

الفصل الرابع
الهندسة المالية الدولية

الفصل الرابع: الهندسة المالية الدولية

International Financial Engineering

عندما تطبق الهندسة المالية على العمليات والأدوات الدولية في مجال الاستثمار والمال والبنوك تصبح عالمية؛ حيث توجد أصول أجنبية تدار لصالح شركات متعددة الجنسية. *Multinational Comp.* كما يوجد للدولة أصول في الخارج، تدار لصالح شركات محلية تعمل في الخارج أو مشاركة مع شركات أجنبية مثال ذلك : شركات الطيران والتجارة الخارجية والمقاولات والأدوية والبتروكيماويات وغيرها. كما يتولد عن هذه الأصول الدولية والمتعددة الجنسية دخل يتدفق خارج حدود الدولة الواحدة. إذاً تحقق الاستثمارات الأجنبية عائدات، يتم تحويلها عبر حدود الدول وفق القوانين المنظمة.

ويطلق على المنشأة التي تعمل في دولتين أو أكثر بالشركة متعددة الجنسية، حيث يوجد لهذه الشركة مركز رئيسي وفروع في عدد من الدول إما المتقدمة أو النامية. وهناك حديث أخيراً عن الأجانب في مصر، الذين يمتلكون أصولاً وعقارات، بجانب عدد محدود من المصريين بالخارج، الذين يمتلكون عقارات وأصولاً وأوراقاً مالية في أسواق المال الخارجية. وهناك دوافع عديدة لدى بعض الشركات للدخول في الأعمال الدولية مثال توفير المواد الخام بأسعار رخيصة والعمالة ذات الأجور المنخفضة والقوى المحركة والمنافع الاقتصادية بجانب توفير فرص التسويق الواسعة والضرائب والجمارك بسبب الإعفاءات والمزايا التي توفرها الدول المضيفة.

ويعتمد التمويل متعدد الجنسية على مبادئ نظريات التمويل ونماذج الاستثمار من حيث نماذج الميزانية التقديرية لرأس المال، تكلفة رأس المال، إدارة رأس المال العامل بجانب قياس أسواق المال العالمية والمؤسسات المالية الدولية، وتحليل أسعار الصرف والنظام النقدي العالمي وإجراءات تقييم الاستثمارات الدولية والمخاطر السياسية منها وإدارة الأصول الدولية وتحويل حصص الأرباح للخارج وغيرها.

المبحث الأول

نظام النقد العالمي وأسعار الصرف

نقصد بسعر الصرف عدد وحدات عملة معينة مطلوبة لشراء وحدة واحدة من عملة أخرى، مثال ذلك أسعار الدولار الأمريكي والجنيه الإسترليني واليورو والدولار الكندي والين الياباني والبيسو المكسيكي والكرون النرويجي والريال السعودي والدينار الكويتي والفرنك السويسري والبلفار الفنزويلي.. كل ذلك بما قيمته بالجنيه المصري.

وتتغير أسعار الصرف بصفة مستمرة من وقت لآخر ومن سوق لآخر من أسواق المال أو أسواق الدين الدولية. وتنشر باستمرار أسعار الصرف وتنظمها البنوك المركزية وتراقبها. وتوجد في كل دولة قوانين تحدد وتراقب أسعار الصرف ومن يتعامل بالعملات الأجنبية، كما توجد مراقبات مثال مراقبة النقد الأجنبي التابعة للبنك المركزي المصري.

ويرجع نظام النقد الدولي إلى نهاية الحرب العالمية الثانية حتى أغسطس ١٩٧١ حيث كان يأخذ بأسعار الصرف الثابتة التي يديرها صندوق النقد الدولي في واشنطن بالولايات المتحدة الأمريكية، وكان تحت هذا النظام الدولار الأمريكي ذو سعر صرف، يتحدد وفق الذهب (٣٥ دولار للأوقية)، وبعدها يتم ربط العملات الأخرى بالدولار وفقاً لذلك؛ حيث تتم الرقابة في أضيق الحدود. فكان الجنيه الإسترليني في عام ١٩٦٤ مثلاً ذا سعر ثابت ٢.٨ دولار أمريكي، وكان الدولار الأمريكي في حدود ٤٣ قرشاً مصرياً. وتتقلب أسعار الصرف نظراً للطلب والعرض على كل عملة من العملات، فيزداد الطلب على الجنيه المصري عندما تزداد صادرات مصر على وارداتها بمعنى أن الناس في البلاد الأخرى في حاجة لشراء جنيهات مصرية أكثر لشراء السلع المصرية عن المطلوب منهم دفعة لتوفير سلع أجنبية. إذن يؤدي الطلب الإضافي على الجنيه المصري لارتفاع سعره بالنسبة لبقية العملات؛ أي مثلاً يجب دفع أكبر عدد من الدولارات للحصول على جنيه واحد (طبعاً عكس ما يدور الآن لتدهور الإنتاج المحلي وبعده تدهور الصادرات). وكان تحت ظل نظام النقد العالمي الثابت في سعر الصرف تغير ١٪ فقط في أسعار الصرف بحجم الاستثمارات الرأسمالية؛ فمثلاً إذا كانت أسعار الفائدة في إنجلترا أعلى منها في مصر، فسوف يشتري المصريون جنيه إسترليني بجنيهاً مصرياً، ثم استخدام هذه الجنيهات الإسترلينية في شراء أوراق مالية تدر عائداً كبيراً في إنجلترا، هذا مع ملاحظة أن بعض الأفراد والهيئات تشتري العملات توقعاً منهم لارتفاع سعرها مستقبلاً وتحقيق أرباح من فروقها.

وتغير بعض الدول قيمة عملتها بموافقة صندوق النقد الدولي، إذا واجهتها صعوبة لفترات طويلة؛ لحماية أسعار الصرف من التدهور تحت المعدل الثابت المفروض. ولكن اختلف نظام النقد الدولي وأسعار الصرف منذ عام ١٩٧١ حتى الآن حيث تم إلغاء قاعدة الذهب في ربط أسعار صرف الدولار، وبالتالي تم تحرير أسعار الصرف لتقوم وبعيداً عن تدخل الحكومات، ولكن في ظل سياسات البنك المركزي، ويقوم المستوردون والمصدرون والسياح والحكومات، بشراء وبيع العملات

في أسواق الصرف والتحويل الأجنبية. فعندما يحتاج المستورد المصري شراء سيارات من ألمانيا فسوف يشتري اليورو من أسواق العملة الأجنبية، وهى شبكة من السياسة والمؤسسات التى تتاجر فى العملات أو الصيارفة المرخص لهم بذلك.

وهناك فرق بين سعر تسليم العملة محل التحويل والسعر الممكن الإتفاق عليه بعد ٣٠ أو ١٢٠ يوماً والفرق يعتبر عائد عملية التحويل، وتؤثر معدلات التضخم فى الدول الأجنبية على قرارات الإدارة المالية فى إدارة أصول أجنبية هناك؛ نظراً لأثر التضخم على أسعار الفائدة وأسعار الصرف، ومن ثم على قرارات الاستثمار المتعدد الجنسية، فإذا كان التضخم المحلى ٣٠٪، وبافتراض أنه أعلى من التضخم فى أمريكا (١٠٪) فسوف يؤدى ذلك إلى تقليل قيمة الجنيه المصرى بالنسبة للدولار، بجانب ارتفاع أسعار الفائدة فى مصر.

المبحث الثانى

إجراءات تحليل مقترحات الإستثمار الأجنبية

إن تحليل التدفقات النقدية سوف يصبح أكثر تعقيداً، وهى تضم حصص الأرباح ونسب المزايا المحققة فى كل من فروع الشركة الأم بعملية كل فرع، والتى يجب تحويلها بسعر صرف معين لإعداد التدفقات النقدية للشركة الأم بفروعها، ونظراً لأن هذه التدفقات سوف تتحقق فى المستقبل، فيجب إذن إخضاعها لتقلبات أسعار الصرف فى المستقبل. وتخضع هذه التحويلات من الأرباح ونسب الملكية للضرائب فى البلدين التى يقع فيها المركز الرئيسى والفرع.

كما أن تكلفة رأس المال لمشروع ما قد تختلف من وجوده فى بلد المركز الرئيسى عن وجوده فى بلد الفرع بسبب المخاطر التالية :

أ - أسعار الصرف.

ب- التنوع الدولى فى المشروعات المملكة لشركة دولية واحدة، والذى قد يحمّل معه ارتفاع الضرائب والجمارك وقيود جديدة على تحويل الأرباح والأجور الخاصة بالأجانب العاملين.

ج- المخاطر السياسية والقانونية.

د - المخاطر التجارية بسبب مشكلات التوزيع فى الأسواق المحلية.

وقد تؤدى المنافسة بين الشركات المتعددة الجنسية للدخول فى بعض الدول لمجرد مواجهة المنافسة هناك مع شركات عالمية أخرى، إلا أن تحليل المخاطر السياسية ذو

دلالة مهمة في هذا القرار. وقد لا تعتمد هذه الشركات في توفير مصادر تمويل الإستثمار الأجنبي على جلب رؤوس أموال أجنبية. ولكن قد :

١ - تباع أسهمها عادة للمواطنين في الدولة المضيفة.

٢ - الاقتراض من الأسواق المحلية.

٣ - الاقتراض من أسواق الدين الدولية، أو تحديد محفظة استثمار يتم تمويلها من هذه المصادر مجتمعة، وفي ضوء تحليل تكلفة التمويل ومخاطر كل مصدر تمويل.

المبحث الثالث

إدارة الأصول الأجنبية

قد تحقق الشركة المتعددة الجنسية أرباحاً في أحد الفروع في دولة ما وخسائر في فرع دولة أخرى. وهناك قيود على تحويل الخسائر وترجمتها لإعداد الحسابات الكلية، لذلك تستخدم الإدارة المالية في هذه الفروع عدداً من الأساليب الفنية لمعالجة هذه الخسائر، مثال ذلك الاحتفاظ بأرصدة من العملات الأجنبية نقداً وتحقيق عائد عنها، وكذلك اتباع الإجراءات التالية:

١ - تقييم وتحويل الأصول والخصوم النقدية بأسعار الصرف الجارية في نهاية العام.

٢ - تقييم وتحويل مخزون آخر العام بسعر الصرف وقت إدخال البضاعة بالمخازن.

٣ - يتم تحويل قيمة الأصول الثابتة بسعر الصرف التاريخي.

٤ - يتم تحويل قيمة إيرادات المبيعات بأسعار الصرف الجارية.

موقف إدارة التمويل المتعدد الجنسية في مصر :

الآن وبعد خمسة وعشرين سنة من جذب رأس المال العربى والأجنبى للاقتصاد الوطنى في مصر، ظهرت شركات أجنبية بالكامل وأخرى مشتركة مصرية / أجنبية وثالثة أجنبية / أجنبية في إطار شركات متعددة الجنسية. وسواء كانت تلك الشركات فروعاً لشركة أم بالخارج أو مشاركة أو عملية تسليم مفتاح أو تصدير واستيراد أو كونسورتيوم، أو غيرها تظهر مشكلات وظائف الإدارة المالية في هذه الشركات وعلاقتها بأسواق المال المحلية والإدارة المالية بالمركز الأم. ومن ثم نطرح عدداً من التساؤلات الأساسية في هذا الخصوص:

- ١ - كيف تقيم هذه الشركات المناخ الاستثمارى فى مصر ؟
 - ٢ - ما هياكل التمويل لهذه الشركات (حصى رأس مال - اقراض محلى - اقراض من أسواق الدين الدولية - تحويلات المصريين العاملين بالخارج).
 - ٣ - ما استخدامات أموال هذه الشركات بالفرع المصرى (إقراض أو استثمار مباشر أو غير مباشر - أهم الأنشطة الاقتصادية : صناعة - زراعة - تشييد وعقارات - خدمات - بنوك - وغيرها) ؟
 - ٤ - ما سياسات الائتمان التجارى والمصر فى هذه الشركات ؟
 - ٥ - دور هذه الإدارات المالية فى التحكم فى التضخم واستقرار أسعار الصرف وأسعار الفائدة، وعدم الدخول فى مضاريات أسواق العملات.
 - ٦ - دور هذه الشركات فى جلب عملات أجنبية من العالم الخارجى.
 - ٧ - ما العلاقة التنظيمية بين الإدارة المالية فى الفرع والإدارة المالية فى المركز الرئيسى، من حيث: التخطيط المالى والسياسات المالية والأهداف والرقابة.
 - ٨ - هل مدير الإدارة المالية فى الفرع بمصر مصرى الجنسية أم أجنبى ؟
 - ٩ - ما علاقة الإدارة المالية بالفرع المصرى بقضايا تحويل الأرباح ومعدلات الاحتفاظ بنسب الأرباح لأغراض النمو والتوسع - قضية الضرائب والجمارك ؟
 - ١٠ - ما نسب أرباح التشغيل - وأرباح التحويل فى أسواق العملات ؟
 - ١١ - ما علاقة الإدارة المالية للفرع المصرى بقوانين مهنة المحاسبة والمراجعة ونشر المعلومات المالية لأجهزة الرقابة المالية ؟
 - ١٢ - ما رؤية هذه الشركات الأجنبية لدوافع الاستثمار فى مصر الآن وفى المستقبل ؟
- ونخلص من ذلك أنه كلما توسع الاقتصاد العالمى وتشابك، زادت إدارة التمويل المتعددة الجنسية بسبب تزايد عدد الشركات الدولية، ومن هنا تظهر مشكلة التدفقات النقدية عبر الحدود الدولية، وحتمية خصمها مع تحديد أسعار الصرف واتجاهات تغيرها.
- وتسمح أسواق رأس المال الدولية بتدفق الاستثمارات بحثاً عن المناخ الاستثمارى الفعال وفى النشاط الاقتصادى المربح. ومن هنا تصبح الإدارة المالية المتعددة الجنسية مطلوبة وإستراتيجية وتمثل تحدياً مهنيًا دائمًا.

حالة عملية توضيحية للهندسة المالية

28-231

حالة توضيحية متكاملة لعملية التحول

لإلقاء المزيد من الضوء على عملية تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، دعنا نفترض أن الميزانية العمومية، الموضحة في جدول-أ، هي للشركة القومية للبترول، هاوايات، وذلك في ٣١ ديسمبر ٢٠٠٨، ومن أبرز سمات بنود تلك الميزانية ما يلي:

- ١ - أن الأصول القابلة للاستهلاك قد استهلكت دفترياً بالكامل.
- ٢ - أن رأسمال الشركة تبلغ قيمته مليون جنيه، منها ٢٥٠ ألف جنيه تمثل قيمة الأسهم العادية، ٧٥٠ ألف جنيه تمثل أرباحاً محتجزة.
- ٣ - أن القروض طويلة الأجل تبلغ قيمتها ١٠٣ مليون جنيه، أى ما يزيد قليلاً عن ٤٠٪ من إجمالي الموارد المالية المتاحة.

جدول - أ

الميزانية العمومية للشركة القومية للبترول، هاوايات

في ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٨ (القيمة بالآلاف جنيه)

نقدية.	٦٠٠	
مدينين وأوراق قبض.	١٠٠٠	
مخزون.	٤٠٠	
أصول متداولة.		٢٠٠٠
أصول قابلة للإهلاك.	٢٥٠٠	
إهلاك مجمع.	(٢٥٠٠)	
أراضى.	صفر	
أصول ثابتة.	١٢٠٠	
		١٢٠٠
مجموع الأصول.		٣٢٠٠
دائنون وأوراق دفع.	٥٠٠	
قرض مصرفى قصير الأجل (١٠٪).	٣٠٠	
مقبوضات مقدمة.	١٠٠	
خصوم متداولة.		٩٠٠
قروض طويلة الأجل (١٢٪).		١٣٠٠
أسهم عادية.	٢٥٠	
أرباح محتجزة.	٧٥٠	
حقوق ملكية.		١٠٠٠
مجموع الخصوم.		٣٢٠٠

أما بالنسبة لقائمة الدخل فيوضحها جدول - ب، والذي من أهم سماتها ما يلي :

١ - أن صافي ربح العمليات أو ما يسمى بالقوة الإيرادية (١٢٠٠ ألف جنيه)، هو ذاته صافي الربح قبل الفوائد والضريبة، الذي تبلغ نسبته ٣٧.٥٪ من قيمة الأصول. وبلغ معدل العائد على الأموال المقترضة، أو ما يسمى أحياناً بمعدل العائد على المتاجرة بالملكية *Rate of Return on Trade Equity* تفوق القوة الإيرادية سعر الفائدة على القروض، حيث يبلغ سعر الفائدة على القروض الطويلة ١٢٪، بينما يبلغ سعر الفائدة على القروض المصرفية ١٠٪، وهذا يعنى أن الاقتراض يعد قراراً صائباً من وجهة نظر العائد.

٢ - أن صافي الربح بعد الضريبة يبلغ ٦٠٨ ألف جنيه. ولما كان عدد الأسهم القائمة ٥٠٠ ألف سهم، فإن ربحية السهم تصبح ١٠٢٢ جنيه. وفي ظل افتراض قيمة سوقية للسهم قوامها ١٧٠٥ جنيه، فإن مضاعف الربحية يصبح ١٤٠٣ مرة، أى إن السهم يباع بما يعادل ١٤٠٣ مثل ربحيته.

ونظراً لأن مبيعات الشركة وأرباحها، كما تراها الإدارة، تتسم بالاستقرار والملاءمة، وأن معدل العائد على الاستثمار قبل خصم الفوائد (صافي الربح قبل الفوائد والضريبة مقسوماً على صافي الأصول) هو في حدود ٣٧.٥٪، بينما معدل الفوائد على القروض أقل من ذلك بكثير، كما سبق الإشارة، فقد استمر سعى مجلس الإدارة منذ عام ١٩٩٨ ولعدة مرات، لدى الجمعية العامة للشركة، من أجل الاستفادة من ذلك. نقصد بذلك العمل على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة، وتخفيض الاعتماد على حقوق الملكية. وفي كل مرة كان مسعى المجلس يقابل بالرفض، نظراً لكون المساهمين في الغالبية هم من المحافظين، الذين يخشون من زيادة المخاطر، التى يمكن أن تصاحب إعادة هيكلة رأس المال على النحو المنشود.

جدول - ب

قائمة الدخل للشركة القومية للبترول والكيماويات

عن السنة المالية المنتهية في ٣١ / ١٢ / ٢٠٠٨

(القيمة بالآلف جنيه)

١٠٠٠٠	مبيعات.
٤٠٠٠	تكلفة البضاعة المباعة.
٦٠٠٠	مجمول الربح.
	مصرفوفات إدارية.
	مصرفوفات بيعية.
	مصرفوفات أخرى.
٤٨٠٠	تكلفة العمليات قبل خصم الإهلاك.
١٢٠٠	صافي ربح العمليات قبل خصم الإهلاك.
صفر	إهلاك.
١٢٠٠	صافي ربح العمليات (الربح قبل الفوائد والضريبة)
١٨٦	فوائد مدينة.
١٠١٤	صافي الربح قبل الضريبة.
٤٠٦	ضريبة (٤٠٪).
٦٠٨	صافي الربح بعد الضريبة.
٥٠٠ ألف سهم	عدد الأسهم.
١.٢٢ جنيه	ربحية السهم.

وهكذا ضاع على أعضاء المجلس فرصة زيادة دخولهم، التي كان يمكن أن تتحقق لو تحسنت ربحية السهم. ولتعويض ذلك نجح أعضاء مجلس الإدارة في الحصول على موافقة كبار المساهمين؛ من أجل الحصول على مزيد من المزايا العينية إضافة إلى إدخال تحسينات شاملة لمقر الإدارة، وهي تحسينات لم تكن ملحة ولا حتى ضرورية بما يعكس نوعاً من تكلفة الوكالة.

وما أن شعر بنك الاستثمار الذي يتولى في العادة إصدار الأوراق المالية للشركة، إلا واتصل سراً بأعضاء مجلس الإدارة، واقترح عليهم الخروج من تلك الدائرة الضيقة، التي يفرضها الاتجاه المحافظ داخل الجمعية العمومية بتحويل الشركة إلى

شركة خاصة يشاركون في ملكيتها، بما يتيح مزيداً من الحرية لهم في اتخاذ القرارات. وراقت الفكرة لأعضاء المجلس، خاصة وأن إشاعات بدأت في الانتشار مؤداها أن منشأة منافسة بدأت تعد العدة للسيطرة على الشركة، وهو ما يعنى أن يفقد أعضاء مجلس الإدارة وظائفهم.

وبدأ بنك الاستثمار مهمته، بإنشاء الشركة القابضة للكيماويات، وملاكها هم أعضاء مجلس إدارة الشركة القومية وعددهم سبعة أعضاء، إضافة إلى ثلاثة عشر مستثمراً، بعضهم من حملة أسهم الشركة، وبعضهم من خارجها. تبع ذلك إعلان الشركة القابضة عن رغبتها في شراء كافة أسهم الشركة القومية للبتروكيماويات، بسعر للسهم بلغ ٢٢ جنيهاً.. عرض هائل. فالسعر المعروض يزيد عن القيمة السوقية للسهم (١٧٠٥ جنيه) بما يعادل حوالى ٢٥٠٧٪. وقد تحقق المراد، وتم شراء الأسهم، وتمت بذلك عملية الاندماج بين الشركة العربية والشركة القابضة للكيماويات، لتختفى الشركة القومية ولتبقى الشركة القابضة للكيماويات.

وكما يبدو فإن امتلاك الشركة القابضة للشركة القومية تبلغ تكلفته ١١ مليون جنيه، وهو ما يعادل القيمة المدفوعة لشراء أسهم الشركة الأولى. ولقد نجح بنك الاستثمار في مساعدة الشركة القابضة في توفير الموارد المالية اللازمة قبل بدء السيطرة الفعلية، وذلك على النحو الآتى: ٥٠٩ مليون جنيه قرض طويل الأجل مضمون بأصول المنشأة، تم الحصول عليه من بنك تجارى *Secured Bank Acquisition Loan*، بسعر فائدة ١٤٪. وطرح سندات منخفضة الجودة *Junk Bonds* بقيمة قدرها ٢٠٤ مليون جنيهاً، وتحمل كوبون معدله ١٨٪. كما ساهم بنك الاستثمار في ملكية الشركة الجديدة بمبلغ ١٠٢٦ مليون جنيه، أى ما يعادل حوالى ٤٠٪ من حقوق الملكية، كما بلغت مساهمة بقيمة أعضاء المجموعة الاستثمارية ١٠٤٤ مليون جنيه، أى حوالى ٥٣٠٣٪ من حقوق الملكية التى بلغ مجموعها ٢٠٧ مليون جنيه (١٠٢٦ مليون جنيه مضافاً إليها ١٠٤٤ مليون جنيه).

ووفقاً للاتفاق مع بنك الاستثمار، أصبح للشركة الخيار إذا رغبت أن تعيد شراء حصة البنك في رأس المال بعد أربع سنوات، بما يضمن له عائداً مركباً معدله ٣٥٪ سنوياً، وهو ما ينتهى بقيمة قدرها ٥٠٦٥ مليون جنيه. ووفقاً للتشريع الضريبى الذى يميز للشركة، التى تمتلك أصول شركة أخرى، أن تعيد تقويم الأصول المشتراة، وحساب الإهلاك على أساس قسط الإهلاك المتناقص، فقد أظهرت الميزانية الافتتاحية للشركة القابضة للكيماويات فى ١/١/٢٠٠٩ على النحو الموضح فى جدول ج، على فرض أن عملية التحول قد تمت فى لحظة انتهاء السنة المالية نفسها المنتهية فى

٣١/١٢/٢٠٠٨.. إنه تبسيط، ولكنه ليس تبسيطاً مخلاً على أى حال. وإذا ما تأمل القارئ جدول جفسوف يكتشف:

- ١ - لم يحدث أى تغيير فى بنود الأصول المتداولة أو حتى الخصوم المتداولة، على أساس أن القرض المصرى الجديد طويل الأجل.
- ٢ - أن الأصول الثابتة القابلة للإهلاك أعيد تقييمها بسعر الإحلال، حيث بلغت قيمتها ١٠ ملايين جنيه، وإنه لم يبدأ إهلاكها بعد.
- ٣ - أن الزيادة فى القروض طويلة الأجل قدرها ٨٠٣ مليون جنيه، أضيف إليها الرصيد السابق لتلك القروض الذى يبلغ ١٠٣ مليون جنيه، لتصبح القيمة الكلية ٩٠٦ مليون جنيه.
- ٤ - أن حقوق الملكية تمثل جانب التمويل المقدم من بنك الاستثمار (١٠٢٦ مليون جنيه) والمجموعة الاستشارية (١٠٤٤ مليون جنيه) بقيمة كلية قدرها ٢٠٧ مليون جنيه.
- ٥ - أن الزيادة فى قيمة القروض طويلة الأجل (٨٠٣ مليون جنيه) إضافة إلى قيمة حقوق الملكية المدفوعة لشراء أسهم الشركة (٢٠٧ مليون جنيه) تعادل تماماً قيمة الأسهم المشتراة (٥٠٠ ألف سهم $\times$ ٢٢ جنيه). ومن ناحية أخرى، فإن الزيادة فى قيمة القروض طويلة الأجل (٨٠٣ مليون جنيه) إضافة إلى الزيادة فى قيمة حقوق الملكية (١٠٧ مليون جنيه) تعادل تماماً قيمة إعادة تقييم الأصول (١٠ مليون جنيه) ولذلك تعادل طرفى الميزانية.

جدول - جـ

الميزانية العمومية للشركة القابضة للكيماويات

في ٢٠٠٩/١/١ (القيمة بالآلف جنيه)

نقدية.	٦٠٠	
مدينين وأوراق قبض.	١٠٠٠	
مخزون.	٤٠٠	
أصول متداولة.		٢٠٠٠
أصول قابلة للإهلاك.	١٠٠٠٠	
إهلاك متجمع.	صفر	
	١٠٠٠٠	
أراضي.	١٢٠٠	
أصول ثابتة.		١١٢٠٠
مجموع الأصول.		١٣٢٠٠
دائنون وأوراق دفع.	٥٠٠	
قرض مصرفي قصير الأجل (١٠٪).	٣٠٠	
إيرادات مقدمة.	١٠٠	
خصوم متداولة.		٩٠٠
قروض طويلة الأجل (١٢٪).	١٣٠٠	
قرض طويل الأجل ١٤٪.	٥٩٠٠	
سندات ١٨٪.	٢٤٠٠	
خصوم غير متداولة		٩٦٠٠
أسهم عادية.	٢٧٠٠	
أرباح محتجزة.	صفر	
حقوق ملكية.		٢٧٠٠
مجموع الخصوم.		١٣٢٠٠

هذا، وفور الانتهاء من عملية التحول، اتخذت الإدارة خطوات جادة لتخفيض التكاليف الإدارية والبيعية والمصروفات الأخرى، من بينها نقل مكاتب الشركة إلى منطقة رخيصة نسبياً، مما وفر على الشركة ما يعادل ١٢٠٠ ألف جنيه سنوياً (وفورات التخلص من تكلفة الوكالة). ونظراً لأن للشركة الحق في حساب الإهلاك بأي طريقة تفضلها، بما فيها قسط الإهلاك المتناقص، فقد اختارت أن يكون إهلاك الأصول على النحو الموضح في جدول-د، على فرض أن العمر الافتراضي لتلك الأصول هو خمس سنوات. هذا، ولقد تم تصوير التدفق النقدي، والفوائد المستحقة سنوياً خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٤، على النحو الذي يوضحه جدول-هـ، وجدول-و، على التوالي. وأهم ما يلاحظ على جدول - هـ، الذي يوضح التدفق النقدي في نهاية كل سنة، ما يلي:

- ١ - أن التدفق النقدي لأي سنة هو عبارة عن صافي الربح بعد الضريبة في تلك السنة، مضافاً إليه قسط الإهلاك، ففي عام ٢٠٠٩ بلغ التدفق النقدي ١٧٧٤ ألف جنيه، وهو عبارة عن محصلة خسائر صافية قوامها ١,٢٤٦ مليون جنيه، وقسط إهلاك قيمته ٣ ملايين جنيه.
- ٢ - أن استهلاك القروض، من التدفقات النقدية المتولدة، بدأ بأكثرها تكلفة، وهي السندات الرديئة التي تحمل معدل كوبون قوامه ١٨٪، بعدها يتم الاستهلاك تنازلياً على أساس سعر الفائدة على القرض.
- ٣ - أن رصيد التدفق النقدي في نهاية كل سنة يستخدم في استهلاك القروض. فمثلاً كان رصيد القروض في نهاية السنة الأولى أي سنة ٢٠٠٩، في جدول هـ، ٨١٢٦ ألف جنيه. هذا الرصيد يمثل مجموع القروض في بداية عام ٢٠٠٩، والتي تبلغ قيمتها ٩٩٠٠ ألف جنيه، على النحو الذي تكشف عنه الميزانية العمومية الموضحة في جدول جـ (قرض مصرفي قصير بقيمة ٣٠٠ ألف جنيه، وقروض طويلة قوامها ٩٦٠٠ ألف جنيه) مطروحاً منه التدفقات النقدية المتولدة (١٧٧٤ ألف جنيه) المستخدمة في سداد جزء من قيمة السندات منخفضة الجودة، التي تحمل سعر فائدة ١٨٪ (٢٤٠٠ - ١٧٧٤ = ٦٢٦ ألف جنيه).

جدول - د

قائمة الدخل السنوية للشركة القابضة للكيماويات

خلال الفترة من ٢٠٠٩ - ٢٠١٤ (القيمة بالآلاف جنيه)

بيان	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤
مبيعات.	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠	١٠٠٠٠
تكلفة البضاعة المباعة.	٤٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠	٤٠٠٠
مجمّل الربح.	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠	٦٠٠٠
م. إدارية وبيعية وأخرى.	٣٦٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠	٣٦٠٠
ربح العمليات قبل الإهلاك.	٢٤٠٠	٢٤٠٠	٢٤٠٠	٢٤٠٠	٢٤٠٠	٢٤٠٠
إهلاك.	(٣٠٠٠)	(٣٠٠٠)	(٢٨٠٠)	(٨٠٠)	(٤٠٠)	(صفر)
ربح العمليات.	(٦٠٠)	(٦٠٠)	(٦٠٠)	١٦٠٠	٢٠٠٠	٢٤٠٠
فوائد.	(١٤٤٤)	(١١٢٥)	(٨٢٥)	(٥٤١)	(٢٥٠)	(١٣٩)
صافي الربح قبل الضريبة.	(٢٠٤٤)	(١٧٢٥)	(٢٢٥)	١٠٥٩	١٧٥٠	٢٢٦١
ضريبة ٤٠٪.	(٨١٨)	(٦٩٠)	(٩٠)	٤٢٤	٧٠٠	٩٠٤
الربح بعد الضريبة.	(١٢٢٦)	(١٠٣٥)	(١٣٥)	٦٣٥	١٠٥٠	١٣٥٧
ربحية السهم.	(٢.٤٥)	(٢.٠٧)	(٠.٢٧)	١.٢٧	٢.١	٢.٧١

* الضريبة قيمة سالبة، بما يعنى أنه يمكن الحصول على قيمتها، بتسويتها مع مصلحة الضرائب.

جدول - هـ

كشف التدفقات النقدية السنوى للشركة القابضة

خلال الفترة من ٢٠٠٩ - ٢٠١٤ (القيمة بالآلاف جنيه)

بيان	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤
قيمة التدفق النقدى.	١٧٧٤	١٩٦٥	٢٦٦٥	١٤٣٥	١٤٥٠	١٣٥٧
رصيد القروض :						
قرض قصير (١٠٪).	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	٣٠٠	صفر
قرض طويل (١٢٪).	١٣٠٠	١٣٠٠	١٣٠٠	١٣٠٠	٣١١	صفر
قرض طويل (١٤٪).	٥٩٠٠	٤٥٦١	١٨٩٦	٤٦١	صفر	صفر
سندات (١٨٪).	٦٢٦	صفر	صفر	صفر	صفر	صفر
رصيد القروض	٨١٢٦	٦١٦١	٣٤٩٦	٢٠٦١	٦١١	صفر

٤ - أن رصيد القروض كان في تناقص، حيث يتوقع سداد كل القروض بنهاية عام ٢٠١٤، بل وسوف يتبقى فائض من التدفقات النقدية، من المتوقع أن يتولد بنهاية السنة، قدره ٧٤٦ ألف جنيه، بعد سداد أرصدة القروض التي كانت مستحقة بنهاية سنة ٢٠١٤ $\{ (٣١١ + ٣٠٠) - ١٣٥٧ \}$ = ٧٤٦ ألف جنيه.

أما أهم الملاحظات على جدول (و) الذي يوضح الفوائد المستحقة سنوياً، فهي :

- ١ - إعطاء أولوية لسداد القروض ذات التكلفة المرتفعة، قد انعكس بوضوح على الفوائد المستحقة.
 - ٢ - أن الفوائد في كل سنة تدفع على رصيد القروض في بداية السنة؛ أى على رصيدها في نهاية السنة السابقة.
 - ٣ - على ضوء أرصدة القروض في جدول هـ، يتوقع اختفاء الفوائد من قائمة الدخل للمنشأة بنهاية عام ٢٠١٤.
- جدول - و

الفوائد المستحقة سنوياً

خلال الفترة من ٢٠٠٩ - ٢٠١٤ (القيمة بالآلاف جنيه)

بيان	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤
قرض قصير (١٠٪).	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠	٣٠
قرض طويل (١٢٪).	١٥٦	١٥٦	١٥٦	١٥٦	١٥٦	٣٧
قرض طويل (١٤٪).	٨٢٦	٨٢٦	٩٣٦	٢٦٥	٦٥	صفر
سندات (١٨٪).	٤٣٢	١١٣	صفر	صفر	صفر	صفر
قيمة الفوائد.	١٤٤٤	١١٢٥	٨٢٥	٥٤١	٢٥٠	٦٧

ماذا يعنى هذا ؟ يعنى أن المنشأة أصبحت معدة للبيع للغير، الذى يستطيع أن يحقق المزايا نفسها. يستطيع إعادة تقييم الأصول التى بلغ رصيدها صفر، يستطيع استبدال جزء كبير من حقوق الملكية بأموال مقرضة، يتحقق من وراء الفوائد المستحقة عليها، ومن إهلاك الأصول التى أعيد تقييمها، وفورات ضريبية كبيرة.

وهنا نتساءل، هل يمكن بيع الشركة بنهاية السنة الخامسة؟ نعم، يمكن ذلك. وتعال نضع عدة فروض شديدة التحفظ. وهى: أن ربحية السهم ستظل عند ٢٠٧١ جنيه، وأن مضاعف الربحية للسهم، والذى كان قد بلغ ١٤٠٣ مرة على أساس السعر قبل التحول، ظل كما كان عليه. هذا فرض شديد التحفظ، إذ فى ظل التحسن فى أداء

الشركة، يتوقع أن يرتفع المضاعف. وإذا ما اتفقنا على نتائج هذا التحليل، فإن القيمة العادلة للسهم ينبغي أن تكون ٣٨,٧٥ جنيه (١٤,٣ × ٣٨,٧٥).

مرة أخرى تبدو القيمة المقدرة لربحية السهم شديدة التحفظ؛ إذ تقوم على فرضية تعكسها مقارنة جدول ب مع جدول د مؤداها أن المبيعات لم تتأثر من جراء قرار التحول. وعلى الرغم من ذلك، فإن قيمة حقوق الملكية بنهاية السنة الخامسة يتوقع لها أن تبلغ ١٩,٣٧٥ مليون جنيه (٥٠٠ ألف سهم × ٣٨,٧٥ جنيه).

ولنعود بذاكرتنا إلى الوراء؛ لنجد حق اختيار متاح لمجموعة المستثمرين، يتمثل في إمكانية شراء حصة بنك الاستثمار في رأس المال، والتي تقدر بقيمة قوامها ٥.٦٥ مليون جنيه. وإذا ما تم ذلك فإن القيمة الصافية لمجموعة المستثمرين تصبح ١٣,٧٢٥ مليون جنيه (١٩,٣٧٥ مليون جنيه مطروحاً منها ٥,٦٥ مليون جنيه). وبفرض أن أتعاب بنك الاستثمار مليون جنيه عن كافة خدماته، حيث يتبقى ١٢,٧٢٥ مليون جنيه عن استثمار قدمته المجموعة منذ خمسة سنوات مضت قيمته ١,٤٤ مليون جنيه، وهو ما يمثل معدل عائد سنوى مركب، يتم حسابه من جدول الفائدة المركبة تزيد نسبته عن ٥٠٪.

ولكن ما مصادر ذلك العائد المرتفع؟ هناك الوفورات الضريبية المتولدة عن إعادة تقييم الأصول. هناك مكاسب من انخفاض القيمة الحالية للضريبة، ما دام أن إهلاك الأصول قد تم باستخدام قسط الإهلاك المتناقص. هناك الوفورات الضريبية على فوائد القروض، وهى قروض بحجم هائل. فلقد بلغت نسبة القروض، بما فيها القرض المصر في قصير الأجل، إلى حقوق الملكية ٣٠٩:١ وهى نسبة ليست كبيرة، إذ يمكن أن تبلغ النسبة ٦:١ كما سبق الإشارة. هناك كذلك حق الشركة في تسوية الخسائر في السنوات الثلاثة الأولى من الأرباح السابقة، التى حققها الشركة قبل عام ٢٠٠٩. يضاف إلى ذلك الانخفاض في تكلفة الوكالة، التى نجم عنها انخفاض في تكاليف العمليات بما يعادل ١٢٠٠ ألف جنيه. وأخيراً، هناك العائد الذى قد يتولد عن استثمار الأموال المقترضة.

ولكن ماذا عن المخاطر؟ ليست ضخمة، فالشركات المستهدفة للتحول، عادة ما تكون شركات تتسم أرباحها وتدفقاتها النقدية بقدر من الاستقرار، الذى يمثل عنصر أمان للدائنين.

ونختتم هذا الجزء بالإشارة إلى نقطة جديرة بالاهتمام، وهى أن تقييم عملية التحول يركز على التدفقات النقدية، التى تتمثل فى صافي الربح بعد الضريبة مضافاً إليه قيم الإهلاك وأى مصروفات أخرى لا تستخدم أموالاً حاضرة. فمن تلك التدفقات النقدية يتم سداد القروض، وتشتري الأصول، وتدفع التوزيعات لمجموعة

المستثمرين في عملية التحول. ولكن ماذا عن الأرباح؟ هي مهمة كجزء من التدفق النقدي، أما الربح ذاته فغالباً ما لا يتحقق في السنوات الأولى من التحول، وهو ما يبدو واضحاً من جدول-د، حيث حققت الشركة خسائر في الثلاث سنوات الأولى. ماذا يعني هذا؟

يعنى أن المهندسين الماليين لن يشرعوا في تنفيذ عملية التحول إلا إذا كانت هناك مؤشرات مطمئنة من حيث حجم التدفقات النقدية، واستقرار تلك التدفقات. ولا بد وأن يكون حذرهم مضاعفاً، خشية على سمعتهم، فضلاً عن أن بنك الاستثمار الذي يعملون معه، عادة ما يقدم قروضاً، كما قد يساهم بحصة في رأسمال الشركة المعنية.

هذا، ولقد تعرضت إعادة الهيكلة من خلال تحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة للعديد من الانتقادات، في مقدمتها أنه قد يترتب عليها التخلص من جزء من القوة العاملة، كما قد تحدث خللاً في سوق الاقتراض. فجاذبية السندات منخفضة الجودة نتيجة لارتفاع عائدها مقارنة بما تنطوي عليه من مخاطر، قد يقلل من فرصة إصدار سندات أعلى جودة، إلا إذا كان معدل الكوبون الذي تحمله مرتفعاً. هذا فضلاً عن أن عملية التحول من شأنها أن تدفع بالإدارة إلى التضحية بالأهداف طويلة الأجل، لحساب الأهداف قصيرة الأجل، التي تتمثل أساساً في العمل على توفير تدفقات نقدية لسداد القروض. ومن الانتقادات الأخرى كذلك أن عملية التحول قد تعرض الشركة للإفلاس. وبالفعل لوحظ تزايد حالات الإفلاس، بين الشركات التي يتم إعادة هيكلتها بالتحويل، بسبب عدم قدرتها على الوفاء بما عليها من التزامات.. هذا فضلاً عن الانتقادات المتمثلة في ضخامة الوفورات التي لها أثرها على الحصيلة الضريبية.

وأن وجود فرصة لتحويل الشركة المساهمة إلى شركة خاصة، قد يكون له إيجابياته، فخوف الإدارة من أن تحدث عملية تحويل من وراء ظهرها، دون أن تتاح لها المشاركة فيها، يمثل قوة دافعة للإدارة لتحسين الأداء لكي تحظى برضاء المساهمين؛ مما يمكنها من الوقوف في وجه أى محاولة للسيطرة العدوانية مهما كان أسلوبها. ومع هذا، فإن خوف الإدارة من إمكانية حدوث عملية التحويل، من شأنه أن يؤدي إلى ارتباك أدائها، وإنعكاس ذلك سلباً على هدف تعظيم ثروة الملاك.

أهم المراجع

أهم المراجع العربية

- د. فريد راغب النجار - المشتقات والهندسة المالية - الدار الجامعية بالإسكندرية، ٢٠٠٨.
- د. منير إبراهيم هندي - التمويل - منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٦.
- د. حسين عطا غنيم - دراسات في التمويل - المكتبة الأكاديمية بالقاهرة، ٢٠٠٥.
- نشأت عبد العزيز معوض - أسواق رأس المال - كتاب الاقتصادي، ١٩٩٤.
- د. محمد فتحى البديوى - التمويل الدولى (الكتاب الأول)، ٢٠٠٧.
- د. محمد فتحى البديوى - التمويل الدولى (الكتاب الثانى)، ٢٠٠٨.
- د. عبد المنعم التهامى - مقدمة فى المنشآت والأسواق المالية - مكتبة عين شمس، ١٩٩٩.
- د. منير إبراهيم هندي - الفكر الحديث فى إدارة المخاطر - منشأة المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٣.
- د. طارق عبد العال حماد - إدارة المخاطر - الدار الجامعية، القاهرة، ٢٠٠٢.
- د. محمد عبد الفتاح الصيرفى - إدارة البنوك - دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٦.
- د. سيد محمد جاد الرب - إدارة المنشآت المالية، ٢٠٠٢.
- د. عبد العاطى لاشين - إدارة البنوك، ٢٠٠٢.

لمحة عن صاحب هذا الكتاب

دكتور محمد فتحى البديوى.

- حاصل على دكتوراه الفلسفة فى إدارة الأعمال تخصص التمويل والبنوك بمنحة دراسية من جامعة كولومبيا الحكومية بولاية لوزيانا- الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٩٨ بدرجة امتياز. تخرج فى جامعة عين شمس عام ١٩٦٥ بشعبة إدارة الأعمال بتقدير جيد، ثم عمل فى عدة ميادين متنوعة منها البترول والمقاولات والاستثمارات المالية والنسيج والبنوك وشركات تصنيع وتسويق المواد الغذائية، ورأس عديداً من هذه الشركات كمدير عام وكعضو منتدب ونائب رئيس مجلس الإدارة، كما تم انتخابه عضواً بمجلس إدارة البنك المصرى التجارى سابقاً.
- حصل على دبلومات فى الدراسات العليا من جامعات الكويت وعين شمس ومعهد بوليجلوت الدولى بلندن، والجامعة الأمريكية بالقاهرة فى موضوعات محاسبة التكاليف وإدارة البنوك والتسويق الدولى وإدارة الأعمال الدولية، وإدارة محافظ الأوراق المالية بالإضافة للماجستير فى تمويل المؤسسات من جامعة كولومبيا الحكومية بالولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٩٥.
- قام بتدريس مواد الإدارة المالية والتمويل الدولى، وإدارة مخاطر الاستثمار وإدارة المواد وإدارة نظم العمل والإدارة العامة وإدارة السلوك التنظيمى وإدارة الإنتاج فى عدد من الجامعات والمعاهد العليا المصرية والعربية.
- يقوم بتدريس مواد التخصص لطلبة الماجستير المهنى الذى تمنحه الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية بالأردن (فرع القاهرة).
- عضو بجمعية الإدارة العربية - عضو زميل سابق بالأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية بالملكة الأردنية الهاشمية.
- أمين عام جمعية الصداقة المصرية الكويتية، وعضو مجلس الإدارة.
- عضو هيئة تدريس سابق بجامعات البحرين ومصر الدولية *MIU* والحديثة للعلوم والآداب *MSA* والجامعة الحديثة وأكاديمية طيبة المتكاملة للعلوم والأكاديمية الحديثة للعلوم والتكنولوجيا حالياً.
- له عدة مؤلفات فى الإدارة المالية المتقدمة والتمويل الدولى وإدارة المخاطر وأسواق رأس المال وإدارة البنوك وإدارة الاستثمار وإدارة المؤسسات المالية باللغتين العربية والإنجليزية.