

الفصل السابع

إدارة النقد
والأوراق المالية
وخطر معدلات
صرف العملات
الأجنبية

**CASH, SECURITIES
AND FOREIGN
EXCHANGE RISK
MANAGEMENT**

7

obbeikandi.com

**إدارة النقد والأوراق المالية وخطر معدلات صرف
العملات الأجنبية**

**CASH, SECURITIES AND FOREIGN
EXCHANGE RISK MANAGEMENT**

مقدمة

عالج الفصل السابق أهمية احتفاظ الشركات بموجودات قصيرة الأجل لتأمين السيولة الضرورية لاستمرار أعمال الشركة. لعل أكثر الموجودات القصيرة الأجل سيولة هو النقد Cash والأوراق المالية القصيرة الأجل Short - Term Financial Securities. النقد هو وسيلة التبادل Medium of Exchange في البيع والشراء ويتألف من النقد في صندوق الشركة ومن الأموال المودعة تحت الطلب في حسابات الشركة في البنك. ويعتبر توفر النقد أساسياً لتسيير أعمال الشركة ولاستمراريتها التي تعتمد على تسديد التزاماتها المالية في موعدها. أما الأوراق المالية فتتألف من استثمارات قصيرة الأجل في أصول مالية Financial Assets يمكن للشركة أن توظف فيها فائض السيولة النقدية لديها. وتقدم الأوراق المالية القصيرة الأجل سيولة ثانوية Secondary Liquidity للشركة حيث تستطيع أن تحول هذه الأوراق المالية إلى نقد وبسرعة حينما تدعو الحاجة إلى السيولة. وفي الوقت نفسه فإن هذه الاستثمارات تكسب فائدة.

وتتطلب إدارة النقد والأوراق المالية عدة أمور من المدير المالي .

أولاً: معرفة طبيعة دورة التدفق النقدي في الشركة، تقدير أهميتها، والمقدرة على التنبؤ بها بقدر كاف من الدقة .

ثانياً: تحديد مستوى أرصدة الموجودات السائلة الضروري لعمليات الشركة .

ثالثاً: استعمال الوسائل الفعالة للمحافظة على النقدية بمراقبة المقبوضات والمدفوعات النقدية .

رابعاً: الاطلاع على المعايير التي يتم من خلالها تقييم خصائص الأوراق المالية المختلفة للاختيار من بينها .

خامساً: إلى الحد الذي تتعامل به الشركة بالعملات الأجنبية من خلال عملياتها الخارجية، فإنها ستكون معرضة لخطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية . لذلك يجب التعرف على طبيعة هذا الخطر والطرق المتاحة للحماية منه . وسيتم بحث كل من هذه المسائل وأمور أخرى متعلقة بها في هذا الفصل .

دورة التدفق النقدي في الشركة Cash Flow Cycle

إن النقد هو الغذاء الذي يمكن الشركة من القيام بوظائفها والبقاء حية. ويمكن القول إن كل نشاط من نشاطات الشركة تقريباً ينتج عنه تدفق نقدي إما داخل Inflow وإما خارج Outflow. إن طبيعة هذه التدفقات النقدية واتجاهها موصوفة في الشكل (٧ - ١) الذي يبين الجهات التي تتعامل معها الشركة وطبيعة المبادلات النقدية. يوضح الشكل كيف أن التدفقات النقدية الداخلة تنتج عن التعامل مع الزبائن في تسديد ثمن المبيعات النقدية وتحصيل الحسابات المدينة، وعن الاقتراض من البنوك، وعن زيادة الرأسمال بطرح الأسهم العادية، وبإصدار سندات الدين. أما التدفقات النقدية الخارجة فتتضمن الرواتب والأجور إلى العاملين، المشتريات النقدية وتسديد الحسابات الدائنة إلى الموردين، الفائدة المدفوعة إلى حملة السندات وتسديد قيمة هذه السندات عند الاستحقاق، والأرباح الموزعة على المساهمين، والضرائب التي تدفع إلى الحكومة. يضاف إلى ذلك تسديدات الشركة لقروضها المصرفية واستثماراتها في الأوراق المالية. إن الرصيد النقدي في أي وقت هو صافي الناتج لهذه المبادلات النقدية.

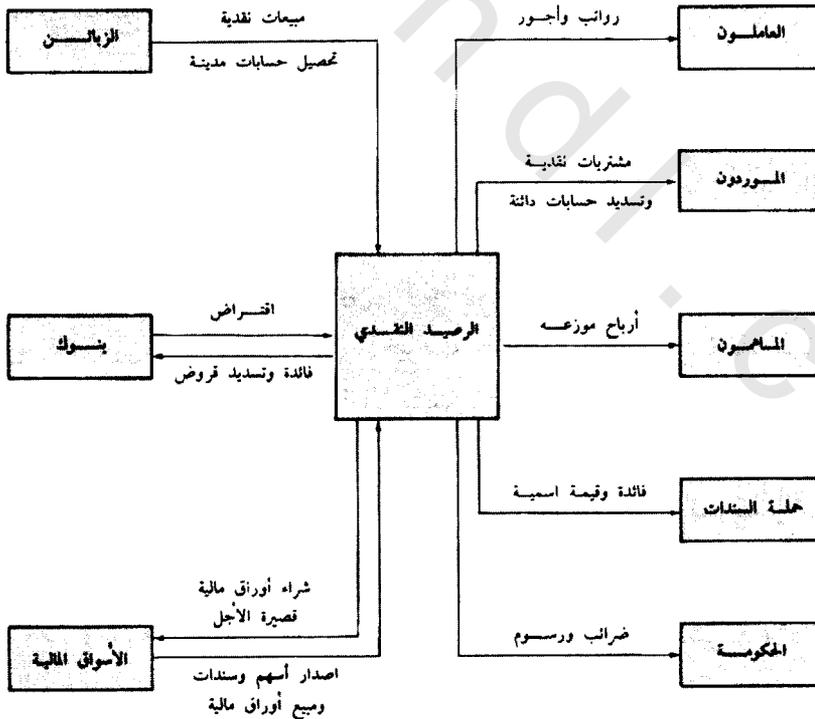
وتختلف التدفقات النقدية المذكورة أعلاه في درجة تأكد حدوثها. فبعضها أكثر تأكيداً في حدوثه وبالتالي يمكن التنبؤ به بدقة أكثر، وهذا ينطبق على معظم التدفقات النقدية الخارجة. ذلك أن غالبية المدفوعات النقدية تمثل إنفاقات أكيدة إلى حد ما كالرواتب والأجور، والمواد الأولية، والاستثمارات الرأسمالية، وتسديد الفائدة وأقساط الدين، وتوزيع الأرباح على المساهمين. وتخضع الإنفاقات النقدية هذه لسيطرة إدارة الشركة إلى حد كبير. فالأجور يمكن تأخيرها، والمشتريات يمكن تخفيضها، وكذلك الأرباح الموزعة على المساهمين. أما الاستثمارات الرأسمالية فيمكن تأجيلها. بالنسبة للتدفقات النقدية الداخلة فإنها أقل تأكيداً لأنها تحدث بفعل قرارات الشراء وتسديد قيمة المشتريات التي يتخذها زبائن الشركة الذين لا يخضعون لسيطرة الشركة إلا في حدود ضيقة. هذا يعني أن التنبؤ بالتدفقات النقدية الداخلة يكون أصعب عادة.

لعلّ أهم وسيلة للتعرف على عناصر التدفقات النقدية في الشركة وإدارة السيولة النقدية بفعالية هي الموازنة النقدية التي تمّ بحثها في الفصل (٢). وتكمن أهمية الموازنة

النقدية في أنها تمكن من معرفة الأرصدة النقدية في نهاية الفترة المحددة. إن هذا يسهل على المدير المالي عملية التخطيط المسبق لبرامج الاقتراض، تسديد القروض، استثمار الفوائض وتسييل هذه الاستثمارات عند الحاجة إلى سيولة نقدية. وتقوم الشركات المتطورة بإعداد مجموعة متكاملة من الموازنات النقدية. وتتضمن هذه موازنات نقدية يومية لعشرة أيام عمل، موازنات نقدية أسبوعية لثمانية أسابيع، وموازنات عمل شهرية لستة أشهر ولسنة. تستخدم الموازنات النقدية اليومية والأسبوعية لتحديد تحويلات السيولة ما بين الأرصدة النقدية والاستثمار في الأوراق المالية القصيرة الأجل، أي شراء أو بيع هذه الأوراق المالية على ضوء احتياجات السيولة النقدية. أما الموازنات النقدية الشهرية فتستعمل لبرمجة القروض وجدولة سدادها.

الشكل (٧ - ١)

دورة التدفق النقدي في الشركة



الأسباب الموجبة للاحتفاظ بالنقد

هناك عدة أسباب لوجود طلب للشركات (والأفراد أيضاً) على الاحتفاظ بأرصدة نقدية سيتم بحث أهمها فيما يلي .

أولاً: تحتاج الشركة إلى النقد لتمويل المبادلات Transactions الناتجة عن نشاطات الشراء والإنتاج والبيع اليومية التي تقوم بها الشركة . وتزداد الحاجة إلى أرصدة نقدية للمبادلات كلما طالت دورة التدفق النقدي في الشركة ، أو كلما طالت الدورة الإنتاجية ، أو كلما كانت طبيعة العمل موسمية . والسبب في ذلك يعود إلى ضعف التزامن Lack of Synchronization بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة .

ثانياً: تحتاج الشركة للاحتفاظ ببعض الأرصدة النقدية للطوارئ أو للاحتياط Precautionary عند وقوع أحداث غير متوقعة . ويعتمد حجم هذه الأرصدة على درجة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية وعلى مقدرة الشركة على الاقتراض من المصارف عند الحاجة وبفترة إنذار قصيرة . فكلما كانت درجة عدم التأكد المرتبطة بالتدفقات النقدية أكبر وكانت استطاعة الشركة على الاقتراض من المصارف محدودة كانت الحاجة إلى أرصدة نقدية للطوارئ أكبر .

ثالثاً: وتحتاج الشركة إلى الأرصدة النقدية الجاهزة للاستفادة من فرص لتحقيق الأرباح قد تصبح متاحة للشركة من دون تخطيط مسبق Speculative ، كشراء أسهم شركة أخرى بهدف السيطرة عليها أو اقتنائها . إن عدم وجود الأرصدة النقدية يحرم الشركة الاستفادة من هذه الفرص . ولعله تجب الإشارة هنا إلى أنه يمكن الاستعاضة عن الأرصدة النقدية اللازمة للطوارئ وللإستفادة من فرص الربح بموجودات سائلة Liquid Assets كالأوراق المالية القصيرة الأجل كونها سهلة التحويل إلى نقد وتكسب عائداً .

رابعاً: ويعود السبب الأخير للاحتفاظ بأرصدة نقدية إلى أن المصارف تتطلب من عملائها المحافظة على حد أدنى من النقد في حساباتها الجارية مع المصرف مقابل الخدمات التي يقدمها المصرف إلى العميل وتدعى أرصدة تعويضية Compensating

Balances . وبما أن هذه الأرصدة ستبقى في المصرف دائماً، فإن المصرف يستطيع الاستفادة منها بإقراضها لآجال طويلة بمعدلات فائدة أعلى . إن هذا يمثل نوعاً من التعويض للمصرف عن الخدمات من دون مقابل التي يقدمها إلى العميل والتي تتضمن إعطاء معلومات ائتمانية عن الزبائن المحتملين للشركة، تحصيل الشيكات المقبوضة من زبائن الشركة، وخدمات مصرفية أخرى لا يتم تقاضي أجور عليها .

وقد راكمت الشركات الأميركية مخزونات كبيرة جداً من السيولة النقدية في التسعينيات . ففي نهاية عام ١٩٩٦ تكونت احتياطات نقدية كبيرة لدى شركات جنرال موتورز (١٧ مليار دولار)، فورد (١٥,٤ مليار دولار)، كرايزلر (٧,٨ مليار دولار)، أنتل (٨ مليار دولار)، مايكروسوفت (٩,٢ مليار دولار)، آي بي أم (٨ مليار دولار)، . . . إلخ . **Business Week, March 10, 1997, P 46** . تولدت هذه التدفقات النقدية القوية بعد سنوات طويلة من إعادة هيكلة هذه الشركات في الثمانينات وأوائل التسعينات أدت إلى تخفيض التكاليف وزيادة الأرباح والارتقاء بإدارة المخزون والحسابات المدينة إلى مستويات أرفع من الكفاءة . وقد تراقق ذلك مع ست سنوات من التوسع الاقتصادي المستمر منذ العام ١٩٩١ وحتى عام ١٩٩٦ . وقد استعملت هذه الشركات مخزوناتا النقدية لتمويل استثماراتها الرأسمالية، للقيام بعمليات دمج واقتناء لشركات أخرى، ولإعادة شراء أسهمها من السوق . ولعل أحد الاستعمالات الهامة للسيولة النقدية كان تكوين احتياطات نقدية توفر لهذه الشركات وسادة تقيها من شر الانحدار Down Turn في دورات الأعمال Business Cycles القادمة . وهو الدرس القاسي الذي تعلمته شركات صناعات السيارات وأجهزة الكمبيوتر والإلكترونيات والتكنولوجيا المتقدمة من دورات الأعمال في السنوات الأخيرة .

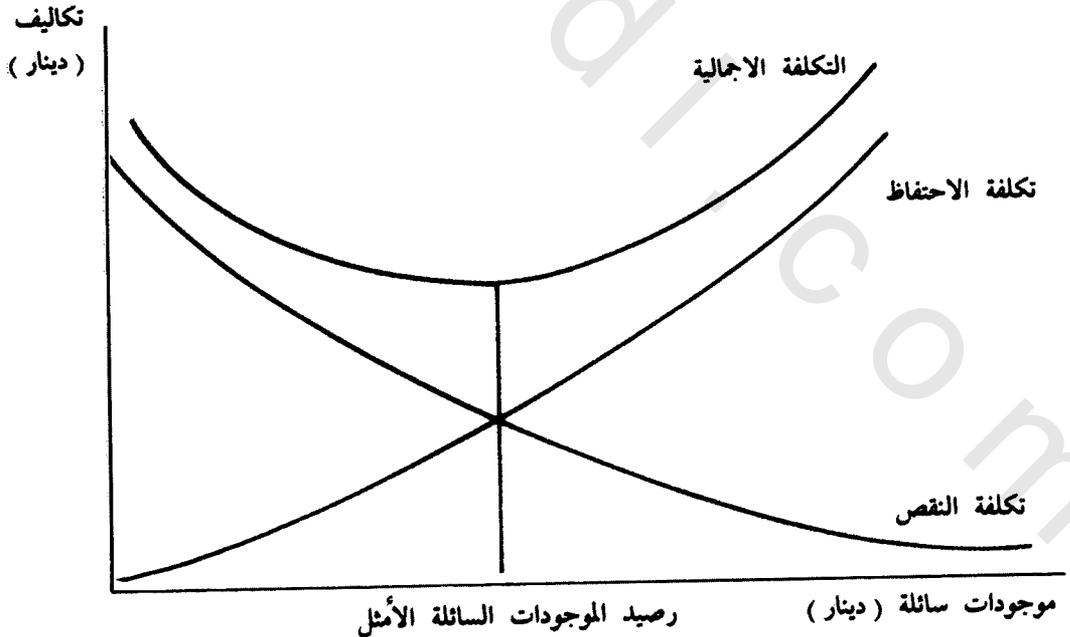
حجم أرصدة الموجودات السائلة الأمثل

عندما تحتفظ الشركة بأرصدة من الموجودات السائلة بشكل نقد في الصندوق، أو ودائع تحت الطلب في المصارف، أو أوراق مالية قصيرة الأجل، فإن هذه تعتبر عملية استثمار لأموال الشركة . ولتحديد مستوى الاستثمار الأمثل في هذا النوع من الموجودات السائلة، يتوجب على المدير المالي تحليل التكاليف Costs والمنافع Benefits الناتجة عنه والموازنة فيما بينها .

إن الأرصدة التعويضة التي يتطلبها المصرف من العميل تعتبر الحد الأدنى لمستوى أرصدة الموجودات السائلة للشركة. وعندما تحتفظ الشركة بموجودات سائلة إضافية، فإنها تتحمل تكلفة الاستثمار في مثل هذه الأصول السائلة وتدعى تكلفة الاحتفاظ Holding Costs. وتساوي هذه التكلفة إلى الفارق بين التكلفة البديلة Opportunity Costs أو العائد على الاستثمار في الموجودات الثابتة وهو مرتفع عادة، والعائد على الأصول السائلة وهو منخفض نسبياً على الأوراق المالية القصيرة الأجل ويساوي إلى الصفر على النقد. وقد يتراوح هذا الفارق بين ١٠ و ٢٠ بالمئة إذا كان الاستثمار في الموجودات الثابتة يحقق ٢٠ بالمئة (عادة أعلى) وكانت الأوراق المالية تحقق ١٠ بالمئة. وتزداد هذه التكلفة (أو العائد الإضافي الذي تخسره الشركة بعدم التوظيف في استثمارات طويلة الأجل) بازدياد حجم الموجودات السائلة، أي أن العلاقة طردية كما هو مبين في الشكل (٧ - ٢).

الشكل (٧ - ٢)

علاقات التكلفة ومستوى الموجودات السائلة الأمثل



بما أن هناك تكلفة للاحتفاظ بموجودات سائلة، لماذا تعتمد الشركات لحمل أرصدة نقدية تتجاوز الأرصدة التعويضية المطلوبة من البنوك؟ إن السبب الرئيسي للاحتفاظ بأرصدة نقدية هو لتجنب تكاليف نقص النقدية Shortage Costs والتي تنتج عن عدم وجود أرصدة نقدية كافية. وتأخذ تكاليف النقص أشكالاً متعددة تتضمن عدم الاستفادة من خصم الدفع النقدي عند الشراء، تردي التصنيف الائتماني للشركة، احتمال فقدان الملاءة المالية، وعدم التمكن من اقتناص فرص الأعمال المربحة. وتنخفض تكاليف النقص بازدياد حجم الموجودات السائلة.

يعتمد معظم الموردين عادة إلى تقديم التسهيلات إلى المشتري فيسمحون له بتسديد قيمة البضاعة خلال ثلاثين يوماً من تاريخ الشراء. ولتشجيع الزبائن على الدفع باكراً، يقدم المورد حافزاً هو عبارة عن خصم بنسبة محددة (٣ بالمئة مثلاً) إذا تمَّ تسديد ثمن البضاعة خلال عشرة أيام. ويعبر عن شروط البيع الآجل هذه كالاتي: ١٠/٣ صافي ٣٠. إنه من المريح للشركة أن تستفيد من خصم الدفع النقدي (خلال عشرة أيام)، لأن عدم أخذ الخصم يعني أن الشركة ستدفع ٣ بالمئة لاستعمال الأموال لمدة عشرين يوماً، وهذا يعادل معدل فائدة سنوي مرتفع جداً. ومن الممكن حساب معدل الفائدة السنوي الذي يعادل ٣ بالمئة لعشرين يوماً باستعمال المعادلة التالية:

$$\text{معدل الفائدة السنوي} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{100 - \text{نسبة الخصم}} \times \frac{360}{\text{فترة الاستحقاق} - \text{فترة الخصم}}$$

وبتعويض القيم من مثالنا في المعادل ينتج:

$$= \frac{360}{20} \times \frac{3}{97} = \frac{360}{10-30} \times \frac{3}{3-100} = 0,0309 = 18 \times 0,17 = 3,06 \text{ بالمئة}$$

إن معدل فائدة سنوي بنسبة ٥٦ بالمئة يعتبر مرتفعاً جداً، ولا يوجد أي مبرر لاستخدام الأموال بهذه التكلفة العالية، لأنه من الصعوبة بمكان تحقيق عائد على هذه الأموال بهذه النسبة.

يعتمد التصنيف الائتماني Credit Rating للشركة جزئياً على سيولتها التي يتم قياسها باستعمال نسبة السيولة الجارية والنسبة السريعة. إن كلتا هاتين النسبتين تتأثران بعدم وجود أرصدة كافية من الموجودات السائلة. هذا يؤدي إلى تدهور التصنيف الائتماني للشركة، وبالتالي عدم مقدرة الشركة على الحصول على القروض بشروط مناسبة. أي أن الشركة قد تواجه صعوبات في الاقتراض من المصارف من حيث سرعة الحصول على القرض، قيمة القرض، معدل الفائدة وشروط التسديد. وقد تؤدي صعوبات التمويل هذه إلى عرقلة عمليات الإنتاج والبيع مما يفوت على الشركة أرباحاً محتملة، ويرفع من تكاليف التمويل وبالتالي تكلفة البضاعة وسعرها الذي يحد من منافستها في السوق. كذلك إذا تأخرت الشركة في تسديد قيمة المشتريات (الحسابات الدائنة) إلى الموردين، فإن هؤلاء قد يعيدون النظر في التصنيف الائتماني للشركة فيخفضونه، وقد يمنعون عنها التسهيلات الائتمانية في الشراء كلياً.

إن عدم الاحتفاظ بأرصدة كافية من الموجودات السائلة يزيد من احتمال فقدان الشركة لملاءتها المالية Financial Insolvency، أي عدم تمكن الشركة من تسديد الالتزامات المالية القصيرة الأجل. وبالتحديد، إذا لم يكن عند الشركة أرصدة كافية من النقد والأوراق المالية القابلة للتسويق، فإن أي انخفاض في التدفقات النقدية المحققة عن التدفقات النقدية المتوقعة قد يترك الشركة بلا سيولة نقدية، ويضطرها للتخلف Default عن تسديد الفوائد والأقساط وقيم الاستحقاق للديون، مما قد يعرض الشركة للإفلاس.

وأخيراً، إن عدم الاحتفاظ بمستوى مناسب من الموجودات السائلة يحرم الشركة من فرص رابحة للاستثمار قد تصبح متاحة فجأة. وكأمثلة على هذا النوع من الاستثمارات يمكن ذكر شراء شركة أخرى فقدت ملاءتها المالية ومعروضة للبيع أو للدمج، شراء مادة أولية توفرت بأسعار رخيصة قياسية، اقتناء تجهيزات أو عقارات أو أية موجودات ثابتة أخرى تعرض بأسعار مغرية، . . . إلخ. إن الاستفادة من هذه الفرص تتطلب القيام بعمل دفعات نقدية تمثل استثمارات ملكية مباشرة Direct Equity Investment. إذ لا يكفي في مثل هذه الحالات التسديد بأموال مقترضة من المصارف أو بإجراء عملية تبادل أسهم مع الشركة المرغوب في اقتنائها.

تبين من التحليل المقدم أعلاه أن هناك نوعين من التكلفة تنتج عن الاحتفاظ بأرصدة

من الموجودات السائلة. فهناك «تكاليف الاحتفاظ» «أو التكلفة البديلة» وهي تزداد طردياً مع الزيادة في حجم الموجودات السائلة، وهناك أيضاً «تكاليف النقص» وهي تتناقص بازدياد مستوى الموجودات السائلة. إن هاتين العلاقتين مرسومتين في الشكل (٧ - ٢). والسؤال الآن ما هو مستوى الموجودات السائلة الأمثل؟ من الممكن الإجابة عن هذا السؤال نظرياً باستعمال الشكل (٧ - ٢)، وذلك بجمع علاقتي تكاليف الاحتفاظ وتكاليف النقص هندسياً. إن العلاقة الناتجة والتي تأخذ شكل الـ U تمثل التكاليف الإجمالية للموجودات السائلة. ويلاحظ من الشكل أن علاقة التكاليف الإجمالية هذه تتناقص أولاً ثم تعود فترتفع بازدياد الموجودات السائلة. إن المستوى الأمثل للموجودات السائلة هو ذلك الذي يقابل النقطة الدنيا على خط علاقة التكاليف الكلية، لأنه عند تلك النقطة تنخفض تكلفة الموجودات السائلة إلى الحد الأدنى.

حجم الأرصدة النقدية الأمثل

لتحديد مستوى الرصيد النقدي الأمثل للشركة، تمّ تطوير عدة نماذج رياضية تعتمد على فرضيات مبسطة. فقد قام الأستاذ وليام بومول W.J. Baumol بتطبيق نموذج المخزون على إدارة النقد. واعتبر أن تكلفة الاحتفاظ بالنقد هي الفائدة على الأرصدة النقدية التي تخسرها الشركة. أما تكاليف النقص فتمثلها تكلفة المبادلات Transactions Cost التي تتكديها الشركة كلما أرادت أن تحول بعض الأوراق المالية إلى نقد. وتتضمن هذه التكلفة الوقت والجهد والأعمال المكتبية التي سيقومها المدير المالي لإتمام هذه العمليات بالإضافة إلى عمولات الوساطة Brokerage Commission التي يتم دفعها في السوق المالي لتنفيذ عمليات بيع الأوراق المالية. وبافتراض أن الدفعات النقدية تحدث بمعدلات متساوية على مر الزمن وأن المقبوضات النقدية (التدفقات النقدية الداخلة) تزداد فوراً إلى المستوى المطلوب لكامل الفترة كلما وصلت الأرصدة النقدية إلى الصفر، فإن نموذج حجم النقد الأمثل هو كما يلي:

(٧ - ١)

$$C^* = \sqrt{\frac{2bT}{i}}$$

بحيث أن:

مستوى النقد الأمثل الذي يجب تحويله من أوراق مالية

$$C^* = \text{كلما تدنى الرصيد النقدي إلى الصفر}$$

$$T = \text{الاحتياجات النقدية الكلية للفترة الزمنية موضع الدراسة}$$

$$b = \text{التكلفة الثابتة لعملية التبادل، أي تحويل الأوراق المالية إلى نقد}$$

$$i = \text{معدل الفائدة على الأوراق المالية السائدة في السوق}$$

وتمثل C^* في هذه الحالة حجم النقد الأمثل الذي تقوم الشركة بالحصول عليه بتسييل الأوراق المالية القابلة للتحويل التي تملكها كلما وصل مستوى النقد لدى الشركة إلى الصفر. ومن الممكن إيضاح هذه المعادلة باستعمال مثال رقمي.

مثال رقمي: تحتاج شركة إلى ٢ مليون دينار سنوياً لمواجهة احتياجاتها النقدية. ويقدر المدير المالي أن كل عملية تبديل من أوراق مالية إلى نقد تكلف الشركة ٣٠ ديناراً. إذا كان معدل الفائدة على الأوراق المالية في السوق هو ١٢ بالمئة، ما هو حجم الأرصدة النقدية الأمثل؟

$$\text{الرصيد النقدي الأمثل} = \sqrt{\frac{(2,000,000)(30) \cdot 2}{0,12}} = 31,623 \text{ دينار}$$

هذا يعني أن وسطي الرصيد النقدي لدى الشركة سيكون:

$$\text{وسطي الرصيد النقدي} = \frac{C^*}{2} = \frac{31,623}{2} = 15,812 \text{ دينار}$$

وأن عدد التحويلات (التبديلات) من أوراق مالية إلى نقد التي ستقوم بها الشركة خلال السنة تساوي إلى:

$$\text{عدد التحويلات} = \frac{2,000,000}{31,623 \text{ دينار}} = 63 \text{ مرة}$$

أي تحويلة كل ستة أيام تقريباً ($360 \div 63 = 5,71$).

إن لنموذج المخزون المبحوث أعلاه مضامين هامة لإدارة نقدية الشركة.

أولاً: هناك علاقة عكسية بين الرصيد النقدي ومعدل الفائدة. أي أن الشركة ستحتفظ بأرصدة نقدية أقل كلما ارتفعت معدلات الفائدة على الأوراق المالية.

ثانياً: بما أن حجم النقد الأمثل C^* يزداد كجذر تربيعي للاحتياجات النقدية للفترة T ، فإن هذا يعني أن وسطي حجم النقد الأمثل للشركة يزداد بنسبة أقل من الزيادة في الدفعات النقدية. أي أن هناك استفادة من اقتصاديات الحجم الواسع Economies of Scale تجعل الزيادة في الاحتياجات النقدية تتطلب زيادة بنسب أقل في الأرصدة النقدية.

افترض نموذج بومول وجود حالة التأكد في حدوث التدفقات النقدية في الشركة، ولكنه من الأصح اعتبار التدفقات النقدية كمتغيرات عشوائية، وهذا يحتاج إلى نماذج أكثر تعقيداً لتحديد الحجم الأمثل للأرصدة النقدية. وقد طوّر الأستاذان ملر وأور Miller & Orr نموذجاً احتمالياً يفترض أن المبادلات التي تقوم بها الشركة تؤدي إلى زيادة أو إلى تخفيض الرصيد النقدي للشركة وحدة واحدة وباحتمالات متساوية. وعلى افتراض أن مستوى الأرصدة النقدية المرغوب بالاحتفاظ بها هو (Z) ، فإن الشركة تسمح لأرصدها النقدية بالتقلب عشوائياً بين حد أعلى (h) وحد أدنى (صفر أو أي مبلغ محدد أكبر من الصفر يعتبر الحد الأدنى المطلوب). وطالما أن الأرصدة النقدية للشركة تبقى ضمن هذه الحدود، فإن الشركة لن تقوم بأية مبادلات في الأوراق المالية. وتجري الشركة مثل هذه المبادلات عندما تنخفض الأرصدة النقدية إلى الصفر (أو إلى الحد الأدنى المطلوب). عندئذ تباع الشركة ما قيمته (Z) من الأوراق المالية، فتزداد الأرصدة النقدية إلى المستوى (Z) . أما إذا ارتفعت الأرصدة النقدية إلى (h) ، فإن الشركة تقوم بشراء ما قيمته $(h - z)$ من الأوراق المالية، فتنخفض الأرصدة النقدية إلى المستوى (Z) ، كما هو مبين في الشكل (٧ - ٣). وتدعى (Z) نقطة الرجوع Return Point.

وكما في نموذج التأكد، فإن التكلفة الثابتة لعملية تحويل الأوراق المالية إلى نقد وبالعكس هي (b) ، أما عدد مرات التحويل فهو متغير عشوائي يتبع نمط التغير في الأرصدة النقدية من فترة إلى أخرى. أي أن تكلفة المبادلات Transactions Cost في كل فترة تعتمد على القيمة المتوقعة لعدد مرات تحويل الأوراق المالية خلال الفترة. وتبقى تكلفة

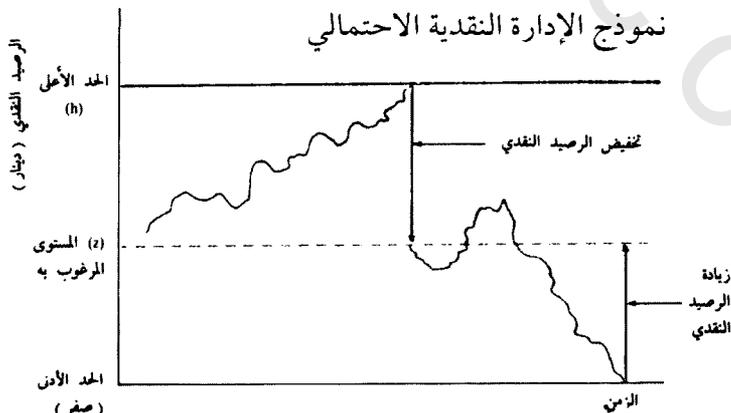
الاحتفاظ Holding Cost كما هي تساوي إلى معدل الفائدة السائدة في السوق على الأوراق المالية. وبما أن وسطي الرصيد النقدي هو متغير عشوائي في هذا النموذج لأنه يتبع نمط التدفقات النقدية للشركة، فإن هذا يعني أن تكلفة الاحتفاظ للفترة الزمنية تعتمد على القيمة المتوقعة لوسطي الرصيد النقدي. أما التكاليف الإجمالية المتوقعة للأرصدة النقدية فتساوي إلى مجموع تكلفتي الاحتفاظ والمبادلات. إن قيم (Z) و (h) التي تخفض التكلفة الإجمالية للأرصدة النقدية معبر عنها في المعادلات التالية :

$$Z^* = \sqrt{\frac{b \sigma^2}{4i}} \quad (٢-٧)$$

$$h^* = 3 Z^* \quad (٣-٧)$$

حيث أن σ^2 هي انحراف التوزيع الاحتمالي للأرصدة النقدية للشركة خلال الفترة. وتكون قيمة وسطي الرصيد النقدي المتوقع حسب هذا النموذج تساوي إلى $4/3 Z^*$. يستنتج من هذا النموذج أن مستوى الأرصدة النقدية الأمثل (Z^*) يزداد مع عمولة وساطة تحويل الأوراق المالية (b) ، ويتناقض مع معدل الفائدة (i) . كذلك فإن الرصيد النقدي الأمثل المتوقع يعتمد على درجة التقلب (التغير) في التدفقات النقدية. فكلما كانت تشتت التوزيع الاحتمالي للتدفق النقدي للشركة أوسع (الانحراف أكبر)، كان وسطي الرصيد النقدي المرغوب بالاحتفاظ به أكبر.

الشكل (٣-٧)



طرق المحافظة على نقدية الشركة Cash Conservation Methods

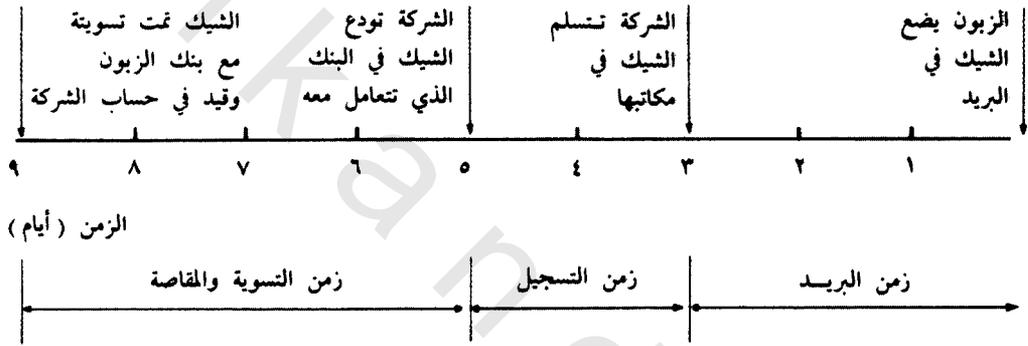
تهدف عملية المحافظة على نقدية الشركة إلى تنفيذ مبادلات الشركة بأقل كمية ممكنة من النقد، والعمل على الاحتفاظ بالنقد في الصندوق لأطول وقت ممكن. ويتطلب ذلك أن يسعى المدير المالي إلى تسريع عمليات التحصيل النقدي وإلى إبطاء عمليات الدفعات النقدية، مما يؤدي إلى إبقاء النقدية في الصندوق أو في المصرف لأطول زمن ممكن. ويتم تحقيق ذلك بأسلوب التعامل مع العائم Float أو الفروقات في قيمة الأرصدة النقدية بين سجلات الشركة وتلك المبينة في حساب الشركة مع المصرف، والتي تنتج عن التأخير في تحصيل الشيكات التي تدفعها أو تقبضها الشركة. فالشيكات التي تدفعها الشركة ينتج عنها عائم إيجابي (لمصلحة الشركة)، حيث يكون الرصيد النقدي في حساب الشركة لدى المصرف أكبر من الرصيد النقدي في سجلات الشركة. ويستمر ذلك إلى أن تستكمل عملية تحصيل الشيك خلال عملية المقاصة ثم تنزيل قيمة الشيك من حساب الشركة. أما الشيكات التي تستلمها الشركة فينتج عنها عائم سلبي (لغير مصلحة الشركة)، حيث يكون الرصيد النقدي في حساب الشركة لدى البنك أصغر من الرصيد النقدي في سجلات الشركة. ويستمر ذلك إلى أن تستكمل عملية تحصيل الشيك خلال عملية المقاصة ثم تسجيله في حساب الشركة. لأنه لا يمكن للشركة عادة أن تسحب قيمة الشيكات المودعة في البنك حتى يستكمل البنك عملية تحصيل وقبض قيمة هذه الشيكات.

ومن الممكن تقسيم العائم إلى عناصر زمنية ثلاثة هي: زمن البريد Mail Time، زمن التسجيل في السجلات Processing Time، وزمن المقاصة وقبض الشيك Clearing Time. إن هذه العناصر الزمنية موضحة في الشكل (٧ - ٤). يعرف زمن البريد بالفترة الزمنية اللازمة للشركة لاستلام الشيك من تاريخ وضعه في البريد من قبل الزبون. ويعتمد هذا الزمن على اتساع الرقعة الجغرافية للبلد وفعالية نظام البريد. ويعرف زمن التسجيل بالفترة الزمنية اللازمة لتسجيل الشيك في سجلات الشركة بعد استلامه ومن ثم إيداعه لدى البنك للتحصيل. ويعتمد هذا الزمن على كفاءة العملية الإدارية في الشركة. أما زمن المقاصة فهو الفترة الزمنية اللازمة لتحصيل قيمة الشيك من تاريخ إرساله إلى غرفة التقاص التابعة للبنك المركزي. ويعتمد هذا الزمن على مدى قرب غرفة التقاص من المصرف الذي

يقوم بتحصيل الشيك. لأن الشيك يجب أن يرسل إلى غرفة التقاص المتواجدة في منطقة وجود المصرف المسحوب عليه الشيك. فإذا كان مركز الشركة في المنطقة الجنوبية للبلد وكان الزبون والبنك المسحوب عليه في المنطقة الشمالية، فإن الشيك يجب أن يرسل إلى المقاصة في المنطقة الشمالية للتسوية.

الشكل (٧ - ٤)

عملية تحصيل الشيك والمراحل الزمنية التي يمر فيها



تسريع تحصيل الشيكات

إذا كانت الشركة توزع في كافة أنحاء بلد ذي رقعة جغرافية مترامية الأطراف، فإنه بإمكانها اتباع طريقة تحصيل لا مركزية لتخفيض زمن العائم وتسريع عملية التحصيل. بالتحديد إذا كان البلد يتألف مثلاً من أربع مناطق جغرافية رئيسية (شرقية، غربية، شمالية، وجنوبية)، تقوم الشركة بإنشاء مركز للتحصيل في كل من هذه المناطق وتطلب من الزبائن في كل منطقة أن يرسلوا شيكاتهم إلى مركز التحصيل الموجود في منطقتهم. عند استلام الشيكات يقوم مركز التحصيل بإيداعها في بنك محلي ويبعث بالمعلومات عن استلام الشيكات وإيداعها في البنك إلى الإدارة العامة. وبما أن معظم الشيكات ستكون مسحوبة على بنوك في المنطقة عينها المتواجدة فيها الزبائن، فإن عملية المقاصة تتم بسرعة في غرفة المقاصة التابعة للمنطقة. أما المبالغ المقبوضة فلا تبقى في حساب الشركة في البنك

المحلي . ففي كل يوم عمل يقوم البنك المحلي بتحويل الفائض في حساب الشركة عن ما يتطلبه من أرصدة تعويضية إلى حساب الشركة في بنك رئيسي تحده الشركة وتحتفظ فيه بحساب للمدفوعات Disbursement Account تسحب عليه شيكات الدفعات النقدية . إن هذه الوسيلة تخفض من زمن البريد ومن زمن المقاصة والتحويل لأن العملية تتم في حدود المنطقة الجغرافية الواحدة .

إن طريقة إنشاء مراكز إقليمية للتحويل قد تكون مكلفة من حيث تكاليف الإيجار والموظفين والتشغيل ، إلا إذا كانت هذه المراكز تقوم بوظائف أخرى إنتاجية أو تسويقية وخدمة للزبون . لذلك يمكن الاستعاضة عن المركز الإقليمي بصندوق بريد في دائرة البريد المحلية Lockbox System . ويقوم البنك المحلي المتفق معه بسحب البريد من الصندوق عدة مرات يومياً ، يودع الشيكات في حساب الشركة لديه ، يرسل الشيكات إلى غرفة المقاصة الإقليمية للتسوية ، يبعث إلى الشركة قائمة بالشيكات التي تم استلامها يومياً . إن طريقة صندوق البريد لا توفر زمن البريد وزمن المقاصة فحسب بل إنها تزيل زمن التسجيل في سجلات الشركة كلياً لأن الشيكات تودع في حساب الشركة في البنك وترسل للتحويل قبل أن تسجل في سجلات دائرة المحاسبة في الإدارة العامة للشركة . ويتقاضى البنك أتعاباً Fees مقابل هذه الخدمات ، أو يتطلب من الشركة أرصدة تعويضية . ويقوم البنك بتحويل الفائض عن الأرصدة التعويضية يومياً إلى حساب المدفوعات في البنك الرئيسي للشركة . Concentration Bank .

وتجب الإشارة هنا إلى أن قرار اتباع نظام صندوق البريد يتطلب تحليلاً للمنافع والتكاليف المرتبطة بهذا النظام . بالتحديد يجب أن يتضمن التحليل تقديراً للأموال التي تصبح متاحة للشركة بشكل نقدي من عملية تسريع التحويل والعائد الممكن على هذه الأموال ، وتقديراً لأتعاب الخدمات Service Charges أو تكلفة الأرصدة النقدية التي تتطلبها المصارف . فإذا كانت الإيرادات على الأموال التي أصبحت متاحة للشركة أكبر من تكاليف خدمات البنك ، فإن نظام صندوق البريد راجح .

إبطاء المدفوعات النقدية

تهدف عملية المحافظة على النقد في هذه الحالة إلى الاحتفاظ بالنقد في الصندوق أو في المصرف لأطول فترة زمنية ممكنة . ويتم ذلك بتطبيق مبدأ عدم دفع الاستحقاقات المالية من فواتير وحسابات دائنة وغيرها إلا في أوقاتها. أي أنه يجب تجنب دفع الاستحقاقات باكراً لأن ذلك يخفض وسطي الرصيد النقدي لدى الشركة من دون مبرر لذلك، كما يجب تجنب دفع الاستحقاقات متأخراً لأن ذلك يحرم الشركة فرص الاستفادة من الخصومات النقدية ويخفض التصنيف الائتماني للشركة .

بالإضافة إلى ذلك يمكن للشركة الاستفادة من العائم لتخفيض الأرصدة النقدية التي تحتفظ بها في البنك لدفع الاستحقاقات . ويتم ذلك باتباع طريقة توحيد الحسابات البنكية التي تدفع منها الاستحقاقات في حساب واحد في بنك رئيسي Concentration Bank يقع في منطقة متوسطة في البلد (أو الرقعة الجغرافية التي تخدمها الشركة). ولهذه الطريقة فائدتان على الأقل .

أولاً: إنها توفر على الشركة الأرصدة التعويضية التي يجب الاحتفاظ بها عندما يكون للشركة حسابات متعددة في بنوك مختلفة .

ثانياً: تستطيع الشركة بهذه الطريقة الاستفادة من عائم الدفع الإيجابي Positive Disbursement Float الذي ينتج عن التأخير في تحصيل وقبض الشيكات التي تدفعها الشركة، والذي يجعل الرصيد النقدي في حساب الشركة في البنك أكبر من الرصيد النقدي في سجلات الشركة . إذا كان من الممكن التنبؤ بدقة بحجم هذا العائم (تجاوز الرصيد النقدي للشركة في حساب البنك على سجلاتها) في وقت ما، فإنه يمكن للشركة أن تخفض رصيدها النقدي في البنك وتوظف الأموال المحررة في استثمارات تحقق عائداً أكبر . أما كيف يتم تعظيم العائم النقدي Cash Float في هذه الطريقة، فإنه يتضح من المثال السابق الذي يفترض أن البلد يتألف من أربعة تقسيمات سياسية وإدارية (شرق وغرب شمال وجنوب)، وأن للبنك المركزي غرفة مقاصة في كل من هذه المناطق . فإذا كانت الشركة تخدم كافة البلد وأنها اختارت البنك الرئيسي لفتح حساب دفع الاستحقاقات بحيث يقع في المنطقة الجنوبية، فإن

الشيكات المسحوبة على هذا الحساب والمرسلة لتسديد استحقاقات في المناطق الثلاث الأخرى ستأخذ وقتاً للتسوية لأنها يجب أن تعود إلى غرفة مقاصة البنك المركزي في المنطقة الجنوبية. وبذلك تكون الشركة قد عظمت حجم الشيكات قيد التسوية أو العائم النقدي، مما يمكنها من العمل بأرصدة نقدية أقل في البنك.

الاستثمار في الأوراق المالية القصيرة الأجل

تقوم الشركات عادة بتوظيف ذلك الجزء من سيولتها الذي يتجاوز الاحتياجات النقدية اليومية الأكيدة في أوراق مالية قصيرة الأجل للاستفادة من الدخل الذي تدره هذه الاستثمارات. وتشكل محفظة الأوراق المالية هذه مصدراً ثانوياً للسيولة في الشركة. فكلما احتاجت الشركة إلى سيولة إضافية غير متوقعة أو طارئة، قامت ببيع جزء من الأوراق المالية. وقد ازدادت أهمية الاستثمارات المالية القصيرة الأجل بشكل كبير في الأوقات التي تكون فيها معدلات الفائدة القصيرة الأجل مرتفعة كما حدث لمعدلات الفائدة على ودائع الدولار الأوروبي لثلاثة أشهر في عام ١٩٨١ حيث وصلت إلى مستوى ٢٢ بالمئة.

إن حجم التوظيف في أوراق مالية قصيرة الأجل يعتمد على عدة عوامل نعدد منها الفائدة التي يمكن الحصول عليها خلال فترة الاستثمار، تكلفة المبادلات (أو عمولات الوساطة) المترتبة على عمليات بيع وشراء الأوراق المالية، ودرجة التقلب (أو التغيير) في التدفقات النقدية للشركة. فحين يكون معدل الفائدة مرتفعاً في الأسواق المالية، تكون التكلفة البديلة للاحتفاظ بالنقد عالية، أي أن هناك حافزاً لتحويل جزء أكبر من سيولة الشركة إلى أوراق مالية، وبالعكس. وإذا كانت عمولات الوساطة عالية، فهذا يعني أن تكاليف التحويل من أوراق مالية إلى نقد عند الحاجة تكون مرتفعة، أي أنه من الأجدر للشركة أن تحمل جزءاً أكبر من سيولتها بشكل نقدي وجزءاً أقل بشكل أوراق مالية. وفي حال تكون التدفقات النقدية للشركة مستقرة Stable، فإنها لن تحتاج إلا إلى سيولة ثانوية صغيرة على شكل أوراق مالية. أما إذا كانت التدفقات النقدية للشركة كثيرة التقلب، فإنها ستحتاج إلى عمل استثمار كبير نسبياً في الأوراق المالية القصيرة الأجل احتياطاً لمواجهة بروز احتياجات نقدية غير متوقعة.

وتستعمل محفظة الأوراق المالية القصيرة الأجل كوسيلة استثمارية مناسبة لتوظيف أموال تقوم الشركة بمراكمتها على مر الزمن لاستخدامها في تسديد دفعات ثابتة تستحق في آجال مستقبلية محددة. فقد ترغب الشركة لمراكمة مبلغ من الأموال لتسديد قيمة الاستحقاق لإصدار سندات دين أو لقرض، أو لشراء أصول رأسمالية، لدفع ضريبة دخل مستحقة، أو لتوزيع أرباح على المساهمين. كذلك يمكن للشركة أن توظف «موقتاً» حصيلة الأموال الناتجة عن إصدارات سندات الدين أو الأسهم في أوراق مالية قصيرة الأجل إلى أن يتم إنفاقها تدريجياً على الاستثمارات الرأسمالية المقررة. في كلتا الحالتين، عوضاً عن أن تترك الشركة هذه الأموال في حسابها في البنك، يقوم المدير المالي بتوظيفها في محفظة أوراق مالية مما يؤمن للشركة السيولة المطلوبة والعائد المناسب.

العوامل التي يجب مراعاتها في اختيار الأوراق المالية

هناك عوامل عدة يجب على المدير المالي أن يأخذها بعين الاعتبار في عملية اختيار الأوراق المالية لإدخالها في محفظة الاستثمارات القصيرة الأجل. من هذه العوامل خطر التخلف عن الدفع Default Risk، السيولة، ومعدل العائد.

بالنسبة لخطر التخلف عن الدفع يواجه المدير المالي تشكيلة واسعة من الأوراق المالية بدرجات خطر تخلف متفاوتة. لعل أقل هذه الأوراق المالية خطراً هو أدونات الخزينة الحكومية القصيرة الأجل. ويأتي في الدرجة الثانية الأدوات المالية الصادرة عن مؤسسات مالية بحسب خطر كل من هذه المؤسسات.

من ناحية السيولة فإن الشركة ترغب بأن توفر لها استثماراتها في الأوراق المالية القصيرة الأجل درجة السيولة المطلوبة. ويقصد بالسيولة هنا السرعة في تحويل الأوراق المالية إلى نقد وبأقل خسارة ممكنة. فإذا كانت عملية التحويل تستغرق وقتاً طويلاً وتتطلب تضحية كبيرة في السعر، فإن الأدوات المالية لا تعتبر سائلة في هذه الحالة. وبازدياد درجة السيولة ينخفض خطر الاستثمار. لذلك وللمحافظة على السيولة، تعتمد الشركات للاستثمار في أوراق مالية قصيرة الأجل فقط، لأن الأوراق المالية الطويلة الأجل (سندات خزينة مثلاً) تكون عرضة لتقلبات واسعة في أسعارها في السوق عندما يحدث أي تغير في

معدلات الفائدة، وهو ما يسمى خطر التغيير في معدل الفائدة Interest Rate Risk.

بطبيعة الحال عندما تسعى الشركة وراء السيولة في استثماراتها فإن عليها أن تقبل بمعدل عائد منخفض. فالعلاقة بين الخطر والعائد هي علاقة طردية. أي أنه كلما انخفض خطر الاستثمار (أو زادت سيولته) تدنى العائد على الاستثمار، وبالعكس عندما يكون الخطر عالياً فإن العائد المتوقع يكون مرتفعاً. لذلك فإن الأوراق المالية القصيرة الأجل تحقق عائداً منخفضاً، ولكنه أحسن من الاحتفاظ بالسيولة بشكل نقدي.

أنواع الأوراق المالية القصيرة الأجل

تقوم الشركات عادة باختيار الأوراق المالية القصيرة الأجل من بين أدوات السوق النقدية Money Market Instruments. ويدخل في عداد هذه الأدوات سندات الخزينة، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، صناديق السوق النقدية، وودائع العملات الأوروبية. وسنبحث خصائص كل من هذه الأدوات على حدة فيما يلي.

أذونات الخزينة Treasury Bills

في البلاد التي تصدر أذونات خزينة كالولايات المتحدة، تجد هذه الأذونات إقبالاً كبيراً من قبل المستثمرين بالمقارنة مع أدوات السوق النقدية الأخرى. والسبب في ذلك يعود إلى انعدام خطر التخلف عن الدفع لهذه الأذونات والسيولة الكبيرة التي تتمتع بها نظراً لوجود سوق نشيطة جداً للتداول فيها. أما العائد الذي تحققه فهو منافس إلى درجة أنه يعتبر المؤشر لأسعار الفائدة في السوق النقدية. في البلاد العربية تقوم وزارة المالية في لبنان مثلاً بإصدار أذونات خزينة بطريق المزاد الذي يديره مصرف لبنان (البنك المركزي) وذلك كل أسبوعين. وأذونات الخزينة هذه على ثلاثة أنواع من حيث مدة الاستحقاق. فهناك أذونات خزينة لثلاثة أشهر، لستة أشهر، ولسنة. وقد بلغ معدل الفائدة على إصدار ١٥ تموز ١٩٨٥ نسبة ١٣,٥ بالمئة، وهو مرتفع نسبياً نظراً لضعف الليرة اللبنانية بالمقارنة مع العملات الأخرى ومحاوله مصرف لبنان دعم معدل صرف الليرة برفع معدلات الفائدة على سندات الخزينة وبالتالي في الاقتصاد القومي. وقد قامت السلطات المالية في لبنان بإنشاء شركة لبنان المالية (نصف حكومية) لخلق سوق ثانوية نشيطة في هذه السندات بعد إصدارها.

شهادات الإيداع Certificates of Deposit

شهادات الإيداع هي وثائق تثبت حق في وديعة بقيمة وتاريخ استحقاق ومعدل فائدة محددة تصدرها البنوك التجارية إلى زبائنها من الشركات الراغبين في اقتناء أدوات مالية قابلة للتسويق بسرعة. وتتراوح فترة الاستحقاق لهذه الأدوات بين ٣٠ يوماً و١٨ شهراً. وتتميز هذه الشهادات بسيولتها. فإذا احتاج المستثمر إلى سيولة، لا يتوجب عليه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق، بل يستطيع أن يبيع هذه الشهادات في السوق الثانوي النشط الخاص بها. لذلك تدعى هذه شهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable، لأنه يمكن بيعها وشراؤها في السوق بعد إصدارها. إن العائد على شهادات الإيداع يكون عادة أعلى من العائد على أدوات الخزينة نظراً للخطر الأعلى لهذه الأدوات، حيث أنها صادرة عن بنوك تجارية خطر التخلف عن الدفع فيها أكبر منه في الحكومة التي تصدر أدوات الخزينة.

الأوراق التجارية Commercial Papers

الأوراق التجارية هي عبارة عن التزامات دفع قصيرة الأجل تصدرها الشركات الكبيرة والمعروفة مثل جنرال موتورز في أمريكا، وذلك لتمويل احتياجاتها. وتقوم الشركات ببيع الأوراق التجارية مباشرة إلى المستثمرين أو عن طريق وكلاء لترويج الأوراق المالية Commercial Papers Dealers. وتتراوح استحقاقات هذه الالتزامات من ٣٠ إلى ٢٧٠ يوماً. إن السوق الثانوية لتداول الأوراق التجارية ضعيفة، ما يعني أن قابليتها للتسويق محدودة. لكنه من الممكن عمل بعض الترتيبات مع وكيل الأوراق المالية الذي باعها، أو مع الشركة التي أصدرتها على إعادة شرائها قبل استحقاقها. لذلك فإن العوائد على الأوراق التجارية تكون أعلى من غيرها من الأوراق المالية نظراً لقلّة سيولتها وكونها صادرة عن شركات الأعمال التي يكون خطر التخلف عن الدفع عندها عادة أكبر من مثيله في البنوك وفي الحكومة.

صناديق الاستثمار في السوق النقدي Money Market Funds

إن كثيراً من أدوات السوق النقدية لا تصدر إلا من فئات قيمة كبيرة. فمثلاً تصدر شهادات الإيداع القابلة للتداول في الولايات المتحدة بفئات قيمة مئة ألف دولار وأعلى.

هذا يعني أن الشركة الصغيرة التي لا تتوفر لديها إلا كمية محدودة من الأموال لن تتمكن من الاستثمار في هذه الأدوات المالية التي تعطي عائداً مرتفعاً نسبياً مقارنة مع الأوراق المالية الأخرى. كبديل لذلك تقوم الشركة بإيداع الأموال المتوفرة لديها في صندوق استثمار في السوق النقدية Money Market Mutual Fund تديره شركة وساطة في تداول الأوراق المالية مثل موجودات ميرل لينش الجاهزة Merrill Lynch Ready Assets. وتقوم شركة وساطة الأسهم بتجميع الأموال من المستثمرين الصغار مما يمكنها من التوظيف في أدوات السوق النقدية ذات فئات القيمة الكبيرة والعائد المرتفع، ويوزع العائد المحقق على المستثمرين بحسب نسب مشاركتهم. وقد بلغ وسطي العائد لثلاثين يوماً على موجودات ميريل لينش الجاهزة ٥,٠٤ بالمئة في ١١ أيلول ١٩٩٨. في التاريخ عينه كان العائد على أدوات السوق النقدية الأخرى في الولايات المتحدة الأمريكية كما يلي:

سندات الخزينة لثلاثة أشهر ٤,٧٩ بالمئة. سندات الخزينة لسته أشهر ٤,٧٩ بالمئة،
شهادات الإيداع لشهر ١٦, ٥ بالمئة ولثلاثة أشهر ١٣, ٥ بالمئة، والأوراق التجارية
٩٠ - ١٣٣ يوماً ٢٧, ٥ بالمئة^(١).

ودائع العملات الأوروبية Euro - Currency Deposits

من الممكن للشركة أن توظف فائض سيولتها النقدية في ودائع العملات الأوروبية لفترات قصيرة الأجل وتكسب عائداً مجزياً نسبياً. وتشمل هذه العملات الدولار الأوروبي، المارك الألماني، الفرنك السويسري، الجنيه الاسترليني، الفرنك الفرنسي، الوحدة النقدية الأوروبية ECU، وحقوق السحب الخاصة. والعملتين الأخيرتين لا تمثلان عملات بالمعنى المعروف، وإنما هي نقد حسابي Money of Account. فالوحدة النقدية الأوروبية هي عبارة عن سلة من العملات الأوروبية، كل من هذه العملات يدخل بوزن محدد، ويساوي مجموع هذه الأوزان إلى مئة في المئة. وقد حل اليورو Euro محل ال ECU كالعملة الأوروبية الموحدة بشكل أوراق نقدية ونقود معدنية ابتداءً من أول عام ٢٠٠٢ -

كذلك الأمر بالنسبة لحقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد

الدولي وتتألف من سلة تحتوي على ستة عشر

(١) Wall Street Journal, September 14, 1998, p-20.

نوعاً من العملات يحتل الدولار الأمريكي أكبر نسبة فيها. أما الدولار الأوروبي (Euro Dollar) فهو عبارة عن الدولارات الأمريكية الموجودة خارج الولايات المتحدة الأمريكية والمودعة في البنوك الأوروبية بشكل خاص. توجد عدة خصائص مميزة لودائع العملات الأوروبية.

أولاً: هناك سوق نشيطة جداً في إيداع وإقراض العملات التي يتم تداولها في سوق العملات الأوروبية.

ثانياً: إن هذه السوق حرة من المداخلات والتقييدات الحكومية وتمثل سوقاً نقدية دولية حقيقية.

ثالثاً: إن الودائع بهذه العملات ذات آجال مختلفة وتشمل شهراً وثلاثة أشهر وستة أشهر وستة. كذلك توجد ودائع فورية Call Money Deposits حيث يستطيع المودع الحصول على أمواله فوراً عند الطلب، كما توجد ودائع ليوم واحد Overnight Deposits. فمثلاً إذا تلقت الشركة قبضة نقدية كبيرة يوم الأربعاء ولم تكن بحاجة إليها حتى الأسبوع المقبل، فإن الشركة تستطيع أن توظف هذه الأموال لمدة يومين (الخميس والجمعة)، أي عطلة نهاية الأسبوع، وتكسب فائدة عليها.

رابعاً: تختلف معدلات الفائدة على هذه العملات بحسب أجل الوديعة وبحسب نوع العملة كما هو مبين في الجدول (٧ - ١). يلاحظ من الجدول مثلاً أن الفائدة على الدولار الأمريكي تتراوح بين ٤٨, ٥ بالمئة لوديعة لمدة شهر و١٥, ٥ بالمئة لوديعة لسنة، أي أعلى من عوائد سندات الخزينة الأمريكية وشهادات الإيداع والأوراق التجارية الصادرة عن بنوك وشركات أعمال داخل الولايات المتحدة الأمريكية. ويلاحظ هنا بوضوح أن منحنى العائد Yield Curve مقلوب Inverted. فعوضاً عن أن يزداد معدل الفائدة بازدياد الفترة الزمنية، نلاحظ هنا أنه ينخفض. وتتحدد معدلات الفائدة على الدولار الأوروبي بقوى العرض والطلب في السوق لكنها تتأثر إلى حد كبير بمستويات معدلات الفائدة والسياسة النقدية في الولايات المتحدة. كذلك يلاحظ من الجدول اختلاف معدلات الفائدة ما بين العملات. فالفائدة على الدولار الأمريكي في الخمسات، وعلى المارك الألماني في الثلاثات، وعلى الفرنك السويسري

جدول (٧-١)
أسعار الفائدة على العملات الأوروبية
حسب أجالها كما كانت بتاريخ
١١ أيلول ١٩٩٨ (بالمئة)

الدولار الأمريكي	المارك الألماني	الفرنك الفرنسي	الجنيه الاسترليني	الفرنك السويسري	البن الياباني	حقوق السحب الخاصة
٥,٤٨	٣,٣٤	٣,٤٠	٧,٣١	١,٤٤	٠,١٨	٧,٦٢
٥,٤٣	٣,٣٤	٣,٤٧	٧,٣١	١,٤٩	٠,١٧	٧,٦٢
٥,٣١	٣,٤٤	٣,٥٠	٧,١٩	١,٥٨	٠,١٥	٧,٥٠
٥,١٥	٣,٤٨	٣,٥٣	٦,٩٨	١,٦٢	٠,٣٠	٧,٤٠

المصدر: جريدة: 13. P. 14, Spetember 1998. Wall Street Journal.

في الواحدات، وعلى الجنيه الاسترليني في السبعات، وعلى الفرنك الفرنسي في الثلاثات، وعلى الين الياباني بأعشار الواحد بالمئة. وسبب الاختلاف في أسعار الفائدة ما بين العملات يعود إلى قوة العملة والسياسة النقدية في البلد صاحبة العملة.

يستنتج مما تقدم أن ودائع العملات الأوروبية تقدم للمدير المالي في الشركة تشكيلة متنوعة من أدوات السوق النقدية من حيث فترة الاستحقاق ومعدل الفائدة. ولكن يجب على المدير المالي التزام الحذر في اختبار نوع العملة والأجل الذي سيوظف فيه فائض السيولة النقدية للشركة. فمعدل الفائدة (العائد) المرتفع والمغري على الودائع في عملة أوروبية (الاسترليني مثلاً) قد يلغى كلياً أو حتى يصبح سلبياً إذا تدهور سعر صرف هذه العملة خلال فترة التوظيف؛ لذلك ينصح بدراسة اتجاهات ميزان المدفوعات، السياسات النقدية والمالية، تطور معدلات الفائدة، وتطورات الاقتصاد القومي بصورة عامة في البلد صاحبة العملة قبل اختيار العملة المناسبة للتوظيف.

إدارة الأرصدة النقدية الأجنبية

بما أن معظم شركات الأعمال في هذه الأيام لها تعاملات على المستوى العالمي، فإنه سيتتج عن ذلك أصول (موجودات) والتزامات (مطلوبات) بالعملات الأجنبية. وبما أن معدلات صرف العملات الأجنبية تتعدل وتبديل باستمرار، فإن هذا يعرض الشركة إلى ما يسمى خطر العملات الأجنبية Foreign Exchange Risk. لذلك فإنه من الضروري للمدير المالي أن يعرف شيئاً عن تطور النظام النقدي الدولي، وعن طبيعة خطر العملات الأجنبية والوسائل الممكن استعمالها لحماية الشركة من خطر العملات الأجنبية.

تطور النظام النقدي الدولي

منذ أقدم العصور والذهب يستعمل كوسيلة للتبادل Medium of Exchange ومخزن للقيمة Store of Value. وقد قامت الكثير من الحضارات بصك واستعمال النقود الذهبية. وبازدياد حجم التجارة الدولية في نهاية القرن التاسع عشر، أصبح هناك حاجة ماسة إلى نظام رسمي لتسوية أرصدة التجارة الدولية. وقامت كل دولة بتحديد قيمة اسمية لعماتها الوطنية قياساً على الذهب، ما أدى إلى نشوء نظام معيار الذهب الكلاسيكي Classical

Gold Standard. وقد عمل هذا النظام بنجاح إلى أن تعرقلت تدفقات التجارة الدولية بسبب الحرب العالمية الأولى وتوقفت الدول التجارية عن العمل بالنظام الذهبي.

وفي العشرينات سمحت الدول لأسعار صرف عملاتها بالتقلب على نطاق واسع فيما بينها وقياساً على الذهب، ونشأ ما يسمى نظام صرف العملات المرن Flexible Exchange Rate System. وقد كان مثل هذا النظام صحيحاً، لأنه يساعد الدول على المحافظة على التوازن في تجارتها الخارجية. فمثلاً إذا كانت دولة تستورد بأكثر مما تصدر، فإن العجز في ميزانها التجاري سيؤدي إلى انخفاض Depreciation سعر صرف عملتها بالمقارنة مع العملات الأخرى والذهب. إن هذا قد يؤدي بالتالي إلى زيادة صادرات هذا البلد لرخصتها من وجهة نظر المشتريين الأجانب، وتقليص استيراداته لغلائها وذلك بسبب الانخفاض في سعر صرف العملة. ومع الوقت يجب أن تؤدي هذه الآلية إلى إعادة التوازن في الميزان التجاري للبلد. لكنه تبين بعد التجربة أن نظام صرف العملات المرن قد أدى إلى عدم استقراره في أسعار صرف بعض العملات. فقد أدى نشاط المضاربين Speculators في أسواق القطع وعن طريق أخذ مراكز قصيرة^(١) Short Position في العملات الضعيفة إلى تسريع تدهور قيم هذه العملات، وبالعكس بالنسبة للعملات القوية التي ازدادت قوة.

وفي عام ١٩٣٤ عادت الولايات المتحدة الأمريكية إلى نظام معدل لمعيار الذهب حيث ثبتت سعر أونصة الذهب (٣١ غرام) بـ ٣٥ دولاراً، وحصرت تداول الذهب بالبنوك المركزية في العالم وحظرت على الأفراد. وفي عام ١٩٤٤ عقدت معاهدة بريتن وودز Bretton Woods الشهيرة، ونتج عنها تحديد أسعار صرف محددة لكافة العملات على الذهب وعلى الدولار الأمريكي. ووافقت كافة الدول على المحافظة على أسعار صرف عملاتها ضمن هامش زائد ناقص واحد بالمئة من السعر الرسمي، وذلك من طريق التدخل في سوق العملات الأجنبية في بلادها بائعة أو شارية للدولار أو الذهب بحسب ما هو مطلوب لتثبيت قيمة العملة.

(١) المركز القصير في العملات يعني اقتراض وبيع أموال بعملة معينة الآن على أن يتم تسديد القرض في وقت محدد في المستقبل وبأمل حدوث انخفاض في سعر صرف هذه العملة مستقبلاً وبالتالي تحقيق ربح هو الفرق بين سعر الصرف عند الاقتراض وبيع العملة (وهو الأعلى) وسعر الصرف عند شراء نفس العملة (وهو الأدنى) مستقبلاً لتسديد القرض.

وفي عام ١٩٧١ أوقف الرئيس الأمريكي نيكسون العمل بنظام صرف الذهب Gold Exchange System، فمُنِع تحويل الدولارات المقدمة من البنوك المركزية إلى ذهب وألغى سعر التعادل الثابت بين الذهب والدولار والبالغ ٣٥ دولاراً للأونصة الواحدة. وعلى أثر ذلك تم تخفيض Devaluation سعر الدولار رسمياً بحوالي ١٨ بالمئة نظراً لضعفه الناتج عن العجز الكبير المستمر في ميزان المدفوعات والذي بلغ ٣٠ مليار دولار عام ١٩٧١. وبذلك بدأ عهد جديد في النظام النقدي الدولي يعتمد على مبدأ ترك أسعار صرف العملات تتبدل بحرية بالنسبة للدولار وللذهب، وهو ما يسمى بنظام صرف العملات العائم Floating Exchange Rate System، والذي ما زال مستمراً إلى الآن.

خطر العملة الأجنبية Foreign Exchange Risk

بما أن شركات الأعمال وخاصة في بلادنا العربية تتعامل بعدة عملات بسبب نشاطات الاستيراد والتصدير والاستثمار، فإن هذه الشركات عرضة لخطر العملة الأجنبية. ويعرّف هذا الخطر بالتغير في أسعار صرف العملات الأجنبية وتأثيره السيء على صافي مركز الموجودات والمطلوبات بالعملة الأجنبية للشركة. فمثلاً عندما تكون موجودات الشركة أكبر من مطلوباتها بالعملة الأجنبية، أي أن الشركة لديها صافي مركز استثمار في العملة الأجنبية، فإن أي انخفاض في قيمة العملة الأجنبية يؤدي إلى خسارة للشركة. أما إذا كانت مطلوبات الشركة تتجاوز موجوداتها بالعملة الأجنبية، أي أن الشركة لديها صافي مركز التزامات بالعملة الأجنبية، فإن أي زيادة في قيمة العملة الأجنبية ينتج عنها خسارة للشركة. وبالعكس فإن الشركة تبيع عندما تزداد قيمة العملة الأجنبية ويكون لديها فائض منها وعندما تنخفض قيمة العملة الأجنبية ويكون عليها التزامات صافية بهذه العملة.

إن الأسباب التي تؤدي إلى التغير في أسعار صرف العملة كثيرة، لكن أهمها هو وضع ميزان المدفوعات في البلد، فإذا كان بلد يتمتع بقاعدة إنتاجية قوية وعنده من السلع والخدمات ما يمكن تصديره بأكثر مما يستورده، فإن الفائض الذي يحققه هذا البلد في ميزانه التجاري وفي ميزان المدفوعات إجمالاً سيؤدي إلى تحسن سعر عملته بالمقارنة مع العملات الأخرى، والعكس صحيح عندما يعاني بلد من عجز مزمن في ميزان المدفوعات.

ويتأثر سعر العملة بمعدلات النمو الاقتصادي، معدلات الفائدة السائدة، السياسات النقدية والمالية، والتضخم. فالنمو الاقتصادي يزيد من فرص الاستثمار المربح مما يزيد الطلب على عملة البلد للتوظيف فيتحسن سعر صرف العملة. كذلك إذا كانت معدلات الفائدة في البلد مرتفعة، فإن هذا قد يكون حافزاً على زيادة الطلب على التوظيف في ودائع وأوراق مالية مقومة بعملة هذا البلد، تماماً كما حدث بالنسبة لودائع اليورو دولار في الأعوام ١٩٨٠ - ١٩٨١ حين وصلت معدلات الفائدة على هذه الودائع إلى ٢٢ بالمئة، فيتحسن سعر صرف العملة للطلب القومي عليها. إن ارتفاع معدل الفائدة ليس شرطاً كافياً للإقبال على حمل ودائع بهذه العملة، كما اتضح من تجربة فرنسا في ١٩٨٣ - ١٩٨٤ وانكلترا في ١٩٨٤ - ١٩٨٥ حين لجأت السلطات النقدية في هذين البلدين إلى رفع معدلات الفائدة بهدف وقف تدهور أسعار صرف الفرنك الفرنسي والجنيه الاسترليني بالنسبة للدولار الأمريكي وعكس اتجاه تدفق الأموال إلى داخل هذه البلدين.

كذلك فإن للسياسات الاقتصادية تأثيراً على سعر صرف العملة. فالسياسات المالية التي ينتج عنها عجز كبير في موازنة الدولة وزيادة الطلب الحكومي على الاقتراض تؤدي إلى ظهور ضغوطات تضخمية في الاقتصاد القومي تنعكس بازدياد الاستيراد وازدياد عجز ميزان المدفوعات وتساهم في تدهور سعر صرف العملة. ويحدث التضخم تآكلاً في القيمة الشرائية للعملة. وإذا كانت معدلات التضخم كبيرة فإن التدهور السريع في القيمة الشرائية للعملة يفقد الناس الثقة بهذه العملة فيتسارعون للتخلص منها واستبدالها بعملات أجنبية أو ذهب. إن عملية التحويل إلى العملات الأخرى تؤدي إلى هبوط قيمة العملة بالنسبة للعملة الأجنبية. وأخيراً تجب الإشارة إلى أن للاستقرار السياسي والأمني في البلد تأثيراً كبيراً على استقرارية عملته نظراً للثمة التي يوحىها هذا الاستقرار للمستثمرين الأجانب، فيقدمون على شراء العملة وتوظيفها في البلد.

طرق الحماية من خطر العملة الأجنبية

جرى تعريف خطر العملة الأجنبية على أنه ناتج عن التغير في سعر صرف العملة الأجنبية وتأثيره على صافي مركز القطع الأجنبي Net Foreign Exchange Position للشركة. فإذا كانت الشركة في مركز صافي موجودات عملة أجنبية Net Foreign Asset Position

(موجودات القطع الأجنبي تتجاوز الالتزامات) فإن الخطر ينتج عن انخفاض سعر صرف القطع. أما إذا كانت الشركة في مركز صافي التزامات عملة أجنبية Net Foreign Liability Position (المطلوبات تفوق الموجودات من العملة الأجنبية) فإن الخطر ينتج عن ارتفاع سعر صرف القطع. ماذا تستطيع الشركة أن تفعل لحماية نفسها من خطر تبدل أسعار صرف العملة الأجنبية؟ هناك خمس طرق ممكنة :

- ١ - أن توازن الشركة ما بين الموجودات والمطلوبات من العملة الأجنبية.
- ٢ - أن تدخل السوق المستقبلية للعملات الأجنبية وتعامل بعقود مستقبلية للعملة.
- ٣ - أن تقوم بالاقتراض من البنوك.
- ٤ - أن تدخل في عملية تبادل «سواب».
- ٥ - أن تدفع عند الشراء أو عندما يستحق التسديد.

أولاً: إذا كان عند الشركة موجودات من عملة أجنبية وكان المدير المالي يتوقع أن ينخفض سعر صرف هذه العملة، فإن عليه أن يخفض موجودات العملة الأجنبية إلى الحد الأدنى وأن يقترض بهذه العملة. فإذا حدث الانخفاض في قيمة العملة فإن الشركة تحقق ربحاً من فوارق سعر صرف العملة الأجنبية. أما إذا أرادت الشركة أن تحمي نفسها Hedge فقط، فما عليها إلا أن توازن ما بين الموجودات والمطلوبات في ذات العملة الأجنبية. فإذا حدث وانخفضت قيمة العملة فإن الخسارة في قيمة الموجودات الأجنبية يلغيها تماماً الربح الناتج من انخفاض قيمة المطلوبات الأجنبية. في هذه الحالة يكون صافي مركز الموجودات في القطع الأجنبي للشركة يساوي إلى الصفر، وبالتالي فإن الشركة لا تحقق أي ربح أو خسارة.

ثانياً: تستطيع الشركة أن تحمي نفسها من خطر العملة الأجنبية بدخول السوق المستقبلي Future (Forward) Market للقطع الأجنبي، فتشتري أو تبيع عقوداً مستقبلية Futures Contracts بحسب الحاجة. فإذا كانت الشركة بحاجة إلى مبلغ معين من العملة الأجنبية لاستعماله في تسديد قيمة مشتريات خارجية في وقت محدد في المستقبل، فإن الشركة تستطيع أن تشتري الآن عقداً آجلاً لشراء المبلغ المطلوب من العملة الأجنبية بالعملة المحلية وبسعر آجل Forward Exchange Rate معروف

حالياً قد يختلف عن سعر الصرف الفوري Spot Exchange Rate. وبذلك تحمي الشركة نفسها من خطر ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية في المستقبل. أما إذا كانت الشركة ستتلقى دفعة بالعملة الأجنبية (ثمن صادرات مثلاً) في وقت ما في المستقبل، فإنها تستطيع أن تبيع عقداً آجلاً لتسليم مبلغ معين من هذه العملة الأجنبية في التاريخ المستقبلي المحدد وبسعر صرف آجل معروف الآن. إن هذا يحمي الشركة من خطر انخفاض سعر العملة في المستقبل. وفي كلتا الحالتين، قد تفوت الشركة على نفسها أرباحاً كان من الممكن الحصول عليها لو انخفض سعر صرف العملة الأجنبية في الحالة الأولى، وارتفع في الحالة الثانية. ولكن هذا مقبول لأن الهدف الأساسي من التعامل في عقود آجلة للعملة في هذه الحالة هو الحماية من خطر تقلب أسعار صرف العملة وليس تعظيم الربح بالمضاربة فيها.

وتمتد العقود الآجلة للعملة لـ ٣٠ يوماً، ٦٠ يوماً، ٩٠ يوماً. كما أنه من الممكن التفاوض على عقود لفترات أطول. أما أسعار صرف العملة المحددة في هذه العقود، فإنها تتراوح بين الزيادة (علاوة) Premium أو النقصان (خصم) Discount عن سعر الصرف الفوري Spot حسب التوقعات المستقبلية حول قيمة العملة. وتختلف نسبة العلاوة أو الخصم من صفر إلى ٢ أو ٣ بالمئة للعملات المستقرة. بالنسبة للعملات التي يتوقع أن يلحقها تخفيض في قيمتها من ٤ - ٥ بالمئة، فإن الخصم المطلوب لسعر الصرف الآجل قد يتراوح بين ١٥ - ٢٠ بالمئة بالسنة. وعندما يتوقع أن تكون نسبة الانخفاض في قيمة العملة أكبر من الـ ٢٠ بالمئة، فإنه قد لا تتوفر عقود للتداول في مثل هذه العملات.

ثالثاً: هناك طريقة أخرى لحماية الشركة من خطر العملة الأجنبية وذلك من طريق الاقتراض من البنوك. فإذا كان على الشركة أن تدفع مبلغاً بالعملة الأجنبية في المستقبل، فإنها تستطيع أن تقترض مبلغاً من بنك محلي بالعملة الوطنية، تحوله إلى العملة الأجنبية المطلوبة بسعر الصرف السائد في السوق (أي الفوري)، وتوظف الحويلة في أوراق مالية أو ودائع بالعملة الأجنبية بحيث أن المبلغ الأصلي زائد الفائدة المستحقة تساوي إلى المبلغ بالعملة الأجنبية الواجب دفعه مستقبلاً.

أما إذا كانت الشركة ستتلقى قبضة بالعملية الأجنبية في المستقبل، فإنها تستطيع أن تقترض الآن من بنك أجنبي بتلك العملة الأجنبية بحيث أن المبلغ المقترض والفائدة المستحقة عليه تساوي المبلغ الذي سيدفع للشركة بالعملية الأجنبية مستقبلاً. بعد الحصول على قرض العملة الأجنبية تقوم الشركة بتحويله إلى العملة المحلية بسعر الصرف الفوري، ثم توظف هذه الأموال بالعملية المحلية في أوراق مالية. وحين تقبض الشركة المبلغ الموعود بالعملية الأجنبية، تستعمل هذا المبلغ لتسديد قرضها بالعملية الأجنبية. في كلا الحالتين تم تبديل العملة على أساس أسعار الصرف الفورية عوضاً عن الانتظار وتبديل العملة في المستقبل بأسعار صرف غير أكيدة.

رابعاً: يمكن للشركة أن تدخل في عملية تبادل «سواب» Swap للحماية من خطر النقد الأجنبي. وهذه العملية هي عبارة عن ترتيب مع متعامل في القطع الأجنبي أو مع بنك لتبديل عملة إلى أخرى في موعد مستقبلي محدد بسعر صرف محدد. ومن الممكن أن تكون عملية السواب لبيع أو شراء عملة أجنبية في المستقبل، ولكن بمعدلات صرف يتم الاتفاق عليها الآن.

خامساً: وأخيراً فإنه من الممكن للشركة أن لا تتخذ أي إجراء لحماية نفسها من خطر العملة الأجنبية، وهو بالتأكيد أحد البدائل الممكنة. في هذه الحالة تقوم الشركة بتجريب حظوظها والانتظار إلى أن يحين موعد دفع (أو قبض) المبلغ بالعملية الأجنبية، فتشتره من (أو تبيعه في) سوق القطع الأجنبي بسعر الصرف السائد في السوق في ذلك الوقت. في هذه الحالة، فإن الشركة تأخذ أخطار تقلب سعر صرف العملة الأجنبية وما قد ينتج عنها من ربح أو خسارة.

ملخص

أوضح هذا الفصل أن عدم التزامن بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة ووجود عدم تأكد حول التدفقات النقدية المستقبلية يحدو الشركة إلى الاحتفاظ بأرصدة من النقد والموجودات السائلة. ويعتمد حجم هذه الأرصدة على الموازنة بين تكاليف الاحتفاظ بهذه الأرصدة (أي التكلفة البديلة) وتكاليف نقص هذه الأرصدة. أما حجم النقدية الأمثل فتنتطبق عليه المبادئ نفسها، فيتأثر بمعدل الفائدة على الأوراق المالية القصيرة الأجل، وعمولات الوساطة الناتجة عن تحويل الأوراق المالية إلى نقد وبالعكس، والاحتياجات النقدية الكلية خلال الفترة. وقد تم تطوير نماذج مخزون لتحديد حجم الأرصدة النقدية الأمثل الذي يجب على الشركة الاحتفاظ به.

وتستطيع الشركة أن تطيل أمد وجود وبقاء الأرصدة النقدية في صندوقها أو في حساب الشيكات في البنك وذلك من طريق تسريع عمليات التحصيل النقدي وإبطاء عمليات الدفعات النقدية. ويتم ذلك باستغلال العائم لمصلحة الشركة. أما فائض السيولة النقدية فيتم توظيفه في محفظة أوراق مالية قصيرة الأجل، بحيث تتم مراعاة خطر التخلف عن الدفع ودرجة سيولة هذه الموجودات. ويمكن للشركة أن تختار من بين تشكيلة واسعة من الأدوات المالية المتوفرة في السوق النقدي كسندات الخزينة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية وصناديق الاستثمار في السوق النقدي وودائع العملات الأوروبية.

ولعله من الواجب توخي الحذر عند تعامل الشركة بالعملات الأجنبية نظراً لتغير وتبدل أسعار صرف هذه العملات في السوق. كذلك فإنه من الضروري معرفة العوامل التي تؤثر على قيمة هذه العملات واتجاه التأثير عليها. وتتضمن هذه العوامل ميزان المدفوعات، النمو الاقتصادي، السياسات النقدية والمالية، معدلات الفائدة، والتضخم. ولحماية الشركة من خطر العملة الأجنبية تمّ بحث عدة طرق من بينها التعامل بعقود مستقبلية للعملات والدخول في عمليات تبادل (سواب).

مسائل على (الفصل السابع): إدارة النقد

٧ - ١ - تتوقع شركة المفروشات العربية أن تبلغ انفاقاتها النقدية ٣,٧٥٠,٠٠٠ دينار موزعة بالتساوي على مدار السنة القادمة. تعتزم الشركة أن تمويل هذه الاحتياجات النقدية من طريق بيع أوراق مالية من محفظة الأوراق المالية التي تحتفظ بها. إن الاستثمار في الأوراق المالية يعطي الشركة عائد وسطي قدره ١٢ بالمئة، كما أن كل عملية تحويل أوراق مالية إلى نقد تكلف ٤٠ دينار.

المطلوب:

- أ - ما هو حجم عملية التحويل من أوراق مالية إلى نقد الأمثل؟ استعمل موديل بومول.
- ب - ما هو وسطي الرصيد النقدي؟
- ج - ما هو عدد مرات التحويل التي يجب عملها سنوياً؟

٧ - ٢ - تبين من دراسة مفصلة لاجراءات الفوترة والتحصيل في شركة الاتصالات السلكية واللاسلكية العربية أن هناك فترة تأخير بـ ٨ أيام وسطياً من تاريخ تسديد المشتركين لفواتيرهم الربعية إلى أن تصبح الأموال جاهزة للاستعمال من قبل الشركة. تقدر مبيعات الشركة السنوية بـ ٤٥٠ مليون دينار.

المطلوب:

- أ - إذا كانت الشركة تستطيع أن تخفض زمن تأخير جاهزية الأموال المحصلة بـ ١,٥ يوم، ما هي الزيادة في وسطي الرصيد النقدي؟
- ب - بافتراض أن هذه الأموال الإضافية يمكن استعمالها لتخفيض مديونية الشركة التي تدفع عليها فائدة بنسبة ٨ بالمئة، ما هو حجم الوفورات السنوية في الفائدة المدفوعة؟

٧ - ٣ - تتطلب الشركة العربية لتوزيع المحروقات من محطاتها الـ ٢٠٠ المنتشرة في كافة أنحاء البلاد بأن تحول حصيلة مبيعاتها اليومية البالغة ٤٢٠,٠٠٠ دينار يومياً عن

طريق ارسال شيك بالبريد . تستغرق عملية ارسال الشيكات وتحصيلها وادخالها في حساب الشركة الرئيسي بالبنك ٦ أيام وسطياً .

المطلوب:

أ - ما هو حجم الأموال المجمدة المرتبطة بهذا الفاصل الزمني؟

ب - لتخفيض هذا التأخير تدرس الشركة أمر جمع الشيكات يومياً من المحطات باستعمال السيارة . يتطلب ذلك شراء ثلاثة سيارات واستخدام ثلاث موظفين إضافيين . تقدر تكاليف ذلك بـ ٩٣,٠٠٠ دينار سنوياً ، وستؤدي إلى تخفيض التأخير في الحصول على الأموال من ٦ إلى ٤ أيام . إن تكلفة الاقتراض من البنك حالياً (التكافة البديلة للأموال) ٩ بالمئة . هل يجب على الشركة أن تقبل طريقة جمع الشيكات بالسيارة؟

ج - عوضاً عن وضع الشيكات بالبريد العادي ، تدرس الشركة أمر إرسال الشيكات بالبريد الممتاز . إن ذلك يخفض التأخير بيوم واحد ويكلف ١٠,٣٠٠ دينار سنوياً . هل هذه الطريقة مجدية؟

٧ - ٤ - تتبع شركة المرافق العامة نظاماً مركزياً لتسديد فواتير المشتركين حيث تتم عملية الدفع إلى الصندوق المركزي في الإدارة العامة . إن ذلك يتطلب ٤ أيام وسطياً حتى تصل شيكات المستهلكين المرسلة بالبريد إلى صندوق الإدارة العامة . بالإضافة إلى ذلك تحتاج الإدارة إلى ١,٥ يوم لتسجيل الشيكات وتوضيها قبل إيداعها في البنك . إن وسطي مقبوضات الشركة تبلغ ٥٠٠,٠٠٠ دينار يومياً .

تدرس الشركة حالياً أمر تطبيق نظام استئجار صناديق بريد في دوائر البريد المحلية Lockbox System . يقدر لهذا النظام أن يخفض من زمن إرسال الشيكات بالبريد بـ ٢,٥ يوم وأن يخفض الزمن اللازم لإعداد الشيكات للإيداع بـ ١ يوم .

المطلوب:

أ - ما هو حجم النقدية التي يمكن تحريرها بهذه العملية؟

ب - ما هي التكلفة البديلة للأموال التي تمّ فك ربطها (تحريرها) إذا كان العائد على الأدوات المالية القصيرة الأجل ٥ بالمئة؟

ج - إذا كانت تكاليف نظام صناديق البريد المحلية ٧٥,٠٠٠ دينار سنوياً، هل من المجدي تطبيق هذا النظام إذا أخذنا بعين الاعتبار التكلفة البديلة للأموال المحررة؟

مراجع مختارة

1. Archer, Stephen H., «A Model for the Determination of Firm Cash Balances», Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 1, (March 1966), PP. 1 - 11.
2. Baumol, W.J., «The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach», Quarterly Journal of Economics, Vol. 65, (November 1952), PP. 545 - 56.
3. Miller, Merton and Orr, Daniel, «A Theory of the Demand for Money by Firms», Quarterly Journal of Economics, Vol. 80, (August 1966), PP. 413 - 35.