

الفصل السادس

إدارة
الرأسمال
العامل

**WORKING CAPITAL
MANAGEMENT**

6

إدارة الرأسمال العامل

WORKING CAPITAL MANAGEMENT

مقدمة

تتعلق إدارة الرأسمال العامل (المتداول) Workin Capital Management بالسياسات والقرارات المرتبطة بإدارة الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة في الشركة. ويتألف الرأسمال العامل Working Capital من استثمارات الشركة في الموجودات المتداولة مثل النقد والحسابات المدينة والمخزون والأوراق المالية القصيرة الأجل. أما صافي الرأسمال العامل Net Working Capital، فهو عبارة عن الموجودات المتداولة ناقص المطلوبات المتداولة. ويمثل صافي الرأسمال العامل ذلك الجزء من الاستثمار في الموجودات المتداولة الذي جرى تمويله بمصادر تمويل طويلة الأجل.

تتضمن إدارة الرأسمال العامل أربع مجموعات من القرارات الهامة التي يتوجب على الإدارة اتخاذها. أولاً: تحديد مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة بالمقارنة مع الموجودات الثابتة، أي تحديد نسبة الاستثمارات القصيرة الأجل إلى الاستثمارات الرأسمالية الطويلة الأجل. ثانياً: تحديد حجم الاستثمار المناسب في كل من عناصر الموجودات المتداولة. هذا يعني تحديد مستوى النقد الأمثل، تحديد سياسة البيع لأجل من حيث مقدار الخصم وفترة التسديد، تحديد سياسة المخزون وبالتالي الحجم الأمثل

للمخزون. ثالثاً: تحديد مستوى التمويل من مصادر قصيرة الأجل بالمقارنة مع مصادر التمويل الطويلة الأجل، أي تحديد نسبة التمويل القصير الأجل إلى التمويل الطويل الأجل. رابعاً: تحديد مزيج مصادر التمويل القصيرة الأجل ومقدار الاستفادة من الشراء بالدين (تسليف الموردين Trade Credit) والاقراض من البنوك وتأجيل دفع المستحقات (متأخرات). لعل أهم العوامل التي يتوجب أخذها بعين الاعتبار في عمل هذه القرارات هي الربحية Profitability والخطر Risk المتمثل في احتمالات فقدان السيولة. لذلك إن عملية اتخاذ القرار فيما يتعلق بهذه المجموعات الأربع هي عبارة عن عملية تبادل Tradeoff ما بين الربحية والخطر (أي فقدان السيولة). فالقرار الذي يزيد الربحية يكون على حساب فقدان السيولة أي زيادة الأخطار التي تتعرض لها الشركة، وبالعكس. وستبحث بدائل سياسات الرأسمال العامل والنتائج المترتبة على كل منها بالتفصيل في نص هذا الفصل.

إن توفر الرأسمال العامل ذو أهمية كبرى لحيوية الشركة. فمن الناحية التشغيلية، إذا لم يتوفر الرأسمال المتداول فلن تتمكن الشركة من الإنتاج لمستوى معين من المبيعات، أو أنها لن تستطيع زيادة الإنتاج ليواكب النمو في المبيعات. في كلتا الحالتين، إن ذلك يفوّت على الشركة مبيعات وأرباحاً محتملة. ومن الناحية التمويلية، إذا كان هناك نقص في الرأسمال المتداول فإن ذلك يؤدي إلى تلكؤ الشركة في دفع فواتيرها وفي تسديد التزاماتها المالية. إن ذلك يؤثر سلبياً على الملاءة المالية Financial Solvency للشركة، ويسبب تراجعاً في التصنيف الائتماني للشركة، ما يجعل من الصعوبة الحصول على تمويل جديد بشروط ملائمة.

دورة الرأسمال العامل وتأثيرها على الدورة النقدية

Working Capital and Cash Flow Cycles

لعلّ الجانب الهام في إدارة الرأسمال العامل هو الحاجة إلى تمويل الزيادة في الموجودات المتداولة التي تنتج عن زيادة المبيعات. إن الشركة تحتاج إلى رأسمال عامل لدعم مستوى معين من المبيعات، فإذا ازداد مستوى المبيعات فإنه يتوجب على الشركة زيادة استثمارها في الموجودات المتداولة. وهذا يحتاج إلى تمويل من مصادر خارج الشركة، أي فيما يتعدى إمكانيات الشركة على التمويل من تسليفات الموردين والتأخر في دفع المستحقات. إن حجم الاستثمار في الموجودات المتداولة، وبالتالي مقدار التمويل الخارجي الذي تحتاجه الشركة، وتكرارية اللجوء إلى مثل هذا التمويل يعتمد على الدورة النقدية Cash Flow Cycle في الشركة. وتعرّف الدورة النقدية بالفترة الزمنية المنقضية ما بين عمل استثمارات نقدية في الموجودات المتداولة إلى حين تحصيل ثمن المبيعات نقداً. وتعتمد الدورة النقدية بدورها على دورة الرأسمال العامل Working Capital Cycle، التي تحكمها عدة عوامل أهمها: مستوى المبيعات، طول العملية الإنتاجية، سياسات البيع الآجل، سياسات المخزون، وشروط شراء المواد.

يحدد مستوى المبيعات المتوقع حجم الاستثمار الأولي في الرأسمال العامل. فكلما كان مستوى المبيعات أعلى، كان حجم الاستثمار الأولي المطلوب في الموجودات المتداولة أكبر، وكان مقدار التمويل الذي تحتاجه الشركة أكبر أيضاً. كذلك فإن طول العملية الإنتاجية يؤثر على دورة الرأسمال العامل والدورة النقدية. إن طول العملية الإنتاجية يختلف من سلعة إلى أخرى. فالزمن لإنتاج طائرة يختلف عن الزمن اللازم لإنتاج سيارة أو لإنتاج براد أو لإنتاج ثوب من القماش. وكلما طالت فترة العملية الإنتاجية (تحويل المواد الأولية إلى سلعة جاهزة) طالت دورة الرأسمال العامل والدورة النقدية. أما سياسات المخزون فإنها تحدد الفترة الزمنية اللازمة لتحويل المخزون من مواد إلى سلع ومن سلع إلى نقد. فإذا كانت الشركة تتبع سياسة الاحتفاظ بمستويات عالية من المخزون للسلامة Safety Stock لمواجهة الطلب غير المتوقع على السلعة أو التأخر غير المتوقع في استلام المواد، فإن ذلك يؤدي إلى إطالة دورة المخزون وبالتالي دورة النقد في الشركة. فمثلاً إذا كان معدل دوران المخزون يساوي إلى 5 مرات، فإن هذا يعني أن فترة تحويل

المخزون Inventory Conversion Period، وسطي فترة التخزين، تساوي إلى ٧٢ يوماً (٣٦٠ يوماً في السنة ÷ ٥ مرات). أما إذا كان دوران المخزون يساوي إلى ١٠ مرات، فإن ذلك يعني أن فترة تحويل المخزون أقل وتساوي إلى ٣٦ يوماً، أي أن الشركة تحتفظ بمخزون يكفي لـ ٣٦ يوم إنتاج وبيع.

إن طول دورة الرأسمال العامل وبالتالي الدورة النقدية تتأثر أيضاً بسياسة البيع الآجل التي تتبعها الشركة. فكلما طالت فترة تحصيل الحسابات المدينة، طالت الدورة النقدية في الشركة، والعكس صحيح. ولكن هناك على الجانب الآخر ما يلغي جزئياً طول وسطي فترة التحصيل ويقصر من دورة الرأسمال العامل والدورة النقدية، إلا وهو شروط الشراء. فإذا كانت الشركة تشتري ما تحتاجه بتسهيلات ائتمانية من الموردين وبفترات طويلة مسموح بها لتسديد قيمة المشتريات، فإن ذلك يقلل من تكرارية الحاجة إلى النقد لتسديد ثمن المشتريات، أي أنه يساهم في تسريع الدورة النقدية. وهكذا كلما طالت فترة تسديد قيمة المشتريات، ساهم ذلك في تقصير دورة النقد في الشركة، وبالعكس. إن الترابط ما بين دورة الرأسمال العامل والدورة النقدية من خلال العوامل المبحوثة أعلاه يمكن توضيحه أكثر باستعمال مثال رقمي.

مثال: قام الشريكان حازم وزيد بدفع رأسمال قدره ١٠٠ ألف دينار عربي لإنشاء شركة لصنع الأثاث المنزلي البسيط، حيث تم استثمار ٦٠ ألف دينار عربي في المعمل والتجهيزات و ٤٠ ألف دينار عربي في النقد. ويتضح ذلك من الميزانية رقم (١) في الجدول (٦ - ١) والتي تبين المركز المالي الأولي للشركة. تلقت الشركة طلبات لتصنيع ١٠٠٠ قطعة أثاث من الطاولات والكراسي غرض الاستعمال في الشرفات والحدائق المنزلية. ولإنتاج هذه الطلبية قامت الشركة بشراء خشب بقيمة ٤٠ ألف دينار عربي يتم تسديدها خلال ٣٠ يوماً، واستخدمت وشغلت عمالاً في الإنتاج حيث استحق لهم ٤٠ ألف دينار دفعت الشركة لهم نصفها وبقيت مدينة بالنصف الآخر بشكل أجور متأخرة. ويتضح تأثير بدء عمليات الإنتاج على المركز المالي للشركة في الميزانية رقم (٢). فقد ازداد مخزون البضاعة قيد التصنيع (مواد وعمال) بـ ٨٠ ألف دينار جرى تمويلها بـ ٤٠ ألف دينار حسابات دائنة للمواد، و ٢٠ ألف دينار انخفاض في النقد إضافة إلى ٢٠ ألف دينار أجور مستحقة متأخرة للعمال.

جدول (٦ - ١)

إيضاح رقمي لدورة الرأسمال العامل والدورة النقدية في الشركة

(القيمة ألف دينار عربي)		ميزانية رقم (١)
المطلوبات		الموجودات
١٠٠	رأسمال	نقد
		٤٠
		٦٠
١٠٠	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	١٠٠
		معمل وتجهيزات
		إجمالي الموجودات
(القيمة ألف دينار عربي)		ميزانية رقم (٢)
المطلوبات		الموجودات
٤٠	حسابات دائنة	نقد
٢٠	أجور مستحقة متأخرة	مخزون (بضاعة قيد الصنع)
٦٠	إجمالي المطلوبات المتداولة	٤٠
		٤٠
١٠٠	الرأسمال	١٠٠
		٦٠
١٦٠	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	١٦٠
		معمل وتجهيزات
		إجمالي الموجودات
(القيمة ألف دينار عربي)		ميزانية رقم (٣)
المطلوبات		الموجودات
٤٠	حسابات دائنة	نقد
٣٠	أوراق دفع	مخزون (بضاعة جاهزة)
٢٠	أجور مستحقة متأخرة	١٢٠
٩٠	إجمالي المطلوبات المتداولة	١٣٠
		٦٠
١٠٠	الرأسمال	١٩٠
١٩٠	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	١٩٠

ميزانية رقم (٤)		القيمة ألف دينار عربي	
الموجودات		المطلوبات	
نقد	١٠	أوراق دفع	٩٠
حسابات مدينة	٢٠٠	إجمالي المطلوبات المتداولة	٩٠
إجمالي الموجودات المتداولة	٢١٠	الرأسمال	١٠٠
معمل وتجهيزات	٦٠	أرباح محتجزة	٨٠
إجمالي الموجودات	٢٧٠	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	٢٧٠

ميزانية رقم (٥)		القيمة ألف دينار عربي	
الموجودات		المطلوبات	
نقد	١٢٠	الرأسمال	١٠٠
معمل وتجهيزات	٦٠	أرباح محتجزة	٨٠
إجمالي الموجودات	١٨٠	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	١٨٠

ولاستكمال عملية التصنيع تنفق الشركة ٤٠ ألف دينار عربي إضافية تدفعها نقداً. وبما أن الشركة ترغب في الاحتفاظ بحد أدنى من النقد يساوي إلى ١٠ آلاف دينار عربي، ولا يوجد لديها في الصندوق أكثر من ٢٠ ألف دينار، فإن الشركة تضطر إلى أن تقترض من البنك ٣٠ ألف دينار. وباستكمال عملية التصنيع يصبح المركز المالي للشركة كما هو مبين في الميزانية رقم (٣)، حيث يرتفع المخزون (بضاعة جاهزة) إلى ١٢٠ ألف دينار وتمول الزيادة فيه من النقد وأوراق الدفع. لعله من المفيد هنا التوقف وفحص تأثير التقدم في مراحل التصنيع على سيولة الشركة ومديونيتها. بالتحديد، تنخفض النسبة الجارية من ٦٧، ١ مرة في الميزانية (٢) إلى ٤٤، ١ مرة في الميزانية (٣) كما ترتفع نسبة المديونية من ٣٨ بالمئة إلى ٤٧ بالمئة، وهو ما يساهم في زيادة الخطر التمويلي للشركة.

الآن تقوم الشركة بتسليم الطلبية (تبيع الإنتاج) إلى الزبون وتصدر فاتورة بقيمة ٢٠٠ ألف دينار ثمن البضاعة على أن تسدد خلال ٣٠ يوماً. كذلك تقوم الشركة بدفع الحسابات الدائنة والأجور المتأخرة، ما يضطرها إلى الاقتراض مرة ثانية من البنك بمقدار ٦٠ ألف

دينار عربي، وذلك للمحافظة على حد أدنى للنقد يساوي ١٠ آلاف دينار. وتوضح الميزانية رقم (٤) تأثير البيع بالدين، حيث تخلق حسابات مدينة بقيمة ثمن البضاعة المباعة، تمثل ٨٠ ألف دينار منها أرباح توضع في حسابات الأرباح المحتجزة، كما تزداد الديون القصيرة الأجل إلى المصارف لتصل إلى ٩٠ ألف دينار. ويلاحظ أنه حتى الآن لم تتلق الشركة أي نقد من المبيعات، وأنها تمول عمليات الإنتاج والبيع بالدين من التسهيلات الائتمانية التي يمنحها الموردون، من التأخر في دفع الأجور المستحقة للعمال، والاقتراض من البنوك. لكن سيولة الشركة تتحسن في الميزانية رقم (٤) حيث تزداد النسبة الجارية إلى ٣٣, ٢ مرة دون أن يعني ذلك أي تحسن في السيولة النقدية والتي تبقى على حالها. كذلك تتحسن نسبة المديونية فتتخفض إلى ٣٣ بالمئة. وقد يطرح السؤال الآن: هل يؤدي التحسن في نسب السيولة والمديونية إلى تعزيز مقدرة الشركة على لاقتراض أكثر من البنوك فيما لو احتاجت إلى سيولة نقدية؟ لعلّ الجواب عن ذلك يكمن في نوعية الزبون (الملاءة المالية) الذي باعت له الشركة البضاعة. فإذا كان ترتيب الزبون الانتمائي مرتفعاً فإن ذلك يعني أن الشركة قد تستطيع الاقتراض أكثر من البنوك. وأخيراً يدفع الزبون ثمن البضاعة ٢٠٠ ألف دينار عربي، وتقوم الشركة بتسديد قروضها إلى البنوك والبالغة ٩٠ ألف دينار عربي مما يبقى على ١١٠ ألف دينار تضاف إلى حساب النقد الذي يرفع إلى ١٢٠ ألف دينار عربي كما هو مبين في الميزانية رقم (٥). إن هذا المثال يوضح الترابط ما بين الدورة النقدية في الشركة ودورة عناصر الرأسمال العامل.

تحديد مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة وتأثيره

على خطر الشركة وربحيته

إن تحديد مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة يمثل عملية تبادل ما بين الخطر والعائد Risk - Return Tradeoff، وبالتالي فإنه لا توجد طريقة موضوعية للتقرير، بل يعتمد القرار على علاقة التفضيل ما بين الخطر والعائد الخاصة بالإدارة. وبصورة عامة، عندما يكون مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة كبيراً، أي أن نسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة عالية، فإن ذلك يعني أن الشركة تتبع سياسة رأسمال متداول تقلل من المخاطرة، ولكنها تقلل من الربحية أيضاً. فوجود استثمار كبير في

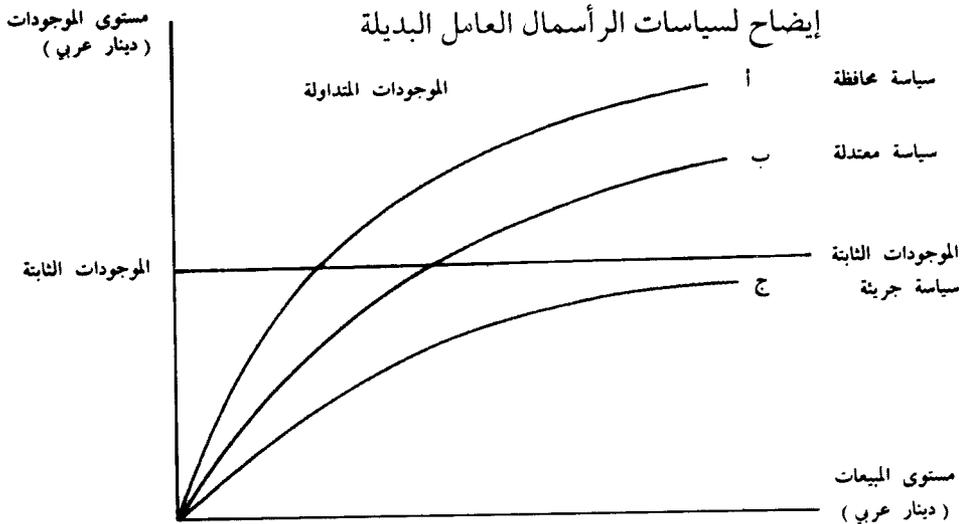
الموجودات المتداولة يعني أن الشركة تحتفظ بأرصدة كبيرة نسبياً من النقد والأوراق المالية القابلة للتسويق بسرعة، وأن لديها كميات كبيرة ومتنوعة من مواد المخزون، وأنها تعطي الزبائن تسهيلات في الدفع لتشجيع المبيعات. إن اتباع سياسة رأسمال عامل من هذا النوع يخفف الخطر، لأنه يخفف من احتمال عدم وجود نقد لدفع الفواتير والالتزامات المالية الأخرى، يخفف من احتمال نفاذ المواد من المخزون، ويخفف من احتمال كساد المبيعات. بالمقابل إن توظيف الأموال في استثمارات من هذا النوع يخفف من ربحية الشركة، لأن العائد على الاستثمار في عناصر الموجودات المتداولة يكون عادة منخفضاً. فهو يقارب الصفر على النقد، ويكون ضئيلاً على الحسابات المدينة والمخزون، ويكون أعلى نوعاً ما على الأوراق المالية. وبصورة عامة، يكون العائد على الاستثمار في الموجودات الثابتة أعلى بكثير من العائد الناتج عن تجميد الأموال في الموجودات المتداولة.

أما إذا كان مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة صغيراً، أي أن نسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة صغيرة، فإن هذا يدل على أن الشركة تتبع سياسة رأسمال متداول تحبذ الأخذ بالمخاطر، ولكنها تزيد من الربحية. ففي مثل هذه الحالة تحتفظ الشركة بحد أدنى من الاستثمارات في النقد والمخزون والأوراق المالية، كما أنها قد تتوسع في البيع الآجل لزبائن من أصحاب ملاءة مالية متدنية. ذلك يعني أن المخاطر التي تأخذها الشركة كبيرة، لأن احتمالات فقدان السيولة النقدية ونفاذ المواد من المخزون وتخلف الزبائن عن دفع ثمن البضاعة تكون كبيرة. في مقابل ذلك، فإن ربحية الشركة قد تكون كبيرة أيضاً لأن الجزء الأعظم من استثمارات الشركة موظف في الموجودات الثابتة التي تحقق عائداً على الاستثمار أكبر بكثير. وسيتم توضيح سياسات الرأسمال العامل هندسياً ثم بحث تأثيراتها على الخطر والربحية من خلال مثال رقمي فيما يلي.

يوضح الشكل (٦ - ١) ثلاث سياسات بديلة لمستوى الموجودات المتداولة هي سياسة محافظة Conservative Policy، وسياسة جريئة (تحبذ المخاطر) Aggressive Policy وسياسة معتدلة Moderate Policy تقع ما بين الإثنتين. يقيس المحور الأفقي للشكل الهندسي مستوى المبيعات بالدينار، وقيس المحور العمودي مستوى الموجودات بالدينار أيضاً. وقد تم التعبير عن الموجودات الثابتة بخط مواز للمحور الأفقي يتقاطع مع

المحور العامودي للتدليل على أنها تبقى ثابتة لجميع مستويات المبيعات، أي أن البحث يجري في المدى القصير حيث تبقى الطاقة الإنتاجية للمعمل ثابتة. أما الموجودات المتداولة فقد تم التعبير عنها بخط منحنٍ يبدأ من نقطة الأصل ويزداد بازدياد المبيعات. والمنطق وراء ذلك واضح، فعندما يكون مستوى المبيعات متدنياً يكون مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة متدنياً أيضاً. وعندما تزداد المبيعات، تزداد الموجودات المتداولة ولكن بمعدلات متناقصة بسبب الاستفادة من اقتصاديات الحجم الواسع. وقد تم رسم ثلاثة منحنيات للموجودات المتداولة يعبر كل منها عن سياسة بديلة للرأسمال العامل. المنحني (أ) يمثل سياسة رأسمال عامل محافظة لأن الشركة في هذه الحالة تحتفظ بمستوى عالٍ من الموجودات المتداولة لكل مستوى مبيعات. هذه السياسة تخفض المخاطر التي تأخذها الشركة ولكنها تخفض الربحية أيضاً. هذا بالمقارنة مع المنحني (ج) الذي يمثل سياسة رأسمال عامل جريئة لأن الشركة في هذه الحالة تحتفظ بالحد الأدنى من الموجودات المتداولة لكل مستوى مبيعات. هذه السياسة تكون محفوفة بأخطار فقدان السيولة ونفاد المخزون، لكنها بالمقابل تزيد من ربحية الشركة. أما المنحني (ب) فيمثل سياسة رأسمال عامل معتدلة، حيث تحتفظ الشركة بمستوى معقول من الاستثمار في الموجودات المتداولة لكل مستوى مبيعات، وبالتالي فإن الشركة تأخذ مخاطر محسوبة وتكون ربحيتها معقولة أيضاً.

الشكل (٦ ١)



لعله من المفيد الآن إيضاح تأثير سياسات مستوى الموجودات المتداولة على خطر الشركة وربحيتها باستعمال المثال الرقمي المبين في الجدول (٦ - ٢). يقدم الجدول ثلاث سياسات (أ) و(ب) و(ج) لمستوى الموجودات المتداولة موضحة بالأرقام. فبحسب السياسة (أ) المحافظة يكون مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة أكبر منه في السياسة (ب) المعتدلة وأكبر منه في السياسة (ج) الجريئة. أما الموجودات الثابتة، فلا تتغير (تبقى ثابتة) لكل من السياسات الثلاث، وكذلك المطلوبات المتداولة والمبيعات والأرباح. ويقاس تأثير سياسات مستوى الموجودات المتداولة على الخطر من خلال مؤشري صافي الرأسمال المتداول والنسبة الجارية، وهما مقياسان لدرجة السيولة في الشركة. ويبدو واضحاً من المثال الرقمي أن درجة السيولة تكون أعلى ما يمكن (٧٠٠ ألف دينار صافي رأسمال عامل و ٢,٤ مرة نسبة جارية) باتباع السياسة (أ) المحافظة، التي تخفض خطر فقدان السيولة إلى الحد الأدنى. وتتندى درجة السيولة إلى ٥٠٠ ألف دينار رأسمال عامل و ٢ مرة نسبة جارية عند استعمال السياسة (ب) المعتدلة، فتزداد درجة المخاطرة ولكنها تبقى مقبولة. وتصل درجة السيولة إلى أدنى مستوى لها (٣٠٠ ألف دينار صافي رأسمال عامل و ١,٦ مرة نسبة جارية) باتباع السياسة (ج) الجريئة والتي ترفع خطر فقدان السيولة إلى أعلى مستوياته. أما تأثير هذه السياسات على الربحية فيقاس بنسبة العائد على الاستثمار ونسبة دوران الموجودات، مع العلم أن النسبة الثانية هي إحدى نسب التشغيل، لكنها عندما تكون مرتفعة تدل على كفاءة تشغيلية عالية وبالتالي ربحية أكبر. إن الربحية تكون أكبر ما يمكن (٢٢,٢ بالمئة عائد على الاستثمار و ٢,٢ مرة دون موجودات) باتباع سياسة (ج) الجريئة. وتكون الربحية أقل ما يمكن (١٨,٢ بالمئة عائد على الاستثمار و ١,٨ مرة دوران موجودات) عند اتباع السياسة (أ) المحافظة. أما السياسة (ب)، فتبقي على ربحية معقولة. يستنتج مما تقدم أن سياسة مستوى الموجودات المتداولة المحافظة تقلل من خطر فقدان السيولة، لكنها تخفض الربحية أيضاً. أما السياسة الجريئة فإنها تعظم الربحية، ولكنها تعظم خطر فقدان السيولة أيضاً.

جدول (٦-٢)

الخطر والربحية لثلاث سياسات يختلف فيها مستوى الاستثمار في الرأسمال العامل
(القيمة ألف دينار عربي)

سياسة (ج) حريئة	سياسة (ب) معتدلة	سياسة (أ) محافظة	
٤,٠٠٠	٤,٠٠٠	٤,٠٠٠	المبيعات
٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠	الأرباح قبل الفائدة والضريبة
٨٠٠	١,٠٠٠	١,٢٠٠	الموجودات المتداولة
١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	الموجودات الثابتة
١,٨٠٠	٢,٠٠٠	٢,٢٠٠	إجمالي الموجودات
٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠	المطلوبات المتداولة
			مؤشرات السيولة (كمؤشرات بديلة لقياس الخطر)
٣٠٠	٥٠٠	٧٠٠	صافي الرأسمال المتداول (قيمة)
١,٦	٢	٢,٤	النسبة الجارية (مرة)
			مؤشرات الربحية
٢٢,٢	٢٠	١٨,٢	العائد على الاستثمار (بالمئة)
٢,٢	٢	١,٨	دوران الموجودات (مرة)

تحديد مزيج التمويل القصير الأجل والطويل الأجل وتأثيره

على خطر الشركة وربحيتها

إن تحديد مزيج التمويل القصير الأجل والطويل الأجل لتمويل استثمارات الشركة هو عبارة عن عملية تبادل ما بين الخطر والعائد Risk-Return Tradeoff أيضاً. وبالتالي فإن اختيار هيكل استحقاق التمويل Maturity Structure of Financing يعتمد على علاقة التفضيل ما بين الخطر والعائد الخاصة بالإدارة، تماماً كما هو الأمر بالنسبة لقرار مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة. ومن الممكن تقسيم مصادر التمويل حسب آجال استحقاقها إلى مصادر تمويل طويلة الأجل أو دائمة (Long - Term (or Permanent)

Sources of Financing ومصادر تمويل قصيرة الأجل . تتضمن الأولى القروض الطويلة الأجل أو التمويل عن طريق الملكية (أموال الرأسمال والأرباح المحتجزة). وتتضمن الثانية الاستفادة من التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الموردون (الحسابات الدائنة)، التأخر في دفع المستحقات من رواتب وأجور وفوائد وضرائب ونفقات أخرى، والاقتراض القصير الأجل من البنوك. إن المهم في التحليل هنا هو نسبة القروض القصيرة الأجل إلى القروض الطويلة الأجل. إذ يفترض هنا أن الشركة تتبع سياسات محددة فيما يتعلق بالاستفادة من التسهيلات الائتمانية التي يقدمها الموردون (مثلاً: الاستفادة من خصميات الدفع نقداً Cash Discounts وعدم دفع ثمن المشتريات الأخرى إلا عند الاستحقاق)، وفيما يتعلق بمدى التأخر في دفع المستحقات الأخرى من رواتب وأجور وفوائد وضرائب. وطالما بقيت هذه السياسات ثابتة، فإن حجم التمويل من عناصر المطلوبات المتداولة هذه يزداد مباشرة مع زيادة حجم الإنتاج والمبيعات. أما مدى الاعتماد على الاقتراض القصير الأجل للتمويل، فهو قرار يتعلق بالسياسة التمويلية للشركة، ويعتبره التحليل هنا عاملاً أساسياً في عملية اتخاذ قرار التمويل.

من ناحية الخطر، إن خطر التمويل بالقروض القصيرة الأجل أعلى من خطر التمويل من طريق القروض الطويلة الأجل. وبصورة عامة، كلما قصرت بنية استحقاق ديون الشركة ازداد خطر عدم توفر السيولة النقدية لدى الشركة لمواجهة دفعات الفائدة وتسديد القروض. وبالعكس، كلما طالت بنية استحقاق ديون الشركة قل خطر عدم توفر السيولة لتسديد الالتزامات المالية. وللإيضاح، افترض أن شركة تقوم ببناء معمل وتجهيزه وتموّل هذه الاستثمارات بالقروض القصيرة الأجل من البنوك. إن درجة المخاطرة المرتبطة بسياسة تمويل من هذا النوع كبيرة، لأن التدفقات النقدية من المشروع في سنة لن تكون أبداً كافية لتغطية ذلك الحجم من القروض المصرفية التي يتوجب تسديدها في فترات زمنية قصيرة (أقل من سنة). وبالإضافة إلى ذلك فإن الشركة ستتحمل نوعين آخرين من الخطر وهما، أولاً: احتمال عدم موافقة البنوك على تجديد القروض الممنوحة للشركة عند استحقاقها، ثانياً: احتمال تجديد هذه القروض بمعدلات فائدة مرتفعة، وذلك بسبب التقلب المستمر والواسع في معدلات الفائدة القصيرة الأجل بالمقارنة مع معدلات الفائدة الطويلة الأجل. ومن الممكن تخفيض هذا الخطر فيما لو موّلت الشركة المعمل والتجهيزات من

مصادر تمويل طويلة الأجل، بحيث تتراكم التدفقات النقدية بشكل منتظم وكاف على مرّ السنين لتسديد قيمة القروض طويلة الأجل. وبذلك تجنب الشركة نفسها احتمالات عدم موافقة البنوك على تجديد قروضها القصيرة الأجل، أو تجديد هذه القروض بمعدلات فائدة عالية.

ومن ناحية الربحية، فإن التمويل بالقروض القصيرة الأجل أقل تكلفة من التمويل بالقروض طويلة الأجل أو سندات الدين وبالتالي أكثر ربحية، وذلك لسببين. أولاً: إن معدلات الفائدة القصيرة الأجل تكون أدنى عادة من معدلات الفائدة طويلة الأجل، لأن درجات المخاطرة المرتبطة بالتسليف القصير الأجل أقل من درجات المخاطرة المرتبطة بالتسليف الطويل الأجل، كما يتبين من بحث الهيكل الزمني لأسعار الفائدة في الفصل (٩). ثانياً: إن الاقتراض القصير الأجل يعطي الشركة مرونة أكبر. ذلك أن الشركة تستطيع أن تسدد القرض القصير الأجل عند استحقاقه أو تجدده بحسب احتياجاتها للأموال. فإذا تناقصت حاجة الشركة للأموال، فيمكنها أن تسدد القروض القصيرة الأجل حال استحقاقها. أما إذا تناقصت حاجة الشركة للأموال وكانت قروضها طويلة الأجل، فإن على الشركة أن تتحمل تكاليف الفائدة العالية على هذه القروض في أوقات لا تحتاج فيها إلى التمويل الأمر الذي يزيد في تكاليف التمويل ويخفض من ربحية الشركة.

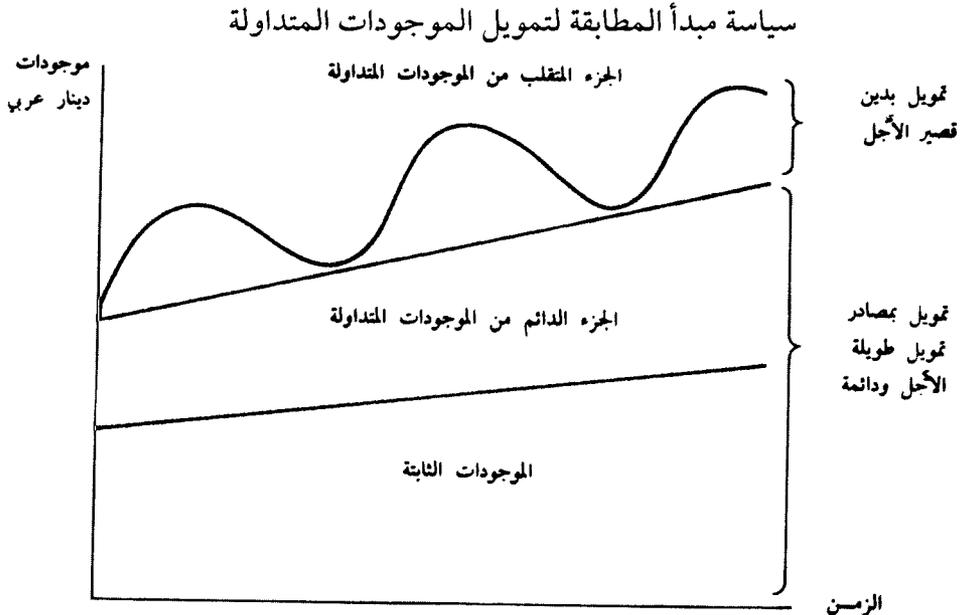
يستنتج مما تقدم أنه بصورة عامة كلما قصرت آجال استحقاق ديون الشركة كان الخطر أكبر والربحية أعلى، والعكس صحيح. أي كلما طالت آجال استحقاق ديون الشركة كان خطر عدم توفر السيولة النقدية لتسديد الديون أقل، وكانت الربحية أقل بسبب تكلفة الفائدة العالية. وللإيضاح سيتم تمييز ثلاث سياسات بديلة لمزيج التمويل القصير والطويل الأجل هي: سياسة محافظة، وسياسة جريئة (تحبذ المخاطرة)، وسياسة معتدلة. وسيتم بحث كل من هذه السياسات باستعمال الأشكال الهندسية.

إن مستوى الموجودات المتداولة يتقلب مع الزمن تبعاً لتغير مستوى المبيعات وبالتالي حجم الإنتاج في الشركة. لذلك فإن مسألة سياسة مزيج آجال التمويل المطروحة هنا تتعلق بكيفية تمويل الأجزاء المتقلبة والدائمة من الموجودات المتداولة. إن الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة Fluctuating Current Assets يتبع التغيرات في الطلب،

الموسمية منها وغير الموسمية. فمثلاً في مواسم البيع العالية تقوم الشركة بعمل استثمارات كبيرة في الحسابات المدينة وفي المخزون، ثم لا تلبث أن تنخفض هذه الاستثمارات في مواسم لاحقة، وهكذا دورياً. أما الجزء الدائم من الموجودات المتداولة Permanent Current Assets فيتعلق بالحد الأدنى من الاستثمار في النقد والحسابات المدينة والمخزون اللازم لمواجهة احتياجات استمرار الشركة في التشغيل على المدى البعيد.

إن السياسة المعقولة والمعتدلة لتمويل الموجودات المتداولة هي في اتباع مبدأ المطابقة Matching Principle والذي يقتضي أن تقوم الشركة بجعل بنية استحقاق مطلوباتها يتزامن مع بنية أجل موجوداتها. إن هذه السياسة موضحة هندسياً في الشكل (٦ - ٢). يقيس الشكل الزمن على المحور الأفقي والموجودات ومصادر التمويل على المحور العمودي. إن سياسة المطابقة تقتضي أن تقوم الشركة بتمويل الموجودات الثابتة والجزء الدائم من الموجودات المتداولة بمصادر تمويل طويلة الأجل ودائمة، أي بأموال الملكية والديون الطويلة الأجل. أما الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة فيتم تمويله بالديون القصيرة الأجل. إن اتباع هذه السياسة يجعل خطر التمويل الذي تتحمله الشركة في حدود المقبول ويحافظ على ربحية معقولة.

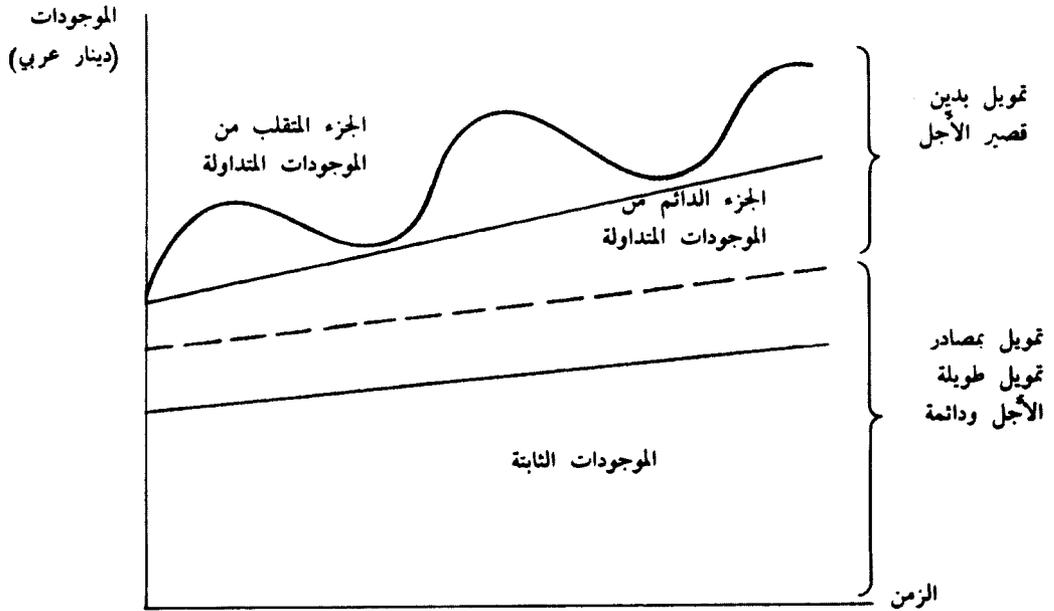
الشكل (٦ - ٢)



وباستطاعة الشركة اتباع سياسة تمويل جريئة Aggressive Policy بحيث لا تمول فقط الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة بل أيضاً قسماً من الجزء الدائم من الموجودات المتداولة بقروض قصيرة الأجل. ويمول القسم المتبقي من الجزء الدائم من الموجودات المتداولة والموجودات الثابتة بمصادر تمويل طويلة الأجل ودائمة. إن هذه السياسة موضحة هندسياً في الشكل (٦ - ٣). إن اتباع مثل هذه السياسة يخفض من تكلفة الفائدة على الشركة ويزيد من ربحيتها، ولكنه يعرض الشركة إلى أخطار كبيرة ناتجة عن احتمالات عدم توفر السيولة اللازمة لتسديد الديون.

الشكل (٦ - ٣)

السياسة الجريئة لتمويل الموجودات المتداولة

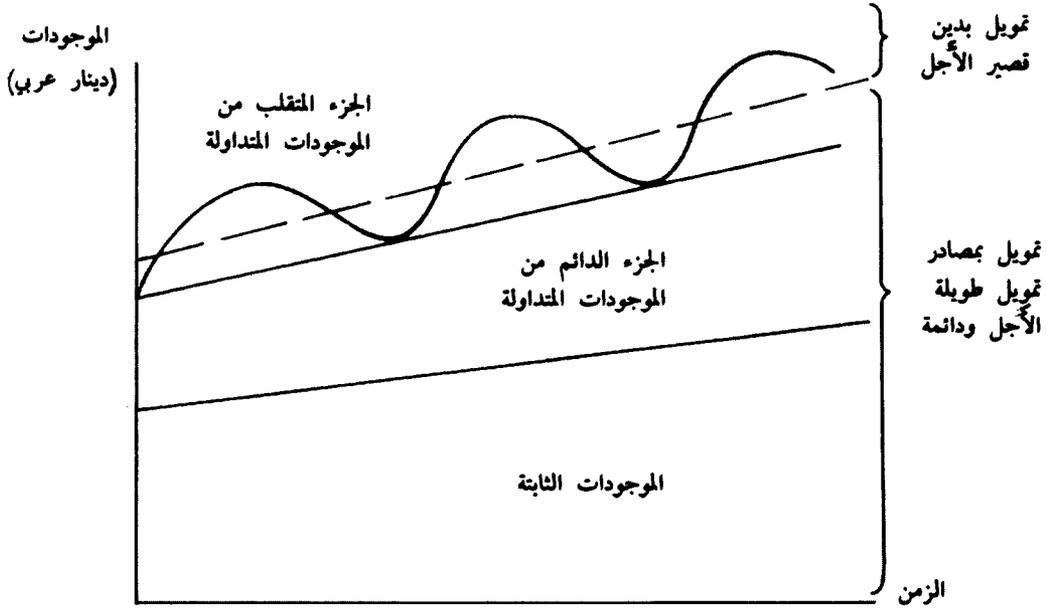


وفي المقابل هناك سياسة تمويل محافظة Conservative Policy يمكن اتباعها، وبحسب هذه السياسة تمول الشركة قسماً فقط من الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة بالقروض قصيرة الأجل. ويتم تمويل القسم المتبقي من الجزء المتقلب من الموجودات

المتداولة والجزء الدائم من الموجودات المتداولة والموجودات الثابتة بمصادر تمويل طويلة الأجل ودائمة، كما هو موضح هندسياً في الشكل (٦ - ٤). إن هذه السياسة تخفض إلى أقصى حد مخاطر التمويل بالقروض القصيرة الأجل، ولكنها مكلفة لأن الجزء الأعظم من التمويل مأخوذ من مصادر التمويل الطويلة الأجل والدائمة العالية التكلفة، ما ينعكس بتخفيض ربحية الشركة.

الشكل (٦ - ٤)

السياسة المحافظة لتمويل الموجودات المتداولة



وللإيضاح أكثر سيتم استعمال مثال رقمي لإظهار تأثير سياسات التمويل الثلاث على خطر الشركة وربحيته. يقدم الجدول (٦ - ٣) ثلاث سياسات تمويل موضحة بالأرقام هي سياسة (أ) محافظة، سياسة (ب) معتدلة، وسياسة (ج) جريئة. ويلاحظ من أمثلة الميزانيات أن مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة والثابتة متساوٍ لكل من السياسات الثلاث. كذلك الأمر بالنسبة لإجمالي الديون، ولكن بنية استحقاق الديون Debt Maturity Structure (مزيج الديون القصيرة والطويلة الأجل) تختلف من سياسة إلى

جدول (٦ - ٣)

الخطر والربحية لثلاث سياسات تمويل تختلف فيها آجال استحقاق الديون
(القيمة ألف دينار عربي)

سياسة (ج)	سياسة (ب)	سياسة (أ)	الميزانية
جريئة	معتدلة	محافظه	
١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	موجودات متداولة
١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	موجودات ثابتة
<u>٢,٠٠٠</u>	<u>٢,٠٠٠</u>	<u>٢,٠٠٠</u>	إجمالي الموجودات
١,٠٠٠	٥٠٠	—	ديون قصيرة الأجل (١٠ بالمئة)
—	٥٠٠	١,٠٠٠	ديون طويلة الأجل (١٥ بالمئة)
١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	إجمالي الديون
١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠	حقوق المساهمين
<u>٢,٠٠٠</u>	<u>٢,٠٠٠</u>	<u>٢,٠٠٠</u>	إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين
حساب الأرباح والخسائر			
٤٠٠	٤٠٠	٤٠٠	الأرباح قبل الفائدة والضريبة
١٠٠	١٢٥	١٥٠	ناقص : الفائدة
<u>٣٠٠</u>	<u>٢٧٥</u>	<u>٢٥٠</u>	الأرباح قبل الضريبة
١٥٠	١٣٧,٥	١٢٥	الضريبة (٥٠ بالمئة)
<u>١٥٠</u>	<u>١٣٧,٥</u>	<u>١٢٥</u>	الأرباح بعد الضريبة
مؤشرات (فقدان السيولة)			
صفر	٥٠٠	١,٠٠٠	صافي الرأسمال العامل (قيمة)
١	٢	∞	النسبة الجارية (مرة)
مؤشرات الربحية			
٧,٥	٧	٦	العائد على الاستثمار (بالمئة)
١٥	١٤	١٣	العائد على الملكية (بالمئة)

أخرى . ففي السياسة (أ) المحافظة، إن كامل التمويل بالدين هو طويل الأجل . وفي السياسة (ب) المعتدلة، ان نصف التمويل بالدين طويل الأجل والنصف الآخر قصير الأجل . وفي السياسة (ج) الجريئة، إن كامل التمويل بالدين هو قصير الأجل . كذلك يقدم الجدول (٦ - ٣) حساب أرباح وخسائر لكل من السياسات الثلاث . ويلاحظ أن الأرباح قبل الفائدة والضريبة هي نفسها في الحالات الثلاث، لكن تكلفة الفائدة تختلف من سياسة إلى أخرى بسبب اختلاف مزيج الديون القصيرة والطويلة الأجل واختلاف معدل الفائدة بحسب أجل الدين . ويؤدي هذا إلى اختلاف الأرباح قبل الفائدة والضريبة، حيث تزداد هذه الأرباح بازدياد التمويل بالدين القصير الأجل الأقل تكلفة .

ولدراسة تأثير سياسة التمويل على خطر الشركة وربحيته، تمّ استخدام صافي الرأسمال العامل والنسبة الجارية كمؤشرات لخطر فقدان السيولة في الشركة، والعائد على الاستثمار والعائد على الملكية كمؤشرات للربحية . تبين هذه المؤشرات بوضوح أن السياسة (أ) المحافظة والتي تعتمد على التمويل بالدين الطويل الأجل (تطوير بنية استحقاق الديون) توفر أكبر قدر من السيولة للشركة (١,٠٠٠ ألف دينار صافي رأسمال عامل ونسبة جارية ∞)، وتخفض الخطر إلى الحد الأدنى . لكن ذلك يكون على حساب الربحية حيث تكون الأقل (٦ بالمئة عائد استثمار و١٣ بالمئة عائد ملكية)، بالمقارنة مع السياستين الأخرتين . وبالعكس فإن السياسة (ج) الجريئة التي تعتمد على التمويل بالدين القصير الأجل تبقي على أقل قدر من السيولة في الشركة (صفر صافي رأسمال عامل وواحد نسبة جارية) وبالتالي تزيد الخطر إلى أعلى الدرجات . ولكن بالمقابل تزداد الربحية إلى أعلى المستويات (٧,٥ بالمئة عائد استثمار و١٥ بالمئة عائد ملكية)، بالمقارنة مع السياستين الأخرتين . أما السياسة (ب) المعتدلة والتي تعتمد على استخدام مزيج متوازن من الديون القصيرة والطويلة الأجل، فإنها تتضمن درجات مقبولة من الخطر (٥٠٠ ألف دينار صافي رأسمال عامل و٢ مرة نسبة جارية) وربحية معقولة أيضاً (٧ بالمئة عائد استثمار و١٤ بالمئة عائد ملكية) .

التأثير المشترك لسياستي مستوى الموجودات المتداولة وتمويلها على خطر الشركة وربحيتها

من الممكن الآن تلخيص سياسات الرأسمال العامل في ثلاث سياسات بديلة. أولاً: السياسة المحافظة، وتقتضي الاحتفاظ بمستوى عالٍ من الاستثمارات في الموجودات المتداولة (نسبة موجودات متداولة إلى موجودات ثابتة عالية)، وتطوير بنية استحقاق الديون (نسبة ديون طويلة الأجل إلى إجمالي ديون عالية). وينتج عن هذه السياسة تخفيض خطر فقدان السيولة إلى الحد الأدنى، وكذلك تخفيض ربحية الشركة. ثانياً: السياسة الجريئة، وتقتضي الاحتفاظ بالحد الأدنى من الاستثمار في الموجودات المتداولة (نسبة موجودات متداولة إلى موجودات ثابتة منخفضة)، وتقصير بنية استحقاق الديون (نسبة ديون قصيرة الأجل إلى إجمالي ديون عالية). وتؤدي هذه السياسة إلى تعظيم ربحية الشركة، لكن الخطر الناتج عن احتمال فقدان السيولة يكون أعظم ما يمكن. ثالثاً: السياسة المعتدلة، وتقتضي الاحتفاظ بمستوى معقول من الاستثمار في الموجودات المتداولة واستعمال الدين القصير الأجل والطويل الأجل بشكل متوازن في تمويل موجودات الشركة. إن نتائج اتباع هذه السياسة تكون معقولة على صعيدي الخطر والربحية.

إن هذه السياسات الثلاث موضحة في المثال الرقمي المبين في الجدول (٦ - ٤). ولعل أهم ما تجب ملاحظته من هذا المثال هو التأثير المشترك لسياستي الموجودات المتداولة ومزيج التمويل القصير والطويل الأجل على السيولة. فاتباع السياسة (أ) المحافظة، تصبح سيولة الشركة أقوى (١,٥٠٠ ألف دينار صافي رأسمال عامل ونسبة جارية لا نهائية) بالمقارنة مع السيولة في الجدول (٦ - ٣). أي أن الخطر من احتمال فقدان السيولة يصبح أقل. واتباع السياسة (ج) الجريئة، تتدنى السيولة بحدّة إلى درجة أن صافي الرأسمال العامل يصبح ناقص ٥٠٠ ألف دينار والنسبة الجارية نصف مرة. هذا يعني أن درجات المخاطرة الناتجة عن اتباع هذه السياسة تصبح عالية جداً. بالنسبة للربحية فإنها تبقى على حالها كما في الجدول (٦ - ٣) وتزيد من السياسة المحافظة إلى السياسة الجريئة.

جدول (٦ - ٤)

التأثير المشترك لسياستي مستوى الموجودات المتداولة وتمويلها على الخطر والربحية (القيمة ألف دينار عربي)

الميزانية	سياسة (أ) محافظة	سياسة (ب) معتدلة	سياسة (ج) جريئة
موجودات متداولة	١,٥٠٠	١,٠٠٠	٥٠٠
موجودات ثابتة	٥٠٠	١,٠٠٠	١,٥٠٠
إجمالي الموجودات	٢,٠٠٠	٢,٠٠٠	٢,٠٠٠
ديون قصيرة الأجل (١٠ بالمئة)	—	٥٠٠	١,٠٠٠
ديون طويلة الأجل (١٥ بالمئة)	١,٠٠٠	٥٠٠	—
إجمالي الديون	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠
حقوق المساهمين	١,٠٠٠	١,٠٠٠	١,٠٠٠
إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين	٢,٠٠٠	٢,٠٠٠	٢,٠٠٠
الأرباح بعد الضريبة (٦ - ٣)	١٢٥	١٣٧,٥	١٥٠
مؤشرات الخطر (فقدان السيولة)			
صافي الرأسمال العامل (قيمة)	١,٥٠٠	٥٠٠	٥٠٠ -
النسبة الجارية (مرة)	∞	٢	٠,٥
مؤشرات الربحية			
العائد على الاستثمار (بالمئة)	٦	٧	٧,٥
العائد على الملكية (بالمئة)	١٣	١٤	١٥,٠

إدارة الرأسمال العامل في حالة الخطر

لا توجد هناك مشكلة في إدارة الرأسمال العامل للشركة في حالة التأكد **Certainty**. ففي هذه الحالة تعرف الإدارة التدفقات النقدية المستقبلية بكل تأكيد، أي باحتمال يساوي إلى واحد. لذلك فإن الإدارة تستطيع أن ترتب برنامج تسديد ديون الشركة ليتزامن كلياً مع جدول التدفقات النقدية المستقبلية. وبذلك فإن الشركة تعظم الربحية من سياسة الرأسمال العامل التي تتبعها، وذلك لسببين. أولاً: لأن الشركة لن تحتاج إلى الاحتفاظ بسيولة، وبالتالي فإنها تستطيع أن تخفض مستوى الموجودات المتداولة إلى الحد الأدنى. ثانياً: لن تكون الشركة بحاجة لاستخدام التمويل بالدين الطويل الأجل إلا عند الضرورة القصوى.

ولكن في حالات الخطر، تصبح التدفقات النقدية المستقبلية غير أكيدة **Uncertain** وبالتحديد احتمالية **Probabilistic**. وكل ما تستطيع الإدارة أن تفعله في هذه الحالة هو إعداد تقديرات للقيم الممكنة للتدفقات النقدية المستقبلية وتعيين احتمال **Probability** لحدوث كل منها. وبفحص التوزيع الاحتمالي **Probability Distribution** للتدفقات النقدية الممكنة، تستطيع الإدارة أن تحدد مستويات الخطر المتعلقة بهذه التدفقات، وبالتالي تقرر سياسة الرأسمال العامل المناسبة. وللتوضيح، كلما كانت تشتت **Dispersion** التوزيع الاحتمالي أوسع كان خطر التدفقات النقدية أعلى، وكلما احتاجت الشركة إلى هامش للسلامة **Safety Margin** أكبر في إدارة الرأسمال العامل. إن هامش السلامة هذا يمكن الحصول عليه بطريقتين. أولاً: زيادة مستوى الاستثمارات في الموجودات المتداولة (السائلة)، ما يعطي الشركة سيولة إضافية. ثانياً: تطويل بنية استحقاق الديون، أي الاعتماد أكثر على القروض الطويلة الأجل في التمويل، وهو ما يخفف من متطلبات السيولة لتسديد الديون. أما تحديد حجم هامش السلامة المناسب فيعتمد على علاقة التفضيل ما بين الخطر والعائد الخاصة بالإدارة، وعلى مقدرة الشركة على الاقتراض من البنوك خلال فترة وجيزة في حالات الطوارئ.

ملخص

بحث هذا الفصل الجانبين الرئيسيين لإدارة الرأسمال العامل في الشركة وهما تحديد مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة وتحديد مزيج التمويل القصير والطويل الأجل . وتبين أن القرارات تعتمد على عملية التبادل ما بين الخطر والعائد . وقد تمّ شرح ثلاث سياسات لكل من هذين الجانبين الرئيسيين . ويمكن الاستنتاج من الشرح المقدم أنّاً أنه كلما كان مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة أعلى ، كان خطر فقدان السيولة أقل ، وكانت الربحية أقل أيضاً . كذلك فإنه كلما طالت بنية استحقاق ديون الشركة ، كان الخطر أقل ، وكانت الربحية أقل أيضاً . لذلك فإن تقرير سياسة الرأسمال العامل تعتمد في النهاية على علاقة التفضيل ما بين الخطر والعائد الخاصة بإدارة الشركة ومقدرة الشركة على الاقتراض من البنوك في فترة وجيزة .

لقد كان البحث في هذا الفصل عاماً ، وتعلق بوصف وشرح للسياسات الممكنة في إدارة الرأسمال العامل . أما البحث التفصيلي لكيفية إدارة كل من عناصر الرأسمال العامل كالنقد والأوراق المالية والحسابات المدينة والمخزون ، فسيتم تقديمه في الفصل التالي .

مسائل على (الفصل ٦): سياسة الرأسمال العامل

٦ - ١ - إذا كان وسطي فترة تحصيل الحسابات المدينة ٤٥ يوماً، ووسطي فترة تسديد الحسابات الدائنة ٤٠ يوماً، ووسطي دورة المخزون ٦٥ يوماً.

المطلوب:

أ - ما هو وسطي الدورة النقدية (دورة التحويل إلى نقد)؟
ب - إذا كان وسطي المبيعات السنوية يبلغ ٩١٨,٠٠٠ دينار، ما هو وسطي استثمار الشركة في الحسابات المدينة؟

٦ - ٢ - تقوم إدارة شركة الزيوت والسمن النباتي بدراسة لتحديد مستوى الموجودات المتداولة الأمثل للسنة القادمة، حيث يتوقع أن تزداد المبيعات إلى ١,٢ مليون دينار وأن تكون الموجودات الثابتة ٥٠٠,٠٠٠ دينار. تتبع الشركة سياسة المحافظة على نسبة دين ٦٠ بالمئة. إن الفائدة التي تدفعها الشركة على ديونها القصيرة والطويلة الأجل هي ١٠ بالمئة. هناك ثلاثة بدائل مطروحة للبحث والمناقشة:

(١) السياسة الجريئة وتتطلب أن تكون الموجودات المتداولة مساوية إلى ٤٥ بالمئة فقط من المبيعات المتوقعة.

(٢) السياسة المعتدلة حيث تكون الموجودات المتداولة مساوية إلى ٥٠ بالمئة من المبيعات المتوقعة.

(٣) السياسة المحافظة وتتطلب أن تكون الموجودات المتداولة مساوية إلى ٦٠ بالمئة من المبيعات المتوقعة.

تتوقع الشركة أن تكسب أرباحاً قبل الفائدة والضريبة بمعدل ١٢ بالمئة من إجمالي المبيعات، وأن نسبة ضريبة الدخل ٤٠ بالمئة.

المطلوب:

- أ - ما هو العائد على حقوق المساهمين لكل من سياسات الموجودات المتداولة الثلاثة؟
 ب - كيف يتغير خطر الشركة تحت كل من السياسات الثلاث؟
 ج - إبحث بالتحديد تأثير سياسة الموجودات المتداولة على المبيعات، التكاليف، تغطية المصاريف الثابتة، وخطر فقدان الملاءة المالية.

٦ - ٣ - تتبع الشركات (أ)، (ب)، (ج) سياسات إدارة رأسمال عامل مختلفة. الشركة (أ) تتبع سياسة جريئة فتستعمل الحد الأدنى الممكن من الموجودات المتداولة وتحصل على معظم التمويل من مصادر قصيرة الأجل، وذلك بهدف تعظيم العائد على حقوق المساهمين. إن هذه السياسة قد تؤدي إلى انخفاض المبيعات بسبب فقدان المخزون وإلى زيادة التكاليف المتغيرة بسبب تكرار طلبات مواد المخزون. الشركة (ب) تتبع سياسة معتدلة، أما الشركة (ج) فتتبع سياسة رأسمال عامل محافظة. فيما يلي الميزانيات لكل من الشركات الثلاث:

ميزانية عمومية (القيمة ألف دينار)

الشركة (أ)	الشركة (ب)	الشركة (ج)	
١٥٠	٢٠٠	٣٠٠	موجودات متداولة
٢٠٠	٢٠٠	٢٠٠	موجودات ثابتة
٣٥٠	٤٠٠	٥٠٠	إجمالي موجودات
٢٠٠	١٠٠	٥٠	مطلوبات متداولة (ب١٢٪)
صفر	١٠٠	٢٠٠	ديون طويلة الأجل (ب١٠٪)
٢٠٠	٢٠٠	٢٥٠	إجمالي ديون
١٥٠	٢٠٠	٢٥٠	حقوق المساهمين
٣٥٠	٤٠٠	٥٠٠	إجمالي المطلوبات والحقوق
١:٠,٧٥	١:٢	١:٦	النسبة الجارية (مرة)

إن علاقة تكلفة البضاعة المباعة لكل من الشركات الثلاث كما يلي:

الشركة (أ): تكلفة البضاعة المباعة = ٢٠٠,٠٠٠ + ٠,٧٠ المبيعات

الشركة (ب): تكلفة البضاعة المباعة = ٢٧٠,٠٠٠ + ٠,٦٥ المبيعات

الشركة (ج): تكلفة البضاعة المباعة = ٣٨٥,٠٠٠ + ٠,٦٠ المبيعات

يتوقع أن تتغير مبيعات كل من الشركات الثلاث مع تغير الأوضاع الاقتصادية وذلك بحسب ما يلي:

حالة المبيعات (دينار)

وضع اقتصادي ضعيف	وضع اقتصادي وسط	وضع اقتصادي قوي	
٧٠٠,٠٠٠	٩٠٠,٠٠٠	١,٢٠٠,٠٠٠	الشركة (أ) الجريئة
٨٠٠,٠٠٠	١,٠٠٠,٠٠٠	١,٢٠٠,٠٠٠	الشركة (ب) المعتدلة
١,٠٥٠,٠٠٠	١,١٥٠,٠٠٠	١,٢٠٠,٠٠٠	الشركة (ج) المحافظة

المطلوب

أ - إعداد حساب أرباح وخسائر لكل شركة تحت كل من الأوضاع الاقتصادية الثلاثة باستعمال العناصر التالية:

المبيعات

ناقص: كلفة البضاعة المباعة

الأرباح قبل الفائدة والضريبة

ناقص: الفائدة على الديون

الأرباح قبل الضريبة

ناقص: ضريبة الدخل (٤٠٪)

الأرباح بعد الضريبة

ب - احسب العائد على الموجودات وعلى حقوق المساهمين وحلل تغيرها مع الأوضاع الاقتصادية للشركات الثلاث.

ج - ما هي نتائج التحليل بالنسبة لإدارة الرأسمال العامل.