

الفصل الأول

الإدارة التمويلية
في الشركات
وعلاقتها
بالبيئة

**CORPORATE
FINANCIAL
MANAGEMENT AND
THE ENVIRONMENT**

1

obbeikandi.com

الإدارة التمويلية في الشركات وعلاقتها بالبيئة

CORPORATE FINANCIAL MANAGEMENT AND THE ENVIRONMENT

مقدمة

تعتبر الإدارة التمويلية Financial Management إحدى الوظائف الرئيسية في مؤسسة الأعمال Business Firm (شركة الأعمال). وتشمل هذه الوظائف عادة الإدارة الإنتاجية، الإدارة التسويقية، الإدارة التمويلية، إدارة المشتريات والتخزين، وإدارة البحث والتطوير Research & Development. يقدم هذا الفصل نظرة شاملة Overall View لموضوع الإدارة التمويلية في الشركات من خلال إطار فكري متكامل مبين في الشكل التدفقي (1 - 1). وسيستعمل هذا الإطار لتحديد موقع الإدارة التمويلية في الهيكل التنظيمي للشركة، تعريف المهام الأساسية للإدارة التمويلية، وتوضيح العلاقات بين عوامل البيئة الخارجية والقرارات التمويلية. ويعرض هذا الفصل أيضاً تنظيم الكتاب والتسلسل المنطقي المتبع في عرض المواضيع.

الشكل (١ - ١)

إطار شامل ومتكامل للإدارة التمويلية للشركة وعلاقتها بعوامل البيئة الخارجية



الفصل الأول: الإدارة التمويلية في الشركات وعلاقتها بالبيئة

طبيعة الإدارة التمويلية ونطاقها وشموليتها

تعرف وظيفة التمويل Finance Function بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل وتوزيع (تخصيص) هذه الأموال في الشركة بالشكل الأمثل بهدف تعظيم ثروة المساهمين. وبكلمات أخرى، تتعلق وظيفة التمويل بإدارة حقيقية استثمارات الشركة بشكل يعظم العائد على هذه الاستثمارات لمستوى مقبول من الخطر، وبتحويل هذه الاستثمارات بمزيج مناسب من مصادر التمويل لتخفيض تكلفة الرأسمال إلى الحد الأدنى. تتكون الإدارة التمويلية إذن من قرارين استراتيجيين هما قرار الاستثمار Investment Decision وقرار التمويل Financing Decision بهدف تعظيم قيمة الشركة. إن تعظيم قيمة الشركة (أي تعظيم ثروة المساهمين) هو دوماً الهدف الأساسي لكل قرار في الإدارة التمويلية، وبالتالي فإن أي قرار تمويلي يجب أن يحافظ على الأقل على القيمة الحالية للشركة. لذلك كلما استطاعت إدارة الشركة أن ترفع العائد على استثماراتها، الأشياء الأخرى ثابتة، ازدادت قيمة الشركة. وكلما استطاعت الإدارة أن تخفض من تكلفة الرأسمال، الأشياء الأخرى ثابتة، ازدادت قيمة الشركة. وسنقدم فيما يلي شرحاً مفصلاً لطبيعة ومضمون قراري الاستثمار والتمويل.

يتعلق قرار الاستثمار باختيار هيكل Structure ومستوى Level استثمارات الشركة. وتساوي استثمارات الشركة إلى مجموع موجوداتها. ويعني اختيار هيكل الاستثمارات كيفية توزيعها بين استثمارات قصيرة الأجل (موجودات متداولة) واستثمارات طويلة الأجل (موجودات ثابتة)، وهو ما يمكن قياسه بنسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة. يعتبر هذا الاختيار ذا أهمية كبرى لتأثيره على سيولة Liquidity وربحية Profitability الشركة. وتعرف السيولة بالمقدرة على تحويل أصل Asset إلى نقد بسرعة وبدون خسارة. فإذا اختارت إدارة الشركة هيكل (بنية) حقيقية استثماراتها بحيث تكون نسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة كبيرة، أي أن معظم استثمارات الشركة قصيرة الأجل، فإن هذا يعني أن الشركة سيكون لديها بحبوحة من السيولة لكن ربحيتها ستكون محدودة. فكما هو معروف ان الاستثمار في موجودات قصيرة الأجل كالنقد والودائع المصرفية والحسابات المدنية والمخزون والأوراق المالية القصيرة الأجل يحقق عوائد منخفضة لكنه يؤمن السيولة للشركة، بالمقارنة مع الاستثمار في موجودات ثابتة التي

تحقق عائداً مرتفعاً ولكن على حساب السيولة. أما إذا اختارت إدارة الشركة حقيبة استثماراتها بحيث تكون نسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة صغيرة، فإن هذا يعني أن معظم استثمارات الشركة طويلة الأجل، وبالتالي فإن ربحية الشركة ستكون عالية لكن سيولتها متدنية. يستنتج مما تقدم أن قرار توزيع استثمارات الشركة ما بين موجودات متداولة وثابتة يحدد العائد المتوقع على إجمالي حقيبة الاستثمارات وخطر فقدان السيولة.

كذلك فإن اختيار تكنولوجيا العملية الإنتاجية (أو درجة الكثافة الرأسمالية) يحدد درجة رافعة التشغيل Degree of Operating Leverage في الشركة وبالتالي مدى تقلب الأرباح. فإذا كانت درجة الكثافة الرأسمالية كبيرة، تكون نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف كبيرة أيضاً بسبب مخصصات الاهتلاك Depreciation Allowance العالية، أي أن الشركة تتميز بدرجة رافعة تشغيل مرتفعة. هذا يعني أن الشركة شديدة الحساسية للتغير في الأوضاع الاقتصادية. فإذا انخفضت المبيعات قليلاً، فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض كبير وغير متناسب في أرباح التشغيل، وبالعكس. ويكون خطر التقلب في أرباح الشركة كبيراً في هذه الحالة.

بالنسبة لمستوى الاستثمار، فإنه يتعلق بتحديد حجم الاستثمار في كل من عناصر الموجودات. إن حجم الاستثمار في عناصر الموجودات المتداولة كالنقد والمخزون والأوراق المالية القصيرة الأجل يمكن تحديده باستعمال نماذج مستوى المخزون الأمثل. أما مستوى الاستثمار في الحسابات المدينة فيتم من طريق تحليل جدوى التغير في شروط سياسة البيع لأجل. في كل الأحوال، إن الاستثمار الفائض عن الحاجة في عناصر الموجودات المتداولة يحمل الشركة تكلفة الأموال المستثمرة فيه فيخفف من ربحيتها، إلا أنه يعطيها سيولة أكبر. فإذا كان الفائض من الرأسمال المتداول (الموجودات المتداولة) ممولاً بقروض قصيرة الأجل، فإنه يحمل الشركة تكاليف الفائدة على هذه القروض. أما إذا كان ممولاً من أموال الشركة، فإنه يضيع على الشركة المردود الذي كان يمكنها الحصول عليه باستثمار هذه الأموال في مجالات أخرى (الكلفة أو الفرصة البديلة)، كالأستثمار في موجودات ثابتة التي تعطي عادة مردوداً أعلى. أما إذا كان مستوى الاستثمار في الرأسمال المتداول أقل من الحاجة، فإن ذلك سيؤدي إلى عرقلة عملية الإنتاج وعدم

تمكن الشركة من تلبية حاجات السوق الأمر الذي يفوّت على الشركة مبيعات وأرباحاً محتملة كان من الممكن تحقيقها لو كان الإنتاج مستمراً. ويؤدي هذا إلى رفع تكاليف الشركة، تخفيض ربحيتها، وزيادة التقلب في أرباحها.

كذلك الأمر بالنسبة لمستوى الاستثمار في الموجودات الثابتة. فإذا كان هناك استثمار فائض عن الحاجة في العدد والآلات والتجهيزات فإن ذلك سيؤدي إلى طاقة إنتاجية فائضة Excess Capacity، ما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الإنتاج واضطرار الشركة للبيع بأسعار عالية (غير منافسة)، فتتخفف مبيعاتها وأرباحها. أما إذا لم تكن هناك طاقة إنتاجية كافية لسد حاجة الطلب على منتجات الشركة، فإن الشركة ستخسر مبيعات وأرباحاً محتملة.

يستنتج مما تقدم أن اختيار هيكل ومستوى حقيبة استثمارات الشركة يحدد تيار الأرباح المستقبلية المتوقع Expected Future Stream of Earnings الذي سينتج عن هذه الاستثمارات، وخطر هذه الأرباح. ويقصد بالخطر هنا درجة التقلب في الأرباح الناجم عن تغير الأوضاع الاقتصادية وأوضاع سوق الصناعة التي تعمل بها الشركة. لذلك سندعو هذا النوع من الخطر بخطر الأعمال Business Risk لتفريقه عن نوع آخر من الخطر سيبحث فيما بعد.

بالنسبة لقرار التمويل فإنه يتعلق باختيار هيكل التمويل في الشركة. ويعني ذلك تحديد نسبة التمويل من مصادر تمويل قصيرة الأجل ومن مصادر تمويل طويلة الأجل، وكذلك تحديد المزيج المناسب للتمويل من مصدري الدين Debt والملكية Equity. ويعني التمويل بالملكية احتجاز أرباح الشركة وإعادة استثمارها وإصدار الأسهم العادية. إن لهذين الاختيارين أهمية كبرى لأنهما يحددان الخطر التمويلي Financial Risk وتكلفة الرأسمال Cost of Capital للشركة. فإذا كانت الشركة تحصل على معظم تمويلها من القروض المصرفية وتسهيلات الموردين، فإن ذلك سيؤدي إلى ربحية عالية نسبياً، لكن سيولة الشركة ستكون متدنية. والسبب في ذلك أن تكلفة التمويل القصير الأجل تكون عادة أقل من تكلفة التمويل الطويل الأجل، لذلك فإن مساهمته في ربحية الشركة تكون أكبر. ولكن القروض القصيرة الأجل يجب سدادها في آجال قريبة، ما يضع ضغطاً على سيولة الشركة.

إن استعمال المزيج الأمثل للتمويل بالدين والملكية يخفض تكلفة الرأسمال إلى الحد الأدنى ويعظم قيمة الشركة. والمطلوب هو تخفيض تكلفة الرأسمال حتى يتاح للشركة عدد أكبر من فرص الاستثمار الرابحة، فتنمو أرباحها وتزداد قيمتها. ولكن إذا أفرطت الشركة باستعمال الدين في هيكل التمويل فسيؤدي ذلك إلى زيادة الخطر التمويلي للشركة ويرفع تكلفة الرأسمال. يستنتج مما تقدم أن السياسات التمويلية للشركة المتعلقة باختيار نسبة التمويل القصير الأجل إلى التمويل الطويل الأجل، اختيار مزيج التمويل بالدين والملكية، واختيار معدل توزيع الأرباح على المساهمين، تحدّد مجتمعة الخطر التمويلي للشركة وتكلفة الرأسمال.

إن قراري الاستثمار والتمويل يحددان معاً التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المساهم أن يحصل عليها من الاستثمار في الأسهم العادية للشركة، وخطر هذه التدفقات النقدية. وبخصم التدفقات النقدية المتوقعة للسهم العادي بمعدل رسملة الملكية Equity Capitalization Rate في السوق (العائد على الاستثمار المطلوب من قبل مجموعة المستثمرين في السوق المالي للاستثمار في أسهم الشركة) يتحدد سعر السهم في السوق. وكما ذكر سابقاً فإن الهدف الرئيسي للإدارة التمويلية هو تعظيم ثروة المساهمين وذلك من طريق اتباع السياسات التشغيلية (الكفاءة الانتاجية) والاستثمارية والتمويلية التي تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم في السوق.

بالإضافة إلى قراري الاستثمار والتمويل فإن وظيفة التمويل تتضمن القيام بمهام التخطيط والمراقبة المالية. ولتنفيذ هذه المهام توجد أدوات وأساليب Tools & Techniques معينة يمكن استخدامها. وقد تم تصنيف هذه الأدوات إلى أدوات للتخطيط وأخرى للمراقبة التمويلية. يشمل التخطيط التمويلي أدوات التنبؤ بالاحتياجات المالية، الموازنة النقدية، تحليل التعادل، ورافعة التشغيل. وتشمل المراقبة التمويلية أدوات التحليل المالي، ونظام العائد على الاستثمار، وتحليل مصادر الأموال واستخداماتها.

إن الشركة لا تعمل في فراغ، وإنما تشتغل في بيئة اقتصادية اجتماعية وسياسية تؤثر عليها. ولعل أهم عوامل البيئة الخارجية للشركة هي أسواق السلع Product Markets،

أسواق عوامل الإنتاج Factor Markets، أسواق النقد والرأس مال Money and Capital Markets، والحكومة Government. وسنبحث في كيفية تأثير كل من هذه العوامل على القرارات التمويلية في الشركة لاستكمال شرح الإطار التحليلي المعروض في الشكل التدفقي (١ - ١).

أسواق السلع

تبيع الشركة منتجاتها وتحصل على إيراداتها من سوق السلع الذي يخصص خط العمل Line of Business الذي تعمل فيه. أي أن الطلب على سلع الشركة وخدماتها ينشأ من هذا السوق. إن حجم مبيعات الشركة والسعر الذي تباع به يعتمد على بنية سوق الصناعة Industry Market Structure، أي على درجة المنافسة في الصناعة. فإذا كانت الشركة تعمل في صناعة تتميز بالمنافسة الكاملة Perfect Competition، أي أن هناك عدداً كبيراً من المنتجين الصغار، فإن أحداً من هؤلاء المنتجين لا يستطيع التأثير على عرض السلعة في السوق أو على سعر بيع السلعة. هذا يعني أن الشركة تستطيع أن تباع كل ما تنتجه بالسعر السائد في السوق. أي أن الشركة تباع السعر السائد لكنها لا تستطيع التأثير عليه. أما إذا كانت الشركة تعمل في سوق تتميز ببعض القوة الاحتكارية Oligopoly، أي أن هناك عدداً قليلاً من المنتجين الكبار، فيكون لدى إدارة الشركة حرية أكبر في تحديد سعر بيع المنتج وكمية المبيعات. وتزداد مقدرة الشركة على التحكم بسعر بيع المنتج والكمية المعروضة منه عندما تكون الشركة الوحيدة في الصناعة، فتصبح بذلك في وضع المحتكر Monopolist.

وتتأثر مبيعات الشركة أيضاً بالأوضاع الاقتصادية ومعدلات النمو في الناتج المحلي الإجمالي Gross Domestic Product، ومدى تأثير سوق الصناعة بالتقلبات الاقتصادية أو دورات الأعمال Business Cycles. فإذا كان الاقتصاد القومي يتوسع وينمو بمعدلات عالية، فإن كل مؤسسات الأعمال ستستفيد من ذلك وتزداد مبيعاتها وأرباحها ولكن بدرجات متفاوتة. وتحدد هذه الدرجات بمدى استفادة الصناعة التي تعمل فيها الشركة من الازدهار الاقتصادي. كذلك إذا كان الاقتصاد القومي يتراجع، فإن معظم مؤسسات الأعمال ستأثر وتنخفض مبيعاتها وأرباحها ولكن بدرجات متفاوتة أيضاً، تحدها شدة تأثير الكساد الاقتصادي على كل صناعة. هذا يعني أن هناك صناعات شديدة التأثير بالدورة

الاقتصادية Cyclical Industries كصناعات الالكترونيات والسيارات والآلات والتجهيزات وهي كلها سلع معمرة Durable Goods، كما أن هناك صناعات أقل تأثراً بالدورة الاقتصادية كالصناعات الغذائية والمرافق العامة Public Utilities.

أسواق عوامل الإنتاج

كما أن الشركة تباع منتجاتها في أسواق السلع فإنها تحصل على عوامل الإنتاج Factors of Production من أسواق عوامل الإنتاج. ويدخل في عداد عوامل الإنتاج التي تستخدمها الشركة المواد الأولية، المواد المساعدة، الآلات والتجهيزات، العمالة، ... إلخ. إن أسعار عوامل الإنتاج والقاعدة التكنولوجية للعملية الإنتاجية في الشركة يحددان معاً هيكل تكاليف Cost Structure الشركة. تتأثر أسعار عوامل الإنتاج وبالتالي تكاليف الإنتاج في الشركة بالشروط والأوضاع السائدة في أسواق عوامل الإنتاج. بالتحديد إن الوفرة (أو النقص) في عرض Supply عوامل الإنتاج لمستوى معين من الطلب Demand عليها يؤثر على سعرها فيخفضه في الحالة الأولى (ويرفعه في الحالة الثانية). إن عرض عامل الإنتاج وأسعاره تحددها درجة المنافسة السائدة في سوق عامل الإنتاج. فإذا كانت المنافسة كاملة، فإن الشركة المشتريّة تستفيد من وفرة المادة، تعدد مصادرها، وانخفاض سعرها. أما إذا كانت بنية سوق صناعة الإنتاج تتميز بدرجة عالية من القوة الاحتكارية، فإن الشركة المشتريّة ستكون تحت رحمة شركة منتجة واحدة أو عدد قليل من الشركات التي تتحكم بعرض المادة وأسعارها. وعندما تكون عوامل الإنتاج مستوردة، فإن هناك متغيرات أخرى تؤثر على التكلفة النهائية للشركة المشتريّة، وتتضمن هذه المتغيرات معدل التضخم النقدي Rate of Inflation ومعدل صرف العملة Currency Exchange Rate في البلد الذي يتم الاستيراد منه، بالإضافة إلى تعرفه الشحن والتأمين التي تحددها شركات التأمين وإعادة التأمين في لندن على ضوء الأخطار المحدقة بإرسالية البضاعة المشحونة.

للتوضيح، إن ارتفاع معدلات صرف العملة الأجنبية قياساً إلى العملة الوطنية ووجود معدلات تضخم عالية في البلدان التي يتم استيراد مواد أولية وبيع رأسمالية منها يؤديان إلى ارتفاع تكلفة فاتورة المستوردات. وبارتفاع تكاليف البضاعة المستوردة الداخلة في عمليات الإنتاج، ترتفع تكاليف المنتجات المصنعة وطنياً، وبالتالي أسعارها

للمحافظة على نسب الربح المعمول بها سابقاً. وترتفع تكاليف البضاعة المستوردة أيضاً (مواد أولية مواد مساعدة، سلع رأسمالية، سلع نصف مصنعة، سلع جاهزة، مواد تعبئة وتغليف، قطع غيار، . . . ، إلخ) إذا قررت شركات الملاحة البحرية والنقل الجوي والتأمين وإعادة التأمين رفع تعرفاتها. وقد حدث أن رفعت هذه الشركات تعرفاتها على البضائع المتوجهة إلى لبنان أثناء الحرب اللبنانية، وعلى البضائع المتوجهة إلى الخليج العربي أثناء حرب الخليج الأولى والثانية، وساهمت بخلق الضغوطات التضخمية المحلية.

أسواق النقد والرأسمال

هناك عامل مهم من عوامل الإنتاج هو الرأسمال السائل Liquid Capital، أو الأموال Funds، وتحصل عليها الشركة من أسواق النقد والرأسمال. وتختلف أسواق النقد عن أسواق الرأسمال أساساً في آجال استحقاق الأموال التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل من هذه الأسواق، وفي الأدوات المالية التي يتم تداولها. فأسواق النقد تتعامل أساساً بالأموال القصيرة الأجل، أي التي تقل فترة استحقاقها عن سنة. وتشكل المصارف التجارية المؤسسات المالية الرئيسية العاملة في أسواق النقد. ويوجد في أسواق النقد المتطورة وكلاء Dealers متخصصون في التعامل بأذونات الخزينة وأوراق مالية قصيرة الأجل أخرى. أما الأدوات المالية التي يتم تداولها في سوق النقد فتشمل الودائع لأجل Time Deposits، شهادات الإيداع Certificates of Deposits، الأوراق التجارية Commercial Papers، القبولات المصرفية Bankers' Acceptances، أذونات الخزينة القصيرة الأجل Treasury Bills. ويعتبر المصرف المركزي Central Bank من أهم المشاركين في سوق النقد كونه يمثل السلطة النقدية Monetary Authority التي تنظم وتراقب النظام المصرفي. وتقاس الأوضاع في سوق النقد بمعدلات الفائدة القصيرة الأجل التي يدخل ضمنها معدل الخصم Discount Rate على اقتراض المصارف التجارية من المصرف المركزي، معدل الفائدة الفضلى Prime Rate of Interest أي معدل الفائدة الذي تتقاضاه المصارف من عملائها الذين يتمتعون بأعلى مرتبات الأهلية الائتمانية Top Credit Rating، ومعدل الفائدة على الاقتراض ما بين المصارف Inter - Bank Borrowing

Rate. أما أسواق الرأسمال (وتدعى أيضاً الأسواق المالية Financial Markets) فتتعامل بالأموال الطويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة. ويمكن تقسيم الأسواق المالية إلى سوقين رئيسيين هما سوق الرأسمال الأولي Primary Capital Market وسوق الرأسمال الثانوي Secondary Capital Market، أي بورصات الأوراق المالية Stock Exchanges. وهناك اختلاف في طبيعة المؤسسات المالية العاملة في هذين السوقين. أما الأدوات المالية التي يتم تداولها فهي ذاتها. إن المؤسسات المالية الرئيسية التي تعمل في سوق الرأسمال الأولي هي بنوك الاستثمار Investment Banks التي تقوم بضمان Underwriting الإصدارات الجديدة New Issues للأوراق المالية للشركات وتسويقها للمستثمرين من المؤسسات والأفراد. أما بورصات الأوراق المالية فتتعامل بالأوراق المالية القائمة Outstanding للشركات. وتعمل في بورصات الأسهم شركات متخصصة في الوساطة Brokerage Firms ومؤسسات استثمارية Institutional Investors مثل صناديق الاستثمار Insurance Companies، صناديق التقاعد Pension Funds، وشركات التأمين Mutual Funds، وتشمل الأوراق المالية التي يتم تداولها في أسواق الرأسمال بشقيه الأولي والثانوي الأسهم العادية والأسهم التفضيلية والسندات والأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم.

تشرف على أسواق الرأسمال وتراقب سير أعمال إصدار وتداول الأوراق المالية فيها هيئات حكومية على شاكله (هيئة الأوراق والأسواق المالية) الأمريكية Securities and Exchange Commission (SEC)

وتتأثر الشركة بالأوضاع السائدة في أسواق النقد والرأسمال من حيث تأثيرها على تكلفة ومتاحية Availability الأموال. فإذا كان هناك ضائقة في السيولة العامة في أسواق النقد، فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة القصيرة الأجل وتقنين احتياطيّات المصارف Rationing of Bank Reserves بين عملاتها لإرضائهم جميعاً. أما إذا كان هناك فائض من السيولة العامة في أسواق النقد، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة القصيرة الأجل وإقبال الشركات على الاقتراض لانخفاض تكلفة الأموال. وتتأثر معدلات الفائدة في سوق النقد بالتوقعات حول معدلات التضخم. فإذا كان المتعاملون في السوق يتوقعون ازدياد معدلات التضخم، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة في السوق النقدية وبالتالي ارتفاع تكلفة التمويل، وبالعكس.

كذلك تتأثر الشركة بالأوضاع السائدة في أسواق الرأسمال. فعندما تكون أسواق الأسهم في توسع Bull Markets ومستوى أسعار الأسهم في ارتفاع مستمر بحسب مؤشرات الأسهم Stock Indices، فإن هذا يعني أن تكلفة التمويل بالملكية (أي بإصدار الأسهم) تكون متدنية. وفي أوضاع ملائمة للسوق كهذه يتم الاكتتاب في سوق الرأسمال الأولي بالإصدارات الجديدة للأسهم بسرعة فائقة ويجري تداول الأسهم المبيعة في السوق الثانوي بالأسعار المقررة. أما إذا كانت أسواق الأسهم تتجه نحو الانكماش Bear Markets، أي أن أسعار الأسهم تميل نحو الانخفاض المستمر، فإن هذا يعني ارتفاع تكلفة التمويل بالملكية. في هذه الحالة تتجه الشركات نحو تخفيض أو تأجيل أو إلغاء إصداراتها الجديدة من الأسهم في السوق الأولية لعدم إقبال بنوك الاستثمار على ضمان هذه الإصدارات بشروط مناسبة.

وهناك بعض العوامل الهامة التي تؤثر على أسواق الرأسمال والتي يجب تتبع تطوراتها باستمرار. ويدخل في عداد هذه العوامل مستويات وتغير الاتجاهات في معدل التضخم، معدل الفائدة، معدلات صرف العملات. فالزيادة في معدلات التضخم تؤدي إلى ارتفاع الفائدة القصيرة الأجل وبالتالي عوائد السندات Bond Yields بحسب الهيكل الزمني لمعدلات الفائدة Term Structure of Interest Rates. إن هذا يعني أولاً أن تدفق الأموال للاستثمار في أسواق الأسهم سيتقلص لارتفاع تكلفة الأموال، ويعني ثانياً أن بعض المستثمرين سيخرجون من سوق الأسهم للاستثمار في السندات التي أصبح عائدها المرتفع أكثر إغراء بالمقارنة مع خطر الاستثمار فيها. والعكس صحيح عندما تنخفض معدلات التضخم وبالتالي معدلات الفائدة، فإنها تؤدي إلى ازدياد النشاط في سوق الأسهم وارتفاع مستوى الأسعار فيها. بالنسبة لمعدلات صرف العملة، فإنه عندما تنخفض قيمة العملة تجاه العملات الأخرى ويكون لدى البلد مقدرة على الإنتاج والتصدير، فإن ذلك يحدث توقعات تفاؤلية حول النشاط الاقتصادي ينتج عنها اتجاهات توسعية في أسواق الأسهم. لذلك تجب الإشارة إلى الآثار الانكماشية للانخفاض الكبير في أسعار البترول من ٣٤ دولاراً إلى أقل من ١٠ دولار للبرميل في نهاية عام ١٩٨٥ والنصف الأول من ١٩٨٦ التي شجعت التوقعات بتضاؤل التضخم، وكانت أحد العوامل التي أدت إلى التوسع الكبير في أسواق الأسهم في الولايات المتحدة خلال الفترة نفسها حيث ارتفع مؤشر داوجونز

الصناعي من ١٣٠٠ نقطة في أيلول ١٩٨٥ أي حوالي ١٩٠٠ نقطة في تموز ١٩٨٦ م. وقد استمر الارتفاع في أسعار الأسهم في بورصة نيويورك في التسعينات بسبب انخفاض معدلات التضخم (٥, ٢ بالمئة) وانخفاض معدلات الفائدة (٥ بالمئة) إلى مستويات قياسية، وبسبب الزيادة في ربحية الشركات الأميركية كنتيجة لإعادة الهيكلة، Restructuring، Streamlining، and Downsizing التي مرّت بها في الثمانينات وأوائل التسعينات مما جعلها أكثر كفاءة وإنتاجية. وتبعاً لذلك تجاوز مؤشر داو جونز الصناعي (٣٠ شركة) عتبة الـ ٧٠٠٠ نقطة في آذار ١٩٩٧.

الحكومة

تلعب الحكومة دوراً مهماً في إدارة جوانب حياة المجتمع كافة، وبالأخص في النواحي الاقتصادية ما يؤثر على أداء شركة الأعمال بشكل مباشر أو غير مباشر. وتمارس الحكومة دورها في نظام السوق الحر Free Market System من خلال السياسات المالية والنقدية وتلك المتعلقة بالتجارة الخارجية، وتنظيم ومراقبة بعض الصناعات الحيوية كالمرافق العامة وغيرها.

تتعلق السياسة المالية Fiscal Policy بإيرادات وإنفاقات الحكومة، وبالعجز أو الفائض أو التوازن في الموازنة الحكومية Government Budget. وتستطيع الحكومة استعمال السياسة المالية لدفع عملية النمو الاقتصادي Economic Growth أو الحد من التوسع التضخمي في الاقتصاد القومي. فإذا قامت الحكومة بزيادة الإنفاق الحكومي وتخفيض معدلات الضرائب والرسوم، فإن ذلك يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي Aggregate Demand في الاقتصاد القومي وبالتالي ازدياد الطلب على سلع وخدمات شركات الأعمال كافة، كل بحسب مرونة الطلب بالنسبة للدخل Income Elasticity of Demand على سلعته. أما إذا عمدت الحكومة إلى زيادة الضرائب وتخفيض الإنفاق، فإن ذلك يؤدي إلى تخفيض الطلب الكلي وبالتالي تدني الطلب على سلع وخدمات شركات الأعمال. وتدير السياسة المالية عادة وزارة المالية (الخزانة).

وتتعلق السياسة النقدية Monetary Policy بمراقبة معدلات النمو في الكتلة النقدية Money Supply لتحريك النشاط الاقتصادي ولمحاربة التضخم. فإذا قامت السلطات

الفصل الأول: الإدارة التمويلية في الشركات وعلاقتها بالبيئة

النقدية برفع معدلات نمو الكتلة النقدية، فإن ذلك يؤدي إلى انخفاض معدلات الفائدة، زيادة الإنفاق الاستثماري (لتدني تكلفة الأموال)، وتوسع النشاط الاقتصادي. أما إذا اتبعت السلطات النقدية سياسة الحد من معدلات نمو الكتلة النقدية، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة، انخفاض الإنفاق الاستثماري، وتقلص النشاط الاقتصادي العام.

وتدار السياسة النقدية من قبل المصرف المركزي (السلطة النقدية) الذي يقوم باستخدام أدوات السياسة النقدية لتحقيق الأهداف الاقتصادية المرجوة. وتشمل أدوات السياسة النقدية الاحتياطي الإلزامي Reserve Requirement، معدل إعادة الخصم Rediscount rate، وعمليات السوق المفتوحة Open Market Operations. يحدد البنك المركزي نسبة الإحتياطي الإلزامي على الودائع في النظام المصرفي التي يجب أن تودع لدى السلطة النقدية. إن رفع هذه النسبة يؤدي إلى تخفيض الإحتياطيات الفائضة Excess Reserves لدى النظام المصرفي، الأمر الذي يحد من قدرة المصارف على الإقراض وبالتالي يقلص السيولة في الاقتصاد القومي ويرفع معدلات الفائدة، والعكس صحيح. كذلك فإن رفع معدل إعادة الخصم يزيد تكلفة الأموال على المصارف التجارية عندما تلجأ إلى الإقتراض من المصرف المركزي، مما يحدوها لأن ترفع أسعار الفائدة لعملائها، وبالعكس. أما عمليات السوق المفتوحة فتتعلق بتدخل البنك المركزي في سوق سندات الخزينة بائعاً أو مشترياً. فإذا تدخل بائعاً، فإنه يخفض أسعار السندات في السوق ويمتص بعض السيولة من الاقتصاد القومي ويرفع معدلات الفائدة، وبالعكس إذا تدخل مشترياً.

وتستطيع الحكومة أن تستعمل سياسة التعرف الجمركية ونظام الحصص (الكوتا) في قطاع التجارة الخارجية لحماية الصناعة المحلية من منافسة البضائع المستوردة، كما تستطيع أن تشجع التصدير بإيجاد صناديق لدعم الصادرات. فإذا قامت الحكومة برفع التعريفات الجمركية أو أخضعت استيرادات البضائع لنظام الحصص، فإنها تزيد الطلب على الإنتاج المحلي مما يؤدي إلى توسع النشاط الاقتصادي، وبالعكس. كذلك إذا قامت الحكومة بإنشاء صناديق لدعم الصادرات Export Subsidies، فإنها تساعد على توسع الصناعات التصديرية وبالتالي رفع وتائر النشاط الاقتصادي.

وأخيراً يمكن للحكومة من خلال تحديد تعريفات منتجات شركات المرافق العامة

كالماء والكهرباء والهاتف من الحد من أرباح هذه الشركات التي تكون احتكارية عادة، ومن تخفيض تكلفة هذه الخدمات على المجتمع. فإذا تمّ تسعير هذه الخدمات بالكلفة أو أقل، فإن هذا يعني أنه يتوجب على الحكومة مساعدة هذه الشركات لسد العجز بهدف توفير هذه الخدمات بأسعار مناسبة لتخفيض تكاليف الإنتاج في المجتمع ككل. والعكس صحيح إذا سمح لهذه الشركات أن تتقاضى أسعاراً عالية.

موقع المدير التمويلي التنظيمي ومهامه

يتبين مما تقدم مدى أهمية وظيفة التمويل وتعقيد تشابكها مع عوامل البيئة الخارجية. لذلك فإن المدير التمويلي يحتل منصباً رفيعاً في الهيكل التنظيمي للشركة ويكون عادة نائب الرئيس Vice President للتمويل، أي من ضمن فريق الإدارة العليا للشركة. وقد شهدت مهام المدير التمويلي تطورات هامة. فقبل الخمسينات، كانت هذه المهام محصورة في الحصول على الأموال. وفي الخمسينات توسعت لتشمل استثمارات الأموال في الشركة وبالأخص إدارة الرأسمال المتداول. وفي الستينات توسعت مهام المدير التمويلي أكثر لتشمل المساهمة الفعالة في التخطيط والمراقبة التمويلية، تقييم ربحية مشاريع الاستثمار الرأسمالية والمشاركة في اختيار موجودات حقيقية استثمارات الشركة، المشاركة في وضع سياسات التمويل بما في ذلك سياسات الاقتراض وتوزيع الأرباح، وإجراء المفاوضات مع مؤسسات التمويل للحصول على الأموال اللازمة.

وفي السبعينات أضيفت إلى مهام المدير المالي التركيز على مراقبة أداء الشركة وضغط نفقاتها بهدف رفع كفاءتها وزيادة ربحيتها وتحقيق عوائد أعلى على الاستثمار وعلى حقوق المساهمين. وفي الثمانينات دخل المدير المالي كعامل فعال في ترتيب صفقات السيطرة على واقتناء شركات أخرى بتمويل جزئي بالدين وهو ما سمي في حينه بـ Leveraged Buyouts. وكان من نتائج هذه العمليات جعل الشركات المقتناة أكثر كفاءة وإنتاجية بإعادة هيكلتها من حيث تخفيض عدد العاملين فيها من عمال وموظفين، إلغاء بعض مستويات الإدارة التي تعرقل عملية اتخاذ القرار، بيع النشاطات الجانبية والتركيز على خط العمل الرئيسي للشركة Core Business. بصورة عامة أدت هذه الإجراءات إلى جعل الشركة أكثر تنافسية في السوقين الداخلي والعالمي. وفي التسعينات وبسبب انتشار

الفصل الأول: الإدارة التمويلية في الشركات وعلاقتها بالبيئة

مفهوم العولمة Globalization واشتداد المنافسة بين الشركات الكبيرة في العالم، اتجهت الشركات نحو توسيع حجمها بغية توسيع أسواقها خفض تكاليفها والاستفادة من اقتصاديات الحجم الواسع عن طريق الاندماج أو عن طريق ترتيب تحالفات استراتيجية Strategic Alliances مع شركات وطنية أو خارج حدودها الوطنية. وقد لعب المدير المالي دوراً أساسياً في هذه العمليات.

في الألفية الثالثة ساهمت المصارف التجارية ومصارف الاستثمار مع المدراء الماليين: CFO في الشركات بابتداع طرق تمويل حاجبة وأساليب تسجيل محاسبي لها أدت إلى انهيار شركات كبرى مثل انرون Enron وورلاكوم World Com.

وقد ساهمت حقول علمية مختلفة في تطوير الأساس النظري للإدارة التمويلية. ويدخل في عداد حقول المعرفة هذه المحاسبة، الاقتصاد، الإحصاء، الرياضيات، الطرق الكمية Quantitative Methods، والعلوم السلوكية Behavioral Science. بالتحديد، لا يزال النظام المحاسبي المصدر الأساسي لتوليد المعلومات التي تستعملها الإدارة التمويلية في التحليل والتخطيط والمراقبة المالية. ويعطي الاقتصاد الإطار النظري والعقلانية التي يتم على أساسها تقييم القرارات التمويلية. إضافة إلى ذلك فإنه يمكن اعتبار الإدارة التمويلية على أنها امتداد لنظرية الرأسمال Capital Theory في علم الاقتصاد إلى عالم الخطر وعدم التأكد. وقد قَدِّم علم الإحصاء نظريات الاحتمالات لقياس الخطر واتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل في عالم لا يمكن التنبؤ فيه بالنتائج بدقة. أما الرياضيات، فوفرت الأدوات التحليلية اللازمة لبناء النماذج (الموديلات) التمويلية Financial Model Building، والتي مكنت من التعبير عن المتغيرات التمويلية وتأثيرها على قيمة الشركة (أو السهم) بشكل علاقات رياضية تسهل رؤية الاعتماد المتبادل Inter-dependencies فيما بينها.

تنظيم الكتاب

ينظر هذا الكتاب إلى وظيفة التمويل على أنها تتعلق بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل وتوزيع هذه الأموال في الشركة بالشكل الأمثل بهدف تعظيم ثروة المساهمين عن طريق تعظيم قيمة السهم في السوق. وعلى أساس هذه النظرة تم تحديد البنية المنطقية

Logical Structure للكتاب لتألف من الأقسام الستة التالية :

- ١ - مقدمة
- ٢ - التخطيط والمراقبة المالية
- ٣ - قرار الاستثمار
- ٤ - قرار التمويل
- ٥ - السياسات التمويلية وتأثيرها على القيمة
- ٦ - نمو الشركات، تعثرها، وإعادة تنظيمها

تتألف مقدمة الكتاب من الفصل الأول الذي يقدم إطاراً شاملاً ومتكاملاً لوظيفة الإدارة التمويلية في شركة الأعمال وكيف تتأثر بعوامل البيئة الخارجية. وتشمل هذه العوامل أسواق السلع، أسواق عوامل الإنتاج، أسواق النقد والرأسمال، والحكومة. القسم الثاني يبحث الموضوع الهام جداً في بلادنا العربية من الناحية التطبيقية، أي التخطيط والمراقبة المالية. وقد صنفت مفاهيم وأدوات التحليل التمويلي إلى تلك المتعلقة بالتخطيط كالنمو بالاحتياجات التمويلية وتحليل التعادل ورافعة التشغيل وتم بحثها في الفصلين (٢) و(٣)، وتلك المتعلقة بالمراقبة مثل تحليل النسب التمويلية والعائد على الاستثمار وتقرير الأموال والمبحوثة في الفصلين (٤) و(٥). ويعالج القسم الثالث قراري الاستثمار القصير والطويل الأجل. فتبحث الفصول (٦) إلى (٨) إدارة الرأسمال العامل، ويبحث الفصل (٩) نظرية الفائدة وتقييم الأصول العديمة الخطر. أما الفصول (١٠) إلى (١٢) فتبحث الموازنة الرأس مالية، طرق قياس خطر الاستثمار، وكيفية إدخاله بشكل محدد في عملية اتخاذ قرارات الاستثمار الرأس مالي. ويبحث القسم الرابع في الفصول (١٣) إلى (١٦) قرار التمويل بأجله ومصادره المختلفة. ويتناول القسم الخامس السياسات التمويلية للشركة بما في ذلك سياستها الدين وتوزيع الأرباح على المساهمين وتأثيرهما على تكلفة الرأسمال، وعلى قيمة السهم في السوق. وتبحث هذه المواضيع في الفصول (١٧) إلى (٢٠). وأخيراً يبحث القسم السادس نمو الشركات من طريق الدمج والاقترناء والشركة القابضة في الفصل (٢١)، وتعثر الشركة وإعادة تنظيمها أو إفلاسها في الفصل (٢٢).