيعته لأنه يود أن يحقق أكبر حجم ممكن من المبيعات .

(ج) القوائم المالية: ولاشك ان افضل وسيلة للحكم على المركز

المالي والاتماني للعملاء طالبي الائتمان هي تحليل قوائمهم المالية . والمشكلة بالنسبة لهذا المصدر هي الحصول على هذه القوائم المالية وخاصة بالنسبة للمشروعات التي لا تقوم بنشرها . والاتجاه الحالي هو أن يقوم مدير الائتمان بطلب هذه القوائم المالية من العملاء الراغبين في التعامل ، والعملاء الذين يفشلون في إرسال قوائمهم المالية ترفض طلباتهم الخاصة بالحصول على الائتمان .

(د) المقابلات الشخصية : نظراً لأن مدير الائتمان يمكنهم الحصول على معلومات هامة عند زيارتهم للعملاء في مجال أعمالهم فان الكثير منهم يحاول زيارة كبار العملاء الذين يقابلون صعوبات في السداد .

### ٣ - تحليل القيمة الائتمانية للعميل :

لقد حددنا درجة الخطر الإئتماني التي نحن على استعداد لقبولها ، وجمعنا قدرأً كافياً من المعلومات الخاصة بالعميل والآن يجب علينا أن نحدد ما إذا كان هذا العميل يقع أعلى أو أسفل الحد الذي وضعناه لقبولنا .

ونجد في الائتمان التجاري أن القرار الخاص بدرجة الخطر الإئتماني للعميل يكون إلى حد كبير مسألة حكم وتقدير . فأولاً يهمنا معرفة استعداده لسداد قرضه في الميعاد وذلك من واقع سجل مدفوعاته للموردين الآخرين . وثانياً ، يجب تحديد مقداره على الدفع كما تعكسها قوائمه المالية وهنا سنعتمد أساساً على تحليل مركزه المتداول نسبة التداول ، ونسبة السيولة ، ومعدل دوران الذمم ، ومعدل دوران المخزون السلعي . ويجب ملاحظة انه بالرغم من ارتفاع ارباحه ، فمن المحتمل الا تكون على استعداد لانتظار العميل حتى يتمكن من تجميع أموال كافية عن طريق الأرباح المحجوزة لسداد فواتيره .

ويمكنا أحياناً تقدير متوسط عمر الحسابات الدائنة الخاصة بالعميل

مقدم طلب الائتمان . فمن قائمة دخله يمكننا معرفة مشترياته من المواد الأولية خلال الفترة موضوع الدراسة . ويمكن بعد ذلك مقارنة هذه المشتريات مع المبالغ التي لم تسدد بعد . وبالتالي إذا بلغت مشترياته من المواد الأولية ٦٠٠٠ جنية خلال السنة وكان رصيد الحسابات الدائنة ١٠٠٠٠ جنيه ، أمكننا أن نقدر أن مشتريات ٦٠ يوماً باقية بدون سداد . فإذا كنا نحن وغيرنا من الموردين في صناعتنا نبيع عادة على أساس ( صافي ٣٠ يوماً ) فإن ظهور مشتريات ٦٠ يوماً بدون سداد معناه سوء حالة العميل المحتمل . ويزداد شكنا في حالته إذا وجدنا أنه يحاول تحويل تعامله من موردية القدامى إلى موردين جدد . فهذا التحويل قد يشير إلى امتناع موردية العاديين عن ملء بما يحتاج إليه من المواد حتى يسد حساباته التي فات ميعاد استحقاقها .

ونواجه هنا نفس المشكلة التي قد قابلتنا عند تحليل الذمم ، وهي أن التحركات الموسمية قد تزعزع من صحة هذه العمليات الحسابية . فإذا كان العميل يبني مخزونه السلمي لغرض مقابلة الزيادة القادمة في المبيعات . فإن حساباته الدائنة تبدو في شكل مبالغ فيه ، ولكن هذا المظاهر قد يكون مضللاً . ومن الناحية الأخرى ، إذا كان العميل المحتمل قد حصل على قرض مصرفياً ، فمن المحتمل أن جزءاً من هذا القرض قد استخدم لتخفيض الحسابات الدائنة . وفي هذه الحالة تكون حسبة عدد أيام المشتريات التي لم تدفع لا تمثل الحقيقة وتشير إلى سجل سداد أفضل مما يبرره الواقع .

ومن العوامل التي تؤثر على مقدرة العميل على السداد : خبرته التجارية ، والمنافسة ، والظروف الاقتصادية العامة . ويكون من الصعب بصفة خاصة منع الائتمان للمشروعات الجديدة نظراً لعدم وجود أية سجلات تاريخية تساعد البائع على اتخاذ قراره .

ومتي منحنا الائتمان التجاري لعميل من العملاء ، فإننا نستمر في تعاملنا معه ، مع تناول المسألة بطريقة شبه روتينية . ويجب علينا دراسة التقارير

السنوية التي يقدمها العميل وذلك بطريقة منتظمة . وفي معظم الحالات تقوم المنشآت بتحديد حداً أعلى لحساب العميل . وطالما أن حساب العميل يبقى أسفل هذا الحد أو الحد ، فإن العميل سيتبرأ بطريقة روتينية . ولكن عندما يتعدى طلبه للائتمان هذا الحد الموضوع ، فإن المسألة ينبغي عرضها على مدير الائتمان . وفي هذا الوقت قد يطلب مدير الائتمان المزيد من المعلومات عن العميل حتى يمكنه اتخاذ القرار الخاص بالموافقة على هذه الزيادة أو رفضها .

#### ٤ - قبول او رفض العميل طالب الائتمان :

إن الخطوة النهائية في عملية منح الائتمان هي مقارنة التقييم الذي قمنا به للعميل طالب الائتمان بمعاييرنا الخاص بالقبول . فإذا اعتبرنا العميل خطراً غير مقبول للحصول على الائتمان فينبغي علينا أن نفك في التعامل معه على أساس « الدفع عند الاستلام » . وحتى في هذه الحالة يوجد خطر امتناع العميل عن استلام البضائع أو إدعائه أن البضائع غير مطابقة للمواصفات حتى يجبرنا على تخفيض السعر . فإذا كنا نعتقد في احتمال حدوث هذا التصرف فعلينا أن نطلب منه الدفع مقدماً . وهناك احتمال آخر ، وهو أن نطلب من مثل هذا العميل أن يقدم طرفاً ثالثاً في العملية كضمان يضممه في السداد .

#### رقابة المتحصلات من الذمم :

وسرجع في هذا المجال مرة أخرى إلى النفقات والإيرادات المضافة . فعادة يجب ألا يزيد ما نصرفه على المجهودات الإضافية للتحصيل عن الإيرادات الإضافية التي سنحصل عليها نتيجة لهذا المجهود . أي بعبارة أخرى ، ليس من المعقول أن تفق ١٠ جنيه في سبيل تحصيل مبلغ ٥ جنيه .

ولكن هذا المبدأ صعب التطبيق ، لأن جهود التحصيل التي نبذلها بخصوص حساب معين لا تؤثر فقط على المبلغ الذي سناحذه من هذا

العميل ، بل تؤثر على المبيعات المستقبلة له ، وأيضاً على المتطلبات المستقبلة من غيره من العملاء فمثلاً تشدنا في التحصيل من عميل معين ، فلقد يتركنا كلياً ويعامل مع واحد من المنافسين كما أنه من الخطورة بمكان أن نشتهر في قطاعنا بالتساهل في عملية التحصيل ، لأن مثل هذه السمعة قد تؤدي إلى عواقب وخيمة . ولذا فقد يستلزم الأمر في بعض الأحيان أن تكون على استعداد لأن تتفق في سبيل تحصيل حساب فردي واحد تفقة قد تزيد عن الإيراد الإضافي .

وتنطوي عملية تحصيل الحسابات غير النشطة والتي فاتت ميعاد إستحقاقها على مشاكل صعبة ففي مثل هذه الاحوال ، يكون الضغط العادي على المدين لكي يسد حسابه عمل غير فعال ، ولا يمكن تجنب خسارة الديون المعدومة أو النفقات المرتفعة والجهد الكبير إلا عن طريق العمل السليم الذي يستدعي قدرًا كبيراً من المهارة . فيجب القيام بجهود أولية لاكتشاف الأسباب الحقيقة لتوقف العميل عن السداد . فإذا ظهر أنه قادر على الدفع ، فيجب استخدام إجراءات التحصيل الهجومية المشددة . أما إذا اعترف العميل بمديونيته ولكنه يقابل من الصعوبات المالية ما يمنعه من السداد ، وجب علينا استخدام أساليب أخرى .

### تقييم ادارة الذمم

يوجد مصدراً محتلماً للخطأ عند ادارة الذمم : فقد تكون على جانب كبير من الشدة والتحفظ عند وضع الشروط ، ومنح الائتمان ، وتحصيل المبالغ المستحقة مما يؤدي إلى زيادة نفقات التحصيل زيادة غير ضرورية مع التأثير على المبيعات . ومن الناحية الأخرى ، فقد تساهل إلى الحد الذي يجعل خسارة السيولة وزيادة الديون المعدومة تفوق الإيرادات المضافة الناتجة من المبيعات ومن التوفير في نفقات قسم التحصيل .

وتقييم أداء الأعمال في قسم الائتمان ليس بالسهل إطلاقاً بل هو عملية

صعبة . وأدوات التحليل العامة مثل معدل دوران الذمم وعدد أيام التحصيل ، تعمل في الحال على قياس شيئين : كفاءة منح الائتمان وكفاءة وتحصيل الحسابات التي فات ميعاد استحقاقها . فإذا كانت شروطنا ومعاييرنا الائتمانية سهلة ، فإن الضغط سيكون على قسم التحصيل ورجاله لزيادة سرعة تدفق الأموال خلال الذمم . أما إذا كانت على جانب كبير من الشدة عند منح الائتمان فقد تكون في غير حاجة بالمرة إلى قسم التحصيل . وبالتالي ، في بينما نستخدم هذه المقاييس العامة لللإداء ، ينبغي علينا أيضاً تنمية وسائل تمكنا من متابعة نشاط هؤلاء الذين يمنحون الائتمان ، وأولئك الذين يقومون بتحصيل الذمم .

وأحد المقاييس المحتملة والخاصة بنشاط قسم منح الإئتمان هو النسبة المئوية للطلبات المرفوضة من المبيعات الأجلة . فإذا ظهر أننا نرفض نسبة مئوية مرتفعة بشكل غير عادي من الطلبات التي تصلنا ، فعلينا أن نتساءل ما إذا كانت شروطنا سهلة للغاية أو أن معاييرنا صعبة جداً . فمن المحتمل أن شروطنا الخاص بمنع الإئتمان لمدة ٦٠ يوماً يؤدي إلى جذب عدد كبير من العملاء غير المقبولين مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع نسبة الرفض . ويمكن معالجة هذه الحالة عن طريق جعل شرط البيع صافي ٣٠ يوم لكل العملاء . ومن ناحية أخرى إذا كانت شروطنا تماثل شروط المنافسين ، فإن الخطأ قد يكون مرجعه شدة معاييرنا الائتمانية . ومن هذا يتضح عدم وجود إجابة قاطعة . فأساساً ، نحن نسعى إلى الحصول على معلومات ، وهذه المعلومات مع غيرها ستتمكننا من تقييم عمل قسم الائتمان .

أما نشاط رجال التحصيل فمن الممكن متابعته ولكن من الصعب تقييمه . فعندما نفشل في التحصيل من عميل ، فهل ترجع هذه الخسارة إلى ضعف التقييم الائتماني ، أو إلى ضعف إجراءات التحصيل ؟ والمقاييس مثل نسبة المتحصلات إلى النعم ، ونسبة الديون المعدومة إلى المبيعات الأجلة قد تكون نافعة لو استخدمت بعناية . وينبغي ملاحظة احتمال وجود تحركات

موسمية في هذه النسب السابقة . وهناك مقياس آخر قد يكون أكثر فائدة وهو نسبة المتأخرات الشهرية من الحسابات التي فات ميعاد استحقاقها إلى رصيد هذه الحسابات في أول كل شهر . وهذا المقياس يركز الانتباه على النشاط المثير للاهتمام للتحصيل .

وطالما نحن على بحث وفهم دور قسم الائتمان فإن تقييمنا سيكون واقعياً بالرغم من عدم دقتها الكاملة . وإذا استخدمنا المقاييس السابق ذكرها وغيرها من المقاييس الأخرى قد تعطينا صورة تبين تشددنا الزائد عن الحد أو تساهلنا الكبير ، وكلاهما من الأمور غير المرغوبة . وبالتالي إذا كان معدل دوران الذمم منخفضاً إنتفاخاً غير عادي بمقارنته بمعدل دوران الصناعة ، وكانت نسبة الرفض صغيرة جداً ، ومعظم الحسابات مضى ميعاد استحقاقها ، ونسبة التحصيل منخفضة ، والنسبة المئوية للتحصيل من الحسابات القديمة ضئيلة جداً ، فإن هذه الأمور كلها تشير إشارة واضحة إلى ضرورة تغيير معايير الائتمان وجعلها أكثر صعوبة مع التشدد في إجراءات التحصيل . وكما هو الحال دائماً ، فإن المشكلة هي أن نحد على أساس المعايير التاريخية ومعايير الصناعة ما إذا كانت معدلاتنا ونسبنا مرتفعة أو منخفضة بشكل غير عادي .

# ادارة المخزون السمعي والأصول الثابتة

إن إدارة المخزون السمعي والأصول الثابتة تستدعي إهتماماً خاصاً لأسباب ثلاث ففي المكان الأول ، نجد أن هذين النوعين من الأصول يمثلان الجزء الأعظم من مجموع أصول عدد ضخم من المشروعات . وثانياً ، نظراً لأنها أقل الأصول سيولة ، فإن الأخطاء المتعلقة بادارتهما لا يمكن معالجتها بسرعة وسوء الإدارة إذا زاد عن حده في هذا المجال فقد يؤدي ذلك إلى نهاية المشروع . وثالثاً فإن التغيرات في مستويات المخزون السمعي والأصول الثابتة لها آثارها الإقتصادية الهامة . فخلال فترات هبوط المبيعات قد تترك الأصول الثابتة والمخزون السمعي دون شراء جديد . وخلال فترات أخرى قد يحدث بناء للمخزون السمعي والأصول الثابتة بمعدل أسرع من معدل المبيعات . وهذه التحركات تعتبر من عوامل عدم الاستقرار ، تلك العوامل التي يهتم بها رجال الإقتصاد ورجال الأعمال إهتماماً بالغاً . ونجاح الإدارة المالية في تخفيض هذه التغيرات إلى أقل حد ممكن يؤدي دون شك إلى جعل الإقتصاد القومي أكثر ثباتاً .

وفي مناقشتنا للمخزون السمعي والأصول الثابتة لن نتعرض لطرق تحديد قيمة المخزون السمعي ، أو لأساليب إهلاك الأصول الثابتة . فهذه الأمور رغم

أهميتها البالغة تنتهي في الحقيقة الى المحاسبة اكثر من انتهاها الى الادارة المالية . وهناك ناحية اخرى مستركها الى الخبراء في ميدانها وهي التأمين . فلا جدال أنه ليس من الحكمة في شيء أن نخطط الاحتياجات المالية ونحصل على الأموال الضرورية ، ثم بعد ذلك تستثمر هذه الأموال في الأصول دون حمايتها بواسطة التأمين . وبالرغم من ذلك فإن هذا النشاط يكون ميداناً قائماً بذاته سبق لكم دراسته .

## إدارة المخزون السلعي

لو نظرنا الى الميزانيات العمومية المنشورة يتضح لنا ان المخزون السلعي يكون جزءاً هاماً من أصول معظم الشركات ، باستثناء تلك التي تعمل في التعدين والمحاجر ، والمنافع العامة ، وشركات الخدمة . ففي حالة شركات التعدين والمحاجز نجد أن مخزون المواد الأولية يكون في باطن الأرض ولا يكون مخزوناً سلعياً . ونظراً لأن شركات المنافع العامة والخدمات تقدم في أغلب الحالات خدمات وليس منتجات ، فإنهم يحتاجون الى مخزون صغير نسبياً . أما باقي المشروعات في معظم القطاعات فإنها تجد من الضروري استئجار أموال ضخمة في نوع أو آخر من المخزون السلعي . والمديرون الماليون لهذه الشركات يريدون التأكد من أنها لا تحمل مخزوناً يزيد عن اللازم - ولكنهم في نفس الوقت لا يريدون لشركاتهم أن تحمل مخزوناً أقل من الضروري . ومرة أخرى ، فإن غرضنا في هذا الفصل هو اقتراح المبادئ التي تنظرى عليها عملية التوفيق بين «كثير جداً» و«قليل جداً» .

وهناك عدة أنواع من المخزون السلعي : المهام ، والمواد الأولية والخامات والبضائع تحت التجهيز ، والبضائع الجاهزة . وحتى نصل الى فهم كامل لإدارة المخزون السلعي سيكون كلامنا خاصاً بشركة صناعية ، رغم أن المبادئ يمكن تطبيقها أيضاً على الانواع الأخرى من الشركات . وكثيراً ما

تفوض مسئولية رقابة المخزون السلعي لشخص آخر خلاف المدير المالي . ويبين من دراسة عدد من الشركات الصناعية أن أغلبها يجعل رقابة المخزون من مسئوليات إدارة المشتريات . وكلما زادوعي الادارة بضرورة رقابة المخزون السلعي ، كلما تحولت هذه الى يد الإدارة المالية . وفي الوقت نفسه تجد إدارة المشتريات نفسها مجبرة على الاهتمام بمبادئ الادارة المالية التي تطبق عند رقابة المخزون السلعي .

والمخزون السلعي بأنواعه المختلفة يكون موضع اهتمام الإدارة نظراً لتأثيره المباشر على أرباح المنشأة . فالربح يتاثر بالمخزون السلعي من عدة نواحي ، فأولاً نجد أن المخزون الأكثر من اللازم أو الأقل من اللازم يؤثر على ما تحققه المنشأة من معدل عائد على استثمارها ، والشرح الآتي يوضح كيف يتأثر دخل المنشأة عندما تستمر أموالاً أكثر من اللازم في المخزون .

نفترض أن منشأة لديها القدرة على إنتاج ١٠٠٠ وحدة ، ولكن نظراً لعدم قيامها بأي جهد لتحديد الكمية الصحيحة للمخزون الذي ينبغي عليها الاحفاظ به . فان المخزون يكون باستمرار اكثراً من اللازم ويترتب على هذه الزيادة المستمرة ان تكاليف المخزون ستكون باستمرار ايضاً اعلى من تكاليف المخزون لو احتفظت المنشأة بكمية أقل . ومعنى هذا ارتفاع تكاليف هذه المنشأة ، والذي يؤدي بدوره الى انخفاض حافة ربحها .

والاستثمار الأقل من اللازم في المخزون السلعي يكون له نفس التأثير السابق نظراً لأن المنشأة لن تتمكن من إنتاج المستوى الإنتاجي المرغوب . أي بعبارة أخرى أن المنشأة في هذه الحالة س تعمل بطاقة أقل من طاقتها الكاملة ، مما يتترتب عليه ارتفاع في تكاليف إنتاجها وهذا الارتفاع يؤدي دون شك الى انخفاض حافة ربحها . ويضاف الى ذلك الخسائر التي تصيب سمعتها في السوق نظراً لفشلها في مقابلة طلبات العملاء .

وثانياً ، نجد أن المعدل الذي يتحرك به المخزون خلال عمليات الانتاج

والتوزيع يؤثر أيضاً على تكاليف المنشأة . فعند أي حجم معين من المبيعات يكون مقدار رأس المال العامل اللازم للقيام بالعمليات بكفاية - يكون أقل في حالة إرتفاع معدل دوران المخزون السلعي عنه في حالة انخفاض معدل الدوران . أو بعبارة أخرى ، عن طريق رفع معدل دوران المخزون السلعي مع تثبيت حجم المبيعات ، يمكن للأدارة زيادة كفاءة استخدام رأس المال العامل ، وبالتالي زيادة ما تتحققه من أرباح .

ومن الكلام السابق يتضح أهمية قيام الإدارة المالية بوضع السياسات المتعلقة بالمخزون والتي تخدم كأساس لتحديد المستوى الصحيح للمخزون الذي ينبغي الاحتفاظ به ، وكذلك لتحديد المقدار الصحيح من رأس المال العامل الذي يجب استثماره في المخزون في أي وقت معين . ويستلزم تحديد الكمية الصحيحة للمخزون السلعي الموازنة بين تكاليف وأخطار الاحتفاظ بالمخزون وبين الفوائد المشتقة من وجود المخزون وتوفره . وعندما نزيد من المخزون فإننا سنصل إلى النقطة التي عندها تكون التكاليف الإضافية المتعلقة بهذه الزيادة أكبر من الفوائد الإضافية التي نحصل عليها . ورغم أننا لن نحاول وضع معدلات مستفيضة لحساب المستوى النموذجي للمخزون ، إلا أنها ستقترح المبادئ التي ينطوي عليها تحديد سياسة المخزون السلعي .

## تكلفة المخزون

ومنحاول أولاً ذكر مجموع التكاليف المتعلقة بالمخزون ثم نذكر بعد ذلك تلك التكاليف التي تغير مع مستوى المخزون . والقائمة التالية تقدم صورة كاملة إلى حد ما لتكاليف المخزون السلعي :

تكلفة رأس المال :

المخزون -

الآلات اللازمة لمناولة البضائع وتخزينها

**تكلفة المساحة المستخدمة :**

**الأهلاك والصيانة ، والإيجار**

**الضرائب**

**الإضاءة ، والمياه ، وغيرها من المنافع**

**أجور عمال النظافة**

**تكلفة خدمة المخزون :**

**التأمين**

**أجور عمال الاستلام والتسلیم**

**السجلات وامساك الدفاتر**

**الاختلاس والسرقة**

**العطب والسرقة**

**أخطار المخزون :**

**خطر انخفاض السعر**

**خطر التغيرات في التصميم والتقادم وما شابه ذلك .**

ما هي التكاليف التي تتعلق بالقرارات الخاصة بمستوى المخزون الذي ينبغي وجوده؟ يجب علينا ان نحدد هذه التكاليف التي تقلب مع مستوى المخزون ، اي التكاليف التي تزيد بزيادة المخزون وتقل بتحفيضه . وبصفة عامة فإن التكاليف المتعلقة بالمساحة المستخدمة تبقى ثابتة في المدة القصيرة ، بعض النظر عن الاختلافات والتغيرات العادلة في المخزون . وعناصر تكاليف خدمة المخزون تعتبر من التكاليف الثابتة ، ولكن في معظم الحالات نجد ان تكاليف المخزون هي خليط من التكاليف الثابتة والمتغيرة كما رأينا في الفصل السادس . ولأغراض تخطيط مستويات المخزون . فانا نهم فقط بالتكاليف المتغيرة ، اي التكاليف التي تتأثر من خططنا . وبالرغم من ضرورة قيام كل شركة باختبار تكاليفها . الا اننا سنفترض من اجل المناقشة

ان هذه التكاليف المتغيرة او التخطيطية تتغير مباشرة مع تغير مقدار المخزون  
بالجنيهات ..

وفي الحياة العملية نجد من الصعب جداً الحكم على خطر خسائر المخزون التي ستتخرج من لانخفاض في السعر او التقادم ولذا فبدلاً من اعتبارها جزءاً من النفقات المتغيرة ، فقد يكون من الأفضل تقييم هذه الخطر على حده . وبهذه الطريقة يمكن للادارة بسهولة ان تغير من سياسة المخزون بواسطة تحديد مستوى تقربي عند « مبيعات ٣٠ يوم » أو « مبيعات ٦٠ يوم » ، ومن ثم إذا توقعت الادارة ارتفاعاً في تكاليف المواد الأولية ، فقد تعطي التعليمات لإدارة المشتريات بتخزين مواد أولية تكفي ٦٠ يوماً من الإنتاج ، ولكن مثل هذه التقلبات في مستوى المخزون قد تكون عملاً غير حكيم نظراً لأننا نعمل في مجال الصناعة لانتاج السلع ، وليس للمضاربة في البضائع . ورغم ان الخط الفاصل بين الشراء الحكيم والمضاربة بالمخزون من الصعب جداً وضعه إلا انه من الضروري علينا أن تكون على بينة تامة من الخط الفاصل بين ميدان الإنتاج وميدان المضاربة ، ومتى انتقلنا الى الميدان الأخير فإن الكلام الذي سندكره بخصوص سياسة المخزون يصبح غير صالح للتطبيق .

## وظائف المخزون

والآن وقد تكلمنا عن أهمية المخزون وتكلفته سنطرح سؤالاً سينقلنا إلى صميم المشكلة وهو : لماذا نحتاج إلى المخزون ؟ وما هي الوظيفة التي يخدمها ؟ فالمشروعات كلها تقريباً تحفظ بنوع أو عدة أنواع من المخزون ، وتستمر فيه جزءاً لا يستهان به من رأس مالها العامل . ومن ثم باختصار ما هي الفوائد التي تعود علينا من وجود المخزون ؟ وهل تزيد الفوائد بطريقة مباشرة مع الزيادة في مستوى المخزون ؟ وأخيراً عند أية نقطة تبدأ هذه الفوائد في تحمل المشروع بتكلفة أكثر من قيمتها ؟

من المعروف أن وجود بعض المخزون يعتبر أمراً لا يمكن تجنبه . فمثلاً بالنسبة للمشروع الصناعي نجد أن كل أو معظم البضائع تحت التشغيل لا يمكن الاستغناء عنها طالما أن المشروع مستمر في نشاطه . وإذا قمنا في لحظة ما ب مجرد المخزون لوجدنا الآتي : البعض في الماكينات ، أو في مرحلة الانتقال من ماكينة إلى أخرى ، أو في مرحلة انتقال من مخزن المواد الأولية والخامات إلى خط الانتاج ، أو من خط الانتاج ، أو من خط الانتاج إلى مخزن السلع الجاهزة . وبالتالي إذا أردنا الحصول على أي إنتاج مهما كان حجمه ، فلا بد لنا من الاحتفاظ بهذا المخزون الذي يكون في مرحلة الانتقال . أي أن هذا المخزون من الأشياء التي لا يمكن تجنبها . ولكن هذا لا يمنع إمكان تخفيضه عن طريق التنظيم الجيد لخط الإنتاج ، أو بواسطة تحسين جدولة الانتاج . كما يمكن تحقيق هذا الهدف أيضاً عن طريق التعاقد من الباطن . ومن الناحية الأخرى ، قد يسمح بترابع وتجميل مخزون مرحلة الانتقال لغرض تسهيل مشاكل تخطيط وجدولة الانتاج .

أما باقي المخزون في المهام ، والمواد الأولية والخامات ، والبضائع تحت التشغيل ، والبضائع الجاهزة فاننا نحتفظ به لغرض واحد حيوى فأساساً نحتفظ بالمخزون لكي نتمكن من القيام بوظائف الشراء ، والانتاج ، والبيع بمعدلات مختلفة . أو بعبارة أخرى ؛ إن وجود المخزون يمكننا لفترات زمنية قصيرة من الانتاج بمعدلات أعلى من معدل شراء المواد الأولية أو العكس ، ومن البيع بمعدل أسرع من معدل الانتاج أو العكس . والمشكلة الجوهرية التي تقابلنا هي تحديد النقطة التي عندما تتعادل تكاليف المخزون مع الفوائد والمزايا التي تنتجه عن تداخل وظائف الشراء والانتاج والبيع ، والتي بعدها تزيد التكاليف عن الفوائد .

مما سبق يتضح أننا نحتاج إلى المخزون نظراً لأنه يساعدنا مساعدة فعالة على تحقيق الأمور الهامة الآتية :

أولاً : الحصول على أفضل حجم اقتصادي لطبيعة الشراء أو لعملية الإنتاج ( الحجم الاقتصادي ) .

ثانياً : مقابلة التقلبات غير المتوقعة في الشراء أو الإنتاج أو البيع ( مخزون الأمان ) .

ثالثاً : مقابلة التقلبات المتوقعة في الشراء أو الإنتاج أو البيع ( مخزون التوقع ) .

ولنحاول الآن دراسة هذه الوظائف الرئيسية الثلاث بشيء من التفصيل .

## ١ - الحجم الاقتصادي

مع بقاء الأشياء الأخرى على حالها ، فلا شك أننا نود أن تتم وظائف الشراء ، والإنتاج ، والبيع بمعدلات تكون أكثر من غيرها كفاءة بالنسبة للعملية المعينة . فمثلاً قد نجد أن أفضل طريقة من الناحية الإقتصادية فيما يتعلق بالحصول على مادة معينة هي شراء ١٠٠ وحدة في كل مرة ، وذلك بالرغم من أن الاستخدام الفعال لهذه المادة يحدث بمعدل وحدتين كل أسبوع . وبالتالي فبدلاً من شراء وحدتين كل أسبوع ، أو استخدام هذه المادة بمعدل ١٠٠ وحدة في الأسبوع نعمل على موازنة وظيفتي الشراء والاستخدام وذلك عن طريق تكوين مخزون من هذه المادة . ويجب علينا ألا ننسى أن تحقيق الكفاءة في هذه النواحي يحدث على حساب تكوين المخزون .

وبالمثل ، ففي سبيل الكفاءة قد نرغب في موازنة المبيعات والإنتاج . فتكليف الإنتاج للوحدة قد تصل إلى أدنى حد لو أنتجنا ١٠٠٠ فنجان قهوة كل ساعة لمدة أسبوع ثم توقف هذه العملية ونبداً في إنتاج ١٠٠٠ فنجان شاي كل ساعة لمدة أسبوع آخر . ونظراً لأن المبيعات لن تتبع هذا النهج ، فمن الضروري الاحتفاظ بمخزون من فناجين القهوة وفناجين الشاي . ومرة أخرى ستساءل عند أيه نقطة تزيد تكاليف الاحتفاظ بهذا المخزون عن الوفورات

التي نحققها من خطوط الانتاج السابقة .

ونحن نعرف أن تكلفة الوحدة لن تستمر في الانخفاض بنفس المعدل الذي يحدث به الشراء أو الإنتاج بكميات أكبر وأكبر . ولا يوضح ذلك نفترض أنها نشتري دبابيس لشبك الأوراق . فإذا اشترينا صندوقاً في كل مرة ، فإن مجموع تكلفة الدبابيس والعمليات المتعلقة بالطلب في إدارة المشتريات قد تصل إلى ٥ جنيه . فإذا اشترينا ١٠٠ صندوق في المرة الواحدة ينخفض مجموع تكلفة الشراء بمبلغ ١٥ قرش للصندوق ، وبشراء ١٠٠٠ صندوق كل مرة ، يحدث انخفاض آخر يبلغ ١٠ قروش للصندوق . ولكننا قد لا نتمكن من الحصول على تخفيضات أخرى لها أهميتها بالنسبة لتكلفة الصندوق ، وحتى ولو اشترينا حمولة عربة كاملة . ونفس الشيء يصدق بصفة عامة بالنسبة لتكلفة العمليات الإنتاجية . فانخفاض تكاليف الوحدة المنتجة يتاتي عادة من توزيع التكاليف الثابتة المعينة على عدد أكبر من الوحدات . ولكن هنا الانخفاض لن يستمر إلى ما لا نهاية ، لأن هذه الوفورات ستأخذ في الصغر عندما يزداد حجم الكمية المنتجة . وبالتالي بينما قد ترتفع تكاليف الاحفاظ بالمخزون تقريرياً بنسبة مباشرة مع قيمة المخزون بالجنيهات ، إلا أنه لا يمكن القول بأن الوفورات التي تتبع عن الشراء أو الإنتاج بلوطات Lots كبيرة ترتفع بنسبة مباشرة مع حجم اللوط .

وسنقوم الآن بالموازنة بين تكاليف الاحفاظ بمخزون من المواد الأولية وبين المزايا والفوائد التي نحصل عليها من وراء الشراء بلوطات كبيرة بدلاً من لوطات صغيرة . ونفس المدخل يمكن تطبيقه بالنسبة لمخزون السلع الجاهزة وعملية الإنتاج ، ففي الحالتين نواجه نفس المشكلة وهي : عند أي نقطة تأخذ التكاليف الإضافية للاحفاظ بمخزون أكبر في الزيادة عن الوفورات الإضافية التي يمكن تحقيقها من الشراء أو الإنتاج بكميات أكبر ؟

والنموذج رقم ١٤ - ١ يوضح فكرة هذه المشكلة . وينبني هذا النموذج

على الفروض الآتية المتعلقة بعنصر من عناصر مخزون المواد الأولية :

- ١ - العبء السنوي للاحتفاظ بالمخزون (أي التكلفة المتغيرة) =٪.٢٠
- من متوسط قيمة المخزون .
- ٢ - تكلفة إصدار طلبية الشراء الواحدة = ٨ جنيه .
- ٣ - الاحتياجات السنوية من هذه المادة = ٢٠٠٠ وحدة .
- ٤ - سعر الوحدة = ١ جنيه .

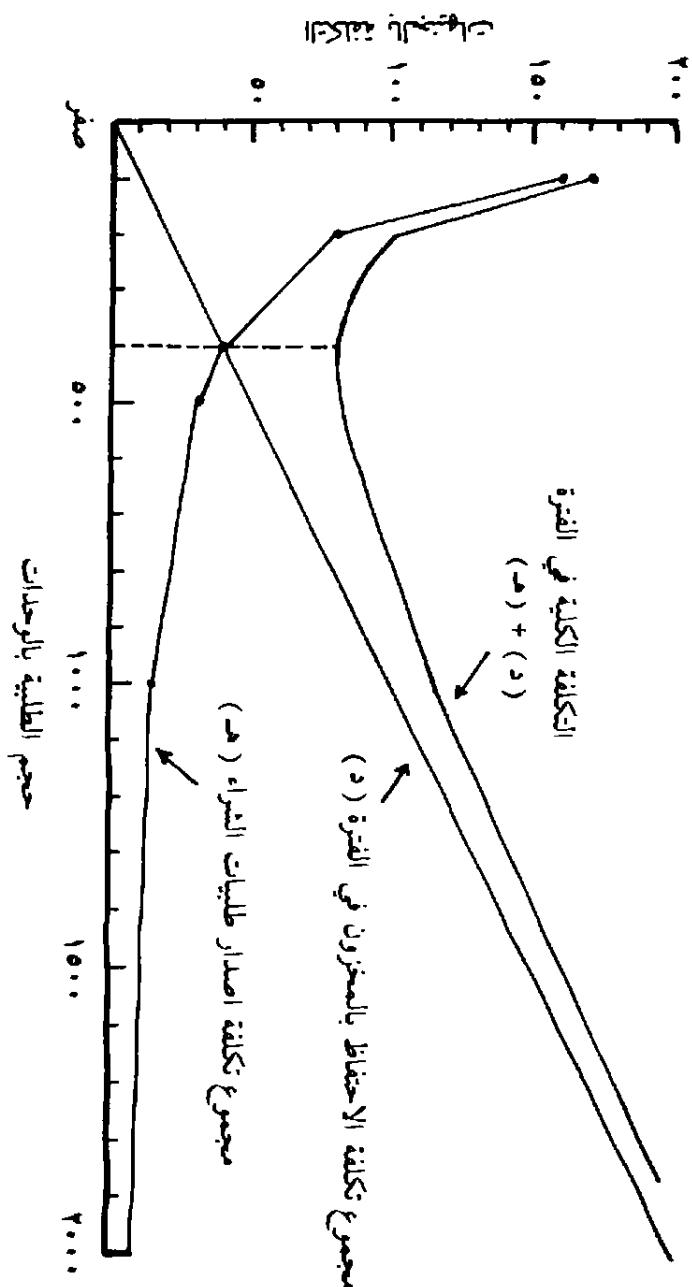
من الفروض السابقة يمكن الحصول على المعلومات الآتية والتي على أساسها تم إعداد هذا النموذج :

(أ) حجم طلبية الشراء	٢٠٠٠	١٠٠٠	٥٠٠	٤٠٠	٢٠٠	١٠٠	٥٠	٤٠	٢٠	١٠	٢٠	١
(ب) عدد الطلبيات الازمة												
٢٠٠٠ وحدة ÷ (أ)	١	٢	٤	٥	١٠	٢٠	٤٠	٨٠	١٦٠	٣٢	٤٠	٨
(ج) متوسط قيمة المخزون	١٠٠٠	٥٠٠	٢٥٠	٢٠٠	١٠٠	٥٠	٢٠	١٠	٥٠	٢٠	١٠	٥
(د) مجموع تكلفة الاحتفاظ بالمخزون ٪.٢٠ × (ح)												
٢٠٠ ١٠٠ ٥٠ ٤٠ ٢٠ ١٠ ٥٠ ٤٠ ٨٠ ١٦٠ ٣٢ ٤٠ ٨												
(هـ) مجموع تكلفة إصدار طلبيات الشراء ٨ جنيه × (ب)												
٢٠٨ ١١٦ ٨٢ ٨٠ ١٠٠ ١٧٠ ٣٢ ٤٠ ٨٠ ١٦٠ ٥٠ ٢٠ ٨												
(و) التكلفة الكلية (د) + (هـ)	٢٠٨	١١٦	٨٢	٨٠	١٠٠	١٧٠	٣٢	٤٠	٨٠	١٦٠	٥٠	٢٠

ويتبين من العمليات الحسابية السابقة وكذلك من النموذج (١-١٤) أن أفضل طريقة من الناحية الاقتصادية لشراء هذه المادة هي أن نطلب ٥ طلبيات حجم كل واحدة منها ٤٠٠ وحدة . وإذا طلبنا أربعة طلبيات حجم كل واحدة منها ٥٠٠ وحدة ، فاننا ننقص من مجموع تكاليف الشراء ٨ جنيه ولكننا نضيف مبلغ ١٠ جنيه إلى تكاليف الاحتفاظ بالمخزون . ونظراً لأن التكاليف المضافة تزيد عن الوفورات الإضافية ، فليس من مصلحتنا اقتصادياً أن نرفع حجم الطلبية الواحدة إلى ٥٠٠ وحدة . ومن الناحية الأخرى ، لا يعتبر عملاً

النموذج رقم (١٤ - ١)

العلاقة بين حجم طلبية الشراء وتكلفة الاحفاظ بالمخزون



اقتصادياً أيضاً محاولة تخفيض متوسط المخزون عن طريق طلب ١٠ طلبيات حجم كل منها ٢٠٠ وحدة . فهذا العمل وإن أدى إلى تخفيض تكلفة الاحتفاظ بالمخزون بمبلغ ٢٠ جنيه ، إلا أنه يسبب زيادة تكاليف طلبيات الشراء بمبلغ ٤٠ جنيه .

ويمكن تحديد أفضل حجم اقتصادي لطلبية الشراء عن طريق استخدام المعادلة الآتية :

$$ك = \sqrt{\frac{س \times ع}{ح \times ٢ \times ت}}$$

حيث : ك = حجم الطلبية (بالوحدات) .  
 ح = الاحتياجات من المادة خلال الفترة الزمنية (بالوحدات) .  
 ت = تكلفة إصدار طلبية الشراء الواحدة .  
 س = سعر الوحدة .  
 ع = العبء السنوي للاحتفاظ بالمخزون محسوباً كنسبة مئوية من متوسط قيمة المخزون .

ويستخدم الأرقام السابق دراستها والتي تظهر في النموذج رقم (١٤) - ١ ) يمكن الحصول على الآتي :

$$\text{الحجم الاقتصادي للطلبية} = \sqrt{\frac{٨ \times ٢٠٠ \times ٢}{٤ \times ١}} = ٤٠٠ \text{ وحدة}$$

ونظراً لما تنتهي عليه عملية تحديد «أفضل حجم للطلبية من الناحية الاقتصادية» من جهد وقت فليس من الضروري اجراؤها لكل عنصر من عناصر المخزون السلعي . فمن الملاحظ أن عدداً محدوداً نسبياً من العناصر يكون الجزء الأكبر من قيمة المخزون . ومن ثم يمكن الإقتصار على هذه العناصر عند

تحديد الحجم الاقتصادي للطلبية ، وإذا كان بعض هذه العناصر الأخيرة له أهميته البالغة فان تحديد حجم الطلبية وحده قد لا يكفي كوسيلة فعالة للرقابة . ففي هذه الحالة ينبغي الاهتمام بصفة مستمرة بمعدل الاستخدام وبالفترة الزمنية التي يستغرقها الموردون للتسليم ، وبالكميات الموجودة منها فعلاً ، حتى يمكننا تخفيض المخزون إلى أدنى حد ممكن دون الإضرار بالعملية الإنتاجية . وأخيراً بالنسبة للعناصر ذات القيمة المرتفعة جداً ، فإن حجم وتوقيت كل عملية شراء يكون قراراً مستقلأً قائماً بذاته .

## ٢ - مخزون الأمان

يحتفظ عادة بنسبة من المخزون السلعي لغرض مقابلة التقلبات العشوائية غير المتوقعة في المشتريات أو الإنتاج أو المبيعات . وبالتالي حتى ولو كنا نشتري ٤٠٠ وحدة مرة واحدة ، فعادة لن يحدث التوقيت بالشكل الذي يؤدي إلى خروج آخر وحدة من المخزون لحظة وصول الطلبية الجديدة . وبدلأ من ذلك يحتفظ بعض المخزون لاستعماله في سبيل المحافظة على تدفق متوازن من الإنتاج في حالة تأخر الموردين عن التسليم أو عند اختلاف المواد الواردة عن المواصفات المتفق عليها . والبصائر تحت التشغيل التي يحتفظ بها لغرض الأمان تضمن التدفق المستمر للمواد الأولية خلال الماكينات بالرغم من العطل الذي قد يحدث من وقت لآخر في مرحلة أو أخرى من مراحل العملية الإنتاجية . وأخيراً يجب الاحتفاظ أيضاً بمخزون أمان في شكل بصائر جاهزة ، فالعملية الإنتاجية لن تخطط بطريقة تجعل الإنتهاء من إنتاج سلعة معينة يحدث لحظة خروج آخر وحدة منها من مخزون السلع الجاهزة ومن ثم فلكي نجنب العملاء الانتظار لفترة قد تطول ؛ يجب العمل على الاحتفاظ بمخزون يمكننا من تلبية طلباتهم دون تأخير .

ولنفرض أن حجم مخزون الأمان ١٠٠ وحدة وأن الحجم الاقتصادي لطلبية الشراء هو ١٠٠٠ وحدة ، فإذا كنا نستخدم ٥ وحدة أسبوعياً وعادة يمضي

أسبوعان من وقت إصدار الطلبة لحين الاستلام ، فإن نقطة الطلب ينبغي أن تتحدد عند ٢٠٠ وحدة . فعندما يصل المخزون إلى ٢٠٠ وحدة ، تقوم باصدار طلبية لشراء ١٠٠٠ وحدة . وعندما تصل الطلبة بعد أسبوعين في ميعادها يكون المخزون قد وصل إلى مستوى ١٠٠ وحدة ، أما إذا لم تصل الطلبة فمن الممكن استخدام مخزون الأمان لمدة أسبوعين . ومن ثم فإن المشكلة هنا هي تحديد حجم مخزون الأمان .

ولتقديم المبادئ التي تنطوي عليها هذه المسألة ، ينبغي تركيز الاهتمام على العوامل التي تحدد حجم مخزون الأمان من المواد الأولية والبضائع الجاهزة . ومن أهمها العوامل الثلاث الآتية :

### (أ) خطر نفاذ المخزون :

بالنسبة لمخزون المواد الأولية نجد أن خطر النفاذ يقل لو أمكن الإعتماد على الموردين لتسليم المواد المطلوبة في الأوقات المتفق عليها . فإذا كان الموردون هنا على مقربة منا ومن النوع الذي يمكن الاعتماد عليه ، يمكننا أن نحول إليهم معظم عبء الاحتفاظ بالمخزون بما فيه مخزون الأمان . ونظراً لأن خطر نفاذ المخزون يقل عند ارتفاع متوسط الكمية المخزونة ، فإننا سنميل إلى الاحتفاظ بمخزون أمان صغير بالنسبة للمواد التي يكون حجم طلبتها كبيراً .

ونجد أن مدى دقة التوقعات الخاصة باحتياجات الإنتاج تؤثر أيضاً على هذا الخطر . فإذا كان من الصعب تحظيط احتياجات الإنتاج تحظيطاً دقيقاً فإن التقلبات غير المتوقعة يجب أن تعالجها إلى حد كبير عن طريق مخزون الأمان . وتقع الكثير من المنشآت في غلطة عدم استخدام هذا المخزون لهذا الغرض السابق . وإذا حدثت زيادة اعتباطية في معدل استخدام سلعة ما ، فيجب السماح باستخدام مخزون الأمان بدلاً من التسرع في إرسال الطلبات المستعجلة ذات النفقات المرتفعة مما يؤدي إلى ظهور فائض غير ضروري من هذه المادة .

ونفس الاعتبارات السابقة تؤثر أيضاً على خطر نفاذ المخزون من السلع الجاهزة . هل يمكن الاعتماد على إدارة الإنتاج لتسليم البضائع حسب الجداول الموضوعة ؟ وهل يمكن لإدارة الإنتاج أن تسعفنا عند ظهور الحاجة إلى سلع جاهزة بصفة عاجلة ؟ هل يمكن توقع معدل المبيعات ؟ وما هو مدى دقة التنبؤ بمعدل خروج السلع الجاهزة المخزونة ؟ هذه هي بعض الأسئلة التي ينبغي إجابتها عند الحكم على درجة نفاذ المخزون من البضائع الجاهزة .

## ( ب ) العلاقة بين حجم المخزون وبين الطلبات المتأخرة نتيجة لنفاده :

هل يمكننا القول بأن حجم مخزون الأمان يؤدي إلى تخفيض خطر توقف الإنتاج أو تأخير التسليم للعملاء ؟ أو بعبارة أخرى ، إذا كنا في موقف «نصف أمان» عندما يكون المخزون ٢٠٠ وحدة ، فهل تبلغ درجة الأمان ١٠٠٪ إذا ارتفع المخزون إلى ٤٠٠ وحدة ؟ لسوء الحظ نجد أن الإجابة على هذا السؤال بالنفي . ولإيضاح ذلك سنتظر إلى مخزون البضائع الجاهزة . فنظراً لأن سيطرتنا ضعيفة للغاية - وأحياناً معودمة - على ما يطلبه العملاء من أنواع وكثيارات ، فمن المستحيل علينا تجنب مشكلة النفاذ . وبالرغم من أننا قد ننجح في تخفيض عدد الطلبات المتأخرة عن طريق زيادة حجم المخزون من السلع الجاهزة ، إلا أن التخفيض لا يتم بنفس نسبة الزيادة . بل في الحقيقة أننا نكون في حاجة إلى مخزون ضخم للغاية لمنع التأخير في تلبية الطلبات ، وحتى هذه السياسة لن تلقى قبولاً من إدارة المبيعات نفسها .

وهذه العلاقة من الصعب جداً تحديدها في الحياة العملية . والسجلات التاريخية التي تبين عدد مرات النفاذ عند كل مستوى من مستويات المخزون قد تلقى بعض الفضوء على هذه العلاقة . وعند غياب مثل هذه السجلات يجب على الإدارة تحديد بعض المستويات العادلة لخدمة العملاء . وبالتالي إذا

كانت العادة قد جرت في هذه الصناعة على أن يتم التسليم للعميل خلال أسبوع من استلام طلبه ، وكانت المبيعات الأسبوعية قد تحددت عند مبلغ ١٠٠٠٠ جنيه ، يجب تحديد مخزون الأمان زائد الإنتاج الأسبوعي عند مستوى يكفي لمقابلة هذا الطلب . وإذا زادت المبيعات الأسبوعية زيادة كبيرة وأدت إلى نفاذ مخزون الأمان فيجب على الإدارية في هذه الحالة أن تكون على استعداد لتأخير تسليم الطلبات .

### (ج) العلاقة بين تكاليف الاحتفاظ بالمخزون والتكاليف الناجمة عن نفاذ :

حيث أن تكاليف الاحتفاظ بالمخزون قد نوقشت من قبل ، فسنوجه اهتماماً الآن إلى التكاليف التي تحملها نتيجة لنفاذ المخزون . وفي حالة المواد الأولية قد تكون هذه التكاليف هي تكاليف إغلاق المصنع والتي تصل إلى مبالغ ضخمة في بعض الصناعات ذات العملية المستمرة مثل الحديد والصلب . كما ينبغي أن نأخذ في الإعتبار أيضاً تكاليف الطلبات العاجلة للشراء ، والتكاليف التي تحملها في سبيل الضغط على الموردين للتسليم بسرعة .

أما التكاليف التي تحملها نتيجة لنفاذ المخزون من السلع الجاهزة فتمثل في المبيعات الضائعة وأوامر الإنتاج المستعجلة . وتكلفة المبيعات الضائعة تمثل الزيادة في الإيرادات الإضافية عن النفقات المضافة لو تمت هذه المبيعات . وإذا كانت المنشأة تعمل في صناعة ما حيث التسليم السريع للعملاء يعتبر عنصراً هاماً من عناصر المنافسة فيها وجب عليها الاحتفاظ بمخزون كبير بالنسبة لمبيعاتها يفوق مخزون الصناعة الأخرى التي تدور المنافسة فيها حول عوامل أخرى مثل السعر والجودة . وبالإضافة إلى ذلك توجد تكاليف أخرى من الصعب قياسها . فمثلاً لا يمكن للمنشأة أن تحدد المبيعات التي تضيع عليها نظراً لما عرف عنها في السوق من تعرضها لنفاذ

المخزون ومن تأخيرها في التسليم للعملاء .

وبالتالي ينبغي على الإدارة أن تعرف بأن نفاذ المخزون يحملها تكاليف ، وأن هذه التكاليف قد تكون على جانب كبير من الإرتفاع في بعض الأحيان . وهذا الاعتراف يتضمن بطبيعته ضرورة الاحتفاظ بمخزون أمان . وعند تكوين هذا المخزون ينبغي عدم التمادي فيه ، بل على المنشأة ألا تزيد من استثمارها فيه بعد النقطة التي عندها تتعادل التكاليف الإضافية للاحتفاظ بالمخزون مع الوفورات المكتسبة نتيجة لتجنب ضياع المبيعات أو تأخير تسليم طلبات العملاء .

### ٣ - مخزون التوقع

إن معظم المشروعات لا يمكنها الاحتفاظ بمستوى ثابت للمخزون طوال السنة ، بل يجب عليها تجميع وتكوين مخزونها لمقابلة التحركات الموسمية . فشركات المأكولات المحفوظة والمعلبة تقوم بتكوين مخزون ضخم من السلع الجاهزة خلال فترة نضج المنتجات الزراعية . ويجد متوجو لعب الأطفال من الضروري تجميع المخزون قبل حلول مواسم البيع . والمخزون الذي يظهر بالإضافة إلى مخزون الأمان ، والذي يحتفظ به لكي يمكن المنشأة من الاستمرار في نشاطها رغم التقلب الموسمي في المشتريات أو الانتاج أو المبيعات يمكن أن نطلق عليه اسم مخزون التوقع .

وأول خطوة لتحديد هذا المخزون هي إعداد تنبؤ للمبيعات مقسم إلى فترات . وينبغي أن تتطوّي هذه الخطوة على تقديرات لدرجة احتمال الخطأ في التنبؤ ، وغالباً يكون من المفيد مقارنة التنبؤات السابقة مع التائج الفعلية حتى يمكن الحكم على احتمال الخطأ . فإذا كانت فرص الخطأ مرتفعة ، واحتمال الخروج من مازق سوء التقدير ضعيف ، والأثار المترتبة على الأخطاء وخيمة فلا شك أنه من الضروري الاحتفاظ بمخزون توقع كبير الحجم . ولنفرض الفرض الآتي : (١) أظهرت التجارب أن تقديراتنا للتقلبات

الموسمية في المبيعات كانت في أغلب الأحيان بعيدة عن الصواب ، و (٢) تحتاج إلى فترة ٦ أسابيع من بداية العملية الانتاجية حتى نحصل على السلع الجاهزة ، و (٣) التقليد المتبع في هذه الصناعة هو التسليم في الحال إلى العملاء ، فإذا اتضحت خطأ تقدير المبيعات - وهو أمر كبير الاحتمال - فإن فرصة التغلب على النقص في المخزون بواسطة طلبات الانتاج العاجلة تكون ضعيفة للغاية . فهذه الطلبات رغم صفة الاستعجال لن تتمكن من توفير ما يحتاجه العملاء من سلع جاهزة إلا بعد مضي ستة أسابيع . والحل الوحيد الذي يمكن للمنشأة إتباعه تحت مثل هذه الفرضية هو الاحتفاظ بمخزون كبير من السلع الجاهزة لكل من غرضي الأمان والتوقع . ومن الناحية الأخرى إذا أمكن تعديل الانتاج بسرعة طبقاً لتقديرات المبيعات فإن المنشأة لن تصبح في حاجة إلى الاحتفاظ بمخزون توقع كبير .

والمبدأ الذي نسترشد به عند تحليل مستوى مخزون التوقع هو تخفيض كل من التكاليف التي تحملها نتيجة لنفاذ المخزون والتكاليف المتعلقة بالاحتفاظ بالمخزون وذلك إلى أقل حد ممكن . ويمكن إيصال ذلك بواسطة مثال بسيط يظهر في الجدول رقم ١٤ - ١ . لنفترض أننا قد قمنا بعمل تقدير لوحدات المبيعات (الطلب) عن كل فترة . ويلاحظ أننا نستخدم كلمة «فترة» لكي نبين ضرورة إعداد تقديرات المبيعات والانتاج ليس بالأشهر ولكن بأيام الانتاج . وبهذه الطريقة نأخذ في الحسبان زيادة عدد أيام الانتاج في شهر مارس عن شهر فبراير . ولتبسيط الجدول أظهرنا تخطيط الانتاج والمبيعات والمخزون بنوعيه لمدة ستة فترات فقط .

وتتفاوت المبيعات من ٢٠ إلى ٨٠ وحدة للفترة . وعن طريق استخدام المخزون لفصل الانتاج عن المبيعات ، يمكننا الحصول على مزايا ثبيت الانتاج على حساب الاحتفاظ بمخزون إضافي . فإذا كانت خطتنا هي إنتاج ٥٠ وحدة في كل فترة ، فإن مخزوننا سيرتفع ويصل إلى ٥٠ وحدة ، أي ٤٠ وحدة أكثر من مخزون الأمان وحجمه ١٠ وحدات . وخلال الست فترات كلها

سنحتفظ بمخزون زائد يبلغ ١٠٠ وحدة لفترة واحدة . أما بعبارة أخرى سنحتفظ بمخزون يبلغ ١٠٠ وحدة / فراتات أكثر من مخزون الأمان . وعلى أساس افتراض أن تكلفة الإحتفاظ بوحدة واحدة لمدة فترة تبلغ ١ جنيه ، فإن تكلفة الإحتفاظ بالمخزون حسب خطة الانتاج الثابت تصل إلى ١٠٠ جنيه .

ومن الناحية الأخرى ، قد نذهب إلى النقيض الآخر ونخطط إنتاجنا بحيث يتمشى تماماً مع المبيعات . وتحت هذه الطريقة لن يظهر بالمرة مخزون زائد . فإذا سارت المبيعات الفعلية طبقاً للمبيعات المخططة فإن كل فترة ستنتهي بوجود الحد الأدنى لمخزون الأمان والذي يبلغ ١٠ وحدات . ولكن الانتاج بهذا الشكل قد يكون غير مرغوب فيه لأسباب متعددة . وقد يكون من المستحيل عمله إذا لم تكن لدينا الطاقة التي تكفي إنتاج ٨٠ وحدة في الفترة (الحد الأقصى لمستوى الطلب) . ويمكننا أن نتبع جدول الانتاج والمخزون الذي يظهر في النصف الأسفل من الجدول رقم ١٤ - ١ ، وذلك كمحاولة للتوفيق بين الانتاج الثابت والانتاج الموسمي . وفي هذه الحالة يتراوح الانتاج ما بين ٤٠ و ٦٠ وحدة للفترة ، وينخفض مخزون التوقع إلى ٤٠ وحدة / فراتات . ويجب الموازنة بين تكلفة الإحتفاظ بالمخزون (٤٠ جنيه) وبين التكاليف الإضافية الناتجة عن تقلبات الانتاج فاتباع طريقة الانتاج المتغير بدلاً من طريقة الانتاج الثابت قد تؤدي إلى ظهور تكاليف تتعلق بالأجور الإضافية ، والاستغناء عن عمال ، وتدريب العمال الجدد . . . الخ . فإذا تعددت هذه التكاليف الأخيرة مبلغ ٦٠ جنيه الذي يمثل الوفر في تكلفة الإحتفاظ بالمخزون نتيجة لاتباع خط الانتاج المتغير . فليس من المحكمة قبول هذا الاقتراح . وقد تنطوي عملية اتخاذ القرار في هذا الشأن على بعض الاعتبارات غير الملمسة مثل العلاقات مع العمال ومعنيياتهم . وعن طريق تجربة علد من خطط الانتاج البديلة ، يمكن الوصول إلى خطة إنتاجية تقابل الطلب الموسمي مع الدرجة المرغوبة من الأمان وفي نفس الوقت تخفض من تكاليف كل من الانتاج والإحتفاظ بالمخزون إلى أقل حد ممكن .

الجدول رقم (١٤ - ١)  
تحديد مستوى مخزون التوقع

الفترة	٦ ٣ ٢ ٤ ٥ ٦ المجموع
تخطيط المبيعات (وحدات)	٣٠٠ ٦٠ ٨٠ ٥٠ ٢٠ ٤٠ ٥٠
أ- انتاج ثابت:	٣٠٠ ٥٠ ٥٠ ٥٠ ٥٠ ٥٠ ٥٠
الانتاج المرسوم	٣٠٠ ٥٠ ٥٠ ٥٠ ٥٠ ٥٠ ٥٠
المخزون (آخر المدة) <sup>(١)</sup>	١٠ ٢٠ ٥٠ ٢٠ ١٠ ١٠ ١٠
مخزون الأمان	١٠ ١٠ ١٠ ١٠ ١٠ ١٠ ١٠
المخزون الزائد عن	١٠٠ ٠٠ ١٠ ٤٠ ٤٠ ١٠ ٠٠
مخزون الأمان	١٠٠ ٠٠ ١٠ ٤٠ ٤٠ ١٠ ٠٠ <sup>(٢)</sup>
تكلفة الاحتفاظ بوحدة واحدة لمدة فترة واحدة = ١ جنية	
تكلفة مخزون التوقع لأجل الانتاج الثابت = ١٠٠ جنية	
ب- انتاج متغير:	
الانتاج المرسوم	٣٠٠ ٦٠ ٦٠ ٥٠ ٤٠ ٤٠ ٥٠
المخزون (آخر المدة) <sup>(١)</sup>	١٠ ١٠ ١٠ ١٠ ١٠ ١٠ ١٠
المخزون الزائد عن	٤٠ ٠٠ ٠٠ ٢٠ ٢٠ ٠٠ ٠٠
مخزون الأمان	٤٠ ٠٠ ٠٠ ٢٠ ٢٠ ٠٠ ٠٠ <sup>(٢)</sup>
تكلفة الاحتفاظ بوحدة واحدة لمدة فترة واحدة = ١ جنية	
تكلفة مخزون التوقع لأجل الانتاج المتغير = ٤٠ جنية	

(١) يفترض أن مخزون أول المدة للفترة الأولى ١٠ وحدات .

(٢) وحدة/فترات .

ويجب المداومة على مراجعة جداول الإنتاج والمخزون المخططة مع مقارنتها بالنتائج الفعلية . فإذا ارتفعت المبيعات بما كان متوقعاً ، فقد يستخدم مخزون الأمان بدلاً من ترك جدول الانتاج يتحمل وحده العبء الكامل الخاص بالمبيعات المرتفعة . وغرضنا من هذا العمل هو تعديل الجداول الانتاجية بطريقة تمتاز بالهدوء والتروي . لأننا لو عملنا بسرعة واندفاع ، أو كان التعديل في الجداول الانتاجية كبيراً جداً ، فقد نجد أن المخزون يتكون بسرعة بالغة مما يجب تخفيضه الحاد في جداول الإنتاج . فالنظام الضعيف لمراقبة المخزون يسمح بتضخيم آثار تقلبات المبيعات على الجداول الانتاجية وذلك بدلاً من تخفيضها إلى أدنى حد ممكن .

وإذا كانت العملية الانتاجية طويلة وموسم البيع قصيراً ، فليس هناك من احتمال لإعادة تكوين المخزون لو حدث خطأ في تقديرات المبيعات . فطلبات العملاء التي نفشل في تلبيتها تقودها إلى الأبد . وهذا هو الحال بالنسبة لمتجر لعب الأطفال . وبالإضافة إلى ذلك ، إذا كان الخطأ في الناحية الأخرى واحتفظنا بمخزون يزيد عن اللازم ، فلا بد لنا من تخفيض الأسعار تخفيضاً كبيراً لكي نتمكن من التخلص من المخزون بعد فوات الموسم .

## تقييم ادارة المخزون السلعي

يمكن استخدام معدل دوران المخزون ( انظر الفصل الرابع ) لقياس مدى فاعلية سياسات المخزون السلعي . ونظراً لأن هذا المقياس يتصرف بالشمول ، فقد يفشل في إظهار العديد من المشاكل . ولذا يمكن الوصول إلى تقييم أفضل لو عملنا على الربط بين عملية التقييم وبين أهداف وأغراض إدارة المخزون ، ومن أهم هذه الأغراض رقابة نفاذ المخزون والتقادم والفساد وتکاليف المخزون . وإذا اتضحت أهمية هذه التكاليف وضرورة رقتابتها ، فيجب تصميم نظام المحاسبة أو غيره من السجلات بطريقة تبين مدى النجاح في

التأثير على هذه النواحي الهامة من إدارة المخزون . فمثلاً يهمنا أن نعرف متى نفذ المخزون من بضاعة معينة وطول الفترة التي استغرقها النفاذ . أما التأثير المتربة على النفاذ فعادة يكون من الصعب جداً قياسها . وعند تقسيم إدارة المخزون ، يجب علينا أن نأخذ في الحسبان أن هناك حالات معينة قد تفضل فيها نفاذ المخزون عن تحمل التكاليف المرتفعة المتعلقة بالإحتفاظ بمخزون ضخم .

وأحد المظاهر الأخرى للتقييم هو مراجعة التأثير الفعلية مع الخطة المرسومة . قبل أن نتقدر ارتفاع النسبة المئوية للطلبات المتأخرة ، علينا أن نحدد أولاً هل الخطأ في الخطة نفسها أو في التنفيذ ، وبالتالي ينبغي علينا مراجعة تقديرات الطلب حتى نتمكن من تحقيق غرضين : تحسين التقديرات المستقبلة ، وتعديل خطط المخزون في ضوء الاختلافات الفعلية في المبيعات . وتنص الخطط على كميات متنوعة من المخزون عند المراحل المختلفة لتدفق البضائع من المواد الأولية إلى أن تصل للسلع الجاهزة . فهل هذه الكميات تتوفر بالفعل عند كل مرحلة من هذه المراحل وإذا لم يكن هذا هو الحال ؟ فما هو السبب ؟ هل يمكن جعل المخزون متماشياً مع الخطة الموضوعة أم أن الخطة نفسها تحتاج إلى تعديل ؟ . حقاً أن معظم هذا الكلام يتعلق بوظيفة الرقابة ، ولكن من الضروري جداً أن تكون الرقابة فعالة إذا أردنا تقييم نجاحنا في إدارة المخزون وأيضاً لتحسين هذه الإدارة في المستقبل . ولعل هذا الكلام يؤيد ما سبق ذكره من الإتجاه الملحوظ بين الكثير من المشروعات نحو تحويل مسئولية رقابة المخزون السلمي إلى الإدارة المالية .

## إدارة الأصول الثابتة

الأصول الثابتة هي تلك الأصول التي تقدم خدماتها خلال فترة زمنية تزيد عن العام . وهي تمثل مدفوعات نقدية حديثة في لحظة معينة من الزمن ، ولكن تبعاً للنظام المحاسبي يتم تحويل تكلفة الأصل إلى الفترات

التي استفادت من خدماته . وتحتختلف أهمية الأصول الثابتة من صناعة لأخرى ، فهي تبلغ قيمتها في شركات المنافع العامة . وتحتفظ أهميتها في مشروعات الخدمة الشخصية والشركات التجارية لبيع السلع . وبالنسبة للشركات الأولى وغيرها من المشروعات الصناعية تعتبر الادارة الفعالة للأصول الثابتة مشكلتها الرئيسية .

وأهم أنواع الأصول الثابتة الملموسة هي : الآلات والعدد والماكينات والتركيبات والمباني والأراضي وغيرها من الموارد الطبيعية ( حديد ويتروول ... الخ ) . وتمتلك بعض الشركات استثمارات ثابتة من الأوراق المالية . وبالإضافة إلى هذه الأصول الملموسة توجد أصول ثابتة غير ملموسة مثل شهادة المحل وبراءات الاختراعات والعلامات التجارية ... الخ .

### تكلفة الأصول الثابتة

إن القائمة الخاصة بمجموع تكاليف الأصول الثابتة تشبه إلى حد كبير قائمة تكاليف المخزون السلعي والتي تظهر في أول هذا الفصل . وللشرح سنذكر فيما يلي تكاليف آلة من الآلات :

تكلفة رأس المال :  
صافي الاستثمار في الآلة .  
العدد وغيرها من الأدوات اللازمة لخدمة الآلة .

تكلفة المساحة المستخدمة بواسطة الآلة :  
الإهلاك والصيانة والإيجار .  
الضرائب .  
الإضاءة والمياه وغيرها من المنافع .

تكاليف خدمة الآلة :  
التأمين .

السجلات وإمساك الدفاتر والبطاقات .

الصيانة .

الأخلاق .

**أخطار الآلة :**

خطر انخفاض السعر .

خطر التقادم .

وجميع القرارات المتعلقة بشراء أصول إضافية أو استبدال أصول موجودة بالفعل تعتبر من القرارات الخاصة بالميزانية التقديرية الرأسمالية والتي قمنا بمناقشتها بالتفصيل في الباب الرابع . ولقد رأينا بوضوح أن عملية اتخاذ مثل هذه القرارات تقوم على أساس الموازنة بين صافي الأموال المستمرة في الأصل الثابت وبين صافي الفوائد والمكاسب التي تشتق من هذا الأصل . ومن ثم يتضح أن هذه القرارات تتركز حول التكاليف التي ستتأثر بالقرار أو حول التكاليف المخطططة . فمثلاً إذا كانت المساحة موجودة بالفعل وليس لها استعمال آخر ، فإن تكلفتها لن تدخل في الحساب عند اتخاذ القرار الخاص بشراء أو عدم شراء آلة جديدة . والتكاليف التي تمتد لفترات بعد وقت شراء الآلة مثل الصيانة والضرائب والتأمين ينبغي طرحها من التقدير الخاص بالفوائد المتوقع الحصول عليها من استعمال الآلة .

## **وظائف الأصول الثابتة**

إن الاعتبارات الخاصة بالحجم الاقتصادي لطلبية الشراء ، وبالأمان ، وبالتوقع السابق مناقشتها عند الكلام عن المخزون السلعي تؤثر أيضاً على مستوى الأصول الثابتة التي ينبغي على المنشأة الاحتفاظ بها للقيام بعملياتها . ونظراً لأن تحديد هذا المستوى يعتبر من أعمال الإدارة الهندسية وليس من أعمال الإدارة المالية ، فاننا سنقتصر في مناقشتنا على إظهار مدى التشابه بين وظائف الأصول الثابتة ووظائف المخزون السلعي .

فأولاً نجد أن مسألة الحجم الاقتصادي لطبيعة الشراء تلعب دوراً هاماً بالنسبة لبعض الأصول الثابتة . فهذا الحجم قد يكون ضخماً للغاية ويتطلب استثماراً كبيراً . فمثلاً إذا أردنا إنتاج الحديد والصلب عن طريق استخدام الحديد الخام ، فلا بد من استثمار مبالغ طائلة لإقامة الفرن اللازم لهذه العملية . فهذا الأصل الثابت لا يمكن تقسيمه إلى وحدات صغيرة تشتري الواحدة بعد الأخرى على مر الأيام . ومن هذا المثال يتبين لنا أن طبيعة بعض الصناعات تتطلب - منذ البداية - مستويات على جانب كبير من الارتفاع من الأصول الثابتة .

ومعظم الشركات تجد نفسها مضطورة إلى الاحتفاظ بجزء من أصولها الثابتة لغرض الأمان . فشركات توليد الكهرباء يجب أن تكون على استعداد تام لتقديم خدماتها كل الوقت وليس معظمها . وإذا أرادت هذه الشركات أن تستمر في العمل فيجب عليها أن تكون قادرة على مقابلة الطلب عندما يصل إلى قيمته عن طريق طاقتها الإنتاجية نظراً لاستحالة تخزين التيار الكهربائي . ولو كان من الممكن تخزين ، فلا يوجد شكل في مقدرة هذه الشركات على تقديم نفس الخدمات ولكن باستثمار أقل في الأصول الثابتة . ومن ثم فنتيجة لعدم التمكن من تكوين مخزون لغرض الأمان ، عليهم الاحتفاظ ببعض أصولهم الثابتة لمقابلة هذا الغرض .

والكثير من الأنواع الأخرى من المشروعات يقابل مشاكل مماثلة ، فمتاجر الأقسام يمكنها استيعاب العدد الضخم من العملاء أثناء الأعياد وغيرها من مواسم البيع . وفي غير هذه الفترات نجد أن مخزون الأمان الذي يتخذ في هذه الحالة شكل المباني والتركيبات يبقى عاطلاً . ورغم بقائه عاطلاً خلال هذه الفترات إلا أن وجوده هو الذي يمكن هذه المتاجر من القيام بعملها بالكامل أثناء مواسم البيع .

ويحتفظ أيضاً بعض الأصول الثابتة لغرض الأمان وذلك لضمان التدفق

المتعادل للإنتاج برغم تعطل أو توقف بعض الوحدات . فمثلاً إذا ترتب على انقطاع التيار الكهربائي نتائج لها خطورتها ، كما هي الحال بالنسبة للمستشفيات فقد تجد الشركات أنه من الضروري الاحتفاظ بmachines خاصة لتوليد الكهرباء تستخدمنها عند انقطاع التيار العام . وهذا بالفعل ما نجلده بالنسبة لمعظم الشركات الصناعية الكبيرة .

وهناك عدة طرق يمكن استخدامها لتخفيض هذا النوع من الأصول الثابتة إلى أدنى حد ممكن . فمن ناحية قد تعمد إلى تشجيع الاستخدام الكامل للأصول الثابتة خلال فترات الركود . وهذا ما نلاحظه بالفعل بالنسبة لشركات الكهرباء عندما تعرض أسعار منخفضة عند استعمال القوى الكهربائية في الساعات المتأخرة من الليل أو الساعات المبكرة من النهار . وأيضاً ما تقوم به متاجر الأقسام من مبيعات الفرص (الأوكازيونات ) وذلك لاجتذاب العملاء خلال فترات الركود . ومن الناحية الأخرى ، فقد تحاول تحويل الطلبات عندما تصل إلى قمتها إلى فترات زمنية أخرى أو إلى شركات أخرى . فمؤسسات الكهرباء قد تعمل على رفع أسعار التيار إذا استعمل خلال الفترات التي يصل فيها الطلب إلى القمة ، وتشجيع مجال الأقسام العملاء على التسويق المبكر قبل زحمة المواسم والأعياد . وأحياناً قد تتمكن شركات الكهرباء من شراء التيار من المنتشات الأخرى خلال ساعات النشاط الكبير ، ومن ثم تتمكن من تحويل بعض هذا العبء إلى الغير .

ونظراً لأن الفترة التخطيطية للأصول الثابتة تغطي فترات زمنية أطول بكثير من مدة سنة ، فإن الاعتبار الخاص بالتوقع ينعكس على الاحتفاظ بأصول ثابتة لمقابلة الزيادات الدورية أو طويلة الأجل للطلب ، وليس لمقابلة التغيرات الموسمية . فلو رجعنا إلى شركة توليد الكهرباء ، لوجدنا أنه لا يمكنها الانتظار حتى يزداد الطلب بالفعل لكي تبني وحدات جديدة . فكل وحدة يجب أن تبنى على أساس مجرد مقابلة الطلب الحالي ، بل لمقابلة الطلب الحالي والطلب المتوقع من الآن حتى التوسيع الحالي . ومن ثم فعند إنشاء

وحدة جديدة فلا بد من وجود بعض الطاقة العاطلة وهي التي وضعنها في الخطة عن قصد لمقابلة الزيادات المتوقعة في الطلب . ومشكلة الميزانية التقليدية الرأسمالية أيضاً المشكلة الهندسية هي الاختيار ما بين التوسيع بقفزات قصيرة وبالتالي تخفيض مستوى الأصول الثابتة الخاصة بالتوقع إلى أقل حد ممكن ، أو التوسيع بقفزات واسعة مع تحقيق وفورات معينة تتعلق بالحجم والتخطيط .

ولقد سبق أن ذكرنا أن قرارات الحصول على الأصول الثابتة تقوم على أساس الموازنة بين صافي الاستثمار المدفوع وبين صافي المكاسب التي تحصل عليها من هذا الاستثمار بمروor الوقت . أما مسألة إختيار الخليط الذي يكون هذه الأصول الثابتة . وأيضاً معظم العمليات الحسابية الخاصة بالأنواع المختلفة من تكاليف الاستثمار ، وما يتحققه من فوائد ومكاسب متنوعة ، فيعود بها إلى المهندسين . والقرار النهائي الخاص بأي إتفاق له أهميته في هذا المجال فهو من مسئوليات الإدارة العليا . ولكن على المدير المالي أن يبين المبادئ التي ينطوي عليها اتخاذ مثل هذا القرار ، ومدى توفر الأموال لتمويل الاستثمار في الأصول الثابتة . وهنا تقابلنا مرة أخرى مسألة السيولة والربحية . فقد نمتنع عن القيام باستثمار معين رغم ما يتحققه من أرباح مرتفعة وذلك بسبب عدم توافر الأموال اللازمة لتمويله .

### تقييم ادارة الأصول الثابتة

يمكن حسبة معدل دوران الأصول الثابتة عن طريق قسمة المبيعات على الأصول الثابتة . ولكن هذه النسبة قد تكون مضيعة للوقت والجهد ، نظراً لأن التغيرات في أسعار البضائع المباعة والاختلافات في أسعار شراء الأصول الثابتة قد تجعل الرقم الذي نحصل عليه عديم المعنى . وبالتالي فإن النسبة الأكثر استخداماً هي التي تبين العلاقة بين الكمية المنتجة بالوحدات والاستثمار في الأصول الثابتة . فمثلاً في حالة شركات توليد الكهرباء قد

يمكنا تحديد الكيلووات / ساعات المنتجة وذلك لكل جنيه مستمر في الأصول الثابتة . وبالتالي إذا تمكنت المنشأة من استخدام أصولها بكفاءة أكبر - عن طريق زيادة الطلب خلال فترات الركود مثلاً - فإن وحدات التيار المنتجة لكل جنيه من الطاقة الإنتاجية ستزداد . ويمكن استخدام مقاييس مشابهة وذلك بالنسبة للمنشآت التي تنتج متوجاً واحداً كل وحدة منه صورة طبق الأصل من الوحدات الأخرى ، وللأسف فإن عدد مثل هذه المنشآت محدود للغاية .

ولذا نجد أن في معظم أنواع المشروعات يجب تقسيم كل وحدة إنتاجية على حدة ، وذلك عند الحكم على مدة كفاءة استخدام الأصول الثابتة . وبالتالي فقد نأخذ آلة من الآلات ونقيس حجم إنتاجها المادي . وبمعرفة طاقتها الإنتاجية يمكننا تحديد أسباب عدم تشغيلها بكامل طاقتها . كما أن الدراسات الخاصة بالوقت الضائع عند تهيئة الآلة للإنتاج ، وأثناء الصيانة ، وخلال التعطلات قد تؤدي إلى تغييرات في ترتيب الآلات ، وفي حجم دورات الإنتاج ، وفي سياسات الصيانة الوقائية .

لِلْبَرْلَسَنْ  
مَا كِلْ خَاصَّة



## **تحليل قيمة المنشأة**

رغم أن المدير المالي يخصص معظم وقته لمقابلة المشاكل المالية المتعلقة بوظائفه الرئيسية الثلاث وهي : تحطيط الاحتياجات المالية لمنشأته ، والحصول على هذه الأموال الضرورية ، ثم الاستخدام الاقتصادي الفعال لهذه الأموال داخل المنشأة ، إلا أنه يواجه من وقت لآخر مشاكل مالية أخرى ذات طبيعة خاصة ولها أهميتها البالغة . ولقد تناولنا في الفصول السابقة دراسة النوع الأول من المشاكل المالية ، أما هذا الفصل الأخير فستخصصه لدراسة المشاكل المالية الخاصة .

وأهم هذه المشاكل الخاصة في وقتنا الحاضر هي المشاكل المتعلقة بالتقسيم ، تقويم المنشأة كلها ، أو تقويم جزء من أصولها ، فمنذ ظهور القطاع العام ثم المؤسسات العامة النوعية ، حدث تأميم لعدد كبير من المنشآت . ثم بدأ بعد ذلك حركة واسعة النطاق للتجميع بين الكثير من المنشآت بهدف الوصول إلى وحدات إنتاجية أكثر كفاءة ، ولقد اتخذ هذا التجميع بين المنشآت أشكالاً مختلفة ومتعددة . وفي الكثير من هذه الحالات نجد أن واحدة أو أكثر من الشركات المتجمعة تفقد شخصيتها ، بينما تأخذ الشركة الباقية - التي لم تفقد شخصيتها - أو الشركة الجديدة التي تظهر نتيجة التجمع أصول وخصوص الشركة أو الشركات الفانية . ومن ثم يمكن أن نذكر في هذا المجال نوعين من أنواع التجمع الرسمي وهما :

١ - الانضمام Merger : ويؤدي إلى فناء شركة في أخرى ، فتفقد الأولى شخصيتها ووجودها وتنتهي أصولها إلى الشركة الثانية . فمثلاً إذا انضمت الشركة « ب » إلى الشركة « أ » ، كانت النتيجةبقاء شركة واحدة هي « أ » مع فناء الشركة « ب » . ولكن يلاحظ أنه قد يحدث أحياناً أن توزع أصول الشركة الفانية على أكثر من شركة واحدة .

٢ - الإندماج Consolidation : وفي هذه الحالة تندمج شركتان أو أكثر مع بعضهم ، مما يؤدي إلى فقد كل الشركات المندمجة لشخصياتها مع ظهور شركة جديدة تؤول إليها كل أصول ومتلكات الشركات الفانية . فمثلاً إذا اندمجت الشركات « أ » و « ب » و « ج » فإن هذه العملية تؤدي إلى فناء هذه الشركات الثلاث وظهور شركة جديدة هي « د » مثلاً .

وتنطوي جميع العمليات السابقة من تأمين أو تجميع على العديد من المشاكل القانونية والإقتصادية والإدارية . ولكن أهم هذه المشاكل بدون شك هي المشكلة المشتركة في جميع الحالات السابقة ألا وهي مشكلة التقويم ، فمثلاً يستلزم التقويم حتى يمكن نقل ملكية المشروعات المؤتممة إلى القطاع العام . كما أن التجمع بين المنشآت يتطلب بالضرورة التقويم الذي سيتم على أساسه عملية التجميع . أي أن العمليات السابقة تستدعي تحديد قيمة منشأة واحدة أو عدد من المنشآت ، وأحياناً تحديد قيمة جزء من أصول المنشآة . وعند مواجهة مثل هذا النوع من المشاكل المالية الخاصة ، نجد أنه من الضروري دخول المدير المالي في الصورة لأنه بحكم وظيفته يقع على عاتقه أغلب مسؤوليات عملية التقويم .

## مداخل التقويم

تعتبر مشكلة التقويم من أصعب المشاكل المالية ذات الطبيعة الخاصة التي يقابلها المدير المالي . ولا ترجع الصعوبة إلى مجرد تعدد المداخل التي يمكن استخدامها لفرض التقويم . ولكن إلى الإختلافات البينية بين هذه

الطرق . وعند استخدام هذه الطرق لتقويم حالة معينة فإننا نصل إلى نتائج غير متقارنة ، بل كثيراً ما تكون النتائج مختلفة اختلافاً كبيراً ، والفارق ضخمة للغاية . حقاً أن هناك طريقة وحيدة تعتبر سليمة وصحيحة من الناحية النظرية وهي طريقة رسملة الأرباح ، وبالرغم من ذلك فكثيراً ما نجد طرقاً أخرى تستخدم على نطاق واسع بسبب سهولتها ويساطتها . وهذا منطق من الصعب قبوله ، لأنها يعني التضحية بالدقة والسلامة في سبيل السهولة والبساطة . ولذا فإن قيامنا باستعراض أهم مداخل التقويم المستخدمة في الحياة العملية لا يعني إطلاقاً إعترافنا بصحة هذه المداخل كلها كما يجب علينا أن نبتعد أيضاً عما يقترحه البعض - عند تقويم منشأة ما - من استخدام عدة مداخل مختلفة ثم أخذ متوسط النتائج التي نصل إليها واعتبارها القيمة النهائية . فهنا لا يخفى علينا أن استخدام المتوسطات لا يمكن إطلاقاً أن يحول الأرقام غير السليمة إلى أرقام صحيحة مقبولة .

وينبغي أن نلاحظ من البداية أن كلامنا ومناقشتنا ستدور حول تقويم منشأة موجودة بالفعل ومستمرة في عملها . ففي هذه الحالة لا تقتصر المسألة على مجرد مجموعة معينة من الأصول ، بل هناك بالإضافة إلى ذلك منظمة قائمة بالفعل وتنظيم يعمل ، أي تلك العلاقات المختلفة بين مجموعة من الأفراد الذين يديرون المنشأة ، وكذلك العلاقات القائمة بين الشركة وجماهيرها المختلفة من موردين ووكلاء وعملاء .. الخ . ولو أخذنا هذه الأشياء كلها معاً ، فإننا نجد أن هذه الأصول تتمكن من تحقيق أرباح تتوقع أن تستمر لمدة من الزمن في المستقبل . وإن حجم الربع السنوي الذي تتوجه هذه الأصول المرتبطة بهذا التنظيم وكذلك مدى ثبات الربع يحدان القيمة الاقتصادية Economic Value للمنشأة القائمة بالفعل .

وفيما يلي أهم طرق التقويم المستخدمة :

- ١ - طريقة القيمة عند التصفية .
- ٢ - طريقة القيمة الدفترية ( التكلفة الأصلية ناقصاً الاعلاك ) .

٣ - طريقة القيمة الدفترية المعدلة ( التكفة الاستبدالية ناقصاً  
الاهمال ) .

٤ - طريقة القيمة السوقية .

٥ - طريقة القيمة الرأسمالية للأرباح .

و سنقوم باستعراض كل طريقة مع إظهار مزاياها وعيوبها بغرض الوصول إلى تلك التي تعتبر أفضل من غيرها عند تحديد القيمة الاقتصادية للمنشأة .

### أولاً - القيمة عند التصفية :

يلاحظ أن لكل أصل من الأصول الفردية ( مثل آلة أو قطعة أرض ) قيمتين على الأقل . وكما سبق القول فنحن نهتم بصفة أساسية بالقيمة الاقتصادية لهذا الأصل ، أي قيمته عند الاستخدام مع كل الأصول الأخرى وأيضاً مع التنظيم القائم . ولكن لهذا الأصل نفسه قيمة أخرى ، نظراً لأن هناك شركات أخرى يمكنها استخدامه ، ومن ثم فهي على استعداد لأن تدفع ثمناً مقابل الحصول عليه . أي أن لكل أصل من الأصول قيمة في بعض الاستخدامات البديلة ، ويمكن أن نطلق على هذه القيمة اسم القيمة عند التصفية Liquidating Value . فإذا كان أمامنا فسحة من الوقت للبحث عن مشترٍ ، فإن قيمة هذا الأصل عند التصفية ستكون بدون شك أعلى من قيمته لو حدث البيع خلال فترة قصيرة من الزمن . وبالنسبة للشركة ككل فإن قيمتها عند التصفية ستكون صافي المبالغ التقديرية التي يمكن الحصول عليها عند بيع الأصول ناقصاً لآية خصوم . وقيمة التصفية لأي منشأة تكون عادة أقل من قيمتها الاقتصادية كمشروع قائم بالفعل ومستمر ، أي بعبارة أخرى ، إن مجموع القيم المستقلة للأجزاء ( كل أصل على حدة ) لا تعادل قيمة الأجزاء عندما تعمل بعضها مع البعض كوحدة واحدة في ظل تنظيم فعال .

وعلى كل حال ، فإن القيمة عند التصفية لها أهميتها الكبرى في عمليات المساعدة والتفاوض عند التقويم ، وذلك لأنها تمثل الحد الأدنى

للقيمه . ومن ثم فنحن لن نكون على استعداد لبيع شركتنا كوحدة أو كمشروع قائم ويعمل بقيمة أقل من قيمته عند التصفية . فلو عرض علينا مثل هذا السعر المنخفض ، فلا جدال في أنه من مصلحتنا تصفية الشركة وبيع كل أصل من أصولها على حدة .

### ثانياً - القيمة الدفترية :

إن إحدى طرق التقويم هي تحديد التكلفة الأصلية للأصول مع طرح إحتياطيات التقويم مثل مخصصات الاحلاك والديون المعدومة . وفي حالة إنتقال الخصوم أيضاً . فمن الضروري طرح هذه الخصوم من القيمة المحسوبة للأصول حتى يمكننا الوصول إلى حق الملكية . وبالنسبة للمشروع الفردي فإن حق الملكية سيكون معادلاً لحساب رأس مال صاحب المشروع ، أما في حالة الشركات المساهمة فإن رقم حق الملكية (في حالة غياب الأسهم الممتازة) إذا قسمناه على عدد الأسهم العادي القائمة بالفعل لحصلنا على القيمة الدفترية للسهم العادي . وكثيراً ما تخصم الأصول غير الملموسة من مجموع الأصول حتى يمكن تحديد حق الملكية الملموس والقيمة الدفترية الملموسة لكل سهم . ومن ثم فحسب طريقة التقويم هذه يمكن الوصول إلى ثلاثة أرقام هي : قيمة مجموع الأصول ، قيمة الملكية (الأصول ناقصاً الخصوم) والقيمة الدفترية للسهم العادي . وقصور طريقة القيمة الدفترية يمكن ملاحظتها في الأرقام الثلاث السابقة جميعها .

فأول كل شيء نجد أن العمليات الحسابية تقوم على أساس التكلفة الأصلية للأصول ، أي القيمة المسجلة في الدفاتر . وبالرغم من أن الأصول قد تكون اشتريت في تواريخ مختلفة ، إلا أنه قد لا تحدث أية تعديلات في الدفاتر لمقابلة التغيرات في مستوى الأسعار . فالمصنع الذي بني مثلاً سنة ١٩٤٩ قد تكون تكلفته ٣٥٠٠٠ جنيه في ذلك الوقت ، ولكن لا يمكن استبداله اليوم بأقل من ٩٠٠٠٠ جنيه مثلاً . وبالرغم من ذلك فإن هذا

الارتفاع لا ينعكس على القيمة المعطاة لهذا المصنوع تحت هذه الطريقة . وثانياً نجد أن احتياطيات التقويم وعلى رأسها مخصصات الاعمال تكون اعتباطية إلى حد كبير . ويسبب تعدد وتنوع الطرق المستخدمة لحساب الاعمال ، فإن الشركات التي تبدأ نشاطها في نفس اللحظة وبأصول متماثلة تماماً ، من المحتمل جداً بعد مضي بعض الوقت أن نجد اختلافات كبيرة في القيم الدفترية لهذه الأصول . يضاف إلى ذلك أن الشركة الواحدة قد تغير من طريقة أخلاقها لأصولها من وقت لآخر .

ولكن الأهم من هذا كله ، أن هذه الطريقة لا تعطي أية أهمية بالمرة للقيمة الاقتصادية لهذه الأصول . ولنفترض أننا قمنا ببناء سدتكلفته ٥ مليون جنيه لتوليد القوى الكهربائية . فإذا حصل وأن جف النهر المقام عليه السد ، فما هي قيمة هذا السد ؟ فرغم أن القيمة الدفترية لهذا السد قد تكون ٤ مليون جنيه . إلا أن قيمته الاقتصادية صفر نظراً لعدم تمكنه من تحقيق أية إيرادات في الوقت الحالي أو في المستقبل المنظور . بل يضاف إلى ذلك أن قيمة التصفية لهذا السد قد تكون محدودة للغاية نظراً لصعوبة العثور على من يشتريه وهو بهذه الحالة ، فلا شك في أن الاستخدامات البديلة لسد مقام على نهر جاف تكون نادرة جداً . ومن الناحية الأخرى ، لو كان قد اشترينا منذ سنوات بعيدة قطعة من الأرض بمبلغ ١٠٠٠ جنيه ، وبمرور الزمن أصبحت في الوقت الحالي تحتل ناحية من أكثر التواصي ازدحاماً في قلب الحي التجاري فهل يمكننا رغم هذا التطور أن نحكم على قيمتها الحالية بمبلغ ١٠٠٠ جنيه فقط ؟ من الواضح إذن أنه يجب علينا في مثل هذه الحالات أن نستخدم أساساً بخلاف التكلفة التاريخية لتحديد القيمة الحالية .

وعلى هذا نجد في أغلب الحالات أن التقويم الذي يقوم على أساس التكلفة التاريخية المستهلكة للأصول يكون مضللاً إلى حد كبير . وكما سبق وأن رأينا عند الكلام عن الأسهم العادية أن مشتري هذه الأسهم لا يعطون أهمية تذكر للقيمة الدفترية . فهو لا المستثمرون عند بحثهم عن القيمة

الاقتصادية للسهم العادي ، يقومون بتقدير المكاسب المستقبلة التي يمكن تحقيقها من هذا السهم . وتنعكس تقديراتهم هذه على السعر الذين يكون على استعداد لدفعه مقابل هذا السهم في السوق . وأن الاختلافات الضخمة التي كثيراً ما نلاحظها بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الدفترية ، لتبيّن لنا بكل وضوح أن المستثمرين يحددون القيمة على أساس آخر غير القيمة الدفترية . ومن الناحية الأخرى ، فإن العلاقة الوثيقة بين القيمة السوقية وبين الأرباح والتوزيعات تظهر مدى أهمية العاملين الآخرين عند تقويم الأسهم العادية .

### ثالثاً - القيمة الدفترية المعدلة

ونقصد بالقيمة الدفترية المعدلة للأصول تكلفتها الإستبدالية replace-  
ment cost مع خصم مخصصات الاعمال . ويقترح البعض تقويم الأصول على هذا الأساس بدلاً من التكلفة التاريخية ، وذلك كوسيلة لتجنب مشكلة التغير في مستويات الأسعار . وتكلفة الاستبدال وحدها - أي بدون استقطاع الاعمال - تمثل بالتقريب أقصى سعر يكون المشتري على استعداد لدفعه مقابل الحصول على الأصول ويلاحظ أننا ذكرنا كلمة « بالتقريب » ، وذلك لأن المنشأة عندما تشتري منشأة أخرى فهي في الحقيقة تحصل على شيء أكثر من مجرد الأصول ، فهي تشتري أيضاً منظمة ومن ثم فرغم أنه قد يكون من الأرخص شراء أصول جديدة كل الجدة ، إلا أن المشتري قد يفضل الحصول على الأصول « المستعملة » للمشروع الموجود بالفعل والمستمر في العمل حتى يمكنه الحصول أيضاً على التنظيم المصاحب لهذا المشروع .

وهناك عدة مشاكل تقابلنا عند استخدام تكلفة الإستبدال كوسيلة للتقويم ، فعادة يكون من الصعب تقدير التكلفة الإستبدالية . ونحن بصفة عامة لا نحاول تقدير تكاليف استبدال آلات أو أصول متماثلة كل التمايز . فالتكاليف في مثل هذه الحالة قد تكون خيالية وخاصة إذا كانت الآلات أو الأصول موضع التقويم لا يصنع مثلها حالياً . ولذا فاننا بدلاً من ذلك نحاول

تقدير تكاليف الحصول على أصول يمكنها تقديم خدمات مماثلة . و حتى عند التغلب على مثل هذه الصعوبة ، فما زال أمامنا مشكلة تحديد الاعلاف على التكلفة الإستبدالية . وهذه المشكلة تنطوي على نفس الصعوبات التي واجهتنا عند تحديد الاعلاف في حالة التكلفة التاريخية . وأخيراً فإننا ما زلنا نواجه المشكلة الأساسية وهي أن التقديرات الخاصة بتكلفة الإستبدال لا تأخذ في الحسبان قيمة هذه الأصول في حالة الاستخدام . فمثلاً قد تكون هناك شركتان تمتلكان الآلتين متماثلتين كل التمايز ولهم نفس التكلفة الإستبدالية ( ناقصاً الاعلاف ) ، ومع ذلك نجد أن واحدة من الشركتين يمكنها استخدام آلتها بطريقة أكثر فاعلية من الشركة الأخرى نظراً لعلاقتها الممتازة مع مورديها وعملائها . فهل يمكن القول أن قيمة الآلتين في هذه الحالة واحدة ؟ ومرة أخرى نجد أنه من المستحيل تحديد قيمة الأصول مع تجاهل قيمتها في الاستخدام ، أي قيمتها الاقتصادية .

#### رابعاً - القيمة السوقية

أما المدخل الثالث للتقييم فيمكن استخدامه في حالة الشركات التي تتدالى أوراقها المالية المصدرة في بورصة الأوراق المالية . فهنا يمكن تقدير قيمة الشركة على أساس السعر السوقي لأسهامها . وأنصار هذا المدخل يبرزون ما تتميز به هذه الطريقة من السهولة ، بالإضافة إلى أن هذه القيمة تمثل تقديرأً للسوق ، أي تقدير عدد ضخم من البائعين والمشترين وليس تقدير فرد واحد أو عدد محدود من الأفراد . كما يذكر في هذا المجال أيضاً أن القيمة السوقية للأسهم تتحدد إلى حد ما على أساس تقويم المستثمرين للأرباح المتوقعة في المستقبل . ومعنى هذا أن القيمة السوقية تأخذ في الحسبان القيمة الاقتصادية للشركة .

ولكن هذا المدخل لا يخلو أيضاً من المشاكل عند استخدامه كأساس

للتقويم . فالقيمة السوقية كثيراً ما لا تعكس القيمة الحقيقية أو الذاتية للأوراق المالية . ومن المعروف أن سوق الأوراق المالية شديدة الحساسية ، ولقد تقلب أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً نتيجة لعوامل مصطنعة أو للمضاربة . وهناك العديد من الأمثلة عن أسهم شركات معينة تقلبت أسعارها في حدود واسعة خلال فترات زمنية قصيرة . فهل يمكننا القول بأن القيمة الاقتصادية لأصول هذه الشركات تغيرت هذا التغير الضخم خلال مثل هذه الفترات القصيرة التي قد لا تتعدي السنة الواحدة ؟ ولا شك أن الإجابة على هذا السؤال ستكون بالنفي في أغلب الحالات . يضاف إلى ذلك أننا لو اعتبرنا القيمة السوقية ستكون صحيحة بصفة دائمة ، ومن ثم فلا داع إطلاقاً للقيام بأي تحليل عند شراء الأسهم العادي . أي أنه يمكننا شراء الأسهم العادي ونحن مغمضي الأعين . ولكن هذا لا يحدث إطلاقاً ، ومن ثم فهذا يعني في الوقت نفسه عدم الاعتراف بأن القيمة السوقية وحدها هي المقياس الصحيح السليم للقيمة الاقتصادية .

وهذه الطريقة لا يمكن استخدامها أيضاً إذا كانت أسهم الشركة مملوكة لعدد محدود من أفراد أسرة واحدة أو لمجموعة صغيرة من الأفراد ، وبالتالي لا يوجد أي تعامل فيها له أهميته . أو قد يكون المعروض من هذه الأسهم في السوق يمثل جزءاً بسيطاً أو نسبة ضئيلة من الأسهم المصدرة ، لأن الجانب الأكبر من الأسهم يحتفظ به المستثمرون بصفة دائمة . ففي مثل هذه الحالات لا يمكن اعتبار القيمة السوقية معياراً سليماً للحكم على القيمة الحقيقية للأسهم .

وأخيراً وبالرغم من العيوب التي تتطوي عليها القيمة السوقية ، إلا أن الاحتمال كبير في أنها كمقياس للقيمة الاقتصادية تعتبر أفضل من التكلفة الاستبدالية . ولهذا السبب وأيضاً بسبب سهولة حسابها ، فإنها تلعب دوراً له أهميته عند القيام بعمليات التقويم .

## خامساً- القيمة الرأسمالية للأرباح

تقوم الطريقة الأخيرة للتقويم على أساس فلسفة أن القيمة الاقتصادية للمشروع أو أصوله تتوقف على الأرباح التي يمكن تحقيقها خلال السنوات . ومن ثم فطبقاً لهذا المدخل ينبغي القيام بالتقويم على أساس القوة الإيرادية للمنشأة . وفكرة هذا المدخل هي نفس فكرة طريقة القيمة الحالية المستخدمة في الميزانية التقديرية الرأسمالية . ففي هذه الحالة الأخيرة كانت الخطوة الأولى هي تقدير صافي المكاسب النقدية التي يمكن للألة إنتاجها خلال فترة زمنية معينة ، ثم كانت مشكلتنا هي تحديد القيمة الحالية لهذه المكاسب النقدية مخصوصة بالتكلفة التقديرية لأموال المنشأة وبعد ذلك نقوم بمقارنة القيمة الحالية مع صافي الاستثمار اللازم للحصول على الآلة . وكما نعرف فنحن لن تكون على استعداد لشراء هذه الآلة إذا كانت تكلفتها تفوق قيمتها الحالة المحسوبة .

ويلاحظ انه في أغلب الأحوال يحدث تقويم المنشأة القائمة بالفعل والمستمرة في عملها أو تقويم أصولها على أساس صافي الأرباح المقدرة (بعد الضرائب) ، وليس على أساس صافي المكاسب النقدية . ويرجع السبب في ذلك الى أن الفرق بين صافي الأرباح وبين صافي المكاسب النقدية يأخذ في التناقض بمضي السنوات ، ويقاد أن يختفي كلية في المدة الطويلة . ونظراً لأننا نتعامل دائماً مع المنشأة موضع التقويم على أساس أنها ستستمر في عملها إلى ما لا نهاية ، فانتا نفترض وبالتالي أن القناة التي تمثل صافي الأرباح المتوقعة ستستمر أيضاً لعدد غير محدود من السنوات . وأمام مثل هذا الافتراض يكون من الأسهل بدون شك استخدام صافي الأرباح التقديرية بدلاً من صافي المكاسب النقدية المتوقعة . أما التكلفة التقديرية للأموال والتي نستخدمها في عملية الميزانية التقديرية الرأسمالية ، فانتا نحل معدل الرسملة محلها وذلك عند القيام بعملية التقويم . ومعدل الرسملة Capitalization rate هو معدل العائد الذي نتوقع تحقيقه عند الاستثمار في مشروعات تتسمى الى نفس الدرجة من

الخطر . ومن الكلام السابق يمكن تلخيص الاختلافات بين طريقة القيمة الرأسمالية للأرباح وطريقة القيمة الحالية فيما يلي .

القيمة الحالية	معدل الخصم	العائد بالجنيهات	
؟	؟	؟	الآلية
خلال الحياة الانتاجية للآلية للأموال	صافي المكاسب التقديرية	معدل الرسملة المقدر	المنشأة أو أصولها
صافي الأرباح بعد الضرائب لمدة لا نهاية	صافي الأرباح بعد الضرائب		

وإذا كنا ندرس مسألة شراء أصول منشأة أخرى ، فإن السؤال الرئيسي الذي سيقابلنا من المحتمل جداً أن يكون كالتالي : « ما هو المبلغ الذي تكون على استعداد لدفعه مقابل الحصول على هذه الأصول ؟ » نسأل أنفسنا هذا السؤال بالرغم من أن المنشأة البائعة قد تكون بالفعل قد حددت سعرأ للبيع . ولكن هذا السعر الأخير ليس بالسعر النهائي ، بل يمكن اعتباره نقطة بداية لعمليات المساومة . ونظراً لأننا نفترض أن صافي الأرباح ستتحقق خلال مدة لا نهاية لها إذن ليس من الضروري استخدام جداول القيمة الحالية لحساب القيمة التقديرية للأصول . فاذا توقعنا ان يكون صافي الربح السنوي العادي بعد الضرائب ١٥٠٠٠ جنية ، وكنا نرغب في تحقيق معدل يبلغ ٪ ١٠ ( صافي بعد الضريبة ) على مثل هذا النوع من الاستثمار ، فانتنا تكون على استعداد لدفع مبلغ مليونا ونصف مليون جنيه مقابل الحصول على الأصول التي يمكنها إنتاج مثل هذا الربح (  $15000 \text{ جنية} \div 10\% = 150000$  ) . وينبغي أن نلاحظ هنا أن معدل الرسملة ( ٪ ١٠ ) ما هو في الحقيقة إلا نسبة الربح إلى السعر (  $150000 \text{ جنية} \div 15000 \text{ جنية} = 10 : 1$  ) . ويتبين ذلك بالتأكيد أن معدل الرسملة هو مقلوب نسبة السعر إلى الإيرادات ( الأرباح ) Price - earning ratio ، تلك النسبة التي تستخدم على نطاق واسع عند تقويم الأسهم العادية . ومن ثم فان معدل رسملة قدره ٪ ١٠ يساوي في الحقيقة نسبة سعر إلى إيرادات تبلغ ١٠ مرات ، ومعدل رسملة يبلغ ٪ ١٢،٥ هو

نفسه نسبة سعر إلى أرباح قدرها ٨ مرات  $(12,5 \div 100 = 8)$ .

وتنطوي عملية رسملة الأرباح لغرض تحديد قيمتها الحالية ، أي القيمة الرأسمالية للأصول التي تحقق هذه الأرباح على الخطوات الرئيسية الثلاث الآتية :

- ١ - تحديد الأرباح المتوقعة .
- ٢ - تحديد معدل الرسملة .
- ٣ - حساب القيمة الرأسمالية للأرباح المتوقعة .

ولنحاول الآن استعراض بعض المبادئ والمشاكل التي تنتطوي عليها مثل هذه العملية .

#### ١ - تحديد الأرباح المتوقعة :

إذا افترضنا أننا نفكر جدياً في شراء أصول إحدى المنشآت ، فلا شك أن هدفنا الأساسي سيكون محاولة تقدير صافي الأرباح المستقبلة التي يمكننا تحقيقها من هذه الأصول ، وينبغي أن نلاحظ أن إجراءات التقدير هنا تختلف عن تلك الإجراءات التي سبق إتباعها عند تقدير صافي المكاسب النقدية المتعلقة بالألة التي كنا نود شرائها عند الكلام عن الميزانية التقديرية الرأسمالية . فأولاً بالنسبة للألة كنا نحاول تقدير صافي المكاسب النقدية التي ستتخرج من هذا الاستثمار . ولكن عند التفكير في شراء أصول منشأة أخرى ، فمن المعتمد تقدير صافي الأرباح المستقبلة بعد الأهمال والضرائب ولكن قبل دفع فائدة السندات أو توزيعات الأسهم الممتازة . والسبب في استخدام صافي الربح بعد الأهمال بدلاً من صافي المكاسب النقدية يرجع إلى افتراضنا أنه بمرور الزمن سنجد أن المدفوعات النقدية الخاصة باستبدال الآلة ستتساوي بالتقريب الأعباء غير النقدية المتعلقة بالأهمال . وثانياً ، نلاحظ أن تقديرات المكاسب النقدية الناجمة عن الآلة تحسب لمنة محددة من الزمن ، مع عدم توقعنا في معظم الحالات أن تكون هذه المكاسب النقدية

متضادة في كل سنة خلال الفترة المعينة . وبالعكس من ذلك . فنحن عادة نفترض أن الأرباح الآتية من المشروع القائم بالفعل والمستمر في عمله مستمر في المستقبل لمدة لا نهاية لها . كما نفترض أيضاً ان التقديرات هنا خاصة بأرباح سنوية « عادية » ومن النادر إجراء أي تعديلات للاختلافات التي قد تحدث من سنة لأخرى في المعدل الذي سنحصل به على هذه الأرباح . فالسماح بمثل هذه الاختلافات يعني تغير القيمة الرأسمالية لأرباح المنشأة من سنة لأخرى وبالتالي فإن الافتراض الأخير سيؤدي إلى تبسيط عملياتنا الحسابية إلى حد كبير .

وعادة تقوم تقديرات صافي الربح العادي الطبيعي على أساس دراسة الأرباح الماضية للمنشأة مع تعديلها لمقابلة التغيرات والتطورات المتوقعة في العمليات . والخطوة الأولى هنا هي اختيار فترة زمنية تمثل نشاط المنشأة تمثيلاً سليماً . ونقصد بذلك اختيار فترة من التاريخ الحديث للمنشأة تكون عادلة من ناحية انطواتها على سنوات طيبة إلى جانب سنوات سيئة . وفيما يتعلق ب مدى طول الفترة الماضية ، يعتقد البعض بأن زيادة طول الفترة تؤدي إلى زيادة الدقة في تقدير الأرباح المتوقعة . ولكن البعض الآخر يعتقد على عكس ذلك على أساس ان مقدار الأرباح في السنوات البعيدة ربما كان متاثراً بعوامل لم يعد لها اثر الآن . ومن ثم فالرغم من أنها اعتباطياً نقرر اختيار فترة السنوات الخمس أو السنوات العشر الأخيرة ، إلا أنه من الأفضل بلا شك ان يكون الإختيار قائماً على أساس دراسة أسباب التقلب في الأرباح الماضية ومدى احتمال تكرار حدوث مثل هذه التقلبات في المستقبل .

ومن المهم جداً عند استخدام الأرباح الماضية مراعاة الاتجاه العام لهذه الأرباح وهل هو في صعود أم هبوط . فمن المعروف أن بعض الصناعات المعينة تتجه أرباحها إلى التزول ، بينما صناعات أخرى نامية تأخذ أرباحها في الارتفاع من سنة إلى أخرى . واحدى الطرق التي تمكنا من اخذ الاتجاه العام في الحسبان عند تحديد متوسط الأرباح الماضية هي إعطاء وزن أكبر لأرباح

السنوات الأخيرة ، أي استخدام المتوسط المرجع بالأوزان بدلاً من المتوسط العادي .

أما الخطوة التالية فهي إجراء التعديلات الضرورية على هذه الأرباح الماضية فمثلاً كانت هناك عوامل معينة لها أثرها على الأرباح التي تحققت في الماضي ، ولكن لا يتوقع ظهور مثل هذه العوامل في المستقبل . إذن فلا بد من استبعاد آثار مثل هذه العوامل على الأرباح سوا كانت بالزيادة أو النقص . ومن الناحية الأخرى قد تتوقع حدوث تطورات في المستقبل لم يحدث مثلها في الماضي وبالتالي لا بد من تعديل الأرباح التي أماننا لكي تتماشى مع توقعاتنا المستقبلة . ويمثل هذه الطريقة من التحليل يمكننا الوصول إلى رقم يمثل تقديرنا لصافي الربح السنوي العادي المتوقع .

## ٢ - تحديد معدل الرسملة

يرتبط معدل الرسملة ارتباطاً وثيقاً بدرجة الخطر الموروث في المنشأة وبمدى المهارة الإدارية الازمة لمواجهة هذا الخطر . وكقاعدة عامة كلما زادت درجة الخطر إرتفع معدل الرسملة والعكس صحيح . فمثلاً المنشأة التي تتمتع بمركز قوي شبه إحتكاري في صناعتها ، تمتاز في الوقت نفسه بانخفاض درجة الخطر ، ومن ثم فقد نعمل على رسملة صافي أرباحها بعد الضرائب على أساس معدل ١٠٪ مثلاً . ومن الناحية الأخرى قد نواجه منشأة تعمل في صناعة ملابس السيدات . فهذه الصناعة بطيئتها تنطوي على درجة مرتفعة من الخطر ، فالمنافسة شديدة للغاية والدخول الى هذه الصناعة سهل نظراً لأن الاستثمار المبدئي اللازم صغير . يضاف الى ذلك ان تغيرات المودة السريعة ، والحافة المحذدة للربح يستلزمان بالضرورة مهارة إدارية مرتفعة ودرجة كبيرة من الحظ حتى يتمكن المشروع من البقاء في هذه الصناعة . وأمام مثل هذه الظروف قد تقوم برسملة صافي الأرباح بعد الضريبة لمشروعات هذه الصناعة بمعدل ٢٥٪ مثلاً . وبالتالي إذا كنا نقوم بعملية تقويم المشروعين

السابقين وكان صافي الربع المتوقع لكل منها يبلغ ١٠٠٠ جنيه ، فان أصول المشروع الأول ستقوم بمبلغ ١٠٠٠٠ جنيه ( ١٠٠٠ جنية  $\div 10\%$  ) ، بينما أصول المنشآة الثانية ستقوم بمبلغ ٤٠٠٠ جنيه فقط ( ٤٠٠٠  $\div 25\%$  ) . وهناك العديد من المظاهر الأخرى للخطر مثل تغير أنواع المستهلكين أو ظهور منتجات جديدة ، وما يتبع عن ذلك من تأثير على الأرباح .

وبإضافة الى عامل الخطر ، يتأثر معدل الرسملة بالتقديرات في الإيرادات . فنحن نعلم أن تقلب إيرادات المشروعات تبعاً للتقلب في الدخل الأهلي لا يحدث بنفس النسبة ، وبعض المشروعات تتقلب إيراداتها في حدود واسعة بينما يمتاز البعض الآخر بثبات الإيرادات إلى حد كبير . وبالرغم من أن عدم ثبات الإيرادات لا يعني بالضرورة خطر عدم تحقيق الأرباح خلال الفترة الطويلة ، إلا أن عدم الثبات نفسه يعتبر من العوامل غير المرغوبة . فحتى لو كانت هناك شركتان تحققان نفس المقدار من صافي الأرباح خلال فترة من الزمن ، فإن الشركة التي تتمتع بثبات الأرباح يجب أن تقوم أرباحها بمعدل رسملة منخفض .

ويجب علينا ملاحظة الفرق الكبير بين معدل رسملة ١٠٪ ومعدل رسملة ٢٥٪ وما يتبع عن ذلك من اختلافات ضخمة في القيمة النهائية التي نصل إليها . فالفرق الصغير نسبياً بين معدلات الرسملة يؤدي إلى تغيرات كبيرة في القيمة المحسوبة للأصول . فمثلاً نفترض أننا قدرنا الربع العادي المتوقع للمنشآة التي نود شرائها بمبلغ ٢٠٠٠٠ جنيه . فإذا استخدمنا معدل رسملة ١٠٪ ، فإن هذه الأرباح تستلزم دفع مبلغ ٢ مليون جنيه للمحصول على أصولها . أما لو استخدمنا معدل رسملة ١٢,٥٪ فان القيمة التقديرية للأصول هذه الشركة ستكون ١٦٠٠٠٠ جنيه فقط ، ومن ثم فإن فرق قدره ٢,٥٪ في معدل الرسملة يؤدي إلى اختلاف في التقويم يبلغ ٤٠٠٠٠ جنيه .

### ٣ - حساب القيمة الرأسمالية للأرباح :

رأينا من الكلام السابق أنه يمكن تحديد قيمة مبدأة تقريبية للأصول عن طريق قسمة صافي الأرباح العادي التقديرية بعد الضرائب على معدل الرسملة المختار . وهذا العمل هو نتيجة لافتراضنا أن صافي الربح سيكون ثابتاً من سنة لأخرى وسيستمر الربح في هذا المستوى لمدة لا نهاية من الزمن . ونظراً لأن الربح الذي سيسلم في المستقبل بعيد له قيمة حالية صغيرة جداً عند رسمنته بمعدل مرتفع ، فإن الافتراض السابق لن يغير كثيراً من القيمة الاقتصادية الحالية المحسوبة للأصول التي تتبع عنها هذه الأرباح . فعلى سبيل المثال ، نجد أن القيمة الحالية لمبلغ ١٠٠ جنيه سيقبض بعد ٢٠ سنة من الآن مع رسمنته بمعدل ٢٥٪ ستكون ١,٢٠٠ جنيه .

وأحياناً قد يكون من الضروري اجراء المزيد من التعديلات في القيمة الرأسمالية للأرباح . فإذا كانت بعض الأصول المشتراء لم تساهم في أرباح العمليات ، فمن الممكن بيعها بدون التأثير على الربح العادي للعمليات وقد تكون هناك مقدار زائدة عن اللازم من النقدية ، أو المخزون السلعي ، أو غيرهما من الأصول . وهنا يجب إضافة القيمة السوقية العادلة لهذه الأصول إلى القيمة المحسوبة . ومن الناحية الأخرى ، قد يكون من الضروري دفع مبالغ إضافية حتى يمكن تشغيل الأصول بطريقة فعالة . فالأرباح المستقبلة قد تتوقف على شراء آلة جديدة أو حق اختراع . ومثل هذه المدفوعات الالزمة للحصول على صافي الربح العادي التقديرى يجب طرحها من قيمة الأصول ، تلك القيمة التي حبيت عن طريق رسملة هذا الربح العادي . ولشرح التعديلات السابقة سفترض أننا نقوم بشراء أصول منشأة أخرى ، ولقد بلغ تقديرنا لصافي الربح العادي المتوقع ٢٠٠٠٠٠ جنيه ، كما قررنا استخدام معدل رسملة قدره ١٢,٥٪ . وعند دراسة المسألة وتحليل الأصول وجدنا زيادة لا لزوم لها في المخزون السلعي يمكن بيعها بمبلغ صافي ١٠٠٠٠٠ جنيه (بعد دفع كل نفقات البيع وكذلك الضريبة على الربح) وفي الوقت

نفسه ظهر أنه من الضروري إنفاق مبلغ ٥٠٠٠ جنية للحصول على معدات إضافية حتى يمكن تشغيل أصول المنشأة بطريقة تمكنا من تحقيق الربح العادي المتوقع . ومن واقع هذه المعلومات يمكن تقدير قيمة المنشأة كالتالي :

٢٠٠٠٠ جنية	القيمة الرأسمالية للأرباح ( _____ )
١٦٠٠٠٠ جنية	_____
أصف : صافي القيمة السوقية للزيادة في المخزون	_____
١٠٠٠٠ جنية	_____
١٧٠٠٠٠ جنية	_____
٥٠٠٠ جنية	أطرح قيمة المعدات الإضافية الضرورية
١٦٥٠٠٠ جنية	صافي قيمة الأصول المشتراء

### التقويم في الحياة العملية

استعرضنا في الصفحات السابقة بعض المداخل الرئيسية التي يمكن استخدامها لتحديد قيمة أصول منشأة قائمة بالفعل ومستمرة في عملها . وتمثل هذه الطرق محاولة لنقل عملية التقويم من نطاق الرأي الشخصي إلى نطاق يقوم على أساس موضوعي . ولكن النجاح في هذا المجال ليس بالكامل نظراً لأن عنصر الحكم والتقدير الشخصي ما زال موجوداً في كل طرق التقويم السابقة ، ولكن في حدود ضيقة . وعند مناقشة كل طريقة من الطرق الخمس ، حاولنا بقدر الإمكان اظهار مزاياها وعيوبها . ومن مقارنة المداخل السابقة ظهر لنا بوضوح امتياز الطريقة الأخيرة ( القيمة الرأسمالية للأرباح . فهذه الطريقة تمتاز بمقدرتها على تحديد قيمة أقرب ما تكون إلى القيمة الاقتصادية لأصول المنشأة . ولكن في نفس الوقت نلاحظ أن هذه الطريقة أكثر صعوبة من بقية الطرق الأخرى نظراً لما تحتاجه من دراسات وأبحاث وتقديرات وعمليات مختلفة .

وإذا انتقلنا من الناحية النظرية إلى الحياة الواقعية فأول ما يجب تذكره باستمرار هو أن عملية التقويم هي في الحقيقة عملية مفاوضة ومساومة بين

أطراف تختلف مصالحهم ، وبناء على ذلك فان القيمة التي تتحدد في النهاية ما هي إلا جزء من عملية المساومة ، وتمثل توفيقاً بين أوجه النظر المختلفة وبين المصالح المتناقضة. ولذا فمن النادر جداً ان نجد هذه القيمة النهاية تعادل اية قيمة اخرى من القيم التي تقدمها مداخل التقويم السابق ذكرها . ولكن هذه الحقيقة لا تعني اطلاقاً ان هذه المداخل الموضوعية لا قيمة لها في الحياة العملية ، فهذه الطرق تلعب دوراً هاماً في رسم المحدود الرشيدة التي ستتحدد داخلها القيمة النهاية التي سيحدث الاتفاق عليها. وكل مدخل من هذه المداخل يقدم رقمًا للقيمة يختلف عن الارقام التي تقدمها المداخل الأخرى . ومن ثم فان اتباع اية طريقة من الطرق السابقة سيلقى قبولاً من البعض واعتراضاً من البعض الآخر . ولهذا السبب فإننا نجد في اغلب الحالات ان طريقة التقويم المستخدمة في الحياة الواقعية تقوم على أساس خليط من الطرق الموضوعية السابق ذكرها . أما عن المدخل الذي سيكون له اهمية اكثراً من غيره عند تحديد القيمة النهاية لأصول المنشأة ، فهو بلا شك المدخل الذي سيستخدمه الطرف الأكثر قوة او الأكثر قدرة على المساومة .

# المراجع

## باللغة العربية

- ١ - جميل أحمد توفيق: تقييم اقتراحات الإنفاق الرأسمالي . مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية - جامعة الاسكندرية ، المجلد الرابع ، العدد الأول ، يناير ١٩٦٥ .
- ٢ - جميل أحمد توفيق : قائمة الأموال الشاملة كأداة لتحليل الأنشطة والتغيرات المالية . مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، المجد الرابع ، العدد الثاني ، يوليو ١٩٦٥ .
- ٣ - جميل أحمد توفيق : تحليل الأوضاع التنظيمية والإدارية للوظيفة المالية في الشركات الصناعية - دراسة ميدانية لشركات القطاع العام بمنطقة الاسكندرية مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية ، المجد الرابع ، العدد الثاني ، يوليو ١٩٦٥ .
- ٤ - جميل احمد توفيق و محمد صالح الحناوي : الادارة المالية - اساسيات وتطبيقات ، دار الجامعات المصرية ، الاسكندرية ١٩٨٣ .

## باللغة الأجنبية

1. Bierman, Harold and Seymour Smidt: The Capital Budgeting Decision. The Macmillan Co., 3rd. ed., 1971.

2. Bradley, Joseph F.: **Administrative Financial Management.** Holt, Rinehart and Winston Inc., 1964.
3. Braudt, Louis K.: **Business Finance – A Management Approach,** Prentice – Hall, Inc., 1965.
4. Brigham, Eugene F. and R. Bruce Ricks: **Readings Essentials of Managerial Finance.** Holt, Rinhart and Winston, Inc., 1968.
5. Corrigan, Francis J. and Howard A. Ward (eds.): **Financial Management – Policies and Practices.** Houghton Mifflin, Co., 1963.
6. Friedland, Seymour: **The Economics of Corporate Finance.** Pientice – Hall, Inc., 1966.
7. Hasting, G. Paul: **The Management of Business Finance.** D. Van Nostrand Co. Inc., 1966.
8. Howard, Bion B. and Miller Upton: **Introduction to Business Finance.** McGraw Hill Co., 1953.
9. Hunt, Pearson; Charles M. Williams and Gordon Donaldson: **Basic Business Finance – Text and Cases.** Richard D. Irwin, Inc., 3rd. ed., 1966.
10. Johnson Robert W.: **Financial Management,** Allyn and Bacon, INc., 3rd., 1970.
11. Lindsay, Robert and Arnold W. Sametz: **Financial Management Analytical Approach,** Richard D. Irwin Inc. 1963.
12. Marting, Elizabeth and Robert E. Finley (editors): **The Financial Manager's Job.** American Management Association Inc., 1964.
13. Robichek, Alexander A. (ed.): **Financial Research and Management Decisions.** John Wiley & Sons; INc., 1967.
14. Solomon, Ezra: **The Theory of Financial Management.** Columbia University Press, 1963.
15. Van Horne, James C., **Financial Management and Policy,** 2nd. ed., Prentice-Hall, Inc., 1971.
16. Van Horne, James C., **Fundamentals of Financial Management,** 3rd. ed., Prentice-Hall, INc., 1977.
17. Weston J. Fred and Eugene F. Brigham: **Managerial Finance.** Holt, Rinehart and Winston, Inc., 4nd. ed., 1975.
18. Westion, J. Fred and Eugene F. Brigham : **Essentials of Managerial Finance.** Holt Rinebart and Winstion, Inc., 1976.

منتدى سور الأزبكية

---

WWW.BOOKS4ALL.NET