

الفصل الثالث

مناهج الإدارة المالية للمشروع الاستثماري

الجزء الأول : الهيكل المالي للمشروع الاستثماري

الجزء الثاني : الهيكل المالي وحدود الأمن الاستثماري

الجزء الثالث : مناهج إدارة النقد في المشروع الاستثماري

الجزء الرابع : مناهج إدارة الذمم في المشروع الاستثماري

الجزء الخامس : مناهج إدارة المخزون السلعي في المشروع الاستثماري

الفصل الثالث

مناهج الإدارة المالية للمشروع الاستثماري

تفرض الأهمية المنهجية لهذه الدراسة أن تحدد الكيفية ، التي يجب أن يدار بها رأس المال الخاص بالمشروع الاستثماري ؛ خاصة إذا كان المشروع الاستثماري يبدأ نشاطه لأول مرة ، والدراسة - في منهجها العام - تبني أفكارها وتطبيقاتها البحثية على أساس أن المشروع يدار للمرة الأولى .

وترجع هذه الأهمية إلى أن المشروعات الاستثمارية حديثة الإنشاء ، تواجه بأخطر مشاكل الاستثمار من الناحية المالية والاقتصادية ، حيث يتضح بشكل مؤثر أهمية وتأثير عنصر الزمن . وكذلك عناصر التغير المختلفة للقيم المالية والاقتصادية ، ويشير إلى ذلك الأستاذ / Eguene F. Brigham في مؤلفه عام ١٩٨٣ - "Financial Management: Theory and Practice" - حيث أكد على ضرورة الاهتمام بعنصر التضخم The inflation في تكوين المؤشرات المالية للمشروع وإجراء القياسات الاقتصادية ، ويظهر أثر التضخم في الاختلافات في أسعار الفائدة ، والقيم السوقية للأوراق المالية ، هذا .. بالإضافة إلى انخفاض قيمة الإهلاك المتجمعة للأصول الثابتة عن قيمة الأصل ، وأخيراً الاختلافات في نتائج الدراسات المالية للمشروع ، وكذلك القرارات المالية الاستثمارية .

وتتمثل أهمية إدارة أموال المشروع الاستثماري في أهمية وضع التحديدات والإسقاطات الخاصة باتخاذ القرارات المستقبلية للاستثمار ، وذلك من خلال :

- إجراء الخطط المالية الواقعية والموضوعية ، والمرتبطة بأصول منهجية بالتخطيط الاستثماري الحالي والمستقبلي للمشروع الاستثماري .

- تصميم معايير مالية خاصة بالأداء داخل المشروع الاستثماري ، تتفق مع أهمية وطبيعة الأداء ، وكذلك المناخ الاستثماري العام من ناحية ، ومن الناحية الأخرى .. تتلاءم مع المعايير العامة للأداء ، حتى لا تحدث المعايير الخاصة تحديداً للمشروع ، وتعارض أهمية التنسيق مع بقية المشروعات الأخرى المتواجدة ، سواء في المنطقة الإنتاجية أو التسويقية للمشروع .

وكما يتضح .. أن الدراسة تهتم بإحدى الوظائف المهمة للإدارة المالية للمشروع الاستثماري ، وهي دور الإدارة المالية في اتخاذ وتدعيم القرارات الاستثمارية ، وكذلك مساعدة أصحاب المشروع الاستثماري في إدارته ، بعد اتخاذ القرارات الخاصة بالإنتشاء .

وكما أشارت الدراسة في الكتاب الأول منها .. فإن الأطراف الأساسية لأي مشروع استثماري ، تتكون من : ملاك المشروع ، والإدارة والعاملين ، والمجتمع . ومن هنا .. يجب على أي إدارة مالية واقتصادية للمشروع الاستثماري أن تراعي بشكل دائم أهمية تحقيق أهداف الأطراف ، ذات المصلحة في المشروع ، وأكد على ذلك المعنى الأستاذ / Miles في مؤلفه عام ١٩٨٠ بعنوان - " Organizational Behavior " - عندما أشار إلى أهمية أن يعكس هدف الإدارة المالية وهيكلها مستهدفات الأطراف المعنية بنشاط المشروع ، وعلى هذا .. يجب أن تحدد معايير اتخاذ القرارات التي يجد فيها كل طرف حماية وتأمين لأهدافه ، وذلك كما يلي :

الطرف الأول ، ملاك المشروع - وتتركز أهدافهم في تعظيم الربح - Profit Maximization - وعلى أساس ذلك تبني القرارات المالية للاستثمار ، والتي يجب أن تراعي متغيرين ، لهما تأثير مركزي على هدف أصحاب المشروع :

- القيمة الزمنية للنقود Time Value of money .

- المخاطرة Risk .

ولمعالجة أثر هذين المتغيرين .. يرى الأستاذان / Haley & Schall في مؤلفهما عام ١٩٧٩ بعنوان "The Theory of Financial Decisions" - وكذلك الأستاذان / Pogue & Lall في مؤلفهما عام ١٩٧٦ بعنوان - "Corporate Finance An Overview" - أهمية التأكيد على مبدأ تجنب المخاطر - Risk averse ، ويكون ذلك عن طريق تعظيم القيمة السوقية للأسهم العادية ، وهو ما يطلق عليه تعظيم قيمة المنشأة ، أو تعظيم ثروة الملاك - Wealth Maximization ويرى هؤلاء الأساتذة ، أن ذلك يعتبر أفضل معايير تقييم القرارات الاستثمارية من وجهة نظر أصحاب المشروع .

الطرف الثاني - الإدارة والعمال ، وتتركز أهدافهم في تحقيق أهداف أصحاب المشروع ، إلا أن الأستاذ / Baumol في مؤلفه عام ١٩٥٩ بعنوان - "Business Behavior and Value, and Growth" - والأستاذ / Le-wellen في مؤلفه عام ١٩٦٩ بعنوان - "Management and Ownership in the Large Firm" - يريان أن الإدارة عندما لا تكون صاحبة المشروع قد لا تركز جهودها لتحقيق أهداف المشروع ، ولكن سيذكره اهتماماتها بتعظيم مصالحها ، لتحقيق مكافآت وحوافز عالية ، وقد تدفع هذه العناصر للإدارة إلى قبول مقترحات استثمارية لا تعظم من ثروة الملاك ، إذا كانت هذه المقترحات تنطوي على قدر من المخاطر ، وذلك خوفاً من الفشل الذي يؤدي

إلى الإطاحة بهذه الإدارة ، ويؤكد على هذا المعنى الأستاذ / Brigham في مؤلفه عام ١٩٨٢ (سابق الإشارة) . ويوضح الأستاذ / Mincer في مؤلفه عام ١٩٧٤ بعنوان - "Experience and Earning" - أهداف العمال كشركاء لأصحاب لرؤوس الأموال في العملية الاستثمارية ، فأهدافهم تعظيم مقابل الجهد الذي يبذلونه ، ويضيف الأستاذ / Becker في مؤلفه عام ١٩٧٥ بعنوان - "Human Capital: Atheoretical and Empirical analysis" - أن فكرة تعظيم ثروة العمال يرتبط بمفهوم أمان الوظيفة ، حيث من المتوقع أن تزداد تلك الثروة مع انخفاض احتمالات الفصل من الخدمة ، أو ترك العمل بسبب المرض .

الطرف الثالث - المنتج - حيث إن عملية التطوير العام للمجتمع لا يمكن أن تفصل أو تعزل عن الأهداف الخاصة لكل من أصحاب المشروع والإدارة والعمالين ، ولكن .. كما اتضح من الفصل الخاص بتقييم المشروع ، فالأهداف الاجتماعية تؤثر بشكل أساسي في اتخاذ القرار الاستثماري وقبول أو رفض المشروع .

ولهذا .. فمناهج الإدارة المالية للاستثمارات تركز اهتماماتها الأساسية على تحقيق الأهداف العامة للمشروع ، ومكوناتها الخاصة من الأهداف الجزئية لها ، وتقدم الدراسة هذا الفصل هادفة من خلاله إلى تحقيق الأهداف التالية :

أولاً : أن إجمالي النتائج للدراسات والتحليل المنهجي للبيانات والمعلومات التي تمت على مدار الكتابين (الأول - الثاني) المكونين للدراسة العامة ؛ كانت لأجل توفير قاعدة من البيانات والمؤشرات المالية الاقتصادية ، التي يمكن توظيفها لاتخاذ قرار استثماري .

ثانياً : هدفت الدراسة ، في الفصل الخاص بإعداد تقرير الجدوى الاستثمارية ،

إلى أن يكون بمثابة هيكل منهجي محدد الأطر لاستخدامات المؤشرات والبيانات الخاصة بالعملية الاستثمارية ، وتطبيقها على مشروع محدد .

ثالثاً : اهتمت الدراسة بأهمية تقديم العناصر الكاملة (التجارية - والاجتماعية) لعملية التقييم ، حتى تتمكن إدارة المشروع ، وكذلك أصحاب رؤوس الأموال من التوقف في الوقت المطلوب على إنجازات العملية الاستثمارية وأهمية استمرارها .

رابعاً : وتهدف الدراسة إلى استكمال الجزء المتبقي من العملية الاستثمارية ، وهو : كيفية إدارة العملية الاستثمارية في المشروع الاستثماري ، حتى يمكن أن تحقق أهداف المشروع التجارية والاجتماعية ، وذلك من خلال استخدام كل متحصلات النتائج والبيانات ، وعمليات التحليل والتنبؤ التي أجريت ، وحققت أهداف البنود الثلاثة بعاليه : فهذا الفصل يأتي مكملاً ومتمماً لعملية الاستثمار بشكلها العام ، ولهذا ترجع أهمية هذا الفصل البحثي ، وأهميته أيضاً - لعملية الاستثمار بشكل عام .

والدراسة - وهي تستكمل هيكلها العام - تقدم هذا الفصل « مناهج الإدارة المالية للمشروع الاستثماري » من خلال الأطر البحثية التالية :

الجزء الأول : الهيكل المالي للمشروع الاستثماري .

الجزء الثاني : الهيكل المالي وحبود الأمن الاستثماري .

الجزء الثالث : مناهج إدارة النقد في المشروع الاستثماري .

الجزء الرابع : مناهج إدارة الذمم في المشروع الاستثماري .

الجزء الخامس : مناهج إدارة المخزون السلمي في المشروع الاستثماري .

الجزء الأول

الهيكل المالي للمشروع الاستثماري

يمثل اتخاذ القرار بتحديد البناء الاقتصادي للهيكل المالي للمشروع الاستثماري بداية القرارات العملية لتنفيذ المشروع الاستثماري ، وعلى أساس تحديد الاحتياجات الاستثمارية التي انتهت إليها الدراسات الفنية لجوى الاستثمار يتم تحديد الاحتياجات المالية ، ومنها يتم تخطيط الكيفية التي سيتم بها تمويل الاحتياجات المالية للمشروع الاستثماري ، وهذا التخطيط هو ما يطلق عليه الهيكل المالي Financing Structure ويتكون من :

أ - مجموعة التمويل قصيرة الأجل Short - Term Financing

وعادة هذه المجموعة تمثل الأموال التي يحصل عليها المشروع من الغير ، ومدة سدادها لا تتعدى العام ، ويشير الأستاذ / Petty في مؤلفه عام ١٩٨٢ بعنوان - "Basic Financial Management" - إلى المشكلة التي تواجه إدارة المشروع الاستثماري في اتخاذ القرار بشأن التمويل القصير الأجل ، وهي :

ما درجة اعتماد المشروع على التمويل القصير الأجل ، ثم ما الأسس التي يمكن أن يعتمد عليها في اختيار المشروع لأفضل هذه المصادر ؟ ويؤكد الأستاذ / Petty في مؤلفه على أن : إن هيكل أصول المشروع ، ومدى استعداد الإدارة لتمثل المخاطر يحددان حجم وشكل التمويل قصير الأجل ، ولاتخاذ قرار اختيار مصدر معين يمكن الاعتماد عليه في تمويل الاستثمارات ، يتوقف على :

- تكلفة التمويل ، أي الأعباء التي يمكن أن يتحملها المشروع باستخدام هذا المصدر .

- قدرة هذا المصدر على تمويل الاحتياجات الخاصة بالمشروع بالحجم اللازم ، وفي الزمن المخطط للاحتياجات .

والمصادر التمويلية قصيرة الأجل المتاحة أمام المشروعات الاستثمارية بشكل عام ،
يمكن تحديدها فيما يلي :

الائتمان المصرفي - Short - Term Bank Loans -

وهي القروض قصيرة الأجل التي مصدرها الجهاز المصرفي ، وتتميز
بانخفاض تكلفته عن الائتمان التجاري في الحالات التي لا يستطيع معها
المشروع الاستفادة من الخصم ، ويعتبر من المصادر المهمة لتمويل الأصول
الدائمة للمشروعات التي تعاني صعوبات تمويلها .

كما أن هذا التمويل يعتبر أكثر مرونة ؛ لأن المشروع يستطيع الحصول عليه
نقدية ، غير أنه .. نتيجة للشروط المصرفية تجعل هذا النوع من التمويل غير
ميسور للمشروعات صغيرة الحجم ، والمشروعات الجديدة ، والمشروعات التي
لا تتميز بمركز مالي قوي ، وذلك يرجع إلى أن المصارف تتطلب مجموعة من
الضمانات ، مثل : تقديم رهونات ، ووجود ضامن للتعاقد ، أو نضع شروطاً
للفائدة والقسط مرتفعة ، بالإضافة إلى شروط أخرى أساسية ، قد تطلب من
كافة المنشآت - كشرط احتفاظ المشروع برصيد معوض - Compensating
Balance - وكلها شروط مؤثرة على درجة الاستفادة من التمويل .

وتظهر التكلفة الأساسية للائتمانات المصرفية الفائدة التي يتحملها المشروع ،
وعادة تكون في هيئة نسبة مئوية من قيمة القرض ، ويمكن قياسها كما يلي :

المعدل الفعلي للفائدة (قبل الضريبة) = قيمة الفائدة قبل الضريبة / قيمة
القرض - الرصيد المعوض .

وفي حالة التسديد على دفعات .. يكون معدل الفائدة الفعلي :

معدل الفائدة الفعلي = $٢ \times \text{عدد الدفعات} \times \text{قيمة الفائدة قبل الضريبة} / \text{قيمة}$
القرض (عدد الدفعات + ١)

ومعدل الفائدة بعد بالضريبة = معدل الفائدة قبل الضريبة (١ - معدل الضريبة) . (والائتمان المصرفي إما أن :

- يكون في هيئة مبلغ إجمالي يحصل عليه المشروع مرة واحدة ، على أن أن يتم الوفاء بقيمتة والفوائد في المواعيد المتفق عليها .
- أو يكون مبلغاً إجمالياً يمثل حداً أقصى لما يمكن أن يحصل عليه المشروع ، خلال فترة متفق عليها Line of Credit ، على أن يكون لها الحق في الحصول على المبلغ كله مرة واحدة ، أو على دفعات .

الائتمان التجاري - Trade Credit -

الائتمان التجاري يمثل قيمة المشتريات الأجلة للسلع التي تتجر فيها ، أو تستخدمها في عملية التصنيع ، ويعتبر مصدراً أكثر أهمية من الائتمان المصرفي أو غيره من مصادر الائتمان القصير الأجل الأخرى ، وأحياناً يكون المصدر الوحيد لبعض المشروعات .

وتتوقف تكلفة الائتمان التجاري على شروط الموردين ، ويعتبر تمويلاً مجانياً ، إذا استطاع المشروع استثماره ، أو استخدامه بالشكل الملائم ، والعكس ؛ حيث يصبح تمويلاً ذا تكلفة عالية ، إذا فقد المشروع السيطرة في الاستخدام لصالحه .

ب - مجموعة التمويل طويلة الأجل Long - Term Financing

تفيد هذه المجموعة المكونة لهيكل رأس المال Capital Structure ، وهي تتكون من:

الأسهم العادية - Common Stock - وهي مستندات ملكية ذات قيمة .

- قيمة إسمية : وهي القيمة المدونة على قيمة السهم ، وينص عليها في عقد التأسيس .

- قيمة دفترية : قيمة حقوق الملكية ، التي تتضمن الأسهم الممتازة ؛ مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة .
- القيمة السوقية : قيمة الأسهم في سوق رأس المال ، وقد تختلف هذه القيمة بالزيادة أو بالنقص عن القيمتين الأخرتين .
- ويمكن اعتبار الأسهم العادية مصدر تمويل كنتيجة للمواصفات الخاصة بها ، وهي :
- × أن المشروع غير ملزم قانوناً بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم .
- × أن هذه الأسهم تمثل مصدراً دائماً للتمويل ؛ إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من المشروع الذي أصدرها .
- × أن إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية ، وهو أمر تترتب عليه زيادة الطاقة الافتراضية المستقبلية للمشروع .
- ولكن هذه المميزات لم تنفِ وجود بعض العيوب الخاصة للأسهم العادية ، أهمها :
- ارتفاع تكلفة الأسهم ، حيث يكون العائد عليها مرتفعاً ، وأن عوائدها لا تتواد عنها أي وفورات ضريبية .
- يرتبط إصدار أسهم عادية جديدة بتزايد عدد المساهمين ، ذات حق التصويت في الجمعية العمومية ؛ مما يؤدي إلى تثبيت الأصوات داخل الجمعية ، ومعها يصعب اتخاذ القرارات ، ويمكن احتساب عدد الأسهم الجديدة كما يلي :

عدد الأسهم الجديدة = الاحتياجات المالية / سعر بيع السهم للمساهم
الحالي

عدد الصكوك = عدد الأسهم القديمة / عدد الأسهم الجديدة

الأسهم الممتازة - Preferred Stock - مستند ملكية ذات قيمة اسمية ودفترية ، وسوقية كما هو الحال في الأسهم العادية ، إلا أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة ، كما تظهر في دفاتر المشروع ، مقسومة على عدد الأسهم المصدرة .

وتستفيد المشروعات التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ببعض المزايا ، هي :

- أنها ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات ، كما أن التوزيعات محدودة بمقدار معين ، ولا يحق لأصحاب هذه الأسهم التصويت ، إلا في حالة المشاكل المعقدة .

- يساعد إصدار أسهم ممتازة جديدة على تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة ؛ مما تترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية المستقبلية للمشروع .

- يستطيع المشروع إعادة شراء هذه الأسهم ، في حالة انخفاض سعر الفائدة السائد ، واستبدالها بأسهم جديدة بمعدلات منخفضة .

كما أن هذه الأسهم تحتوي على بعض العيوب ، منها :

× لا تخضع للضريبة وبذلك لا تحقق للمشروع وفورات ضريبية .

× يكون لها معدلات عائد عالية ، وذلك لتحمل حاملها لمخاطر أكبر من مخاطر المقرضين .

× في حالة الإفلاس وتوزيع أموال التصفية .. يأتي جملة الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية .

× يحتفظ حاملها بأحقية في التوزيعات عن السنوات ، التي لم يتم إجراء التوزيعات فيها Cummulative Feature ، وذلك قبل أن يحصل حملة الأسهم العادية على التوزيعات .

× لحاملها حق التصويت في حالات إجراء التوزيعات ، وعدم كفاية الأموال.

الاقتراض طويل الأجل

تتميز القروض عن سابقتها ، بأنها محددة بتاريخ سداد ، يجب على المشروع الوفاء بقيمتها وتكلفتها في هذا التاريخ ، وهي تتكون من :

- القروض طويلة الأجل ، وهي قروض مصدرها السوق المصرفي ، وتكلفتها تتمثل في نسبة محدودة من قيمة القرض (معدل الفائدة) ، ويطلب المقرض في بعض الحالات عدم ذكرها في عقد القرض Floating Interest Rate ؛ خاصة إذا كانت معدلات الفائدة في السوق متجهة نحو الارتفاع ، وقد يكون تسديد قيمة القرض على دفعة واحدة ، أو عدد من الدفعات في تواريخ محددة Amortization Schedule .

- السندات - Bond - وهو مديونية طويلة الأجل يصدره المشروع ؛ ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند Par Value - في تاريخ الاستحقاق ، كما يعطيه الحق في معدل فائدة دوري ، يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية ، والسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل ، أو تساوي القيمة الاسمية ، ويفيد ذلك أن من حق حامل السند أن يحقق أرباحاً رأسمالية ، كما قد تحدث خسائر رأسمالية له ، وتتوقف القيمة السوقية للسند على المركز المالي للمشروع ، وفي بلدان الأسواق المالية

القوية .. يتم تصنيف السندات التي تصدرها المشروع في مجموعات ، وفقاً لدرجة المخاطر التي تتعرض لها - Bond Ratings - وقد يشترط المشروع حق استدعاء السندات - Call Provision - أي إعادة شرائها ، ويحصل حامله على قيمة أعلى بزيادة ، تسمى مكافأة أو علاوة الاستدعاء - Call Premium - .

ويتوقف تقييم قرار الاستدعاء للسندات على تقدير التدفقات النقدية المتولدة عنه ، فمن الواضح أن للقرار تكلفة مبدئية ، تتمثل في صافي التدفق النقدي الخارجي الذي سيترتب على قرار الاستدعاء ، وللقرار تأثير على التدفق النقدي الداخلي ، إذ سنترتب عليه وفورات سنوية في تكلفة التمويل .

وبتحديد المكونات الشكلية للهيكل المالي للمشروع ، وتحديد أبعادها - فلأجل اتخاذ قرار بالاختيار فيما بينها كمصادر للتمويل الاستثماري للمشروع يجب أن تدرس بعناية تكلفة الأموال ، وترجع أهمية تكلفة الأموال إلى أنها تعتبر بمثابة الحد الأدنى للعائد المقبول على الاستثمارات ، وعملية دراسة - تكلفة الأموال - يمكن طرحها من خلال الأبعاد الآتية :

أولاً : العناصر الاستثمارية المحددة لتكلفة الأموال

تكون تكلفة الأموال من إجمالي مكونات الهيكل المالي للمشروع ، وهذه التكلفة تتأثر بمجموعة من العوامل منها :

العوامل الاقتصادية العامة :

يتوقع المستثمرون الحصول على عائد مركب من العملية الاستثمارية ؛ نتيجة تأجيل مقدرتهم الاستهلاكية إلى زمن مستقبلي ، بالإضافة إلى تحملهم مخاطر العملية الاستثمارية ، وهذا يعادل العائد المتوقع على السندات التي

تصدرها الحكومة ، والتي لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة ، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر – Risk Free Rate . ويتوقف هذا العائد ، الذي يعتبر بالنسبة للمشروع جزءاً من تكلفة أي مصدر تمويل على الحالة الاقتصادية العامة .

أما بالنسبة للعائد الذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر ، ويسمى بدل المخاطر Risk Premium ، وهذا يمثل المخاطر التي قد يتعرض لها العائد في مخاطر التشغيل أو العمليات Operating risk ، والمخاطر المالية Financial risk .

ويؤكد الأساتذة / Martin , Scolt , Keown , Petty في دراستهم عام ١٩٨٢ (سابق الإشارة إليها) على أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، ينبغي أن يتضمن جزءاً إضافياً لتعويض المستثمر عن مخاطر انخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة ، وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالمشروع ذاته ، وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية ، كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، على أنه معدل العائد على الاستثمار الخالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية فقط ، وبذلك .. فإنه ينبغي أن يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر الأخرى كمخاطر التضخم ، ومخاطر تغير سعر الفائدة . وقد أمكن قياس تكلفة على عنصر كما يلي :

تكلفة العنصر = معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، الذي يتكون من : جزء لتعويض المستثمر عن تأجيله الاستهلاك ، وجزء لتعويض عن مخاطر الزمن + بدل المخاطر ويتكون من عائد للتعويض عن مخاطر التشغيل ، وعائد للتعويض عن المخار المالية .

حيث يساوي الأخير = بدل مخاطر التشغيل + بدل المخاطر المالية .

أثر العوامل الخاصة بكل عنصر :

سبق إيضاح الخصائص الخاصة بكل عنصر مكون للهيكل المالي ، وكل عنصر تفترض له قياسات تختلف عن الآخر ، نتيجة طبيعته التي تفرض عليه تحمل مخاطر معينة ، كما أنها توفر له بعض الامتيازات .

أثر قرار المشروع بشأن الهيكل المالي :

عادة ما يتخذ المشروع لنفسه برنامجاً بشأن المزيج الذي يتكون منه الهيكل المالي ، ونسبة كل عنصر في هذا البرنامج ، كما يفرد المشروع نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل المزيج ، الذي قرر الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها .

ثانياً : قياس تكلفة العناصر التمويلية

ويطلب هذا القياس ، قياس تكلفة الأموال لكل عنصر ، وتكون كما يلي :

تكلفة الاقتراض - Cost of Debt - تكافئ المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفع المشروع للاستثمار ، وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة ، أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية . ويمكن تقدير هذه التكلفة باستخدام معدل العائد الداخلي لتقدير تكلفة الاقتراض ، والتي سبق تقديمها في الفصول الأولى من هذا الكتاب ، وعلى أساسه يمكن تحديد معدل الخصم ، الذي يتساوى عنده صافي المتحصلات للأموال المقترضة مع القيمة الحالية للتدفقات النقدية ، التي يتحملها المشروع للمقرض ، وهذا ما يعادل تكلفة الاقتراض .

تكلفة الأسهم الممتازة ، ويمكن قياسها على أساس :

معدل العائد للأسهم الممتازة = قيمة التوزيعات السنوية / القيمة السوقية
للشهم

ولكن يتحمل المشروع ، بالإضافة إلى معدل العائد للأسهم الممتازة ، تكاليف الإصدار والعمولات والخصومات التي يحصل عليها بعض المستثمرين ، وبذلك تكون تكلفة تمويل الأسهم الممتازة كما يلي :

تكلفة التمويل للأسهم الممتازة = قيمة التوزيعات السنوية / صافي المتحصلات من بيع السهم

تكلفة الأسهم العادية - وهو التمويل الذي يسمى « التمويل عن طريق حقوق ملكية خارجية External Common Equity » أي من أموال يدفعها ملاك قدامى أو جدد من ثروتهم الخاصة ، وذلك للتفرقة عن التمويل الذاتي أو الداخلي الذي يحصل عليه المشروع من الملاك القدامى Internal Common Equity ، والمتمثل في الأرباح التي تقرر الإدارة احتجازها ؛ بدلاً من توزيعها عليهم .

ويتطلب تقدير تكلفة استخدام الأسهم العادية في التمويل ضرورة التعرض لنموذج M. Gordon ؛ لتقييم الأسهم العادية واستنتاج معدل العائد الذي يطلبه حاصلو الأسهم . ويشير النموذج إلى أن القيمة السوقية للسهم العادي ليس لها تاريخ استحقاق معين .. فإن التدفقات النقدية سوف تتمثل فقط في التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر ، وذلك كما أوضحها الأستاذ / منير هندي في مؤلفه عام ١٩٨٩ - بعنوان « الإدارة المالية » كما يلي :

معدل العائد الذي يطلبه الملاك في استثماراتهم = التوزيعات الفعلية للعام الحالي / القيمة السوقية للسهم

تكلفة الأرباح المحتجزة - Retained Earnings -

على اعتبار أن احتجاز الأرباح لا ينطوي على مصروفات .. فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال في التمويل تتساوى مع معدل العائد ، الذي يطلبه

الملاك على الاستثمار ، والذي يمكن حسابه باستخدام توزيع جوردن ، كما يمكن استعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .

ثالثاً : تكلفة الأموال

في البداية .. تمت الإشارة إلى أن تكلفة الأموال تتوقف على المزيج المكون للهيكل المالي وتكلفة كل عنصر فيه ، وكما تبين أن نسبة العناصر المكونة للمزيج ليست متساوية ، كما أن تكلفتها ليست متساوية .. فإنه يصبح من الخطأ استخدام فكرة المتوسط الحسابي البسيط لتقدير تكلفة الأموال ، ويصبح استخدام المتوسط الحسابي المرجح للأوزان - Average Cost of Capital - Waited ضرورياً ، وتكون القياسات البديلة عبارة عن :

- تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان الفعلية للعناصر .
 - تقدير تكلفة الأموال على أساس الأوزان المستهدفة للعناصر .
 - تقدير تكلفة الأموال على أساس أوزان العناصر ، التي سوف تستخدم في تمويل الاقتراح الاستثماري - محل الدراسة - أي الأوزان الحدية للعناصر .
- ويمكن عرض هذه المداخل - حتى تتمكن الإدارة الاستثمارية للمشروع من تخديمها لاتخاذ قرارها ، وهي كما يلي :

مدخل الأوزان الفعلية :

يعتبر قياس تكلفة الأموال على أساس الوزن الفعلي Historical Weight لقيمة العناصر المكونة للهيكل المالي للمشروع أكثر القياسات قبلاً ، إلا أن تكلفة الأموال في ظلّه سوف تتغير في كل مرة يتغير فيها الهيكل الحالي ، سواء من حيث العناصر التي يتكون منها ، أو من حيث نسبة كل عنصر فيه ، وإذا كان لهذا التغيير صفة الاستمرار .. فإن قياس تكلفة الأموال على هذا

النحو لن تكون له فائدة ، وذلك كما أشار الأستاذ / Petty في مؤلفه عام ١٩٨٢ (سابق الإشارة إليه) .

ويقوم مدخل الأوزان الفعلية على افتراض أن الخليط الذي يتكون منه الهيكل المالي ، هو خليط أمثل ومستقر : أي لا يتغير من وقت لآخر ، وهذا افتراض غير عملي .

وتحسب تكلفة المزيج الفعلي للهيكل المالي للمشروع ، بإحدى الطريقتين التاليتين :

× تكلفة الأموال على أساس القيمة الدفترية ، ويعتبر هذا القياس في تقدير الأموال على حساب أوزان العناصر ، التي يتكون منها الهيكل المالي ؛ وفقاً للقيمة الدفترية لهذه العناصر Book Value Weights .

× تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية : إن أوزان العناصر التي يتضمنها الهيكل المالي تتحدد وفقاً لقيمتها السوقية - Market Value Weights - ويعتقد الأستاذ / Gitman في مؤلفه عام ١٩٧٥ - بعنوان Principles of managerial Finance - أن حساب تكلفة الأموال على أساس القيمة السوقية ، أكثر ملائمة من مثيله المحسوب على أساس القيمة الدفترية ، وذلك بسبب توافر شرط وحدة القياس .

ويعاب على هذه الطريقة .. أن القيمة السوقية كحساب الأوزان ، هو عدم وجود طريقة صحيحة دقيقة ، يمكن بمقتضاها تقدير القيمة السوقية للأرباح المحتجزة ، فالأسلوب الذي أستخدم لا يمثل أكثر من إجراء تقريبي قد لا يعكس القيمة الحقيقية لتلك الأرباح .

مدخل الأوزان المستهدفة للعناصر : جاء هذا المدخل للتغلب على مشاكل المدخل السابق باستخدام الأوزان المستهدفة Target Weights ، ويتطلب هذا المدخل قيام المشروع بوضع هيكل مالي مستهدف ، نسعى إلى تحقيقه .

ويوضح الهيكل المصادر التي سوف تعتمد عليها في التمويل والوزن النسبي لكل مصدر ، وعلى أساس هذا الهيكل .. يتم تقدير تكلفة الأموال بالنسبة للمشروع وأهم صفات التكلفة للأموال المقاسة على أساس الأوزان المستهدفة أنها لا تتغير ، إلا إذا تغير القرار المحدد للهيكل المالي ، إلا أن لهذا الاستقرار عيوبه ؛ فإذا كانت أوزان العناصر التمويلية المكلفة في الهيكل المالي الفعلي تفوق مثيلتها في الهيكل المالي المستهدف .. فإن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ، ستكون أقل من التكلفة الفعلية للأموال ، وإذا تم تقييم الاقتراحات الاستثمارية بأعلى أساس معدل التكلفة المستهدفة .. فقد يترتب على قبول افتراضات استثمارية ، تترك أثراً عكسية على ثروة أصحاب المشروع ، ويحدث هذا ، عندما يكون المعدل العائد المتوقع على الاقتراح الاستثماري أزيد من تكلفة الأموال المحسوبة على أساس المدخل المستهدف ، ولكنه يقل عن تكلفة الأموال المحسوبة على أساس الدخل الفعلي.

المدخل الحدي : يتم قياس تكلفة الأموال في إطار هذا المدخل على أساس أوزان العناصر ، التي ستستخدم في تمويل الافتراضات الاستثمارية المعروضة . وعلى هذا .. فإن تكلفة الأموال في ظل هذا المدخل سوف تختلف من اقتراح إلى آخر ، إذا اختلفت المصادر المستخدمة في تمويله ، أو اختلفت أوزان تلك المصادر . ويوصف المدخل الحدي بأنه مدخل واقعي ، إلا أن استخدامه كأساس لتقييم الاقتراحات الاستثمارية يحتمل أن يترتب عليه تأثير عكسي على ثروة أصحاب المشروع .

وإذا كانت التكلفة الحدية للأموال Weighted Marginal Cost of Capital تتغير مع الزيادة في حجم الأموال المطلوبة .. فمن الممكن تحديد التكلفة باتباع الخطوات التالية :

- تحديد مزيج الأموال التي ستستخدم لتمويل المقترح الاستثماري ، الذي يجب أن يتماثل مع تشكيله الأموال ، التي يتكون منها هيكل رأس المال المستهدف .

- تحديد تكلفة كل مصدر من مصادر الأموال .

- تحديد المستويات المختلفة من الأموال المطلوبة ، التي تتغير عندها تكلفة الأموال .

- وبالنسبة للمستويات المختلفة من الأموال المطلوبة ، التي تتغير عندها تكلفة الأموال ، أو ما يطلق عليه نقطة الانكسار Breaking point يمكن حسابها :

نقطة الانكسار = مستوى التمويل من كل عنصر الذي يتغير عنده معدل
تكلفة ذلك العنصر / نسبة عنصر التمويل داخل هيكل
رأس المال

الجزء الثاني

الهيكل المالي وحدود الأمان الاستثماري

يحتل عنصر رأس المال أهمية خاصة في عملية البناء الاستثماري لأي مجتمع ، وكذلك للمشروعات الفردية ، وذلك لطبيعته في تنفيذ العمليات الاستثمارية ، فهو بمثابة الدورة الدموية للمشروع ، الذي يمكن من خلال تنشيط العمليات داخل جسم المشروع ، ونقل بقية العناصر اللازمة للعملية الإنتاجية إلى الوحدات المستخدمة لها .

هذا .. وقد اجتهدت مجموعة من الدراسات العلمية لتحديد بناء رأس المال (هيكل رأس المال) - فقد كتب الأستاذان / Westen & Brigham في مؤلفهما عام ١٩٨١ بعنوان " Managerial Finance " أن رأس المال يطلق عليه : إجمالي رأس المال العامل ، أو صافي رأس المال العامل ، ورأس المال العامل Gross Working Capital ويمثل مجموعات الأصول المتداولة ، ويرى المؤلفان أن هذه الأصول يجب أن تتحول إلى نقدية خلال عام ، وتحتوي على : النقدية ، والاستثمارات المؤقتة ، والذمم ، والمخزون السلعي . وهذا البناء للأصول المتداولة قد تم تحديده : بناء على الطبيعة الخاصة للأصول المتداولة لرأس المال ، والتي يشترط فيها أن تتحول إلى نقدية في نهاية السنة الإنتاجية في حياة المشروع ، أما - صافي رأس المال العامل - Net Working Capital - فقد أشير إليها على أنه الفرق بين الأصول المتداولة ، والخصوم المتداولة ، والأخير تعتبره أكثر الدراسات على أنه مقياس للسيولة .

والمقصود بإدارة الاستثمار لرأس المال العامل ، هي إدارة استخدام الأصول المتداولة ، ويرى الأستاذة / Westen & Brigham في مؤلفهما السابق أن الإدارة الناجحة لرأس المال العامل ، تقتضي أن تستثمر المنشأة في الأصول المتداولة حتى النقطة التي يتعادل عندها العائد المتوقع من الاستثمار ، مع التكاليف التي ينطوي عليها هذا الاستثمار ، ويجب على إدارة المشروع الاستثماري أن تعتمد على القروض

قصيرة الأجل (الخصوم المتداولة) في تمويل تلك الأصول ، طالما تقل تكلفتها عن تكلفة القروض طويلة الأجل .

وتشير نفس الدراسة إلى أن جزءاً كبيراً من وقت الإدارة في المشروعات الاستثمارية يستخدم في معالجة حركة الأصول المتداولة والخصوم المتداولة ، أي حركة رأس المال العامل أو المتداول ، ويرجع ذلك إلى عاملين أساسيين :

- أن التقلبات الشديدة في أسعار الفوائد أصبحت من أهم عمليات الأداء داخل المشروعات إتخاذ القرارات الملائمة ، في الوقت المناسب لعمليات الاستثمار في الأصول المتداولة .

ويفسر هذا المعنى الأستاذان / Block & Hirt في مؤلفهما الصادر في عام ١٩٧٨ بعنوان "Foundations of Financial management" حيث أشارا إلى أن القرارات بشأن رأس المال العامل ، يجب أن تأخذ في الزمن المناسب لها ، حيث إن التأخير فيها يؤدي إلى تعثر العملية الاستثمارية ، ففي الاستثمار الإضافي في النقدية إذا لم يتم اتخاذ القرار الخاص بها في الفترة الزمنية اللازمة ، فسوف يؤدي التأخير إلى عجز في السيولة النقدية ، ويؤدي التأخير في الاستثمارات في المخزون السلعي أو الذمم إلى تعثر الحركة مع العملاء للمشروع ، مما يفقد المشروع بعضاً من العملاء .

--- ولا يمكن تجاهل أن الأصول المتداولة والخصوم المتداولة يوفران قدرأ كبيراً من المرونة للمشروع ، تستطيع أن تعالج من خلالها تأثير المتغيرات المختلفة الموسمية على النورات الاستثمارية للمشروع . وأكثر هذا المفهوم دراسة الأستاذين / Weston & Brigham (سابق الإشارة) .

وتزداد أهمية الإدارة الاستثمارية لرأس المال العامل في المشروعات الصغيرة ؛ نظراً لضعف ثقة مصادر التمويل طويلة الأجل في قدرتها على الوفاء بأعباء القروض ،

ويدفع هذه الإدارة الاستثمارية للمشروع إلى التركيز على الأصول المتداولة ، أكثر من الأصول الثابتة التي تحتاج إلى استثمارات طويلة الأجل .

ومن الملاحظ أن المشاكل التي تواجه إدارة الاستثمارات في المشروع ، في رأس المال المتداول ، تتمركز في حالة عدم التأكد ، التي تسود أسواق الاستثمار والمال . ولكن في حالة التأكد .. ستتغير المفاهيم التي تبني على أساسها التكوينات الجوهرية لهيكل رأس المال العامل ، ففي حالة التأكد .. تتطلب حركة الاستثمار ضرورة :

× الاحتفاظ بقدر من المخزون السلعي يعادل تماماً احتياجات العلماء .

× التقدير الدقيق لحجم الذمم .

× الاحتفاظ بالرصيد النقدي يعادل المصروفات المخططة .

وعلى هذا فإنه يمكن تصميم الهيكل المالي الخاص بالمشروع الاستثماري ، والذي يستطيع الوفاء بتحقيق الأهداف الخاصة بالمشروع ، كما أوضحت احتياجات كل من أصحاب المشروع ، وأيضاً العمال والإدارة ، ثم المتطلبات الاجتماعية . وبناء على هذا .. فإن الهيكل المالي الملائم للعملية الاستثمارية هو الهيكل ، الذي يستطيع أن يحدد حجم الاستثمارات الحقيقية دون الدخول في استثمارات إضافية زائدة في بعض عناصر رأس المال العامل ، وذلك على حساب الانتقاص من الاستثمارات في أوجه الاستثمارات الأخرى ، كما أنه يقدم الاحتياطات اللازمة ؛ لتقليل المخاطر الناجمة عن المتغيرات الاستثمارية وعدم قدرة مرونة المشروع على متابعتها بنفس معدلات التغير ، بالإضافة إلى ذلك تقليل مخاطر نفاذ رصيد تلك الأصول ؛ أي إنه يجب التنبيه إلى :

- أن الزيادة غير الضرورية في رأس المال العامل ، يؤدي إلى تعطيل جزء كبير من الاستثمارات .

- كما أن نقص الاستثمارات في رأس المال العامل ، قد يؤدي إلى ارتفاع

معدل العائد على الاستثمارات ، إلا أن ذلك يعرض المشروع إلى نقص في رصيد الأصول .

ولكن في ظل هذه الإيضاحات .. كيف يمكن للهيكل المالي أن يحدد الحجم الاستثمارات الأمثل في الأصول المتداولة ؟ وتجمع الآراء في الدراسات المختلفة التي سبق الإشارة إليها ، على أن الهيكل المالي الملائم - هو الذي يستطيع أن يحدد الحجم الأمثل للاستثمارات في هذه الأصول ، على فرض أن مفهوم هذا الحجم هو : هو حجم الاستثمارات الذي يتحقق عنده أقصى عائد وأقل مخاطر ، وهو الحجم الذي ينتج عنه تعظيم أكبر لعائد رأس المال ، أكثر من غيره من الأحجام الأخرى للاستثمارات . ويتحدد الحجم الأمثل للاستثمارات لأي أصل متداول على أساس :

- تكلفة المخاطر الناتجة عن انتهاء رصيد الأصل المتداول .

- تكلفة الاحتفاظ بمستوى استثمار معين في الأصل المتداول .

والمخاطر التي تهدد نفاذ الأصل هي قيمة الأرباح للفرصة البديلة ؛ إذا لم ينتج رصيد الأصل المتداول ، وتمثل التكاليف التي تتحملها المنشأة للمحافظة على مستوى محدد من الأصل المتداول في تكلفة خدمة أعباء الأصل المتداول ، والتي ترتبط بحجم الاستثمار فيه .

والقاعدة العامة .. يجب أن يتبع الهيكل المالي للمشروع التوسع في الاستثمارات الإضافية في الأصول المتداولة ، طالما أن التكلفة الإضافية للاحتفاظ بهذه الاستثمارات تقل عن العائد المتوقع منها ، وعلى هذا .. يجب على المشروع التوقف عن الاستثمارات في هذه الأصول ، عندما تتعادل تكلفة الاستثمار الإضافي مع العائد المتوقع الحصول عليها منها ، ويتوقف القرار الفعلي في هذه الاستثمارات على قدرة الهيكل المالي للمشروع في تحمل المخاطر ، أو كما يطلق عليه Tendency Toward Risk . فإذا كانت طبيعة الهيكل المالي أن يكون محافظاً Conservation .. فسوف يكون المشروع

أقل تشبهاً لتحمل المخاطر ، وإذا كان الهيكل المالي ذا طبيعة جريئة Aggressive .. فإن أهم الاستثمارات في الأصول المتداولة التي يقيّمها هيكل مالي المشروع ، قد تكون أقل من الحجم الأمثل ، وذلك من أجل توفير الموارد المالية التي يمكن استثمارها في مجالات أخرى ، وتحقيق عائد إضافي منها ، وإن كان ذلك يؤدي إلى احتمال تعرض المشروع إلى مخاطر إضافية .

وبناء على هذا التقديم .. فإن المشروع الإستثمار مطالب بتحديد :

أولاً : منهجية بناء القرار اللازم لاستخدام الخصوم المتداول

ويكون ذلك على الأسس التالية :

- × ما أسس المفاضلة بين استخدام الخصوم المتداولة ، والخصوم غير المتداولة في تمويل الاستثمارات المتداولة في المشروع الاستثماري ؟
- × كيفية الاستفادة من المرونة التي تتميز بها الخصوم المتداولة في تغطية الاحتياجات التمويلية لفترات زمنية معينة ؛ بحيث لا تتحمل تكلفة تؤثر على عملية تعظيم الربح .
- × كيفية تحديد العلاقة بين الفوائد وطبيعة التمويل ، وأثر حركة أسعار الفوائد على اتخاذ قرار استخدام الخصوم المتداولة ، ووقاية المنشأة من مخاطر التعسر المالي - Illiquidity Risk - وعلى هذا .. أشارت الدراسة التي قدمها الأستاذ / Van Horne عام ١٩٨١ بعنوان "Fundamentals of Financial Management" أهمية مراعاة المخاطر عند المفاضلة بين مصادر التمويل ، ويتوقف اتخاذ القرار على طبيعة الهيكل المالي للمشروع ، ومدى قدرته على تحمل المخاطر ، وعلى الموازنة بين حجم العائد ، وبين حجم المخاطر التي يبدي الهيكل المالي استعداداً لتحمل أعبائها ، وهي المعروفة علمياً Risk Return Trad Off .

ثانياً : منهجية بناء - قوار الهيكل المالي :

ويكون ذلك على الأسس التالية :

× الأهمية الاستثمارية في تقييم الأصول المتداولة إلى أصول دائمة متداولة - Permanent Current Assets - وهي :

الحد الأدنى من الأصول المتداولة الذي يجب على المشروع الاحتفاظ به لمواجهة الاحتياجات غير الموسمية ، ويجب أن تقوم إدارة المشروع بعملية الإحلال للأصل المتداول الذي حولت قيمته إلى نقدية في نفس العام - وقد أكد على هذا المفهوم الأستاذان / Weston and Brigham في دراستهما عام ١٩٨١ بعنوان "Managerial Finance" .

وكذلك أصول متداولة مؤقتة - Temporary Current Assets - وهي : تمثل الاحتياجات الموسمية للمشروع من الأصول المتداولة ، وتختلف عن الأصول المتداولة الدائمة ، أما في حالة تحول قيمته إلى نقدية ، لا يقوم المشروع بإحلال قيمته النقدية بأصول متداولة أخرى ، وهذا أوضحته دراسة بعنوان "Principles of Manageral" والتي نشرها الأستاذ / Gitman عام ١٩٨٥ .

× الكيفية التي يؤثر بها هيكل الأصول المتداولة على قرار المشروع باختيار مصادر التمويل : القصيرة الأجل ، والطويلة الأجل ، والتي يمكن أن تتأثر إلى حد بعيد بمبدأ التغطية Hedging Principle ، وهو المبدأ القائم على أساس أهمية التلازم بين زمن التدفقات النقدية الناتجة عن الأصل المتداول ، مع زمن الوفاء بالأموال التي استخدمت في تمويله .

وتجتهد بعض الآراء حول أهمية تمويل الأصول الدائمة ، التي تتحول عادة

إلى نقدية بمصادر تمويل طويلة الأجل ، بينما يجب تمويل الأصول الموقّعة التي عادة ما تتحول إلى نقدية ، خلال زمن قصير من مصادر تمويل قصيرة الأجل .

× طبيعة السياسات التمويلية (المحافظة - والجزئية) ؛ فهذه السياسات تفرض نهجاً مختلفاً على طريقة التمويل للأصول بشكل عام ، تختلف مع القواعد السابق الإشارة إليها ، فالسياسات المحافظة تفرض دائماً إتباع سياسات تمويلية من مصادر طويلة الأجل ، وذلك حتى لا يتعرض المشروع إلى مشكلة العسر المالي .

يجب أن تكون هذه الأصول واضحة أمام إدارة المشروع ، وهي تحاول أن تمويل الخطط الاستثمارية إلى عمليات استخدام وتنفيذ لأجل تحقيق أهداف المشروع الإستثماري ، وفي حالة غياب مثل هذه الأصول .. فهناك احتمال أن تواجه أزمة التعسر المالي للمشروع ، وهي إحدى المراحل المهمة في عمليات توقفه ، ولهذا .. يجب أن تراعى إدارة المشروع مناهج إدارة الأصول المتداولة .

الجزء الثالث

مناهج إدارة النقد في المشروع الاستثماري

يرى الأستاذ / Van Horne - في مؤلفه - Fundamentals of Financial Management " أن الإدارة المالية يجب عليها التوسع في حجم الاستثمارات ، بدلاً من الاحتفاظ بأرصدة نقدية داخل المشروع ، لما يؤدي ذلك من فقدان فرص استثمارية ذات عائد . وحدد الأستاذ / Kegnes في مؤلفه : - The General Theory of Employment, Interest & Money ثلاث دوافع للاحتفاظ بالنقدية داخل المشروع :

- دافع المعاملات Transactions Motive .
- دافع الحيطة Precautionary Motive .
- دافع المضاربة Speculative Motive .

وأضاف الأستاذ / Brigham في مؤلفه في عام ١٩٨٢ بعنوان Financial Management " دافعاً آخر - أطلق عليه دافع التعويض "Compensating Motive" ، ويقصد به أهمية احتفاظ المشروع بحد أدنى من النقدية في حسابه الجاري ؛ لتعويض مؤسسات الأقرض المالية عن التكلفة ، التي تتحملها نتيجة تقديم التسهيلات للمشروع .

ويضيف الأستاذ / Brigham في مؤلفه إلى ملاحظة ذات أهمية ، وهي : أن احتفاظ المشروع برصيد نقدي لفرض تخفيض آثار الدوافع الأربع ، ويعني ذلك مطلقاً أن الرصيد النقدي المحتفظ به في المشروع يتكون من أربعة أجزاء حسب الدوافع ، ولكن هو إجمالي من الرصيد النقدي يستخدم لتغطية أي من الدوافع ، وليس شرطاً أن يستخدم جزئياً لفرض بذاته ، ويؤكد أيضاً على أنه في حالة ، إذا كان هذا الرصيد النقدي كبير الحجم .. فمن الممكن استثمار جزء منه في استثمارات ، مؤقتة يمكن

تحويلها إلى نقدية عند الاحتياج لها .

وتحدد كيفية استخدام الرصيد النقدي في المشروع والتعامل معه كفاءة الإدارة المالية للمشروع ، حيث من المؤشرات الأولية لقياس هذه الكفاءة ، هو مقدرة هذه الإدارة على إدارة النشاط المالي بالحد الأدنى من الرصيد النقدي ، بدءاً من التأثير السلبي على نشاط المشروع ، وليس من الفروض الاقتصادية تجميد قدر كبير من النقد ، دون استخدامات في المشروع ، إلا الاحتياط والحذر من الاحتياجات المخططة وغير المخططة .

وكقاعدة .. أتفتت كثير من البحوث الإدارية والإقتصادية على أهمية توافر العناصر التالية ، حتى يمكن أن تتحقق الكفاءة الاقتصادية لإدارة المالية للمشروع ، وهي :

أهمية توافر وتصميم ميزانية تقديرية للاحتياجات النقدية ومصادرها :

حيث تسهم الميزانية التخطيطية النقدية Cash Budget في إيضاح الفائض النقدي المخطط ، والفترات الزمنية التي يحتمل حدوثه فيها ، وبذلك تتمكن الإدارة من دراسة البدائل المتوفرة لاستثمار الفائض النقدي ، واتخاذ القرار المناسب ، ويتم ذلك قبل أن يتحقق فائض نقدي بالفعل .

وفي حالة عدم توفر هذه الموازنة التخطيطية النقدية .. سيواجه المشروع المشكلة التالية :

- لن يتوفر لدى المشروع برنامج تخطيطي لاحتمالات حدوث الفائض النقدي ، ولن يتوفر لدى المشروع كيفية لمواجهته ، أو التصرف في هذا الفائض ، إلا إذا حدث بالفعل .
- ومن المحتمل أن يبقى الرصيد النقدي فترة طويلة في المشروع ، قبل التفكير واتخاذ قرار استثماري .

وحتى تتمكن الموازنة النقدية التخطيطية من الاستخدامات الفعلية للرصيد النقدي الفائض .. يجب أن تكون التنبؤات لعنصر النقدية الداخلة والخارجة وقيمتها ؛ فهذا يقلل من الاحتفاظ غير العملي برصيد نقدي لهذه الأغراض الأربعة السابق الإشارة إليها .

أهمية توافر جهاز مالي كفاء ، يتمكن من تحصيل مستحقات المشروع النقدية في زمن استحقاقها .

يتوقف تكون الرصيد النقدي في المشروع على أهمية عدم التأخير في تحصيل المستحقات Speeding Collection النقدية للمشروع .

أهمية الحصول على فترات ائتمان طويلة لسداد استحقاقات العملاء على المشروع .

استخدام فكرة الشيكات الكافية *Floated Checks* .

أهمية إجراء التنسيق بين تيار النقد الداخلي للمشروع ، وتيار النقد الخارجي منه .

وتتحقق هدف الإدارة المالية للاستثمارات داخل المشروع ، كما يتضح من أهمية تخفيض توافر فائض نقدي داخل المشروع ، بون استثمار ؛ خاصة إذا كان هذا الفائض يمثل جزءاً من الرصيد النقدي الاحتياطي المحتجز داخل المشروع ، وقد أشارت الدراسات التي اعتمدت الدراسة عليها ، وأنه يمكن إجراء نوع من الاستثمارات المؤقتة لهذا الفائض النقدي ، يكون من اليسير تحويله إلى نقد في فترة الاحتياج له . وعلى هذا .. تكون من أهم المؤشرات لقياس الكفاءة الإدارية للمشروع الاستثماري ، هو مدى القدرة على إدارة الاستثمارات المؤقتة ، وتكون هذه الاستثمارات ذات عائد منخفض ، ويرجع ذلك كما أشارت الدراسة - سابقاً - إلى أن انخفاض العائد يعود إلى انخفاض المخاطر التي تحيط بالعملية الاستثمارية ، فدرجة الأمان في الاستثمارات

لها تكلفتها التي تخصص من عائد الاستثمار ، وبهذا .. يمكن أن يشترط في الاستثمارات المؤقتة ، أنها الاستثمارات التي يمكن تحويلها إلى نقدية ، دون تحمل خسائر . وفي الفترة الزمنية المخططة ، ومنها أبنونات الخزانة ، التي يمكن تحويلها إلى نقد في أي وقت دون تحمل أي خسائر ، وأن اختيار شكل الاستثمار المؤقت يرجع في الأساس إلى متطلبات النشاط - Transactions Motive - التي تحدد حجم الرصيد النقدي ، وكذلك حجم الاستثمارات المؤقتة والفترات الزمنية ، التي يجب أن تحول هذه الاستثمارات إلى نقدية ، وإذا كانت الاستثمارات النقدية تمثل أهمية في إدارة النشاط النقدي داخل المشروع ، وأن هناك مجموعة من المؤشرات التي تحكم حجم وطبيعة الاستثمارات المؤقتة ، فقد أمكن تحديد أسس فنية معينة ، أمكن استخدامها كمعايير للمفاضلة ؛ لاتخاذ قرار استثماري باختيار أحد أشكال هذه الاستثمارات ، منها :

المعيار الأول - معيار المخاطر :

سبق الإشارة إلى أن عائدات الاستثمارات المؤقتة تكون قليلة ، وذلك لانخفاض درجة المخاطر التي تتعرض لها هذه الاستثمارات ، ولكن لا يعني ذلك عدم مواجهة أي مخاطر مطلقة ، ولكن هناك بعض المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات المؤقتة ، منها :

- مخاطر الفترة الزمنية ؛ حيث يصعب استرداد قيمة الاستثمار الأصلي ، وكذلك الفوائد في موعد استحقاقها ، ويمكن أن يطلق عليها مخاطر موعد الاستحقاق Default Risk .

- مخاطر التسويق ، وهي المخاطر التي تحتسب على أساس الفترة الزمنية اللازمة ، لتحويل الاستثمار إلى نقدية ، وأيضاً مقدار الخسائر الرأس مالية التي تنتج عن ذلك ، حيث قد يمضي وقت طويل نسبياً حتى يتمكن المشروع من بيع الشهادات الخاصة بإيداع المبالغ النقدية كاستثمار مؤقت ، كما قد لا يتمكن المشروع من بيع الشهادات بقيمتها

الاسمية ، إذا كانت فترة الاستحقاق قد حانت ، وكان العائد المتوقع غير كاف ، وكذلك إذا كانت الأسعار السائدة للفائدة في السوق تزيد كثيراً عن سعر الفائدة المدون في الشهادات ، وكل هذا يطلق عليه مخاطر التسويق - Marketable Risk .

- مخاطر سعر الفائدة على قيمة الاستثمارات المؤقتة في الأوراق المالية ، إن ما يترتب عادة على تغير سعر الفائدة السائد في السوق ، تغير في القيمة السوقية لتلك الأوراق ، ويرى الأستاذان / Robinsn, R. I., and Wrightsman, D. في مؤلفهما عام ١٩٧٤ بعنوان " Financial Markets The Accumulation and Allocation of Wealth " ، أن القيمة السوقية للأوراق المالية تتناسب عكسياً مع اتجاه أسعار الفائدة في السوق ، فإذا ارتفعت أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة ؛ بحيث أصبح سعر الفائدة المدون على الورقة التي تحتفظ بها المنشأة يقل عن سعر الفائدة على ورقة أخرى ، مساوية لها في المخاطر ، ولكنها طرحت حديثاً للتداول .. فإن القيمة السوقية للورقة التي يحتفظ بها المشروع تنخفض ، وذلك لأن مستوى تلك الأوراق لن يقبل شراها بقيمتها الاسمية ؛ إذ إن هذا يعني إغراقاً لأمواله في استثمارات ، يتولد عنها عائد ، يقل عن العائد الذي يمكن أن يحققه لو استثمر نفس المبلغ في الأوراق المالية التي طرحت حديث في السوق ، والتي تحمل سعر فائدة أعلى ، وأكد هذا المعنى الأستاذ / منير صالح هندي في مؤلفه عام ١٩٨٧ بعنوان « إدارة البنوك التجارية » - وعلى هذا .. يجب على المنشأة من وجهة نظر مخاطر تغير أسعار الفائدة Interest Rate Risk أن توجه استثمارات المؤقتة إلى أوراق مالية قصيرة الأجل .

المعيار الثاني - معيار العائد :

بعد إجراء القياسات الخاصة بمعيار المخاطر، وتحديد أثره على طبيعة الاستثمارات المؤقتة .. يضاف إليه معيار آخر ، وهو معيار العائد على الاستثمار - Return of Investment ؛ لتحديد أولويات اختيار أوجه الاستثمارات المؤقتة ، وهذا المعيار يبنى على أساس التناسب الطردي بين معدل العائد والمخاطر .

وهنا يطرح سؤال : هو كيفية تخفيض العائد المرتفع ، وتجنب المخاطر العالية الأثر والمتوقع أيضاً؟ ويفهم هذه العقبة .. يجب التنبيه إلى أن تحقيق العائد من الاستثمارات المؤقتة ليس الهدف الأساسي من توجيه الأموال إلى الاستثمارات المؤقتة ، وإنما الهدف الحقيقي هو المحافظة على أصل الأصول المستثمرة - Safety of The Principal - حتى يمكن استخدامها في الأغراض الأساسية لها ، وهي :

- تغطية الاحتياجات الموسمية .
- مواجهة عدم التأكد في الموارد المالية المستقبلية .
- الاستفادة من الفرص لتحقيق وفورات في التكاليف .

وعلى هذا .. يجب أن توجه الأرصدة النقدية الفائضة إلى استثمارات مؤقتة ذات حد أدنى من المخاطر ، ويمكن اتخاذ القرار الاستثماري في هذه الحالة بالاستثمارات في نوع معين . إذا كانت المخاطر متساوية .. يكون الاختيار على أساس فروق العائد من الاستثمارات ، والعكس إذا تساوى العائد من أوجه الاستثمارات المؤقتة المتاحة فمن الممكن المفاضلة بين الاختيارات على أساس درجة المخاطر ، التي تحيط باستثمار مؤقت معين .

ويشير الأستاذ / Van Horne في مؤلفه عام ١٩٨٣ بعنوان Financial Management and Policy إلى أن يتحدد حجم الاستثمارات في النقدية على ضوء

حجم الرصيد المعروض الذي ينبغي أن يحتفظ به المشروع لدى المصارف ، وأيضاً على ضوء حجم النقدية المطلوب لأغراض المعاملات والحيطة والمضاربة ، ويحدد حجم الرصيد المعروض اتفاقاً بين المصرف والمشروع ، أما رصيد النقدية المستهدف استخدامه في أغراض أخرى .. فإنه يتحدد بناء على معدل العائد من الاستثمارات المؤقتة ، والتكلفة التي يتحملها المشروع عند بيع وشراء تلك الاستثمارات .

وفي ظروف التاكيد .. يستطيع المشروع تقسيم الأموال الفائضة بدقة بين الاستثمارات المؤقتة ، والنقدية باستخدام مجموعة من النماذج ، ومنها نموذج تحديد الطلبية الاقتصادية للمخزون السلعي – Economic Order Quantity ، وتبنى فكرة هذا النموذج على أساس توزيع الموارد المالية الفائضة بصيغة مؤقتة بين النقدية والاستثمارات المؤقتة ، وتتوقف على متغيرين :

الأول : تكلفة الفرصة البديلة ، ويسمى بتكاليف الاحتفاظ بالنقدية Carrying Cost ، وهي نوع من التكاليف المتغيرة ، التي تتغير مع حجم النقدية المحتفظ بها .

ثانياً : تكلفة المشروع نتيجة القيام بالاستثمار المؤقت لهذه الأموال ، وتسمى هذه التكاليف ، تكلفة أوامر بيع الاستثمارات المؤقتة Ordering Cost ، وهي تكاليف ثابتة ، لا تتغير بتغير حجم الاستثمارات المباعة .

ويعتمد نموذج تحديد الطلبية الاقتصادية الذي يستخدم في توزيع الأموال الفائضة المؤقتة بين النقدية والاستثمارات المؤقتة على ثلاث فروض أساسية هي :

- أن المشروع يمكنه تحديد كمية الأموال المطلوبة خلال الفترة بدقة .
- أن معدل استخدام النقدية ثابت خلال الفترة .
- أن أوامر بيع الاستثمارات المؤقتة يمكن أن تصدر وتنفذ في نفس اللحظة التي

يصل فيها رصيد النقدية إلى الصفر ، دون أن تتعرض المنشأة إلى مخاطر الفشل في سداد ما عليها من التزامات ، عندما يحين أجل استحقاقها .

وعلى هذا .. يمكن تحديد عدد أوامر البيع

= حجم الأموال اللازمة لتغطية الاحتياجات في فترة زمنية

$$(١) \quad \text{معينة / قيمة المجموعة الواحدة}$$

وتكون التكلفة الكلية للاستثمارات المباعة

= التكلفة الثابتة لبيع مجموعة واحدة × عدد أوامر البيع (٢)

متوسط رصيد النقدية في الخزنة

= قيمة المجموعة المباعة من الاستثمارات + صفر / ٢

(رصيد النقدية في الخزنة عندما يقرر بيع الاستثمار)

$$(٣) \quad \text{= قيمة المجموعة المباعة / ٢}$$

متوسط تكلفة الفرصة البديلة في حالة احتفاظ المشروع بالنقدية في الخزنة

= متوسط معدل الفائدة المتوقع على الاستثمارات المؤقتة

$$(٤) \quad \text{خلال الفترة × متوسط رصيد النقدية في الخزنة}$$

يتحدد التوزيع الأمثل للأموال الفائضة مؤقتاً ؛ بين النقدية والاستثمارات المؤقتة

عند نقدة تعادل تكلفة بيع الاستثمارات المؤقتة مع تكلفة الفرصة البديلة = المتساوية ٢ =

$$(٥) \quad \text{المتساوية ٤}$$

وتسمى قيمة مجموعة الاستثمارات المؤقتة الذي اتخذ قرار ببيعها بالحجم الأمثل

الاقتصادي لقيمة الاستثمارات المؤقتة ، التي ينبغي بيعها كل مدة ، ويمكن إيجاد قيمته

(الحجم الأمثل الاقتصادي) بضرب طرفي المعادلة (٥) في وسطها :

$$\frac{2 \times \text{التكلفة الثابتة لبيع مجموعة واحدة} \times \text{الأموال المطلوبة}}{\text{معدل الفائدة السائد}} = \text{ينتج عنها الحجم الأمثل الاقتصادي}$$

كانت هذه حالة توزيع الأموال الفائضة بين الاستثمارات المؤقتة والاحتفاظ بها نقدية داخل المشروع ، وفي حالة التأكد ، ولكن تختلف المعالجة للتوزيعات في حالة عدم التأكد ، حيث تزداد نسبة المخاطر ، التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار المؤقت . ولاستخدام نفس نموذج تحديد الحجم الاقتصادي ، لأمر بيع الاستثمارات المؤقتة في ظل عدم التأكد .. يجد الأستاذان / Miller, M. H., Orr, d. A. في مؤلفهما عام ١٩٦٦ بعنوان " Model of Demand For Money by Firms " أن فروض النموذج في حالة التأكد لا يختلف عن الفرض الأخير منها ، ولكن الاختلافات تنور حول الفرضين الأول ، والثاني ، حيث إن الفرضين غير واقعيين ؛ لصعوبة تحديد الاحتياجات المستقبلية من النقدية بدقة ، وأدى ذلك إلى الشك في نتائج النموذج .

وأدى ذلك إلى البحث عن نموذج آخر ، وهناك نموذج أطلق عليه نموذج ميلر - وأر Miller - Orr Model ، وهو النموذج المعروف بنموذج حدود الرقابة - Control Limit order ، ويعني هذا النموذج على افتراض أن حجم النقدية المطلوب ، يصعب إجراء التنبؤ بمعدل استخدامها ، ولا يمكن ثباتها .

ويتطلب نموذج حدود الرقابة ضرورة وضع حد أقصى وحد أدنى لرصيد النقدية ، وعندما يصل الرصيد الفعلي إلى الحد الأقصى Upper Control Limit .. يمكن للمشروع أن يستثمر جزءاً من النقدية في الاستثمارات المؤقتة ، وهذا الجزء يحدد على أساس انخفاض رصيد النقدية إلى مستوى يطلق عليه نقطة العودة - Cash Return Point - ومستوى نقطة العودة ، ليس هو الحد الأدنى الفعلي للنقدية - Lower Control Limit ، وهو الحد الذي يجب أن يبدأ معه بيع كميات من الاستثمارات

المؤقتة : بما يسمح ببلوغ رصيد النقدية نقطة أو مستوى العودة ، وفي حالة بقاء رصيد النقدية بين الحد الأقصى والحد الأدنى ، فإنه لا يجب أن تتم عمليات بيع أو شراء استثمارات مؤقتة ، ويتوقف هذا النموذج على معيارين :

الأول : مدى ميل الإدارة للمخاطرة . الثاني : المقدرة الاقتراضية للمشروع .

وإدارة المشروع الاستثماري - حتى يمكنها التأكد من صحة معالجة موضوع النقدية ورصيده والفوائض النقدية ، وسلامة استخدام النماذج - يتطلب الأمر أهمية إجراء عمليات تقييم للنشاط الخاص بإدارة النقد والاستثمارات المؤقتة .

وتعتمد عملية تقييم - وهي عملية يجب أن تكون مستمرة - على مجموعة من الأسس ، أهمها :

- ارتباط محددات التقييم بالأهداف العامة للمشروع .
- التقليل من تعرض المنشأة إلى مخاطر نفاذ الرصيد النقدي ، وعدم المقدرة على الوفاء بالالتزامات في الوقت المحدد .
- عدم الاحتفاظ برصيد نقدي مرتفع داخل المشروع ، وتعرض المشروع إلى فقد فرص بديلة للاستثمارات المؤقتة .
- التأكد من دقة تحديد الأرصدة النقدية المطلوبة للمشروع .
- التأكد من الاستخدامات الملائمة للنقدية .
- استخدام المعايير بدقة لتحديد المخاطر ، ومعدلات الاستثمار ، والزمن اللازم لاتخاذ قرارات الاستثمار الموقوتة ، أو بيع الأصول المستثمر فيها الاستثمار المؤقت لتحويلها إلى نقدية .

ويحدد الأستاذ / Jensen في مؤلفه عام ١٩٧٨ ، بعنوان " Theory of The Firm : Managerial Behavior, agency Costs and Ownership Structure " أسس تقييم إدارة النقدية والاستثمارات المؤقتة :

- التأكد من الاحتفاظ بقدر كاف من النقدية ، والاستثمارات المؤقتة يكفي لضمان توفير مستوى ملائم من السيولة .

- التأكد من أن ما يحتفظ به المشروع من هذين الأصلين لا يزيد عن الحاجة .

ويعتبر معدل استفادة المشروع من الخصم النقدي موشراً لمدى كفاية ما يحتفظ به من أصول نقدية وشبه نقدية (استثمارات مؤقتة) ؛ إذ إن فشل المنشأة في الاستفادة من الخصم النقدي يعتبر مكلفاً للغاية .

وفيما يتعلق بالتقييم من وجهة نظر العائد .. فيرى أنها عملية معقدة ، ولهذا يقترح الأستاذ / Jensen أن تعتمد المنشأة في تقييم السياسة الاستثمارية في النقدية والاستثمارات المؤقتة على بعض المؤشرات العامة ، منها :

النسبة المطلوبة للنقدية وشبه النقدية / المبيعات .

النسبة المثوية للنقدية وشبه النقدية / الأصول المتداولة .

النسبة المثوية للنقدية وشبه النقدية / الخصوم المتداولة .

ويتم مقارنة هذه النسب مع نسب السنوات السابقة ، وعلى أساس نتائج المقارنة ..

يتم اتخاذ القرارات الجديدة للاستثمارات .

الجزء الرابع

مناهج إدارة الذمم في المشروع الاستثماري

السياسة البيعية للمشروع هي التي تحدد أهمية إدارة الذمم Account Receivable Management حيث إن الاستثمار فيها يمثل جزءاً كبيراً نسبياً من جملة الاستثمارات في الأصول ، ولهذا .. قلها تأثيرها المباشر على حجم المبيعات والعائدات المتولدة عنها ، وتخضع للقاعدة العامة ، وهي العلاقة الطردية بين العائد والمخاطر ، التي تنتج عن عدم مقدرة بعض العملاء على سداد قيمة مشترياتهم في المواعيد المحددة De-fault Risk ، ولا يستطع بعض العملاء السداد مطلقاً (ديون معدومة) Bankruptcy Risk وإدارة المشروع الاستثماري .. حتى تستطيع أن تعالج مشكلة الذمم ، يجب أن تعمم لنفسها محددات عامة ، تحكم الاستثمار في الذمم الخاصة بالمشروع ، حيث إن الظروف الاقتصادية غير ثابتة ، ولا يمكن للإدارة أن تتحكم فيها . ولكن هناك بعض المتغيرات الأخرى التي تخضع لسيطرة الإدارة داخل المشروع ، ومنها السياسات الائتمانية للمشروع وشروط منح الائتمان . ويمكن مناقشة أهم المتغيرات التي تخضع لسيطرة المشروع ، وذات التأثيرات الجوهرية على إدارة الذمم الخاصة بالمشروع .

فيرى الأستاذ / Van Horne في مؤلفه عام ١٩٨٦ بعنوان Financial Management and Policy " أن معايير منح الائتمان هي الحد الأدنى من الجودة ، الذي ينبغي توافره في الحسابات المدينة ، وتقاس جودة الحسابات المدينة بمدى قدرة ورغبة العملاء في سداد التزاماتهم قبل المشروع في مواعيدها .

وتؤثر معايير منح الائتمان Credit Standards على كل من المبيعات الآجلة والتكاليف المرتبطة بها ، فتخفيض معايير الائتمان تدفع العملاء الجدد إلى المشروع ؛ مما يؤدي إلى زيادة المبيعات ، وأيضاً زيادة احتمالات الديون المعدومة ، وكذلك زيادة تكاليف المشروع في عمليات التحصيل .

ويستطيع المشروع تخفيض المستوى المقبول لجودة لحسابات المدينة ، طالما أن صافي ربح المبيعات الإضافية عند المستوى الجديد ، يزيد عن العائد المطلوب على الاستثمار في الذمم ؛ أى يزيد عن العائد الذي يمكن للمنشأة الحصول عليه لو أن قامت بتوجيه الموارد المخصصة للاستثمار الإضافي في الذمم إلى أوجه استثمار أخرى بديلة على نفس درجة من المخاطر . وعلى المشروع أن يتوقف عن تخفيض جودة الحسابات المدينة ، وذلك عند المستوى الذي يتعادل عنده صافي ربح المبيعات الإضافية مع العائد المطلوب على الاستثمار ، ومن المؤكد أن اتباع هذه القاعدة يسهم في تحقيق هدف المشروع من الإستثمار في الذمم ، وهو تعظيم ثروة أصحاب المشروع .

والمتغير الآخر - هو شروط منح الائتمانات - Credit Terms - وهي شروط الدفع التي تطبق على جميع العملاء ، وتنطوي شروط الائتمان على ثلاثة أصول ، هي :

- نسبة الخصم النقدي .
- فترة الخصم .
- فترة الائتمان .

ويعتبر الخصم النقدي Cash Discount وسيلة دفع العملاء لسداد ديونهم قبل المشروع ، ويحتوي الخصم النقدي على نسبة الخصم / وفترة الخصم . وكقاعدة .. كلما زادت نسبة الخصم النقدي ، انخفض متوسط حجم الاستثمار في الذمم ، وانخفض حجم المتحصلات من المبيعات الآجلة ، وقد تخفض أيضاً الديون المدومة ، وحدود طرح نسب الخصم ، أى أن يستمر المشروع في زيادة نسبة الخصم حتى النقطة ، التي يتساوى عندها العائد عن قرار زيادة نسب الخصم مع التكلفة المترتبة عليه ، ويتمثل تكلفة القرار في نقص المتحصلات من المبيعات الآجلة ، نتيجة للخصم مطروحاً مقدار الانخفاض في الديون المدومة التي تعتبر في هذه الحالة وفورات في التكاليف .

ولقياس العائد المتوقع من تنفيذ السياسة المقترحة ، والذي يتمثل في عائد استثمار الوفورات في مخصصات الذمم .. يتطلب ذلك :

- تقدير حجم الوفورات .
- ضرب حجم الوفورات في معدل العائد المتوقع تحقيقه على استثمار تلك الوفورات .

وتؤثر فترة الائتمان Credit Period التي تمنح على حجم المبيعات ، كما تؤثر على حجم التكاليف ، ويستطيع المشروع مد فترة الائتمان إلى الحد الذي يتعادل عنده صافي ربح المبيعات الإضافية مع العائد المطلوب على الاستثمار ، حيث إن في هذا ضمان تعظيم ثروة أصحاب المشروع .

أما السياسات المتبعة في المشروع ، والمعروفة بسياسات التحصيل Collection Policy ، وهى تعني الإجراءات أو مجموعة التدابير التي اتفق عليها ؛ لتكون منهجاً لتحصيل الحسابات المدنية .

ولقياس مدى ملامتها .. يجب أن يتم على ضوء مقارنة العائد المتولد عن تلك السياسة مع تكاليف تنفيذها ، وتكون السياسة المقبولة في حالة تزايد العائد عن التكلفة ، ويتمثل العائد في هذا الصدد في انخفاض نسبة الديون المعدومة ، والعائد الذي يمكن تحقيقه من استثمار الوفورات في رأس المال المستثمر في الذمم ، والذي ينجم عن الانخفاض المحتمل في فترة التحصيل نتيجة للسياسة المقترحة . أما بالنسبة لتكاليف تنفيذ سياسة التحصيل .. فهى تتمثل في نفقات التحصيل الإضافية ، وضياح جزء من أرباح المشروع ، نتيجة لانخفاض المحتمل في الطلب على المنتجات ، إذا أتبع إجراءات التحصيل المشددة .

ويعتقد الأستاذ / Gitman, j. L. في مؤلفه عام ١٩٨٥ بعنوان " Principles of Managerial Finance " أن العلاقة بين مصروفات التحصيل ، وبين كل من الديون المعدومة ومتوسط فترة التحصيل هي علاقة عكسية ، إلا أنها غير خطية ؛ فمع بقاء العوامل الأخرى - على حالها - يترتب على نفقات التحصيل المحدودة تخفيض صغير

في الديون المعدومة ، ومع المزيد من مصروفات التحصيل .. تبدأ الديون المعدومة في الانخفاض بشكل ملحوظ وذلك حتى نقطة معينة ، يضعف بعدها أثر مصروفات التحصيل على تخفيض تلك الديون - ويتفق في ذلك الرأي مع الأستاذ / Van Horne في مؤلفه عام ١٩٨٦ (سابق الإشارة إليه) - كما يرى أن نمط العلاقة بين مصروفات التحصيل وبين متوسط فترة التحصيل يماثل نمط العلاقة بين مصروفات التحصيل وبين الديون المعدومة ؛ بمعنى أن نفقات التحصيل المحدودة يترتب عليها تخفيض محدود في متوسط فترة التحصيل ، ومع المزيد من مصروفات التحصيل .. تبدأ متوسط فترة التحصيل في الانخفاض بشكل ملحوظ ، وذلك حتى نقطة معينة ، يضعف بعدها تأثير تلك المصروفات على متوسط فترة التحصيل ، ولا يجب تجاهل أن هناك علاقة طردية بين متوسط فترة التحصيل ، وبين حجم الاستثمار في الذمم .

أما كيفية تأثير سياسات الإئتمان والتحصيل على حجم الاستثمار في الذمم .. فإن تأثير تلك السياسات يأتي كما أشار الأستاذ / Petty في مؤلفه عام ١٩٨٢ ، بعنوان " Financial Management " من مصدرين :

- أن بعض هذه السياسات يترتب عليه دخول عملاء جدد ، مما يعني زيادة المبيعات الأجلة وزيادة حجم الاستثمار في الذمم بالتبعية .

- أن بعض هذه السياسات يؤثر على فترة التحصيل ، وهي بدورها تؤثر على حجم الاستثمار .

وتعتمد عملية إدارة الذمم داخل المشروع - بالإضافة إلى مجموعة السياسات المنظمة لها - والتي سبق الإشارة إليها إلى مجموعة أخرى من التدابير اللازمة لتقييم طلبات الإئتمان ، التي تخضع للمراحل التالية :

تجميع معلومات دقيقة عن العلماء

وفي هذا المجال .. يشير الأستاذان / Weston and Brigham في مؤلفهما عام ١٩٨٢ بعنوان " Managerial Finance " إلى ضرورة حصول المنشأة على معلومات عن خمس سمات تتعلق بالعميل ، هي :

- × شخصية العميل Character .
- × طاقة العميل Capacity .
- × رأس المال Capital .
- × الضمانات للعميل Collecteral .
- × الظروف الاقتصادية المحيطة بنشاط المشروع Conditions .

التوصيف الدقيق للقدرة الائتمانية للعملاء المحتملين :

يجب تحليل المعلومات التي أمكن الحصول عليها في الجزء بعاليه ، وتوصيف حالات العملاء المرتقبين ، التي ستكون بمثابة القاعدة لاتخاذ القرار الخاص بمنح الائتمان للعملاء المحتملين .

ويمكن استخدام أسلوب النسب المالية في تحليل القوائم المالية للعميل ، وذلك بغرض الوقوف على قدرة العميل على الوفاء بما عليه من مستحقات ، ومن أهم النسب في هذا الصدد ، ما يلي :

- نسبة التداول .
- نسبة التداول السريعة .
- متوسط فترة التحصيل .
- نسبة القروض إلى مجموعة الأصول .
- نسبة فترة الاسترداد .

ويشير الأستاذ / Altman إلى إمكانية تحليل القوائم المالية للكشف عن المخاطر ، التي ينطوي عليها منح الائتمان للعميل ، وذلك من خلال مقياس أطلق عليه ، دليل نقطة الائتمان - Credit Scoring Index - والذي يتم قياسه كما يلي :

مجموع نقط الائتمان

$$\begin{aligned}
 &= 3,3 \left[\frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{جملة الأصول}} \right] + \frac{\text{المبيعات}}{\text{جملة الأصول}} \\
 &+ 1,6 \left[\frac{\text{القيمة السوقية لحقوق القيمة}}{\text{القيمة الدفترية للقروض}} \right] \\
 &+ 1,4 \left[\frac{\text{الأرباح المحتجزة}}{\text{جملة الأصول}} \right] \\
 &+ 1,2 \left[\frac{\text{رأس المال العامل}}{\text{جملة الأصول}} \right]
 \end{aligned}$$

وقد استطاع الأستاذ / Altman في مؤلفه عام ١٩٦٨ بعنوان Financial Rations, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Ban Kruptcy "

أن يجري القياس على بعض الشركات ، وكانت النتيجة التي أمكنه التوصل إليها :

- أن ٩٤ ٪ من المنشآت التي أعلن إفلاسها حققت عدداً من النقط ؛ وفقاً للدليل المقترح ، تقل عن ٢,٧ نقطة في العام السابق للإعلان بإفلاسها .
- أما باقي المنشآت التي أعلنت إفلاسها ، وتبلغ نسبة ٦ ٪ .. فقد حققت عدداً من النقط يزيد عن ٢,٧ نقطة .
- ومن ناحية أخرى .. فإن ٣ ٪ من المنشآت التي لم يعلن إفلاسها ، قد حققت عدداً من النقط يقل عن ٢,٧ نقطة ، بينما حققت ٩٧ ٪ من تلك المنشآت عدداً من النقط يزيد عن ٢,٧ نقطة .

وبالنسبة للضمانات المقدمة (الرهونات) .. فإنه من الضروري تحليل هذه الرهونات على ضوء التصرف في الأصل المرهون ، ومدى الهبوط المحتمل في قيمته ؛ فكلما انخفضت نسبة الائتمان الممنوح إلى قيمة الأصل المرهون ، زاد اطمئنان المشروع .

اتخاذ قرار الائتمان

وعلى ضوء البيانات المتعلقة لعميل ، وكذلك بالضمانات المقدمة منه للحصول على ائتمانات من المشروع .. يمكن اتخاذ قرار بالموافقة أو بالرفض على منح العميل الائتمان .

وعقب اتخاذ القرارات الخاصة للائتمانات في المشروع .. تتطلب الأهمية - هنا - إجراء تقييم للذمم الخاصة بالمشروع ، وحيث إن نشاط إدارة الذمم محصور في نشاطين رئيسيين ، هما : منح الائتمان والتحصيل ، وعادة يتم تقييم مدى نجاح إدارة الذمم على أساس مقارنة متوسط فترة التحصيل مع مثيلتها على مستوى المشروعات ، وذلك على اعتبار أن هذا المقياس يعتبر مؤشراً لمدى الكفاءة في إدارة النشاطين الرئيسيين للذمم ، وهما : منح الائتمانات وتحصيلها .

فإذا كان متوسط فترة التحصيل للمنشأة يفوق مثيلتها على مستوى المشروعات .. فإن هذا قد يكشف عن عيوب في إجراءات التحصيل أو أجهزة التحصيل . أما إذا كان متوسط فترة التحصيل يفوق مثيله على مستوى المشروعات ، وكانت إجراء التحصيل وكفاءة الأجهزة القائمة عليها لا تختلف عن مثيلتها .. فإن هذا قد يكشف عن تساهل في معايير أو شروط الائتمان أو كليهما .

ويُقاس تقييم قرارات الاستثمار في الذمم على أساس مدى تأثيرها على المبيعات والتكاليف (مدى التأثير على العائد) ، أو على متوسط فترة التحصيل واحتمال امتدادها بشكل يجعل معدل العائد على الاستثمار في الذمم غير الوفاء بالالتزامات ، أو على حجم الديون المعدومة ؛ يعني توجيه الاهتمام إلى مدى تأثير تلك القرارات على أهداف أصحاب المشروع .

الجزء الخامس

مناهج إدارة المخزون السلعي في المشروع الاستثماري

يؤثر استخدام متابعة مناهج إدارة المخزون السلعي Inventory Management على نتائج النشاط داخل المشروع ، وعلى تحقيق أهدافه . ويتكون المخزون السلعي من إنتاج المشروع في مراحل المختلفة (منتجات تامة الصنع - نصف مصنعة - مواد أولية جاهزة - أو غير المجهزة) ويعبر المخزون في البضاعة تامة الصنع Finished goods أنه حلقة أمان Buffer بين نشاط الإنتاج ، وبين نشاط المبيعات ؛ فوجود منتجات تامة الصنع في المخزون السلعي يخفف من اعتماد المبيعات على إدارة الإنتاج مباشرة ، كما يسهم المخزون السلعي من المنتجات نصف مصنعة (أو غير تامة الصنع) - Unfinished goods - في تحقيق حدة الطلب بين الوحدات الإنتاجية أو المراحل الإنتاج داخل المشروع ، وكذلك المواد الأولية . وبذلك .. فإنه كلما زاد حجم المخزون السلعي بأنواعه الثلاثة ، زادت قدرة المشروع على مواجهة طلبات العملاء ، وقلت فرص تعطيل مراحل الإنتاج .

ألا أنه يجب مراعاة الحدود المثلى للتخزين ، وإلا سيتعرض المشروع إلى إغراق جزء كبير من رأس المال في عمليات التخزين ، لا يتولد عنه أي عائد ، وتكون النتيجة انخفاض معدل العائد على الاستثمار .

ويشير الأستاذ / Johnson - في مؤلفه عام ١٩٧٤ بعنوان " Financial Management " - إلى أن الجزء الكبير من الاستثمار في المخزون السلعي ، عادة ما يكون في عدد محدود من العناصر ، وأمكن تقسيم المخزون كما يلي :

- المجموعة الأولى من المخزون السلعي ، وتحتوي على ٢٠ ٪ من إجمالي العناصر المكونة للمخزون ، وتبلغ نسبة الاستثمار فيها ٧٥ ٪ من جملة الاستثمارات المخصصة للمخزون .

- المجموعة الثانية من المخزون السلمي ، وتحتوي على ٢٠٪ من إجمالي العناصر المكونة للمخزون . وتبلغ نسبة الاستثمار فيها ٢٠٪ من جملة الاستثمارات المخصصة للمخزون .

- المجموعة الثالثة من المخزون السلمي ، وتضم ٥٠٪ من إجمالي العناصر المكونة للمخزون ، وتبلغ نسبة الاستثمار فيها ٥٪ من جملة الاستثمارات المخصصة للمخزون .

وتحدد طلبية الشراء حجم الاستثمار في المخزون ، ويقوم لتحديد حجم الطلبية نموذج الحجم الاقتصادي لطلبية الشراء (EOQ) Economic Order Quantity .
ولتحديد الحجم الاقتصادي للكمية التي ينبغي إنتاجها من المنتجات تامة الصنع في كل أمر من أوامر الإنتاج للمنشأة الصناعية .. فإنه يقتضي استخدام نموذج آخر ، يطلق عليه نموذج الحجم الاقتصادي لأمر الإنتاج Economic Lot Size Model .

ويؤسس نموذج الحجم الاقتصادي لطلبية الشراء على ثلاثة فروض جوهرية ، هي:

- أن المشروع على يقين بشأن الكمية المطلوبة من كل عنصر خلال الفترة .
- أن معدل استخدام كل عنصر من عناصر المخزون ثابت خلال الفترة .
- أن أوامر الشراء تصدر وتنفذ في ذات الوقت ، الذي يصل فيه رصيد المخزون إلى الصفر .

وعلى الرغم من عدم واقعية فروض النموذج .. إلا أنه يهدف - أساساً - إلى تحديد الحجم الأمثل لطلبية الشراء ؛ أي الحجم الذي تكون فيه التكلفة الكلية للتخزين عند حدها الأدنى ، وتتمثل تكلفة التخزين في نوعين : تكاليف إصدار أوامر الشراء Order Costs ، وتكلفة الاحتفاظ بالمخزون Carrying Costs ، ويمكن إجراء القياسات للتكاليف كما يلي :

تكلفة أوامر الشراء = الاحتياجات الكلية خلال الفترة × تكلفة إصدار أوامر الشراء / حجم الطلبية .

تكلفة الاحتفاظ بالمشروع = حجم الطلبية × تكلفة الاحتفاظ بالمخزون للوحدة / ٢

التكلفة الكلية للتخزين = تكلفة الاحتفاظ بالمشروع + تكلفة أوامر الشراء

$$\frac{٢ \times \text{الاحتياجات الكلية} \times \text{تكلفة إصدار أوامر الشراء}}{\text{تكلفة الاحتفاظ بالمخزون للوحدة}} = \text{تكون حجم الطلبية}$$

ويكون حجم الطلبية = الحجم الاقتصادي لطلبية الشراء ، الذي تنخفض عنده التكاليف الكلية للتخزين إلى أدنى حد .

ويقترح الأستاذان / Schall and Haley في مؤلفهما عام ١٩٨٦ بعنوان " Introduction To Financial Management " ، أن يجزئ مقام المعادلة المحددة لحجم الطلبية (تكلفة الاحتفاظ بالمخزون للوحدة) إلى جزئين . التكلفة الفعلية للاحتفاظ بكل وحدة من وحدات المخزون خلال الفترة ، وتمثل في نسبة مئوية من سعر شراء الوحدة ، وتكلفة الفرص البديلة ، أي العائد الذي كان يمكن أن تحققه المنشأة ، لو أنها قامت بتوجيه مخصصات الاستثمار في المخزون إلى أوجه استثمار بديلة على نفس المستوى من المخاطر ، أو ما يمكن تسميته العائد المطلوب على الاستثمار في المخزون ، وتمثل تكلفة الفرص البديلة في حاصل ضرب معدل العائد (قبل الضريبة) الذي يمكن تخفيضه على استثمارات بديلة × سعر شراء الوحدة .

وعادة .. ما يمنح الموردون خصم كمية Quantity Discount للعملاء ، وقرار المشروع في شأن زيادة حجم الطلبية والاستفادة من خصم الكمية ، ينبغي أن يقوم على مقارنة العائد المتوقع الذي يتولد عن الخصم مع التكاليف المترتبة عليه . وبالنسبة للعائد

المتوقع .. فإنه يتمثل في نوعين من الوفورات : وفورات تنجم عن انخفاض التكاليف الكلية لأوامر الشراء ووفورات تنجم عن القيمة المقتطعة من السعر مقابل خصم الكمية . أما التكاليف المترتبة عن خصم الكمية .. فإنها تتمثل في زيادة تكلفة الاحتفاظ بالمخزون ؛ نتيجة لزيادة حجم طلبية الشراء . وقد يقدم الموردون أكثر من نسبة لخصم الكمية ، ترتبط كل منها بحد أدنى معين لحجم طلبية الشراء ، واختيار الحجم الذي تكون فيه التكلفة الكلية للمخزون بما فيها قيمة شراء الطلبية عند حدها الأدنى ، ويقدم الأستاذان / Schall & Hallay في مؤلفهما سابق الإشارة ، معادلة لقياس تلك التكلفة :

التكلفة الكلية للمخزون = الاحتياجات الكلية خلال الفترة × سعر شراء الوحدة + تكلفة أوامر الشراء + حجم الطلبية / ٢ × سعر شراء الوحدة × التكلفة الفعلية للاحتفاظ بكل وحدة من وحدات المخزون ، خلال الفترة ، وتتمثل في نسبة مئوية من سعر شراء الوحدة + حجم الطلبية ٢ × سعر شراء الوحدة × تكلفة الفرص البديلة × حاصل ضرب معدل العائد (قبل الضريبة) الذي يمكن تخفيضه على استثمارات بديلة .

وكما هو واضح .. فإن الدراسة قائمة افتراض أساس أن أوامر الشراء وإجراءاتها لا تتم ، إلا عندما يكون رصيد المخزون صفراً . وعملياً ... لا يتم ذلك ، ولكن يتم اتخاذ إجراءات الشراء والتخزين ، قبل أن يصل المخزون إلى صفر ؛ لتجنب المشروع التعرض لمخاطر نفاذ المخزون ، وعامة .. يتم تنفيذ إجراء الشراء ، عندما يصل المخزون إلى مستوى معين يكفي لتلبية حاجة العملاء ، أو متطلبات الإنتاج . وليس هذا المخزون بنقطة إعادة الطلب - Reorder Point ، التي يمكن تحديدها بناء على خبرة المشروع في تحديد زمن تنفيذ أمر الشراء ، أو باستخدام معادلة استخدام العنصر ، أو التي أشار

" إليها الأستاذ / Gitman في مؤلفه عام ١٩٨٥ بعنوان Principles of Managerial Finance كما يلي :

نقطة إعادة الطلب = فرض إجراء الشراء × معدل استخدام العنصر

معدل استخدام العنصر = الاحتياجات الكلية خلال الفترة / فترة الاحتياجات

وعلى هذا .. يجب البحث عن حجم الرصيد من المخزون ، الذي يكفي لتلبية الاحتياجات إلى أن يتم استلام طلبية الشراء ، وعند استلامها .. يكون الرصيد مساوياً صفرأ ، وهذا الرصيد يطلق عليه مخزون الأمان - Safety Stock - وعلى أساس توفر هذا الرصيد .. فإن نقطة إعادة الطلب تصبح كما يلي :

نقطة إعادة الطلب = الفترة الزمنية التي تستغرقها إجراءات الشراء × معدل استخدام العنصر + مخزون الأمان

ويتوقف شراء مخزون الأمان بناء على مقارنة التكاليف التي يتحملها المشروع للاحتفاظ بحجم معين من هذا المخزون ، مع العائد الذي يفقده المشروع نتيجة لعدم توتر المخزون . وعلى أساس ذلك المحددات التي تحكم إدارة المشروع ، ويمكن الإشارة إلى بعض بنود تقييم إدارة المخزون في المشروع :

- يستخدم مؤشر معدل الدوران لقياس مدى كفاءة إدارة الاستثمار في المخزون السلعي .
- تحديد تكلفة الاحتفاظ بالمخزون ، وتكلفة مخاطر نفاذه .
- مدى تأثير القرارات المختلفة على تعظيم عائد الاستثمار في المخزون .