

الفصل الثاني طبيعة القرارات التمويلية وتكلفتها

إن النشاط التمويلي عبارة عن تطبيق مجموعة أساليب يستخدمها الأفراد أو المنظمات (كيانات) لإدارة أموالهم، وعلى وجه الدقة إدارة الفرق بين مداخيلهم ومصاريفهم بالإضافة إلى المخاطر المتعلقة باستثماراتهم. فالكيان الذي دخله يفوق عن مصروفاته بإمكانه إقراض أو استثمار ذلك الفائض. في المقابل فإن الكيان الذي يكون دخله أقل من مصروفاته بإمكانه رفع رأسماله إما بالاقتراض أو من خلال بيع حقوق ملكية أو تخفيض مصاريفه أو زيادة دخله. ويمكن للدائن أن يجد مقترض من خلال وسيط مالي كالمصارف، أو أوراق الدين أو السندات في أسواق السندات. فيجني الدائن فائدة أقل من تلك التي يدفعها المقترض ويذهب الفرق لصالح الوسيط المالي.

١- قرارات الاستثمار:

تعتبر هذه القرارات من أهم قرارات الإدارة المالية والغالب في هذه القرارات أن الإدارة المالية تسعى لاستخدام أموالها الاستثمارية إما في خلق أصول المالية مثل النقد والاستثمارات قصيرة الأجل أو في خلق استثمارات عينية مثل المخزون السلعي، الآلات، المعدات. وهذا يعني أن قرارات الاستثمار سوف تنحصر في اختيار نوع الموجودات التي يجب أن تستخدم من قبل إدارة المنشآت لتحقيق عوائد مستقبلية مصاحبة للاستثمار.

ويمكن تصنيف قرارات الاستثمار على النحو التالي:

أ- قرارات استثمارية قصيرة الأجل:

تدور هذه المجموعة من القرارات حول الاستثمار في الموجودات المتداولة التي تشكل جزءاً مهماً من حركة الاستثمار الداخلي في منشآت الأعمال مثل النقد والاستثمارات المؤقتة والذمم المدينة والمخزون السلعي لارتباط هذا الجزء بقدرة المنشأة على تحقيق وتعظيم عوائدها وفي تحديد وضمان السيولة المطلوبة فالقرار المالي السليم هو القرار الذي يتضمن الحجم الاقتصادي الأمثل لحجم الاستثمارات في الموجودات المتداولة.

ب- القرارات الاستثمارية طويلة الأجل:

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالإنفاق الاستثماري طويل الأجل والمتمثل بالاستثمار في الموجودات الثابتة والمعروف عن هذا النوع من القرارات المالية أنه أصعب القرارات المالية لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ التي يحتويها ويضمن عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل إضافة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يرسم حدود العملية الإنتاجية في منشآت الأعمال^(١).

ج- القرارات الاستثمارية الإستراتيجية:

تهتم هذه المجموعة من القرارات بالتخطيط الاستراتيجي للمنشأة والمتمثل في الاتساع والنمو والثبات في سيطرتها على الأسواق المحلية أو التفكير في الأسواق العالمية.

٢- قرارات التمويل:

وتدور هذه المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل الاستثمارات وحول تحديد المزيج الأمثل من مصادر تمويل الاستثمارات أي تحديد تشكيلة التمويل من مصادر التمويل المتاحة أي أن هذه القرارات تهتم بالمصادر التمويلية المناسبة ومبالغها وكيفية الحصول عليها.

٣- قرارات توزيع الأرباح:

وهي القرارات المالية المتعلقة بتوزيع الأرباح وتتضمن هذه المجموعة كافة القرارات التي تهتم بتحديد النسبة المئوية للأرباح النقدية التي توزع على المساهمين وزمن توزيع هذه الأرباح وهذا يعني تحديد نسبة التوزيع وتقدير العوائد الواجب الاحتفاظ بها داخل المنشأة بشكل أرباح احتياطية والذي يعتبر مصدرا مهما من مصادر التمويل الذاتي. وإن هذه القرارات هي من القرارات المالية المهمة نظراً للربغبات المتعارضة فيما بين المستثمرين الذين يرغبون بزيادة مكاسبهم النقدية السريعة من خلال توزيع نسبة أكبر من

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٨٤م، ص ١.

الأرباح وبين رغبة الإدارة بزيادة الجزء المحتجز وبكميات أكبر من الأرباح الموزعة لأغراض عملية التوسع الاستثماري داخل المنشأة.

٤- قرارات التحليل والتخطيط:

تدخل عملية التحليل والتخطيط كوظيفة رئيسية للإدارة المالية في منهج اتخاذ القرارات حيث يوفر التحليل والتخطيط الحدود المشتركة في قرارات الاستثمار وقرارات التمويل. فالتحليل هو عملية ضبط وتنظيم الأداء الحالي لمنشأة الأعمال وبواسطته تستطيع الإدارة المالية أن تكشف وتقوم المشاكل المالية الرئيسية داخل المنشأة. أي استخدام نتائج التحليل لعمليات اتخاذ القرارات أما التخطيط فيشير إلى قدرة الإدارة المالية في تقييم الفرص الرئيسية التي تقابلها بالإضافة إلى قدرتها في مواجهة التهديدات التي تتعرض لها منشأة الأعمال وباختصار فالتخطيط هو عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالمستقبل ومواجهة الظروف غير المؤكدة التي تواجه نشاط منشأة الأعمال.

مراحل عملية اتخاذ القرار المالي:

تشتمل عملية اتخاذ القرار المالي على العديد من المراحل التي يمر بها المديرين حتى يتمكنوا من الوصول إلى الحل الأفضل واتخاذ القرار المناسب^(١).

أولاً: تشخيص واكتشاف المشكلة:

أو ما يسمى بمرحلة البحوث والدراسات لاكتشاف المشكلة ففي مجال الإدارة المالية يتم الاستقصاء المنظم عن المعلومات التي يحتويها التنظيم الرسمي بحيث يمكن من تحسين نوعية القرارات المالية وذلك من خلال إجراء مقارنات لقوائم الدخل لعدة سنوات ماضية وكذلك التكاليف والأرباح والأصول والخصوم للكشف عن التغيرات وشكلها بالزيادة أو النقصان وقد تستخدم بهذا الشأن مختلف الأساليب لجمع المعلومات لقياس درجة التقلب أو الثبات في تدفقات الأموال وتغيرات القيمة وقد تمتد البحوث لجمع المعلومات المالية عن المشروعات التي تنمي للصناعة ككل والتي يعتبر المشروع جزءاً

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سابق، ص ٣.

منها وإلى بعض القطاعات الاقتصادية ذات العلاقة بتمويل الشركة وإلى مصادر التمويل المختلفة.

ثانياً: البحث عن البدائل:

إن البديل هو الوسيلة الموجودة أمام الإدارة لحل المشكلة القائمة وتحقيق الأهداف المطلوبة واتخاذ القرار المالي المناسب ويجب أن يتصف البديل بقدرته على تحقيق بعض النتائج التي يسعى متخذ القرار للوصول إليها. و تتطلب عملية تحديد البدائل:

- ١- القدرة على الابتكار لإيجاد الحلول المناسبة
 - ٢- الاعتماد على التجارب والسجلات السابقة ومعلومات وخبرات الآخرين حتى يمكن الإلمام بجميع المعلومات والنواحي المتعلقة بالمشكلة وبالتالي بكل الحلول الممكنة.
- فإذا كان القرار المالي يتعلق بالتمويل فيمكن أن تكون البدائل في التمويل الداخلي أو الاقتراض أو طرح أسهم المشروع.
- أما إذا كان قراراً استثمارياً فيمكن الاعتماد على الاستثمار قصير الأجل كالاستثمار في الموجودات المتداولة مثل النقد والذمم المالية المدينة والمخزون السلعي أو الاعتماد على الاستثمار طويل الأجل والمتمثل بالاستثمار بالموجودات الثابتة وهو أصعب البدائل لارتباطه بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ وطول الفترة الزمنية للمشروع. وقد يكون في الاعتماد على الاستثمارات الإستراتيجية المرتبطة بالاستثمار الاستراتيجي.

ثالثاً: مقارنة البدائل وتقييمها:

وذلك عن طريق تقدير النتائج المتوقعة الإيجابية والسلبية لكل بديل ووضع معايير محددة تقوم على أساس نتائج كل بديل واستبعاد البدائل التي لا تتطابق مع الحد الأدنى من المعايير الموضوعية التي لا تحقق مستوى الرضا. ويقصد بمستوى الرضا مدى تحقيق البدائل للشروط المطلوبة في اتخاذ القرار. ومن المعايير التي يمكن استخدامها في في المقارنة بين البدائل المعايير المالية والتكلفة والفنية والإدارية والتي تتعلق بالربحية والتكاليف ومعدلات الفائدة ودوران رأس المال.....

رابعاً: اختيار البديل المناسب (القرار):

وفي هذه المرحلة يترجم المديرون جهودهم السابقة إلى اختيار أفضل البدائل والذي ينتج أكبر قدر من الفوائد والمزايا المحتملة ويقلص السلبيات والعيوب إلى أقل ما يمكن ويجب أن يعتمد القرار الخاص باختيار احد البدائل على ما يلي:

- ١ - تحقيق الأهداف الجوهرية الصادر من أجلها
- ٢ - توفير الوقت والجهد والتكلفة بالمقارنة مع الخيارات الأخرى
- ٣ - الملائمة والإمكانات المتاحة
- ٤ - تقليل الآثار السلبية عند التطبيق
- ٥ - الاهتمام بدراسة عنصر المخاطرة في مراحل التنفيذ المختلفة مستقبلاً

خامساً: تطبيق القرار:

يعتقد بعض متخذي القرار أن دورهم ينتهي بمجرد اختيار البديل المناسب للحل ولكن هذا الاعتقاد خاطئ ذلك لأن البديل الذي تم اختياره لحل المشكلة يتطلب التنفيذ عن طريق تعاون الآخرين ومتابعة التنفيذ للتأكد من سلامة التنفيذ وصحة القرار.

سادساً: متابعة التطبيق والرقابة وتقييم القرار:

تهتم الخطوة الأخيرة في اتخاذ القرار بمتابعة عمليات التطبيق وتقييم النتائج أولاً بأول حيث تبين الرقابة على التنفيذ مدى جودة القرار ودوره في حل المشكلة موضوع القرار هذا إلى جانب أن المتابعة تظهر مدى الانحراف عن المخطط سعياً إلى الدقة والسرعة في معالجة الانحرافات السلبية والتعرف على أسبابها حتى لا تتفاقم ويصعب مواجهتها

العوامل المؤثرة في اتخاذ القرار المالي:

١ - تأثير البيئة الخارجية:

بما أن المنظمة تمثل خلية من خلايا المجتمع فان قراراتها تثر على هذا المجتمع سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة. ومن العوامل البيئية الخارجية التي تؤثر في اتخاذ القرار المالي هي الظروف الاقتصادية والاجتماعية

والسياسية السائدة في المجتمع والمنافسة الموجودة في السوق وتكتلات النقابات والمستهلكين والتشريعات والقواعد الحكومية والتغيرات والتطورات التقنية والرأي العام والسياسة العامة للدولة.

٢- تأثير البيئة الداخلية:

يتأثر القرار المالي بالعوامل البيئية الداخلية في المنظمة من حيث حجم المنظمة والموارد المالية المتاحة وكذلك الهيكل التنظيمي وطرق الاتصال والتنظيم الرسمي وغير الرسمي وطبيعة العلاقات السائدة وتوافر مستلزمات التنفيذ المادية والمعنوية والفنية.

٣- تأثير متخذ القرار:

تتصل عملية اتخاذ القرار المالي بشكل وثيق بالصفات النفسية للفرد أو الأفراد المشاركين في عملية اتخاذ القرار ويمكن تصنيف سلوك متخذي القرارات فيما يتعلق باتخاذ القرار بإحدى الصفات التالية (المجازفة، الحذر التسرع، التهور) ويقع متخذ القرار تحت تأثير هذه العوامل مما يؤدي إلى آراء وانطباعات خاصة وظاهر سلوكية معينة. كذلك فإن مستوى ذكاء متخذ القرار وما اكتسبه من خبرات ومهارات وما يملك من ميول وانفعالات تؤثر تأثيرا مباشرا في عملية اتخاذ القرار.

٤- تأثير أهمية القرار:

إن اتخاذ القرار المالي لتحقيق أهداف محددة أو لإيجاد حلول للمشاكل القائمة يتطلب من المدير المالي إدراك المشكلة من جميع أبعادها والتعمق في دراستها حتى يستطيع الوصول إلى القرار الذي يمثل الحل الجذري لها ويمنع حدوثها في المستقبل. وكلما ازدادت أهمية المشكلة ازدادت أهمية القرار المناسب لحلها وازدادت ضرورة جمع الحقائق والمعلومات اللازمة لتأمين الفهم الكامل لها والقدرة على رسم الحلول المناسبة وتتعلق أهمية القرار المالي بما يلي^(١):

(١) غازي عبد الرازق النفاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، ط٢. عمان: دار وائل للطباعة، ٢٠٠١م.

- أ - عدد الأفراد الذين يتأثرون بالقرار ودرجة التأثير
ب- تأثير القرار من حيث التكلفة والعائد حيث تزداد أهمية القرار عندما تكون التكلفة مرتفعة وأيضا عندما يكون العائد مرتفع.

٥- تأثير عنصر الزمن:

يعد توقيت القرار المالي من الأمور الهامة بالنسبة للمدير ومساعديه والأفراد الذين ينفذوه لما له من اثر فعال على المنظمة ككل. وعلى الرغم من عدم وجود معايير تحكم التوقيت المناسب لاتخاذ القرار في مختلف الحالات. إلا أن القرار المتأخر لن يفيد في حل المشكلة إذا كانت ذات صفة مستعجلة كما أن اتخاذ القرار المالي بصورة مبكرة عن الوقت المطلوب يجعل هذا القرار متجمدا حتى يحين موعد تنفيذه. وبالتالي فان اختيار الوقت الملائم يعتمد على قدرة المدير المالي في استقراء الحوادث والتنبؤ بالمستقبل والأخذ بعين الاعتبار المؤثرات الداخلية والخارجية في المنظمة ومدى ارتباط هذا القرار بالقرارات الأخرى داخل المنظمة وخارجها

التضخم النقدي وأثره على بعض القرارات المالية:

تعريف التضخم:

يعرف التضخم بأنه الارتفاع العام في معدلات الأسعار وببساطة فهو نقود كثير تطارد سلعا وخدمات قليلة.

تأثير التضخم على بعض القرارات المالية:

من وجهة نظر المدير المالي فان للتضخم تأثير كبير على الكثير من القرارات المالية وتؤثر في هذه القرارات في العديد من النواحي ومن هذه النواحي^(١):

- ١- التمويل بأموال الاقتراض أم بأموال الملكية
- ٢- تأثير التضخم على أسعار صرف العملات الأجنبية
- ٣- تأثير التضخم على القرارات المتعلقة بالاستيراد والتصدير

(١) عبد الناصر العابدي وآخرون، مبادئ الاقتصاد الكلي، عمان: دار صفاء للنشر، ٢٠٠٠م.

أولاً: التمويل بأموال الاقتراض أم بأموال الملكية:

يؤثر التضخم على قرارات التمويل من خلال تأثيره على القوة الشرائية للنقود حيث ترتبط بعلاقة عكسية مع هذه القوة. ويمكن تعريف القوة الشرائية بأنها مقدار ما تشتريه وحدة النقود من سلع وخدمات وبناء عليه فإن أي زيادة في الأسعار معناها نقص في القوة الشرائية للنقود أي أن القوة الشرائية للنقود تنخفض بمقدار يتناسب مع معدل التضخم.

مثال عن حساب القوة الشرائية:

إذا كان معدل التضخم السائد هو ٦٪ فالمطلوب استخراج القوة الشرائية لمبلغ مئة ليرة سورية تقبضها بعد ثلاث سنوات من الآن. أحسب القيمة الشرائية للمائة ليرة بنقود هذه الأيام وفسرها ؟
الحل: يتم استخراج القيمة الحالية لمبلغ ستقبضه بعد ثلاث سنوات ولكن باستخدام معدل التضخم بدلاً من معدل الفائدة.

القيمة الحالية = م \div (١ + ع) = ١٠٠ \div (١ + ٠٠٦) = ٨٣,٩٦٣ ليرة ومعناها أنك تستطيع أن تشتري بمبلغ ٨٣,٩٦٣ ليرة سلعا وخدمات هذه الأيام. وهذه السلع ستكلفك مائة ليرة بعد ثلاث سنوات بفعل التضخم.

التضخم وأعمال الاستيراد والتصدير:

يؤثر التضخم النسبي في بلد ما (أي عندما يكون معدل التضخم في ذلك البلد أعلى من معدل التضخم في البلدان الأخرى التي يتعامل معها ذلك البلد تجارياً) على الشركات العاملة في ذلك البلد وخاصة التي لها علاقة بأعمال الاستيراد والتصدير من خلال تأثيره على:

أسعار السلع التي تنتجها تلك الشركات وتصدرها للخارج حيث ترتفع هذه الأسعار بسبب التضخم فيقل الطلب عليها.

أسعار السلع البديلة والتي يستوردها ذلك البلد من الخارج تصبح أرخص من السلع التي تنتجها تلك الشركات وإذا فرضنا وجود تجارة حرة بين ذلك البلد والبلدان الأخرى فإن كمية المستوردات ستزداد والمنافسة ستزداد

وبالتالي ستقل الأرباح في الشركات العاملة في ذلك البلد وهذا ما سيؤثر مباشرة على قرارات الربحية في هذه الشركات^(١)..

ثانياً: تأثير التضخم على أسعار صرف العملات:

لتوضيح تأثير التضخم على أسعار صرف العملات الأجنبية نأخذ بلداً معيناً (س) مثلاً ونفترض أن هذا البلد ينتج سلعة موجودة بديل لها في البلد (ص) وأن التجارة بين البلدين مزدهرة ولا توجد قيود عليها.

ولنفترض الآن أن تضخماً كبيراً نوعاً ما حدث في البلد (س) حيث ارتفعت أسعار السلع التي ينتجها فيتجه سكان البلد (س) إلى البلد (ص) ليشتروا منها السلع البديلة والتي أصبحت أرخص من سلع بلدهم لأن أسعارها بقيت كما هي فيزداد طلبهم على عملة البلد (ص) ليدفعوا ثمن ما يشترونه منها ويزداد ما يعرضونه من عملتهم ليحصلوا على ما يطلبون من عملة البلد (ص) ومن ناحية أخرى بما أن الأسعار في البلد (س) ارتفعت فإن سكان البلد (ص) يقلعون عن شراء سلع البلد (س) بسبب ارتفاع أسعارها بالنسبة لأسعار سلعهم وبذلك يقل ما يعرضونه من عملتهم لدفع أثمان ما كانوا يستوردونه من البلد (س) فيقل ما يطلبونه من عملة البلد (س).

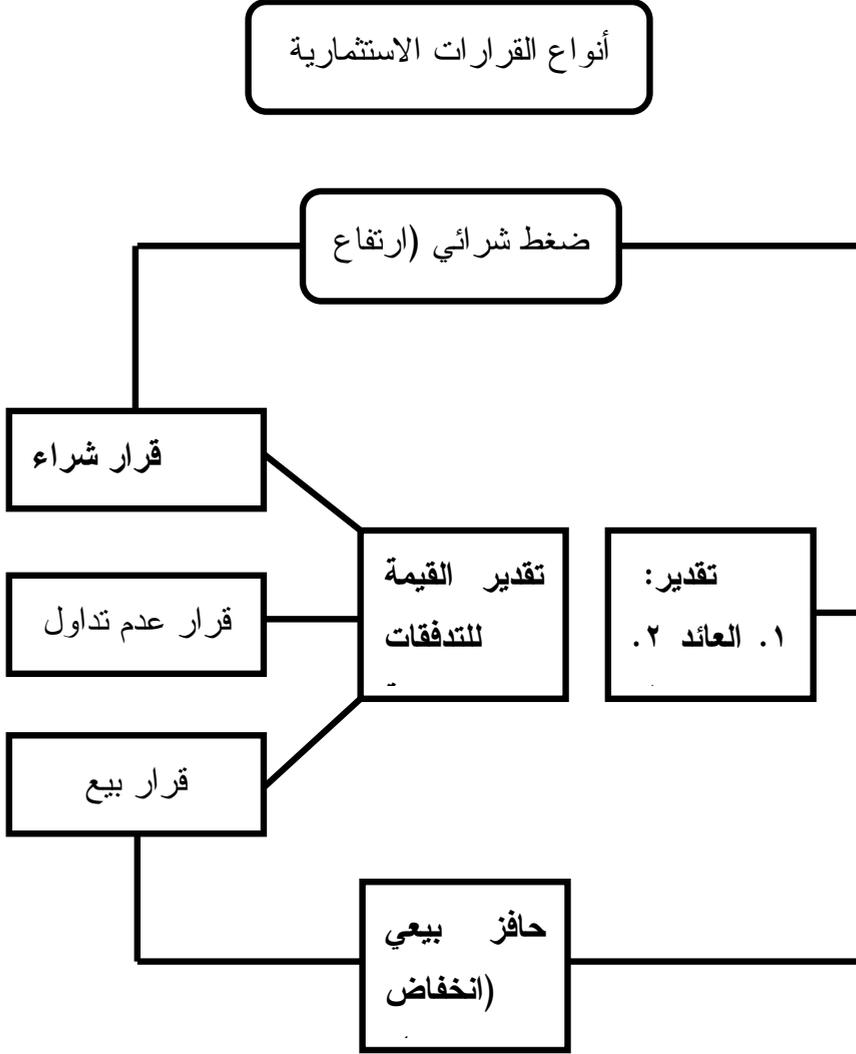
أما في البلد (س) فإن الطلب على عملة البلد (ص) يزداد، وعرض عملة البلد (ص) يقل في نفس الوقت.

إذا يرتفع سعر عملة البلد (ص) بالنسبة لعملة البلد (س) أي إن سعر عملة البلد (س) ينخفض بالنسبة لعملة البلد (ص). أي إن التضخم في البلد (س) أدى إلى ارتفاع عملة البلد (ص) مقابل عملة البلد (س) وإلى انخفاض سعر عملة البلد (س) مقابل عملة البلد (ص).

يمكن ملاحظة ثلاث أنواع من القرارات:

(١) سيد الهواري، الإدارة المالية، الاستثمار والتمويل طويل الأجل، القاهرة: مكتبة عين شمس، ٢٠٠٢م، ص ص ١٢٨-١٢٩.

شكل يوضح أنواع القرارات الاستثمارية



المصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمار والإطار النظري والتطبيقات العلمية،

(عمان: دار وائل لنشر والتوزيع، ٢٠٠٤م)، ص ٣٧.

وفقاً للنموذج أعلاه يمكن للمستثمر أن يتخذ واحداً من ثلاثة قرارات

حسب ظروفه وظروف السوق^(١):

(١) محمد مطر، مرجع سابق، ص ٣٨.

١/ قرار الشراء:

يتخذها المستثمر عندما يجد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة عن الأداء الاستثمارية أكبر من سعرها السائد في السوق.

٢/ قرار عدم التداول:

يلجأ إليها المستثمر عندما يتبين من دراسته للأدوات الاستثمارية المختلفة أن التدفقات الناجمة عنها لن تحقق له أية أرباح بالمقياس مع المخاطر التي يمكن أن تتوافق معها.

٣/ قرار البيع:

يتخذها المستثمر عندما يرى أن الأسعار التي تدفع في السوق مقابل الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها أكبر من تلك الأسعار التي دفعها، أو من القيمة الحالية لهذه الأدوات ومما كان نوع القرار الاستثماري المتخذ فإنه يجب أن يقوم على المقومات الأساسية التالية^(١):

تبنى إستراتيجية ملائمة للاستثمار تقوم على رغبة المستثمر وأولوياته في الاستثمار وفق ميله اتجاه كل من الربحية (Profitability) التي تحدد من خلال معدل العائد على الاستثمار الأموال، السيولة (Liquidity) والأمان (Safety) اللتين تتحددان من خلال المخاطر التي يمكن أن يتحملها المستثمر من أجل الحصول على العائد.

الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الذي يقوم على المدخل العلمي في اتخاذ القرار الذي - يقوم على خطوات هي^(٢):
تحديد الهدف الاستثماري.

جمع المعلومات والبيانات اللازمة لاتخاذ القرار المناسب.

تحديد العوامل الملائمة التي تتحكم في اتخاذ القرار.

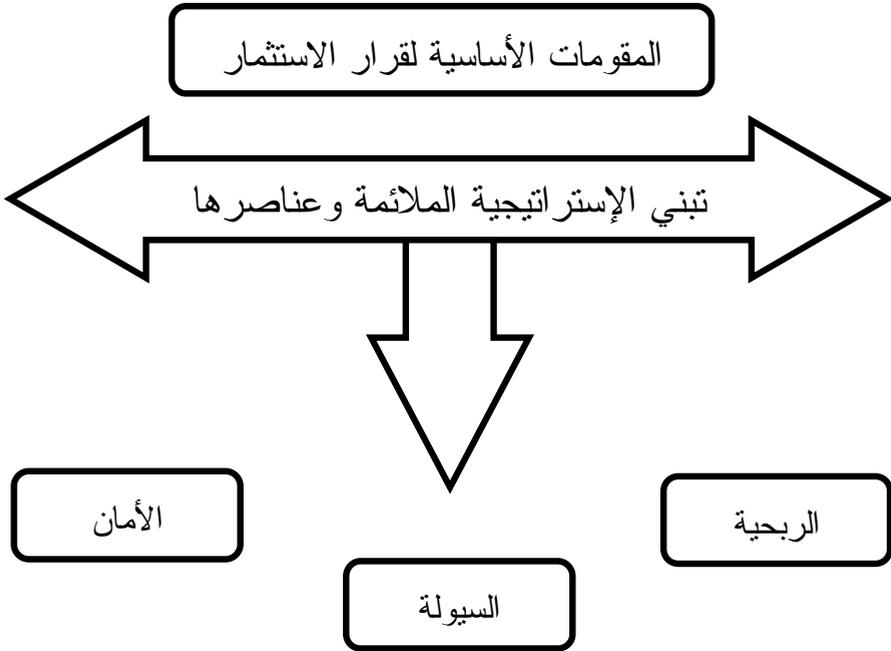
تقييم العوائد المتوقعة من كل بديل من البدائل الاستثمارية المتاحة.

اختيار البديل المناسب الذي يحقق الأهداف الموضوعية مسبقاً.

(١) محمد مطر، مرجع سابق، ص ٤٠.

(٢) محمد مطر، مرجع سابق، ص ٥١.

شكل (٢ - ٣) يوضح المقومات الأساسية لقرار الاستثمار



المصدر: مروان الشموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار (القاهرة:

الشركة العربية للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م)، ص٤٦.

كما توجد مقومات أخرى لقرارات الاستثمار وتتمثل في الآتي^(١):

الموقع الجغرافي. الاستقرار السياسي والاقتصادي.

البنية الأساسية. العنصر البشري.

١/ الموقع الجغرافي:

يلعب الموقع الجغرافي دوراً هاماً إذا كان فريداً ومتميزاً مثل مساهمته في

نقل السلع والاتصالات مما يعزز نجاح المشروعات الاستثمارية.

٢/ الاستقرار السياسي والاقتصادي:

إن الاستقرار السياسي والاقتصادي يكون من خلال توافر الظروف

الموضوعية المواتية لتحقيق هذا الاستقرار فعلي المستوى السياسي العمل على

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، القاهرة، دار النهضة العربية ٢٠٠٧م، ص١٢٠.

توظيف التحرك للتعاون لخدمة أهداف التنمية وفتح آفاق رحبة للتعاون الدولي والإقليمي على أساس المصالح المتبادلة، أما على المستوى الاقتصادي تحقيق الأداء الاقتصادي من خلال توافر عناصر القوة فيه بما يدعم خطط التنمية المتواصلة في مختلف المجالات ويساهم في جذب المزيد من الاستثمارات العالمية.

٣ / البنية الأساسية:

تعد سهولة النقل والمواصلات من أهم العناصر الفعالة في نجاح المشروعات الاستثمارية بالإضافة إلى شبكات النقل والمواصلات الداخلية والخارجية التي تربط بين دول العالم الخارجي، أما العنصر الثاني الفعال في جذب الاستثمارات هو تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات التي تحقق التوحد الإعلامي في جميع أنحاء العالم مما أدى إلى ترويج المشروعات الاستثمارية^(١).

٤ / العنصر البشري:

يعتبر العنصر البشري من مقومات الاستثمار لذلك لا بد من تخريج قوى عاملة واعدة، وماهرة ومدربة في مختلف الجوانب التطبيقية وبأجور مناسبة.

المطلب الثالث: قرارات الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار أهم وأصعب وأخطر القرارات التي تتخذها الإدارة بالمشروع في ذات تأثير على بقائه واستمراره ونموه، ولا تقتصر هذه الاستثمارات على الأصول الثابتة فقط وإنما أيضاً الزيادة في الأصول المتداولة والمترتبة على الاستثمار، ونفقات البحوث والتطوير وبصفة عامة تشكل الاستثمارات في الأصول والبحوث الجانب الأكبر من الاستثمارات وتستدعي عناية خاصة لثلاثة أسباب:

يصعب بعد الشروع في تنفيذ الاستثمارات الثابتة التخلي أو العدول عنها بسبب ضخامة حجم الأموال التي تم إنفاقها في مرحلة الإعداد ومعنى التخلي عن الاستثمار تحمل خسائر مالية ضخمة.

المخاطر المترتبة عند العدول عن الاستثمار لانعدام المرونة لكثير من الاستثمارات الثابتة، ونعني بالمرونة السرعة في الرجوع إلى الوضع المبدئي (ما قبل الشروع في تنفيذ الاستثمار).

(١) الموقع الإلكتروني: www.kenenaonline.com ، ٢٠١١/٢/٢١م.

تعتبر تكلفة الخطأ المترتبة على الاختيار الخاطئ للاستثمار عالية^(١). وبالرغم من أهمية الاستثمار ودوره في الاقتصاد والتنمية والاقتصاد فإنه عملية تحفه كثير من الصعاب والمخاطر، فالاستثمار في أي من المجالات الاستثمارية ومن أي جهة من الجهات، في القطاع العام أو الخاص، يتأثر بعوامل عديدة وعوامل متغيرة أثناء فترة الاستثمار هي العوامل الاقتصادية والسياسية^(٢).

صعوبات قرار الاستثمار:

يعتبر قرار الاستثمار من أصعب القرارات التي تتخذ لسببين رئيسيين: إنه يعتمد كلياً على التنبؤات. مراعاة أن يكون الاستثمار الجديد متمشياً مع أنشطة الشركة وأهدافها وسياساتها^(٣). إن اتخاذ القرار سواء كان صاحبه مديراً أو رئيساً أم مواطناً صغيراً يحتاج إلى الشخص سبق تدريبه على هذه العملية وقد نجد أن كثرة من أكتسب هذه المهارة فأصبح قادراً على اتخاذ القرار الذي هو محور العملية الإدارية بل أنه قلب الإدارة طبقاً لرأي هويات سيمون الذي اعتبر أن القرارات ما هي إلا سلسلة متصلة من الحلقات فكل قرار يسبق قرار ويتبعه قرار إلى أن يتم تنفيذ وتحقيق الأهداف، مثال تلك القرارات التي تصدر من ديوان الوزارة يكون قد سبقها قرار من رئاسة مجلس الوزراء ثم تبعها قرارات أخرى من المديرية التعليمية ثم قرارات تليها على مستوى المدرسة^(٤).

فمن الضروري أن تحدد الإدارة العليا بطريقة واضحة، الأهداف والسياسات العامة والتي على ضوءها تشكل سياسة الاستثمار بما يتفق مع هذه السياسات لأبد من معرفة العناصر المؤثرة في قرار الاستثمار سواء تلك التي يمكن التعبير عنها في شكل كمي أو نوعي، فقد يترتب على هذه

(١) عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الإسكندرية: الدار الجامعية للنشر، ٢٠٠٧م، ص ٢٧٥.

(٢) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، الإسكندرية: دار المعارف، ٢٠٠٣م، ص ٢٠.

(٣) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص ٢٧٠.

(٤) الموقع الإلكتروني: www.sis.gov.eg/ar/economy ٢١/٢/٢٠١١م.

العناصر تدفقات نقدية أو تدفقات مالية فإغفال الاستثمار في نهاية مدة الاستثمار، سواء بالنسبة للأصل الثابت أو المتداول، يؤدي إلى اتخاذ قرار خاطئ، فهذه القيمة لها تأثير ملموس من الناحية المالية وعلى العائد^(١).
فإغفال عنصر معين قد يكون له تأثير على القرار وأيضاً أخذ عنصر معين ليس له علاقة بالقرار قد يؤدي إلى اتخاذ قرار مخالف للواقع.
فإن اتخاذ قرار من هذا الشأن يعني أن الجهة المستثمرة قد تخلت عن فرصة بديلة لاستثمار رأس المال في سبيل ربط هذا القدر من رأس المال بمشروع معين لفترة محددة من الزمن^(٢).

تأثير قرار الاستثمار على قرار التمويل:

تؤثر قرارات الاستثمار تأثيراً مباشراً على قرارات التمويل ممثلاً في^(٣):
أنه إذا ترتب على تنفيذ اقتراح استثماري ما، تغيير في تشكيلة الأموال التي يتكون منها هيكل رأس المال بسبب زيادة نسبة حقوق الملكية، فسوف يترتب على ذلك زيادة في الطاقة الاقتراضية ويصبح من المتوقع قيام المنشأة بالتخطيط للحصول على قرض إضافي، عندما تكون هناك حاجة مستقبلية لمزيد من الموارد المالية وتتحدد قيمته بالتكلفة المبدئية للاقتراح (وهي تعادل قيمة الزيادة في حقوق الملكية) مضروبة في نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية.

وغنى عن البيان أن الميزة التي يقدمها الاقتراح الاستثماري إلى الطاقة الاقتراضية سوف ترد إليه كيف؟ من المعروف أن حصول المنشأة على قروض إضافية يزيد من الوفورات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة، بما يعادل قيمة العوائد على القروض الإضافية مضروبة في معدل الضريبة ولما كان السبب الأساسي في تحقيق الوفورات الضريبية الإضافية هو الاقتراح الاستثماري، فينبغي - طبقاً لأسلوب صافي القيمة الحالية المعدل - أن تعتبر هذه الوفورات من بين المكاسب التي تؤخذ في الحسبان عن تقييمه^(٤).

(١) عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص ٢٢١.

(٢) شوقي حسين عبد الله، مرجع سابق، ص ١١٣.

(٣) منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ٤٣١.

(٤) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الثالثة، الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٨م، ص ٦٩٤.

قرارات ومقومات التمويل:

أولاً: قرارات التمويل:

تؤثر قرارات التمويل على قيمة أسهم الشركة من خلال تأثيرها على حجم مكاسب الربحية وعلى درجة مخاطرة الشركة وتؤثر القرارات المتعلقة بسياسة الشركة أي تخضع للقيود الحكومية في الربحية والمخاطرة وهذان العاملان يحددان معاً قيمة المنشأة ويضمن ضرار سياسة الشركة الرئيسي اختيار الصناعة التي فيها ستقدم الشركة بعمليات الإنتاج والتسويق وبعد أن يتم هذا الاختيار فإن الربحية والمخاطرة تتحدان من خلال القرارات المتعلقة بحجم الشركة وأنواع المعدات المستعملة وحالات السيولة في الشركة.

وهذه القرارات بشكل عام تؤثر على ربحية ومخاطر الشركة مثل ذلك إذا قررت الشركة تمويل المشروع من خلال قرض إضافي فهذا سيزيد من معدل العائد على رأس المال المساهمين ولكن في الوقت ذاته سيزيد نسبة المخاطرة لأن المخاطرة تتناسب طردياً مع مقدار القرص لذلك فإن المدير المالي يسعى إلى أن يتوصل إلى نقطة توازن بين العائد والمخاطرة التي تتحقق أقصى ثروة لمساهمين الشركة وهذا يسمى التوازن بين العائد والمخاطر^(١).

كما ترتبط قرارات التمويل بهيكل التمويل ودرجة المتاجرة في الملكية والمخاطرة المالية المرتبطة بهيكل التمويل والعائد الناتج عن طريق التمويل^(٢).

ومن القرارات الأساسية التي تتخذ في مجال التمويل هي القرارات التي تختص بعمليات الحصول على الأموال والاستخدام الاقتصادي للأموال عن طريق المقارنة الرشيدة بين مزايا الاستخدامات المحتملة وبين تكلفة المصادر البديلة المحتملة لتحقيق الأهداف المالية العامة ويفترض في ذلك أن الاقتراحات الخاصة باستخدام الأموال معروفة وكذلك الظروف الحالية والمستقبلية للفن الصناعي والأسواق والخدمات ورأس المال ومراقبة القرارات الخاصة باستخدام الأموال أو إعادة الاستثمار بالنسبة لاستخدامات جديدة أو الحالية

(١) فردويستون ويوجين براجام، التمويل الإداري، الجزء الأول، ترجمة عدنان داعستاني وأحمد نبيل عبد الهادي، المملكة العربية السعودية: دار المريخ، ١٩٩٣م، ص ٣٩.

(٢) سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية، القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م، ص ٢٧.

وكذلك يهتم التمويل باتخاذ القرارات الخاصة بزيادة الأصول والاستغناء عنها^(١). كما زاد الاهتمام بالقرارات المالية في السنوات الأخيرة وزاد الاعتقاد بأن الإجراءات الصحيحة الموازنة الرأس مالية تتطلب مقياساً دقيقاً لتكلفة التمويل ومراقبة هذه القرارات للوصول إلى الهدف الأساسي لإدارة المال وهو زيادة قيمة المشروع^(٢).

كما يجب في اتخاذ قرار التمويل تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية واستثمار الأموال المتاحة للمنشأة أو الموجودة تحت تصرفها بكفاءة عالية ولذلك أهمية كبيرة^(٣).

كما أن تحقيق التوازن بين مصادر التمويل الداخلية والخارجية أهمية خاصة لأن هذا التوازن يؤثر على استقلالية المنشأة من ناحية ويؤثر من ناحية أخرى على ربحية المنشأة وهنا تكمن أهمية هذا التوازن وعادة تحصل المنشأة على أموالها من المصادر الداخلية التي تتمثل في استثمار أرباحها المحتجزة واحتياطياتها والخارجي مثل زيادة رأس المال عن طريق إصدار أسهم جديدة بالنسبة للشركة المساهمة أو زيادة نصيب الشركاء في شركات الأشخاص^(٤).

مما سبق نقصد بالقرار عملية الاختيار بين البدائل المختلفة واختيار البديل الأمثل والأفضل والممكن التنفيذ وهذا الاختيار بناءً على التصور والمبادأة والإيداع والنطق والبعد عن التحيز وبناءً على مقدرة البديل على تحقيق الأهداف في أقصر وقت ممكن وأقل تكلفة ممكنة ويوصف بالقرار الرشيد^(٥).

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، القاهرة: مكتبة النهضة العربية، ١٩٨٠م، ص ٣٦.

(٢) سليمان أبو صباح، الإدارة المالية، القاهرة: الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، ٢٠٠٨م ص ٢٤.

(٣) محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة، ٢٠٠٨م، ص ٢١.

(٤) محمد إبراهيم عبد الرحيم، اقتصاديات الاستثمار والتمويل والتحليل المالي، مرجع سابق، ص ٢١.

(٥) الموقع الإلكتروني: www.broonzah.net ٢١/٢/٢٠١١م.

ثانياً: مقومات التمويل:

وتتمثل مقومات التمويل في الآتي:

من مقومات الأساسية للتمويل هو ظهور الثورة التكنولوجية وما أفرزته وأنتجته من أجهزة متقدمة أصبحت لا يمكن الاستغناء عنها أو ممارسة النشاط بدونها وإلا كانت نتائجه غير مؤكدة ومشكوك في سلامتها وأدى ذلك إلى توسيع وتنوع الاحتياجات والرغبات.

ومن المقومات أيضاً الاحتياجات والرغبات الخاصة بالمستهلكين في الأسواق المالية والدولية المختلفة وازدياد قدرة المشروعات المماثلة والمنافسة على إشباع هذه الاحتياجات والرغبات.

ارتفاع الدخل المستمر في الدخل وسيادة المستهلك وسيادة قوى المنافسة ونظم البيع الإلكتروني التي توفر الوقت والجهد والتكلفة.

ظهور النظام العالمي الجديد بكافة أبعاده وجوانبه الاقتصادية والسياسية والثقافية والاجتماعية والإنسانية الذي يعمل على توسيع الأسواق ودمجها جميعاً في سوق عالمي واحد فائق التطور في وسائله وأدواته الإشباعية.

امتلاك القوة والنفوذ للمشاكل والمحددات والقيود والضوابط التي تحيط بممارسة النشاط وامتدادها من جانب مؤسسات دولية ما يمكنها من فرض احترام وتطبيق^(١).

الإمكانيات والمواد والقدرات المتوفرة والتي يوفرها المشروع وتعداد الخيارات أمامه.

توفير الآمال والأهداف والطموحات التي يسعى المشروع إلى الوصول إليها سواء لذاته أو للعاملين فيه أو للمتعاملين معه.

وهذه المقومات والعوامل السابقة هي الحاكم والمتحكم في رؤية وفكر وتوازنات متخذ القرار وبالتالي فإن وجودها يمثل ضابطاً ويؤثر على وجود القرار والقرار هو وليد هذا كله بل نتاج تفاعله فإذا كان القرار الإداري أداة فعالة لابد له من كل هذه المقومات.

(١) الموقع الإلكتروني: www.broonzah.net ٢١/٢/٢٠١١م.

ثالثاً: تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار:

يؤثر قرار التمويل على نوعية الاستثمار في الشركات والمؤسسات في التفضيل بين البدائل المختلفة، كما أن التفاوت في مصادر التمويل من حيث التدفقات النقدية الإضافية المترتبة على استخدامها فبينما لا يصاحب التمويل بالأرباح المحتجزة أي تدفقات نقدية المثل فإن التمويل بالأسهم العادية يترتب عليها تدفقات نقدية خارجة تتمثل في تكلفة الإصدار والخصومات التي قد يحصل عليها اشتروا تلك الأسهم وعلى العكس من ذلك يتولد عن الأموال المقترضة وفورات ضريبية يمكن اعتبارها في حكم التدفقات النقدية الداخلة. فيفرض أن الشركة العربية للكنات تفكر في تنفيذ اقتراح استثماري تبلغ تكلفته المبدئية ١٠ مليون جنيه، وسوف يتم تمويله بالكامل من أرباح محتجزة ولا يوجد قيمة للثروة أما العمر الافتراضي للاقتراح فيبلغ ١٠ سنوات، ومن المتوقع أن تتولد تدفقات نقدية سنوية قدرها ٢ مليون جنيه، في ظل عائد يطلبه الملاك على الأرباح المحتجزة معدل ١٤٪. والآن ستقوم بتطبيق المعادلة التالية لإيجاد صافي القيمة الحالية على فرض أن هيكل رأسمال المنشأة يتكون فقط من حقوق ملكية وأن الاقتراح سوف يتم تمويله من أرباح محتجزة.

ص ق ح المعدل = $20000 \times 0,126 - 1000000 + \text{صفر} = 432000$ جنيه
ولأن صافي القيمة الحالية المعدلة رقماً موجباً فينبغي قبول الاقتراح الاستثماري هذا مع ملاحظة أن القيمة ٥,٢١٦ تمثل القيمة الحالية لدفعة سنوية قدرها جنيهاً واحداً ومائتا عشر سنوات، مخصومة بمعدل قدره ١٤٪. ومن الملاحظ أن صافي القيمة الحالية المعدل يساوي تماماً صافي القيمة الحالية الأساسية حيث لم^(١). يتولد عن طريق أي تدفقات داخلية أو خارجية، طالما أن الاقتراح ممول من أرباح محتجزة وتقتض أيضاً أن الاقتراح الاستثماري المشار إليه سوف يتم تمويله بإصدار أسهم عادية جديدة حيث تمثل تكلفة إصدار تلك الأسهم من قيمة متحصلاتها.

(١) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص ٤٠٦.

هذا يعني أنه لكي تتمكن المنشأة من تمويل الاقتراح الاستثماري فإن عليها أن تصدر أسهماً عادية قيمتها ١٠٥٢٩٣ جنيه، حتى إذا ما خصم منها تكلفة الإصدار التي تمثل ٥٪ من حصة الأسهم أي ٥٢٦٣١٥ جنيه، فسوف يتبقى ١٠ مليون جنيه وهو ما يعادل التكلفة المبدئية للاقتراح الاستثماري وتمثل تكلفة الإصدار التدفقات النقدية الخارجة الإضافية المترتبة على قرار التمويل الاقتراح بأسم عادية جديدة وحيث أن هذه التكلفة تدفع قبيل تنفيذ الاقتراح الاستثماري فإنها تمثل قيمة حالية بطبيعتها ولا يحتاج الأمر خصماً وعليه فإن: ص ق ح المعدل = $2000000 \times 0,216 - 1000000 - 526315 = 94315$ جنيه

ونظراً لأنه صافي القيمة الحالية المعدل المحسوب على أساس تمويل الاقتراح من أرباح محتجزة مع نظيره المحسوب على أساس تمويل الاقتراح بإصدار أسهم عادية جديدة تكشف عن فاعلية تأثير قرار التمويل على قرار الاستثمار فلاقتراح الاستثماري المذكور يمكن قبوله أو أتيحت أرباح محتجزة تكفي لتمويله أما إذا كان التمويل من خلال إصدار أسهم عادية جديدة فسوف يكون مصيره الرفض.

ويمكن افتراض أن الاقتراح الاستثماري يتمثل في إنشاء مصنع في إحدى المدن الجديدة، ولأن الحكومة تشجع الاستثمار في هذه المناطق فقد حصلت المنشأة من الحكومة على قرض قيمته ٣ مليون جنيه بمعدل فائدة سنوي ٦٪ في حين أن معدل الفائدة السائد في السوق على مثل هذا القرض يبلغ ١٠٪ وفقاً لشروط العقد ينبغي أن يتم السداد على عشرة أقساط سنوية ولما كان معدل الفائدة على القرض ٦٪ فسوف تبلغ قيمة القسط السنوي ٤٠٧١٠٨ جنيه حيث تم حسابه بقيمة القرض على القيمة الحالية لدفعه سنوية قدرها جنيه وتستمر عشر سنوات مخصومة بمعدل ٦٪^(١).

ويعني ذلك أن حصول المنشأة على قرض بمعدل فائدة أقل من المعدل السائد في السوق يحتمل أن يترتب عليه بعض المكاسب إذ تفوق قيمة العرض

(١) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذره، ص ٤٠٦.

القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي ستدفقها المنشأة لسداد القرض ويمكن الوقوف على حجم المكاسب باستخدام المعادلة:

$$\frac{ق}{س} - ر = \frac{ق}{س(1+ق)}$$

ق س = التدفقات النقدية.
ف = الفائدة^(١).

فيجب مما سبق تحديد مصادر التمويل المناسبة وتحديد المصدر الأمثل مقارنة بالتكاليف المترتبة عليه والمكاسب المرجوة منه.

أولاً: العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال:

تتأثر تكلفة الأموال بعوامل عامة تؤثر على كافة العناصر المكونة للهيكل المالي وبالعوامل خاصة تتعلق بكل عنصر على حدا، كما تتأثر تكلفة الأموال كذلك بالقرار المحدد للخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه وفيما يلي نتعرض لهذه العوامل بشيء من التفصيل.

١/ تأثير العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المنشأة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم من مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة نظراً لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم ويعتبر الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ أنه عائد يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أنه استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأية مخاطر، وهو ما يعادل العائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد الاستثمار الخالي من المخاطر، ويتوقف هذا

(١) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مرجع سبق ذكره، ص ٤٠٤.

العائد الذي يعتبر بالنسبة للمنشأة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل على الحالة الاقتصادية فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والعكس صحيح. أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد الذي يحصل عليه المستثمر كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطرة.

ولكن ما هو الموقف بالنسبة لمخاطر التضخم يؤكد بيتي وزملاؤه على أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ينبغي أن يتضمن جزء إضافي لتعويض المستثمر على مخاطر انخفاض القدرة الشرائية للأموال المستثمرة، وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالمنشأة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية. كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر على أنه معدل العائد الخالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية وبذلك يجب أيضا أن يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم، وهذا بالطبع لا يغير من طبيعة هذا العائد إذ مازال تعويضا عن عنصر الزمن وما يخبئه من مخاطر قد يتعرض لها العائد.

وإذا ما اتفقنا على هذا فإن تكلفة عنصر الزمن يمكن التعبير عنها بالمعادلة (٢ - ١) الموالية

$$ف = ج + خ (٢ - ١)$$

حيث أن "ف" تمثل العائد مقابل عنصر الزمن أي معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر والذي يتكون من جزأين هما:

- ج: جزء لتعويض المستثمر عن تأجيله إشباع حاجات أم منافع حاضرة من أجل الاستثمار،

- خ: مخاطر أخرى ترتبط بالزمن وهي مخاطر التضخم^(١).

(١) احمد محي الدين، أسواق الأوراق المالية وأثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، د.ن، ١٩٨٦م ص ١٩.

٢/ عوامل خاصة بكل عنصر:

تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضاً للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على فوائد دورية بصرف النظر عن تحقيق المنشأة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

ويأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر من حملة الأسهم العادية فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح الموزعة أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون ونظراً إلى أن التكلفة التي تدفعها المنشأة (العائد الذي يتحصل عليه المستثمرون) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة فما المتوقع أن يكون الاقتراض هو أقل مصادر التمويل تكلفة وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة بينما تأتي الأسهم الممتازة في منتصف الطريق.

٣/ قرار المنشأة بهيكل الرأس المالي:

عادة ما تضع المنشآت سياسة محددة بشأن الخليط الذي يتكون منه هيكل الرأس المالي ونسبة كل عنصر فيه تقرر المنشأة مثلاً الاعتماد على القروض والحقوق في التمويل استثماراتها وبهذا تستبعد الأسهم الممتازة كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويلها وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة الاختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقاً لقرار المنشأة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

ثانيا: تقدير تكلفة عناصر التمويل:

١ / تكلفة مصادر التمويل طويلة الأجل:

١ - ١ / تكلفة الاقتراض طويل الأجل:

وتتمثل تكلفة الإقراض في المعدل الفعلي للفائدة والذي تدفعه المؤسسة

للمستثمر وهو ما يعرف بالتكلفة الظاهرة ويمكن تقديره بالعلاقة التالية:

$$C_0 = C_t / (1 + K_i)^t$$

C₀: مبلغ القرض.

C: مبلغ التدفقات الخارجة للسنة t ويعادل (القرض + الفوائد)

K_i: سعر الفائدة الظاهري.

$$C_0 / C_t = (1 + K_i)^t \quad \text{ومنه:}$$

وبالتالي فإن تكلفة الاقتراض هي المعدل الذي يحقق المساواة بين

التدفقات الخارجة للقرض، أما التكلفة الحقيقية التي تتحملها المنشأة فعليا

بعد فصل الوفورات الضريبية وتعطى بالعلاقة التالية:

$$K_P = K_i (1 - t)$$

t: معدل الضريبة.

K_P: معدل الفائدة الفعلي.

١ - ٢ / تكلفة الأسهم العادية:

تتمثل في الحد الأدنى للعائد على الاستثمارات الجديدة الممولة بإصدار

أسهم جديدة، وهو المعدل الذي يحافظ على القيمة السوقية للسهم بدون تغير

وتتحدد تكلفة السهم العادي حسب نموذج جوردن كما يلي:

$$r = b_i / (f_i \cdot s_i) \times 100\% + t\%$$

حيث:

r: تكلفة السهم العادي.

b_i الأرباح المتوقعة توزيعها سنويا عن ملكية السهم الواحد.

f_i قيمة إصدار السهم للسهم العادي.

s_i مصاريف الإصدار السهم الواحد.

t: معدل نمو الأرباح (تمثل الأرباح الإضافية التي تخص المساهمين

العاديين).

١ - ٣/ تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة:

يمكن الوصول إلى تكلفة التمويل من الأسهم الممتازة وتصاغ تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية:

$$r = b_i / (f_i \cdot s_i) \times 100\%$$

وكذلك يمكن حساب تكلفة السهم الممتاز كما يلي:

$$KP = D/I0$$

KP: تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.

D: حصة الأسهم الممتازة من الأرباح.

I0: القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

١ - ٤/ تكلفة الأرباح المحتجزة:

يعتقد البعض أن الأرباح ليس لها تكلفة لكن هذا غير صحيح لأنها أصلا من حق أصحاب الأسهم العادية ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم وبالتالي تكلفة الأرباح المحتجزة هي نفس تكلفة الأسهم العادية لكن ينبغي طرح الضريبة منها لأنها لا تخضع لها.

٢/ تكلفة مصادر التمويل متوسطة الأجل:

تكلفة القروض المتوسطة الأجل تحسب بنفس طريقة القروض الطويلة الأجل والفرق الوحيد يكمن في المدى الزمني لذا سوف لن نفصل فيها ونتناول تكلفة التمويل التأجيري فقط.

٢ - ١/ تكلفة التمويل التأجيري:

وهو معدل العائد الأدنى الواجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة التمويل التأجيري، وهو المعدل I الذي تتساوى فيه القيمة الحالية التي تتحملها المؤسسة مع القيمة الحالية للدفعات (بعد خصم الضريبة) مضافا إليه ما تفقده المؤسسة من اقتصاد الضرائب على الاهلاكات) خلال مدة عقد التمويل التأجيري مضافا إليه قيمة إعادة الشراء الأصل في نهاية عمره

$$\sum_{i=1}^n$$

الاقتصادي، وتحسب تكلفة التمويل بالصيغة التالية:

$$V0 = L_i (1-T) + A_i T / (1+r)^i + R_n / (1+r)^i$$

حيث تمثل:

v_0 : القيمة الحالية الصافية للاستثمار (قيمة التجهيزات والآلات).

L_i : الدفعة (الإيجار أو التأجير) التي سوف تدفع في السنة i .

T : معدل الضريبة على أرباح المؤسسات.

A_i : الاهتلاكات السنوية للأصل فيما لو كانت المنشأة مالكة له.

R_n : القيمة المتبقية من الأصل في نهاية العقد.

r : تكلفة الاستئجار (معدل العائد المساوي بين قيمة الأصل وقيمة

التدفقات الحالية لعناصر الأصل المستأجر).