

## الفصل الثاني

### تشغيل الأيدي العاملة

#### بإدارة رأس المال العاملة

##### مفهوم رأس المال العامل

هناك عدة مفاهيم مستخدمة بالنسبة لرأس المال العامل أهمها:

- 1- إجمالي مفردات رأس المال العامل : هذا المفهوم يتناول رأس المال العامل على أنه عبارة عن جميع الأصول التي تظهر في قائمة المركز المالي ضمن الأصول المتداولة، وهي تتمثل في النقدية والأوراق المالية وأوراق والبضاعة.
- 2- صافي رأس المال العامل : وهذا المفهوم يطرح الخصوم المتداولة من الأصول المتداولة والناتج هو صافي رأس المال العامل، وهو يعكس مفهوم السيولة.
- 3- صافي رأس المال العامل للأصول والخصوم الغير محملة بالفوائد : وهذا المفهوم مبني على أساس طرح الخصوم المتداولة التي لا تدفع الشركة عنها أي فوائد من الأصول المتداولة التي لا تحصل الشركة عنها أي فوائد.
- 4- رأس المال العامل والمؤقت :فالدائم عبارة عن النقدية وأوراق القبض وغيرها، والمؤقت فإنه يستخدم عادة في حالة الشركات التي يخضع إنتاجها للطلب الموسمي وشركات المقاولات التي تنتقل من مشروع لآخر.

## مفهوم إدارة رأس المال العامل:

القرارات الإدارية الخاصة بإعداد السياسات المرتبطة بإدارة النقدية والمخزون وغيرها، وذلك من خلال تحديد الحجم المناسب للأصول المتداولة وتحديد الأسلوب الذي يجب استخدامه في تمويل كل أصل متداول.

## أهمية إدارة رأس المال العامل:

1. لما يقضيه المدير المالي من وقته في إدارة رأس المال العامل وهذا الوقت له تكلفته بالنسبة للشركة.

2. الأصول المتداولة تمثل نسبة كبيرة من إجمالي الأصول، وهي في حالة تغير مستمر، وقرارات الاستثمار فيها تختلف عنها في الأصول الثابتة فضغط الوقت في حالة الأصول المتداولة أكثر منه في حالة الأصول الثابتة.

3. يعتبر إدارة رأس المال العامل أهم بالنسبة للشركات الصغيرة لأن رأس المال الثابت يستأجر من الغير ولا يحتاج لقرارات يومية تتعلق بإدارته.

4. أهمية إدارة رأس المال العامل وقت حدوث الطلب الموسمي بالزيادة أو الانخفاض في الطلب.

س: كيف يتم تحقيق التوازن بين المخاطر والعائد على الاستثمار في الأصول المتداولة ؟

إدارة رأس المال العامل يجب أن تستخدم النظم المالية المرتبطة بالمجالات التالية:

1- تحديد نوع العلاقة بين المبيعات والأصول المتداولة : فتحديد المستوى المثالي لرأس المال العامل بالنسبة لحجم المبيعات المتوقعة يحتاج إلى

شروط خاصة لمنح الائتمان يكون من شأنها تحقيق رقم المبيعات المستهدف مع التنبؤ بسياسات المنافسين في هذا المجال.

2- **اختيار مصدر تمويل رأس المال :** فإذا تم تمويل رأس المال العامل من الأموال المملوكة لأصحاب المشروع وهي الأسهم العادية والأرباح المحتجزة فإن درجة المخاطرة تقل في هذه الحالة عنها لو اعتمدت على رأس المال المقترض أو الائتمان الممنوح لها من الموردين.

3- **تاريخ استحقاق الديون التي على الشركة للغير :** تنشأ المخاطر عندما تختلف مواعيد دفع الديون التي على الشركة عن مواعيد توافر السيولة النقدية.

**س: بين ما هي السياسات المتحفظة وغير المتحفظة في إدارة رأس المال العامل؟**

#### 1- ظروف التأكد :

ففي حالة التأكد تحقق الشركة دون زيادة أو انخفاض عن التنبؤات، ويكون أمام الشركة ثلاث سياسات تختار منها ما يتفق مع ظروفها وكل سياسة تؤثر على حجم الاستثمار في الأصول المتداولة وفي العائد على الاستثمار في إجمالي الأصول.

أ. **السياسة المتحفظة:** فالشركة تحتفظ برصيد كبير من النقدية والأوراق المالية حتى تستطيع أن تدفع التزاماتها للغير دون تأخير، وهنا ترتفع المبيعات لأعلى مستوى.

ب. **السياسة المغامرة:** حيث تحتفظ الشركة بحجم قليل من البضاعة والنقدية والأوراق المالية، وتتبع سياسة متشددة في منح الائتمان، ولذلك يقل حجم المبيعات.

ج. **السياسة الوسط:** تقع في الوسط بين السياسة المغامرة والسياسة المتحفظة من حيث الاحتفاظ بالأصول المتداولة وحجم المبيعات.

## 2- ظروف عدم التأكد :

وهي الأكثر حدوثا مما سبق، وتحتاج إلى اتخاذ القرارات التالية:

1. التنبؤ بالحد الأدنى من الأرصدة المطلوبة للاستثمار في كل نوع من أنواع الأصول المتداولة لكي تتفق مع حجم المبيعات في ظل الظروف الأكثر احتمالا.

2. إضافة نسبة معينة إلى رصيد الحد الأدنى لكل أصل متداول وذلك لمواجهة الظروف الغير متوقعة.

زيادة النقدية عن الحد المطلوب تؤدي إلى تخفيض درجة المخاطر الناجمة عن عدم القدرة عن دفع الالتزامات عندما يحين موعد استحقاقها، ولكنه لا يحقق ربح لأن النقدية عاطلة، بعكس الاستثمار في الأوراق المالية يزيد من درجة المخاطر ولكنه يحقق ربحية.

**س: بين مدى انعكاسات التكنولوجيا على حجم الأصول المتداولة ؟**

فاستخدام النظم الآلية الحديثة في الإنتاج والتسويق، يعمل على زيادة عدد الوحدات المنتجة وتخفيض وقت الإنتاج والتسويق وزيادة مستوى الجودة وتطبيق نظام تماما في الموعد JIT أي الشراء من أجل الدخول للإنتاج مباشرة بدون تخزين من خلال ربط نظام تخطيط الإنتاج بالموردين

بشبكة حاسبات آلية تصدر أوامر إعادة الشراء للمورد، بحيث يكون حجم المخزون يكفي فقط لتصنيع المنتج خلال فترة إعادة الشراء.

وإذا ربطت الشركة مخازن السلع التامة الصنع بمخازن تجار الجملة والتجزئة من خلال شبكة المعلومات لأمكنها أن تخفض حجم الأموال المستثمرة في المخزون السلعي التام الصنع.

كما أن معرفة معدلات الصرف لكل شكل من أشكال العلامة التجارية يساعد في تعديل برامج وخطط الإنتاج وتصميمات المنتج طبقاً لحاجة المستهلك.

ويترتب على ذلك تخفيض درجة المخاطر المرتبطة بتقادم المنتج، وزيادة معدل الأرباح على الأموال المستثمرة في المخزون السلعي.

**س: تمويل الأصول المتداولة من المصادر الطويلة الأجل أم قصيرة الأجل ؟**  
يحتاج ذلك لتحليل أثر العوامل التالية: (كما أوضحها وينستون وبريغام)  
**1- المدى الزمني للحاجة للأموال:**

الشركة تحتاج للأموال لفترات قصيرة كلما كان التمويل القصير الأجل أفضل بالنسبة لها على أساس أنها لو اعتمدت على التمويل الطويل الأجل ثم وجدت نفسها ليست في حاجة للأموال لا يكون باستطاعتها أن تلغي الدين دون أن تدفع قيمة الشرط الجزائي.

## **2- التكلفة:**

لا تختلف تكلفة الديون قصيرة الأجل عن تكلفة الديون طويلة الأجل إذا كانت الشركة تحتاج لتمويل الأصول المتداولة بقروض قصيرة الأجل.

وتأثير عامل التكلفة الخاصة بالحصول على الأموال من أجل تمويل الأصول المتداولة يختلف باختلاف الأساس النظري الذي تطبقه الشركة، وهنا نجد ثلاث نظريات رئيسية كما يلي:

### مقارنة معدل الفائدة على الديون طويلة الأجل

#### أ- نظرية التوقعات من وجهة نظر المستثمر والمقترض :

" يكون سعر الفائدة في القروض طويلة الأجل عبارة عن الوسط الهندسي لسعر الفائدة السائد حالياً والمتوقع في المستقبل على القروض قصيرة الأجل ".  
ونظرية التوقعات لا تفضل أي نوع على نوع آخر من الاستثمارات طويلة الأجل وقصيرة الأجل.

#### ب- نظرية تفضيل السيولة :

" أن المستثمرين ينظرون للمستقبل على أنه يتسم بعدم التأكد، لذا فنظرية تفضيل السيولة تأخذ بمبدأ تحديد معدلات فوائد على السندات طويلة الأجل أعلى من السندات قصيرة الأجل بالنسبة للمستثمر .

ونظرية السيولة توضح أن المقترضين يفضلون القروض طويلة الأجل على القروض قصيرة الأجل حتى لا تواجههم مشكلة العجز عن عدم دفع ما عليهم من قروض لضغوط الوقت.

#### ج- نظرية تجزئة السوق :

" أن السوق يتكون من مجموعات متنوعة من المقترضين والمستثمرين وأن الافتراض بأن حاجات وأهداف كل المجموعات التي يتكون منها السوق واحدة يمثل افتراض غير واقعي ".  
40

حيث نجد أن هناك شرائح من المقترضين تحتاج للقروض طويلة الأجل وهناك مجموعات أخرى تحتاج للقروض قصيرة الأجل، وفي ضوء ذلك فإن معدل الفائدة تتحدد بواسطة حجم الطلب وحجم المعروض من أموال بكل جزء من السوق.

### 3- التوازن بين العائد والمخاطرة:

يجب أخذ متغير المخاطرة في الاعتبار عند المقارنة بين التمويل طويل الأجل والتمويل قصير الأجل، ودرجة تحمل المخاطرة بعدم القدرة على دفع التزامات الدائنين عندما يحين موعدها تختلف في حالة إتباع الإدارة للسياسة المتحفظة في إدارة الأصول والخصوم المتداولة عنها في حالة السياسة المغامرة.

### إدارة الائتمان :

#### العوامل المرتبطة بتحديد حجم الأموال المستثمرة في أوراق القبض

##### أ- مقاييس إعطاء الائتمان:

هي المؤشرات التي تطبقها الشركة لكي تصنف عملائها إلى مجموعة تنطبق عليها اشتراطات الحصول على الائتمان أي الشراء بالأجل من الشركة ومجموعة أخرى لا يسمح لها بالحصول على الائتمان.

**السياسة المتشددة:** والشركة قد تتشدد جدا في وضع مقاييس منح الائتمان، ويتم ذلك في حالة ما إذا كان المنافسون يطبقون هذه السياسة وترغب الشركة في أن تحذو حذوهم.

**السياسة المتساهلة:** وقد تتساهل الشركة في وضع مقاييس منح الائتمان إذا كانت لديها طاقة عاطلة أو كان المنافسون يطبقون معايير غير متشددة.

## ( الإجابة على سؤال ماذا لو )

وعمليا تستطيع الشركة أن تعد اشتراطات واقعية لمنح الائتمان لو طبقت هذا الأسلوب، وهنا تقوم الشركة بالرجوع للخبرة السابقة والنماذج العملية للشركات الأخرى واختيار عينة من العملاء المحتملين ثم اختبار ثلاث مجموعات من مقاييس منح الائتمان هي:

- مقاييس متشددة جدا.
- مقاييس متوسطة من حيث درجة التشدد.
- مقاييس متساهلة جدا.

وفي ضوء ذلك نتوصل الشركة إلى درجة التشدد في المقاييس الخاصة بمنح الائتمان التي تسمح بدخول العدد المناسب من العملاء الذين يكفل لها تحقيق حجم المبيعات والأرباح المستهدفة.

### الأسلوب الحدي المستخدم في المقارنة بين بدائل سياسات الائتمان:

هذا الأسلوب ينظر إلى حجم المبيعات التي تتحقق من وراء إعطاء الائتمان لعملاء جدد على أنها مصدرا لإيرادات جديدة، كما أنها تضيف عناصر تكلفة جديدة، ويمكن تطبيق هذا الأسلوب في الخطوات التالية:

- 1- حساب صافي الربح عن المبيعات الإضافية.
- 2- حساب التكلفة الإضافية للمبيعات الجديدة.
- 3- حساب تكلفة الديون المعدومة.
- 4- حساب العائد على الأموال المستثمرة في أوراق القبض.
- 5- مقارنة صافي الربح الناتج من المبيعات الإضافية مع العائد على الأموال المستثمرة في البيع بالائتمان.

## ب- شروط البيع بالائتمان:

تتضمن شروط البيع بالائتمان إمكانية حصول المشتري على نسبة خصم متفق عليها من قيمة فاتورة الشراء إذا ما قام بالدفع النقدي خلال المهلة المحددة، وإذا لم يتم بالدفع خلال مهلة الدفع النقدي يقوم بدفع قيمة الفاتورة بدون خصم في نهاية المدة التي يطلق عليها فترة الائتمان.

### - تأثير نسبة الخصم ومهلة السداد النقدي على أوراق القبض:

فكلما زادت نسبة الخصم النقدي كلما أدى ذلك إلى سرعة سداد العملاء لقيمة مشترياتهم خلال مهلة السداد النقدي.

### - تأثير زيادة فترة الائتمان على أوراق القبض:

زيادة فترة الائتمان يترتب عليها زيادة المبيعات حيث يدخل السوق عملاء جدد يهتمهم الحصول على مدى زمني أطول، ولكن يصاحب هذه السياسة تحمل الشركة لأعباء إضافية تتمثل في الآتي:

1. زيادة الديون المعدومة نتيجة لدخول عملاء جدد.
2. زيادة مصروفات الاستعلام عن العملاء الجدد.
3. زيادة حجم الأموال المستثمرة في البيع بالائتمان نتيجة لدخول عملاء جدد.

### - تأثير سياسة التحصيل على الاستثمار في أوراق القبض:

سياسة التحصيل يعني متابعة الموقف الائتماني للعملاء، والاتصال بهم من أجل تحصيل الكمبيالات التي عليهم بكافة وسائل الاتصال المتاحة، وإذا لم يدفع العميل ما عليه من ديون تبدأ الشركة في استخدام وسائل أخرى مكلفة، وقد يترتب على التشدد فيها عدم إقبال العملاء على التعامل مع الشركة.

ولكن من جهة أخرى فإنه كلما زادت درجة التشدد كلما انخفض حجم الديون المدومة وانخفاض فترة تحصيل أوراق القبض.

**تقييم المتقدمين للحصول على الائتمان** للتأكد من قدرة العميل على دفع قيمة أوراق القبض عندما يحين موعد استحقاقها، والتقييم يعتمد على المعلومات التي يتم الحصول عليها من المصادر المختلفة.

### **عناصر التقرير المعد عنه العميل:**

- 1- ملخص عن قائمة المركز المالي وقائمة الأرباح والخسائر.
- 2- بيان بالنسب المالية الرئيسية.
- 3- معلومات عن العميل من موردين آخرين يتعامل معهم.
- 4- توصيف لعمليات الإنتاج وحالة المصنع والآلات.
- 5- توصيف بشرح السيرة الذاتية لأصحاب الشركة وخاصة موقفهم المالي.
- 6- درجة تقييم الموقف الائتماني للعميل.
- 7- الضمانات التي يكون العميل على استعداد لتقديمها من أجل الشراء بالأجل.

### **أساليب تقييم المتقدمين للحصول على الائتمان:**

#### **1- نظام نقاط الائتمان:**

وهو يحسب كالاتي:

**مجموع نقاط الائتمان للعميل = 3,3 (صافي الربح قبل الفوائد**

**والضرائب/ إجمالي الأصول) + (المبيعات / إجمالي الأصول) + 0,6**

**(القيمة السوقية لحصول الملكية / القيمة الدفترية للقروض ) + 1,4 (الأرباح**

**المحتجزة/ إجمالي الأصول) + 1,2 (رأس المال العامل/ إجمالي الأصول)**

## 2- الأسلوب التتابعي المستخدم في تقييم العملاء :

هذا الأسلوب يجمع بين مرحلة جمع البيانات والمعلومات عن العميل و مرحلة تحليل البيانات، وبعد تحليل المعلومات يأخذ القرار صيغة واحدة من بين الآتي:

(1) الموافقة على البيع بالائتمان للعميل بدون الحصول على معلومات إضافية.

(2) رفض طلب العميل بشأن الحصول على الائتمان.

(3) الحصول على معلومات إضافية عن العميل لتحسين جودة القرار الخاص بمنحه أو عدم منحه الائتمان.

وتتلخص مراحل هذا النظام في الآتي :

(1) تقييم الموقف الائتماني للعميل من واقع الخبرة السابقة معه.

(2) الاستفسار عن الموقف الائتماني للعميل بالنسبة للشركات الأخرى التي يشتري منها.

(3) تطلب الشركة من العميل أن يقدم شهادة من البنوك الرئيسية توضح حجم مديونيته أو ودائعه.

## أسلوب التطبيق:

والبيانات التي يتم الحصول عليها تستخدم في الحكم على الموقف الائتماني للعميل بالشكل التالي:

1- وضع تعريف لمجموعات العملاء، فعلى سبيل المثال يمكن تقسيم العملاء كما يلي:

أ. المجموعة الجيدة: وهي المجموعة التي تسدد قيمة أوراق القبض خلال مهلة الدفع المحددة في فاتورة البيع، وأن ذلك يتم بانتظام.

- ب. **المجموعة المتوسطة:** وهي التي تسدد بعد مهلة الدفع، وأن ذلك لا يتعدى مدة معينة مع إخطار الشركة بأنها ستتأخر في الدفع.
- ج. **المجموعة الرديئة:** وهي التي تتأخر في الدفع أكثر من شهرين مثلاً بعد انقضاء المهلة، وتتهرب من إخطار الشركة بالموعد الذي ستقوم بالدفع خلاله، ولم يحدث أنها انتظمت في الدفع.
- د. **العملاء الجدد:** وهم الذين يتقدمون للشركة لأول مرة للحصول على الائتمان.

## تكلفة التمويل :

**تعرف تكلفة التمويل** بأنها ما يجب على المنشأة دفعه مقابل حصولها على التمويل من مصادره المختلفة: الدين، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية، كما أنها: معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون في الأوراق المالية للشركة والذي يختلف باختلاف نوعية التمويل فتكلفة التمويل بالدين تختلف عن تكلفة التمويل بالملكية.

**أولاً: تكلفة الدين.**

هي الحد الأدنى المطلوب من قبل أصحاب الدين، ويتنوع إلى سندات وقروض، والسبب في حساب تكلفة الدين على أساس خصم الوفر الضريبي هو أن قيمة المنشأة التي تستخدم الدين في هيكل التمويل تعتمد على التدفقات النقدية بعد احتساب الضريبة.

**تكلفة الدين بعد الضريبة = معدل الفائدة - الوفر الضريبي**

$$ت د = ف - ف ض = ف (1 - ض)$$

## ثانيا: تكلفة الأسهم الممتازة.

وهي جزء من التمويل طويل الأجل الذي تستخدمه المنشأة ضمن مكونات هيكل التمويل، وهي تجمع بين خصائص الدين وخصائص الملكية. وتحسب تكلفة الأسهم الممتازة بقسمة عوائد الأسهم الممتازة على صافي سعر السهم الممتاز بعد خصم تكاليف طرح بيع الأسهم الممتازة.

$$= \text{عائد السهم الممتاز}$$

---

### صافي سعر السهم الممتاز

صافي سعر السهم الممتاز = سعر السهم في السوق - تكاليف الإصدار

## ثالثا: تكلفة الملكية.

وهي أموال المساهمين وحقوق ملكية أصحاب المنشأة، وتنقسم الملكية من حيث مصدر التمويل إلى نوعين:

### 1) تكلفة الأرباح المحتجزة:

وهي ذلك الجزء من الأرباح الناتجة بعد أن يتم خصم الضريبة والتي تقرر الإدارة إعادة استثمارها في المنشأة، - وتكلفة هذه الأرباح المحتجزة هي معدل العائد الذي يطلبه المساهمون عن الملكية الناتجة عن الأرباح المحتجزة. ويمكن حسابها بعدة طرق أهمها ما يلي:-

#### أ- نموذج النمو الثابت لجوردن:

يقوم على افتراض أن التوزيعات تنمو دائما بمعدل ثابت، ويتم

حساب تكلفة الأرباح المحتجزة بعد الضريبة

$$= ( \text{التوزيعات} / \text{سعر السهم} ) + \text{معدل النمو}$$

## ب- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

وهو نموذج لتحليل العلاقة بين المخاطر والعائد من محفظة

الأصول، ويمكن استخدامه لتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة عن طريق الآتي:

﴿ تقدير معدل العائد الخالي من المخاطر وهو يساوي معدل العائد على سندات الحكومة.

﴿ تقدير معامل بيتا للسهم العادي واستخدام هذا المعامل كمؤشر لمخاطر السهم، وهو مقياس لدرجة تغير عائد السهم نسبة إلى التغير في متوسط عائد السهم في السوق.

﴿ الحصول على تكلفة الأرباح المحتجزة باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

**تكلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد الخالي من المخاطر + معامل**

بيتا X (معدل العائد على السهم - معدل الخالي من المخاطر)

$$ت ح = خ + ب (ع - خ)$$

## ج- مدخل بدل المخاطر العام:

هو طريقة حكومية تستخدم لتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة، والتي هي

عبارة عن عائد السند في المنشأة (تكلفة الدين) بالإضافة إلى بدل المخاطر.

**تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة الدين + بدل المخاطر**

$$ت ح = د + ل$$

## د- نسبة المكاسب / السعر:

تعتبر أسهل طريقة لتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة عن طريق قسمة

المكاسب الحالية للسهم على سعر السهم العادي في السوق.

تكلفة الأرباح المحتجزة ت ح =

مكاسب السهم ( ع )

سعر السهم العادي في السوق ( س )

(2) تكلفة الأسهم العادية الجديدة:

وهو يساوي = التوزيعات المتوقعة / سعر السهم (1- تكاليف طرح الأسهم) + معدل النمو الثابت.

يطلق عليها أيضا تكلفة الملكية الخارجية، وعادة ما تكون أكبر من تكلفة الأرباح المحتجزة للأسباب التالية:

- ارتفاع تكاليف طرح الأسهم في السوق.
- يجب أن يكون سعر بيع السهم للجمهور أقل من سعر السوق قبل الإعلان عن الإصدار الجديد حتى تتمكن المنشأة من بيع أسهمها في السوق.

المتوسط المرجح لتكلفة التمويل:

وهي التكلفة المرجحة لكل مصادر التمويل طويل الأجل، وتساوي تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل في نسبة هذا المصدر إلى هيكل تمويل المنشأة ثم نقوم بجمع هذه القيمة المرجحة.

المتوسط المرجح لتكلفة التمويل = (نسبة الملكية في هيكل التمويل)

(تكلفة الملكية) + (نسبة الدين في هيكل التمويل) (تكلفة الدين) +

(نسبة الأسهم الممتازة في هيكل التمويل) (تكلفة الأسهم الممتازة)

ومن طرق حساب المتوسط المرجح لتكلفة التمويل ما يلي:

1- الأوزان التاريخية: تقوم على أساس هيكل تمويل المنشأة ولها نوعان هما:-

(1) أوزان القيمة الدفترية: حيث تقيس النسب الفعلية لكل نوع من أنواع التمويل طويل الأجل في المنشأة بناء على القيم المحاسبية المبينة في الميزانية العمومية.

(2) أوزان القيمة السوقية: تقيس النسب الفعلية لكل نوع من أنواع التمويل طويل الأجل في المنشأة حسب أسعار السوق الحالية، وهذه الأوزان غير مستقرة لأن أسعار السوق تتغير باستمرار.

2- الأوزان المستهدفة: تعتمد على هيكل تمويل معين مرغوب من جانب المنشأة، وهو هيكل التمويل الأمثل الذي تريد المنشأة الوصول إليه.

## هيكل التمويل:

الهيكل المالي يشمل كل الخصوم الجارية والدين طويل الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية التي تستخدم في تمويل المنشأة، وتهدف دراسته إلى الوصول إلى هيكل التمويل المثالي الذي يعظم القيمة السوقية للمنشأة لزيادة ثروة الملاك.

## نظريات هيكل التمويل:

1- نظرية صافي الدخل:

تقوم برسملة صافي الدخل ( صافي الدخل = المكاسب قبل الضرائب = المكاسب - مدفوعات الفائدة )

وتقوم هذه النظرية على الافتراضات التالية:

- إن معدل الفائدة على الدين وتكلفة الملكية كلاهما مستقل عن الرافعة المالية.

- إن تكلفة الدين أقل من تكلفة الملكية.
- وفي ظل هذين الافتراضين فإنه بزيادة نسبة الدين ينخفض متوسط تكلفة الدين ويكون الوضع الأمثل عندما يتكون هيكل التمويل من الدين فقط، ويكون القيمة السوقية للمنشأة مساوية للقيمة السوقية للدين.

## نقد نظرية الدخل:

- الخلل الأول الذي تعاني منه هذه النظرية أنها أهملت جانب المخاطر المالية المترتبة على استخدام الدين.
- لم تنتبه النظرية إلى أنه مع زيادة الدين في هيكل التمويل يطالب المستثمرون بزيادة العائد على أموالهم وهو ما يعني انخفاض القيمة السوقية للمنشأة.
- أن تكلفة التمويل لا يمكن أن تأخذ هذا الشكل الذي تفترضه النظرية، لأنه مع زيادة نسبة الدين تبدو مخاطر الفشل، فيطالب المقرضون بزيادة أسعار الفائدة لتعويضهم عن تلك المخاطر.

## 2- نظرية صافي دخل التشغيل:

- تقوم برسملة صافي دخل التشغيل ( صافي دخل التشغيل = المكاسب قبل الفوائد ) وتقوم هذه النظرية على الافتراضات التالية:
- أن تكلفة الدين ثابتة.
  - أن التكلفة الكلية للتمويل ثابتة.
  - أن استخدام الدين ذي التكلفة الأقل يزيد المخاطر المالية على حملة الأسهم مما يزيد من تكلفة الملكية.

## نقد نظرية صافي دخل التشغيل :

أن هذه النظرية ترى أن كل الهياكل التمويلية التي تستخدمها المنشأة تعد مقبولة، فما دامت تكلفة التمويل ثابتة فإن المنشأة يمكنها أن تتجاهل مسألة هيكل التمويل تماماً؛ وهذا التأويل لا يمكن أن يحظى بالقبول لأنه أغفل المخاطر المالية كما أنه لا يقدم أي عون للمديرين عند اتخاذ القرارات للاستفادة من التغيرات المالية.

### 3- النظرية التقليدية:

وهي نظرية وسط بين نظرية صافي الدخل ونظرية صافي التشغيل وترى أن تكلفة التمويل لن تظل ثابتة مع زيادة نسبة الدين في هيكل التمويل، وطبقاً لهذه النظرية فإن المتوسط المرجح لتكلفة التمويل يتفاعل مع التغيرات التي تعتري هيكل التمويل، ويحدث هذا التفاعل من خلال مراحل ثلاث كما يلي:

- **المرحلة الأولى:** يظل معدل رسملة الملكية ثابتاً أو يرتفع ببطء مع زيادة استخدام الدين كما تظل تكلفة الدين ثابتة وكنتيجة لذلك لأن التكلفة الكلية للتمويل تنخفض مع زيادة استخدام الدين وبالتالي تزداد قيمة المنشأة.
- **المرحلة الثانية:** تزداد نسبة الدين في هيكل التمويل ويزداد حجم المخاطر المالية وبذلك يكون هيكل التمويل خلال هذا المدى هو هيكل التمويل الأمثل.
- **المرحلة الثالثة:** تبدأ تكلفة التمويل في الزيادة كما تبدأ القيمة السوقية للمنشأة في الانخفاض.

## نقد النظرية التقليدية:

أن هذه النظرية بديهية في مفاهيمها قامت أساسا على ملاحظات عامة عن سلوك رأس المال في السوق.

### تحليل : EPIT – EPS

يقوم بدراسة أثر التغير في هيكل التمويل عند مستويات مختلفة وذلك لاختيار هيكل التمويل الذي يعظم قيم المنشأة، حيث هي:

مكاسب السهم الواحد =

صافي الربح - توزيعات الأسهم

---

عدد الأسهم العادية المتداولة

وبطبيعة الحال إذا لم يكن هناك أسهم ممتازة في هيكل تمويل المنشأة فلن يكون هناك توزيعات أسهم ممتازة.

الرافعة المالية هو مدى استخدام المنشأة للدين في هيكل التمويل ويهتم الملاك والدائنون بدرجة الرافعة المالية في المنشأة بسبب أثرها على المخاطر التي تتعرض لها المنشأة يجعل مكاسب السهم EPS حساسة للتغير في المكاسب قبل احتساب الفوائد والضرائب.

وتستخدم خريطة التحليل EPIT – EPS لتبين للمدير المالي أثر خطط التمويل المختلفة على مكاسب السهم عند مستويات مختلفة للمكاسب قبل الفوائد والضرائب EPIT.

نقطة التعادل حيث تتحدد بطريقتين بيانية وأخرى رياضية بالمعادلة التالية: نقطة التعادل المالي = الفوائد + (توزيعات الأسهم الممتازة / 1- معدل الضريبة).

## سياسة التوزيع:

تعرف سياسة التوزيع بأنها كيفية توزيع الأرباح التي حققتها المنشأة من خلال احتجازها وإعادة استثمارها في المنشأة أو توزيعها على المساهمين في شكل نقدي أو في شكل أسهم.

وسياسة التوزيع المثلى هي التي تعظم القيمة السوقية لثروة المساهمين بتحقيق التوازن بين التوزيعات الحالية على المساهمين والنمو في المستقبل.

## نظريات سياسة التوزيع

### 1- نظرية ( M M )

نظرية العلاقة: " سياسة التوزيع لا تؤثر على سعر السهم في السوق ولا تؤثر على تكلفة التمويل في المنشأة، وقيمة المنشأة تتأثر فقط بقدرة المنشأة على تحقيق الأرباح كما تتأثر بمخاطر الأعمال. وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات أهمها :

- لا توجد ضرائب شخصية أو ضرائب على دخل المنشأة.
- لا توجد تكاليف اكتتاب أو تكاليف معاملات.
- أن الرافعة المالية لا تؤثر على تكلفة التمويل.
- أن سياسة الميزانية الرأسمالية في المنشأة مستقلة عن سياسة التوزيع فيها.

وكما هو واضح فإن هذه الفروض غير واقعية.

### 2- نظرية ( Gordon & Lintner )

نظرية عصفور في اليد : إن تكلفة الملكية تتناقص مع زيادة توزيع الأرباح على المساهمين لأن درجة تأكد حصول المستثمرين على المكاسب

الرأسمالية التي تتحقق من الأرباح المحتجزة أقل من درجة تأكد حصولهم على التوزيعات.

وأن تقييم المستثمرين للتوزيعات المتوقعة أكبر من تقييمهم للمكاسب الرأسمالية المتوقعة لأن عائد التوزيعات أقل مخاطرة من معدل النمو المتوقع في المعادلة:

$$\text{معدل العائد المتوقع} = (\text{عائد توزيع السهم} / \text{سعر السهم}) + \text{معدل النمو}$$

### 3- نظرية التفضيل الضريبي

حيث يوجد ثلاثة أسباب ترتبط بالضريبة وتؤثر على تفضيل المستثمر لتوزيعات منخفضة عن توزيعات مرتفعة، وهي:

- إذا كانت الضريبة على المكاسب الرأسمالية أقل من الضريبة على توزيعات الأرباح، فإن المستثمرين قد يفضلون عدم توزيع الأرباح وإعادة استثمارها في المنشأة.

- أن الضريبة على المكاسب الرأسمالية لا تدفع إلا بعد أن يتم بيع السهم.

- إذا احتفظ المستثمر بالأسهم حتى وفاته فلن تكون هناك ضرائب مستحقة.

وبسبب كل هذه المميزات الضريبية فإن المستثمرين قد يفضلون قيام المنشآت باحتجاز الأرباح أو جزء كبير منها.

### أنواع سياسات التوزيع:

سياسات التوزيع التي تنتهجها أي منشأة لا تخرج عن واحدة من ثلاث:

- سياسة التوزيع الثابتة.
- سياسة التوزيع المستقرة.
- سياسة التوزيع العادي زائد إضافة.

## 1- سياسة التوزيع الثابتة:

تعتبر من أبسط سياسات التوزيع بمجرد أن تختار المنشأة نسبة التوزيع.

## 2- سياسة التوزيع المستقرة:

وهي تعني اختيار نسبة توزيع محددة مسبقاً، وتتميز سياسة التوزيع المستقرة بعدم الاتجاه نحو تخفيض التوزيعات حتى في أوقات الأزمات المالية. وتتجه المنشآت نحو سياسة التوزيع المستقرة لعدة أسباب:

1. يعتقد كثير من المديرين أن سياسات التوزيع المستقرة تؤدي إلى زيادة أسعار الأسهم.
2. أن سياسة التوزيع المستقرة تعني تأكد المستثمرين بشأن التوقعات النقدية من التوزيعات.
3. لا تميل المنشآت إلى تخفيض التوزيعات لأن المستثمرين ينظرون إلى التغيير الذي يحدث في التوزيعات على أنها علامة على تنبؤ الإدارة بالمكاسب في المستقبل.

## 3- سياسة التوزيع العادي زائد إضافة:

تقوم على أساس توزيع الأرباح العادية التي توزعها المنشأة عادة بالإضافة إلى توزيع أرباح إضافية في نهاية العام، وتتاسب هذه السياسة المنشآت التي تتقلب مكاسبها من عام لآخر.

## العوامل المؤثرة على اختيار سياسة التوزيع

س: ما هي أهم العوامل المؤثرة على اختيار سياسة التوزيع ؟

### 1- قيود توزيع الأرباح :

- عقود الحماية : قد يفرض المقترض شرطاً بعدم توزيع الأرباح على المساهمين ما لم تكن نسبة السيولة ومعدل تغطية الفوائد تزيد عن حد أدنى معين.

- قاعدة إتلاف رأس المال : لأن بعض المنشآت قد تلجأ إلى توزيع رأس المال على المساهمين تاركة للدائنين المنشأة خاوية.
- توافر النقدية : فقد تحقق المنشأة مكاسب ولكن لا تتوافر لديها سيولة كافية لتوزيع الأرباح.

2- فرص الاستثمار : فإذا كانت المنشأة في مرحلة النمو فإن حاجتها إلى الأرباح لإعادة استثمارها تكون أكبر من حاجة منشأة أخرى في مرحلة النضج.

### 3- بدائل التمويل المتاحة :

- تكلفة إصدار أسهم جديدة : إذا احتاجت المنشأة إلى أموال جديدة فإنها يمكن أن تصدر أسهما جديدة بتكلفة معقولة أو تحتجز الأرباح.
- إمكانية استبدال الدين : إذا كانت المنشأة في حاجة إلى الأموال لتمويل فرص الاستثمار المتاحة أمامها فإنها إما أن تستخدم الملكية أو تستخدم الدين.

- التحكم : من خلال اللجوء إلى الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل مما يخفض نسبة التوزيعات.

4- أثر سياسة التوزيع على تكلفة الملكية : يعتمد ذلك على عدد من العوامل والتي يختلف أثر كل عامل منها على تكلفة الملكية باختلاف المنشآت، وأهمها:

- رغبة المساهمين في الحصول على التوزيعات حالياً مقابل الدخل المتوقع في المستقبل.
- مخاطر توزيع الأرباح مقابل مخاطر المكاسب الرأسمالية.
- المزايا الضريبية التي يحصل عليها المساهمون.
- مضمون المعلومات عن التوزيعات التي تجريها المنشأة.