

الفصل الأول :

مبادئ الإدارة المالية

الهدف من عرض هذا الفصل هو إلقاء الضوء على الإدارة المالية وتطورها التاريخي، يقدم هذا الفصل تحليلاً لأهم مفاهيم الإدارة المالية - أهداف الإدارة المالية ، أهمية الأسواق المالية وأنواع الأصول المالية الشائعة .

تطور مفهوم الإدارة المالية⁽¹⁾ :

تطور مفهوم "التمويل" في القرن العشرين وأخذ معنى جديداً حيث حلت كلمة "الإدارة المالية" بدلاً من كلمة "تمويل". إن "التمويل" كعلم منفصل عن "الاقتصاد" بدأ يظهر في بداية القرن العشرين . وقد كان التركيز في الواقع على كيفية الحصول على الأموال . ومن هنا جاءت كلمة تمويل ولقد شملت الدراسة - دراسة التمويل - الأساليب الفنية التفصيلية في الحصول على الأموال ، كما شملت بالتالي المؤسسات المالية وأسواق رأس المال . وكان التركيز بالطبع على "الترويج" وعلى عمليات إصدار الأسهم العادية والممتازة . ومع التقدم "التكنولوجي" في العشرينات احتاجت الشركات أموالاً كبيرة ، وكان التركيز حينئذ على "السيولة" وعلى تمويل "المنشآت" وظهر اهتمام مماثل بكيفية إدارة الأموال

(1) تم كتابة ذلك الفصل بالاستناد على المراجع التالية

د. سيد الهواري ، أساسيات الإدارة المالية، مكتبة عين شمس ، القاهرة، 1994، ص ص 1-221 (بتصرف).

د. محمد صالح الحناوي ، رسمية زكي ، الإدارة المالية مدخل اتخاذ قرار، الدار الجامعية، 2008.

المستثمرة في المنشآت ، وان الاهتمام ملحوظ بوصف وسائل "التمويل الخارجي" (عكس التمويل الذاتي) ولم يكن هناك اهتمام مماثل بكيفية إدارة الأموال المستثمرة في المنشآت . وكان الاهتمام شائعاً بالأسهم والسندات وظهر دور بنوك الاستثمار كجزء من دراسة التمويل في ذلك الوقت .

ومن أمثلة الكتب التي ظهرت في تلك الفترة وتوضح انعكاساً للأفكار المالية السائدة كتاب "جير ستبرج" في "التنظيم المالي"⁽¹⁾ .

وكان "للكساد العظيم" في الثلاثينات دوراً كبيراً في التركيز - في دراسة التمويل - على عناصر الحماية للبقاء في دنيا الأعمال . فقد زاد الاهتمام بالمحافظة على السيولة وبال فشل المالي والتصفية وإعادة التنظيم . وبالتالي فقد كان الفكر موجهاً نحو كيف يحمي المستثمر أو المقرض نفسه . وأصبح "التحفظ" في التمويل له الاعتبار الأقوى مع العناية بصفة خاصة ببيكل تمويل سليم . وأدى الفشل المالي لكثير من المشروعات إلى زيادة القوانين التي سستها الحكومة للرقابة على المنشآت .

وكتيجة لذلك زادت كمية البيانات المالية التي توجب على المنشآت إظهارها . ومن هنا أخذ التحليل المالي أهمية أكبر حيث أصبح للمحلل المالي قدرة في مقارنة الشركات ببعضها . ومن أمثلة الكتب التي ظهرت في تلك الفترة وتوضح انعكاساً للأفكار المالية السائدة بالنسبة للتحليل المالي "كتاب روي فولك" : التحليل العملي للقوائم المالية⁽²⁾ .

وفي الأربعينات زاد الاهتمام نسبياً بالتحليل المالي وبدراسة التدفقات النقدية للمنشأة وبأساليب التخطيط المالي والرقابة ويمكن أن يقال أن الأساس كان في كيفية استخدام الأموال استخداماً أمثل ، ولا سيما بالنسبة للعمليات الجارية أما التمويل من مصادر خارجية فما زال عملية وصفية (وصف للأساليب والأدوات) .

وفي الخمسينات زاد الاهتمام بقرارات الاستثمار طويل الأجل ولا سيما بظهور أدوات جديدة تساعد في تقييم الاستثمارات المختلفة . فقد كان لأساليب بحوث العمليات - وربما

(1) Charles Gerstenberg . Financial Organization and Management of Business(N.J., Englewood Cliffs Printice - hall, Inc) .

(2) Roy Foulke . Practical Financial Statement Analysis (New York : Mc Graw Hill Book Company) .

بصفة خاصة لأسلوب "البرمجة الخطية" - دور كبير في إخضاع قرارات الاستثمار طويل الأجل لدراسة كمية مستفيضة . ومن أمثلة الكتب التي ظهرت في تقييم مقترحات الاستثمار كتاب "بيرمان وسميد" : "قرار الإنفاق الرأسمالي" .

وفيما يلي تلخيص للتطور التاريخي السابق عرضه مع بيان محور التركيز والموضوعات التفصيلية بالنسبة لكل موضوع :

الموضوعات التفصيلية	محور التركيز	الزمن (تقريبي)
1- إصدار الأسهم العادية والممتازة . 2- المؤسسات المالية وأسواق رأس المال . 3- الترويج .	التمويل (الحصول على الأموال)	حوالي 1910
1- السيولة . 2- السندات والقروض . 3- بنوك الاستثمار .	السيولة والتمويل بالاقتراض	العشرينات
1- السيولة . 2- الفشل المالي والتصفية . 3- إعادة التنظيم "المالي" 4- الهيكل المالي السليم . 5- التحليل المالي .	البقاء في دنيا الأعمال (السيولة والقدرة على الوفاء)	الثلاثينات
1- التحليل المالي . 2- التدفقات النقدية .	التخطيط المالي والرقابة	الأربعينات
1- طرق تقييم مقترحات الاستثمار . 2- الأساليب الرياضية .	قرارات الاستثمار طويل الأجل	الخمسينات
مدخل متكامل لاتخاذ القرارات مستمد من هدف المنشأة .	"هدف المنشأة"	الستينات حتى الثمانينات

إن الفترة ما بين الستينات وحتى الآن شهدت - في رأينا - تحولاً مهماً في الفكر المالي المعاصر فبعد أن كان ناحية من النواحي : تمويل طويل المدى (إصدار أسهم عادية وممتازة) تمويل طويل المدى بالسندات والقروض : السيولة والقدر على الوفاء بالالتزامات : التحليل المالي من أجل التخطيط والرقابة : الاستثمار طويل الأجل .. فإن التركيز في هذه الفترة موجه بالدرجة الأولى إلى قضية فلسفية أساسية : قضية ت حكم كل القرارات والأدوات والأساليب ، قضية متعلقة بهدف المنشأة باعتباره الهدف الذي تستمد منه كل القرارات الأخرى الأهمية النسبية .

وبالتالي الحكم أو القطع النهائي للموضوعات سواء على مستوى الاستثمار طويل الأجل أو التمويل طويل الأجل أو التمويل قصير الأجل .. إلخ .
 إن هدف المنشأة وبالتالي هدف الإدارة المالية - والذي يمكن أن يكون أساس نظرية للإدارة المالية - يدور حول مفهوم من المفاهيم الآتية :

- 1- تعظيم الربح إلى أقصى حد . Profit Maximization.
- 2- توازن الربحية والسيولة . Profitability - Liquidity Equilibrium .
- 3- تعظيم القيمة السوقية إلى أقصى حد . Value of the Firm Maximization .
- 4- تعظيم الثروة إلى أقصى حد . Wealth - Maximization .
- 5- تعظيم العائد الاجتماعي إلى أقصى حد . Social - Return Maximization .

مفهوم الإدارة المالية في الفكر المالي المعاصر :

من هذا المنطلق - منطلق هدف المنشأة - وبالتالي هدف الإدارة المالية نستطيع أن نقول أن الإدارة المالية هي اتخاذ القرارات والتصرفات التي من شأنها تحقيق هدف المنشأة . وعلى ذلك فالإدارة المالية ليست وظيفة مستقلة عن الوظائف الأخرى في المشروعات وليست جزءاً منفصلاً عن عملية الإدارة ذاتها ولكنها في الواقع جزء لا يتجزأ من إدارة المنشأة ككل .
 إن الإدارة المالية⁽¹⁾ هي إدارة أي مشروع من منظور مالي . وإذا نظرنا إلى الإدارة على أنها اتخاذ قرارات ، فإننا سنجد أن الإدارة المالية هي اتخاذ القرارات المتعلقة بحجم ونوع الأصول

(1) معروفة بالإنجليزية Financial Management .

الواجب شراؤها ، وحجم ونوع التمويل المناسب لكل نوع من أنواع تلك الأصول من أجل تحقيق أهداف المنشأة .

ومن المعروف - في علم المحاسبة - أن الأصول تشمل أصولاً ثابتة (أراضي ومباني وعدد وآلات ...) وأصولاً متداولة (نقدية ومدينين وأوراق قبض ومخزون ...) . كما أنه من المعروف أن التمويل يمكن أن يكون بالملكية (رأس مال واحتياطيات وأرباح غير موزع) أو بالقروض سواء كانت في شكل سندات أو ائتمان تجاري (نتيجة الشراء بالأجل) أو ائتمان مصرفي (نتيجة قرض مصرفي أو سحب على المكشوف ...) أو بالمشاركة مع الآخرين : سواء كانت المشاركة مستمرة أو متناقصة منتهية بالتمليك طويلة الأجل أ، قصيرة الأجل .

أصول خصوم

أصول		خصوم	
أصول ثابتة		حق الملكية	
أراضي	xx	رأس المال	xx
مباني	xx	احتياطيات	xx
عدد	xx	أرباح غير موزعة	xx
	-	إجمالي حق الملكية	-
إجمالي الأصول الثابتة	xx	قروض / أو مشاركات	
أصول متداولة		سندات - مشاركات	xx
نقدية	xx	دائنون x طويلة الأجل	xx
مدينون وأوراق قبض	xx	بنك x قصيرة الأجل	xx
مخزون	xx	إجمالي القروض و/ أو مشاركات	- xx
	-		
إجمالي الأصول المتداولة	-		
إجمالي الأصول	xx	إجمالي حق الملكية والخصوم	xx

وإذا كانت المحاسبة تهتم بتسجيل العمليات التي تمت بناء على قرارات اتخذتها إدارة المنشأة ، فإن الإدارة المالية هي صناعة القرارات التي بناء عليها يتم شراء الأصول أو تمويل تلك الأصول . وعلى ذلك يقال إن المحاسبة ترتبط بالماضي ، أما الإدارة المالية فهي ترتبط بالمستقبل .

المحاسبة - إذن - تسجيل لنتيجة القرارات ، أما الإدارة المالية فهي اتخاذ القرارات المنشئة للنتائج .

إن الإدارة المالية تجيب عن التساؤلات الآتية⁽¹⁾ :

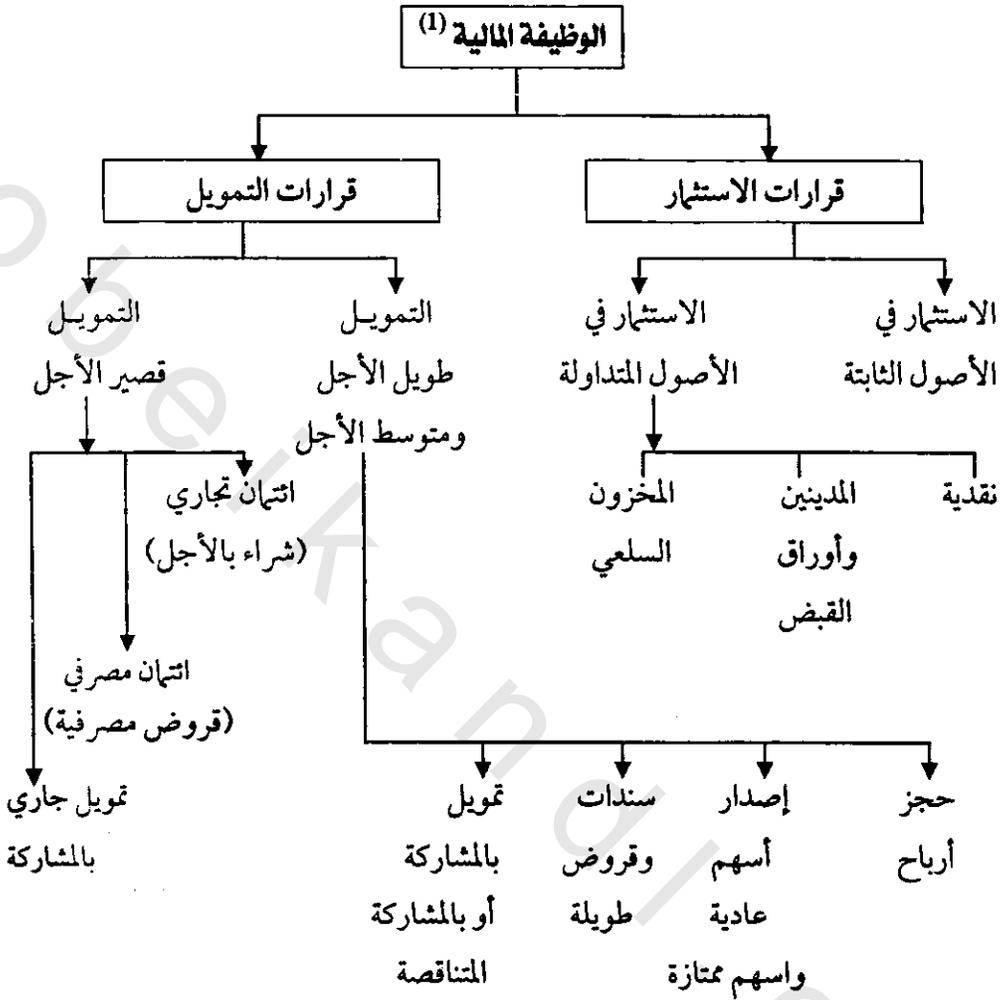
أولاً : ما هي أنواع الأصول (الثابتة والمتداولة) الواجب اقتناؤها؟ وما هو حجم كل منها؟ وما هو المبرر الاقتصادي لاقتناء كل منها؟ أو ما هو صافي المكاسب المتوقعة من كل منها؟ ما هي المخاطر المرتبطة باقتناء كل أصل من الأصول؟ ما هو العائد وما هي المخاطر؟
ثانياً: ما هي الطريقة المثلى لتمويل كل أصل أو كل مجموعة من الأصول؟ ما هي المخاطر المالية المرتبطة بكل طريقة تمويل؟ وما هو هيكل التمويل الأمثل؟ ما هي تكلفة الحصول على مختلف أنواع الأموال؟ وما هي مصادر الحصول على مختلف أنواع الأموال بالتفصيل .

إن اقتناء أي أصول ما هو إلا استثمار للأموال سواء كانت هذه الأصول ثابتة (طويل الأجل) أم أصولاً متداولة (قصيرة الأجل) . ولذلك فمن الضروري دائماً دراسة جدوى شرار أو اقتناء أي أصل ، دراسة المكاسب المتوقعة ودراسة المخاطر المتوقعة .. ومعرفة أفضل هيكل ليس فقط لكل من الأصول الثابتة والأصول المتداولة بل أيضاً لهيكل الأصول الثابتة وهيكل الأصول المتداولة . هذا ويمكن تصنيف الاستثمار في الأصول الثابتة على أنه استثمار طويل الأجل والاستثمار في الأصول المتداولة على أنه استثمار قصير الأجل .

واستثمار الأموال مرتبط بكيفية تمويلها ، ولذلك فمن الضروري دراسة طريقة التمويل المناسبة لكل أصل أو لكل مجموعة من الأصول ، بحيث يكون هيكل الأموال مناسباً لهيكل الأصول من ناحية ، وبحيث لا تزداد المخاطر المالية المترتبة على تمويل معين عن الحد المقبول . هذا ويمكن تصنيف التمويل على أنه تمويل طويل الأجل ومتوسط الأجل ، و تمويل قصير الأجل . ونلخص فيما يلي القرارات التي تكون في مجموعها الوظيفة المالية .

(1) راجع على سبيل المثال :

Jemes Van Horne , Financial Management and Policy (New Jersey : Prentice - Hall, Inc., 1980)
5th ed. J. Fred Weston and Eugene Brigham , Essentials of Managerial Finance Holt , Rinehart and Winston , Inc . (New York).



مفهوم الإدارة المالية بين النظرية والتطبيق :

من واقع دراساتنا ومشاهداتنا العملية نستطيع أن نقول - دون أن نكون مخطئين تماماً - أن الإدارة المالية في التطبيق العملي - كقاعدة عامة لها استثناءات - مساو للإدارة الحسابية أو

(1) لفظ الإدارة المالية كما هو وارد هنا بمعنى "الوظيفة المالية" The Finance Function " ويمكن أن يشير لفظ الإدارة المالية إلى الإدارة التي تقوم بأعمال من الوظيفة ويطلق عليها The Finance Department ذلك أن الوظيفة المالية تمارسها الإدارة العليا (مجلس الإدارة والمدير العام ... إلخ) بالإضافة إلى الإدارة المالية (إدارة الشؤون المالية) .

الإدارة المحاسبية وظيفتها جمع البيانات وتسجيلها وتبويبها ومراجعتها⁽¹⁾.
أنظر معنا مثلاً إلى مجموعة الأعمال التي توجد عادة في اختصاص المدير المالي وتجعله
منغمساً في عمليات إجرائية .

المجموعة الأولى :

أعداد الحسابات والقوائم الختامية الآتية :

- 1- الميزانية .
- 2- قائمة الاستخدامات والموارد .
- 3- حساب العمليات الجارية .
- 4- حساب الإنتاج والتجارة .
- 5- حساب الأرباح والخسائر .
- 6- إعداد الكشوف التفصيلية بحركة أرصدة الحسابات .
- 7- مطابقة الأستاذ المساعد على الحسابات الإجمالية في الأستاذ العام .
- 8- تجهيز قيود الإقفال والتسوية في نهاية المدة .
- مراعاة أحكام القوانين والقرارات السارية عند تصميم الدفاتر والمطبوعات .

المجموعة الثانية :

- 1- مراجع القوائم والسجلات المالية .
- 2- استيفاء كافة المستندات التي تؤيد وتثبت صحة وسلامة جميع المدفوعات بصورها
المختلفة والتأكد من عدم سابقة الصرف .
- 3- إجراء الجرد الدوري لمطابقة سجلات المخزون مع المخزون الفعلي .
- 4- مراجعة الشيكات والمعاملات المصرفية للتأكد من صحة المدفوع للغير .

المجموعة الثالثة :

- 1- إعداد الكشوف الدورية بتكلفة المراكز والمراحل المختلفة .
- 2- إعداد قوائم التكاليف غير المباشرة .

(1) انظر بحوث المؤتمر الأول لإدارة المالية الذي عقد في فبراير 1974 تحت إشراف الجمعية المصرية لإدارة المالية
وبصفة خاصة بحث للمؤلف بعنوان " هل وظيفة المدير المالي في الشركات العامة وظيفه " إجرائية " أم ؟ "
تمويلية " . وبحث آخر للأستاذ السيد أبو النجا بعنوان : " حاجتنا إلى إدارة مالية " .

3- إعداد التقارير الخاصة بانحرافات التكاليف الفعلية عن التقديرية .

4- إمداد الجهات المختلفة بالبيانات المطلوبة .

واضح أن هذه الأعمال مرتبطة بعمليات التسجيل المحاسبي والمراجعة وبالتكاليف حيث التركيز فيها على التنفيذ والتجهيز ومشكلاته . وهى لهذا تعتبر أعمالاً تسجيلية .. إجرائية .

إن وظيفة المدير المالي تكون وظيفة مالية حقيقية إذا كانت أعماله هي إصدار - أو التوصية بإصدار - القرارات الآتية :

أولاً : قرار الاستثمار طويل الأجل (الإنفاق الاستثماري) :

وكل ما يرتبط بهذا القرار من (1) تحليل طرق تقييم مقترحات الاستثمار (2) وكيفية حساب تكلفة الفرصة (لا التكلفة الدفترية) للأموال وأسعار الفرص البديلة (لا أسعار السوق ولا الأسعار الدفترية) - (3) وأسس حساب مخاطر الأعمال⁽¹⁾ .

ثانياً : قرار التمويل طويل الأجل :

وكل ما يرتبط به من دراسة أفضل هيكل تمويلي للشركة في ضوء الهياكل التمويلية للشركات المماثلة في النشاط وفي مرحلة النمو مع حساب معدلات النمو في المبيعات وأثر التركيب السيكلوجي في تفصيل هيكل عن آخر .

وكذلك ما يرتبط به من تحليل المصادر المثلي للتمويل طويل الأجل وأثر كل مصدر على ربحية الشركة من جهة وعلى كفاءة استخدام المال العام ككل من ناحية أخرى (نظرة قومية بدلاً من نظرة فردية) وبالطبع فإن التوصية بقرار توزيع الأرباح (وبالتالي قرار الأرباح المحتجزة) كقرار تمويلي يدخل في تحليل المصادر المثلي للتمويل طويل الأجل (من ناحية قومية) .

ثالثاً : إدارة رأس المال العامل :

وكل ما يرتبط بها من حيث :

(1) كيفية رفع كفاءة إدارة النقدية . رفع الكفاءة في تحصيل المقبوضات والاستفادة القصوى من فرص التأخير المتاحة في الدفع .

(1) سنعالج هذه المصطلحات وغيرها بالشرح والتحليل في هذا الكتاب .

(2) تحليل اقتصاديات الائتمان (من حيث شروط الائتمان ومدته والربح الناتج من زيادة المبيعات نتيجة منح الائتمان والمخاطر المتوقعة ..) وذلك بالاتفاق مع مدير إدارة التسويق (أو الإدارة التجارية حسب الأحوال) .

تحليل الحجم الاقتصادي الأمثل للطلبية ، ومواعيدها (من حيث تكاليف إصدار الطلبية ، وتكاليف الاحتفاظ بالمخزون وتكاليف الأموال المستثمرة في المخزون) وذلك بالاتفاق مع مدير الإنتاج ومدير المشتريات حسب الأحوال .

رابعاً : قرارات متعلقة بمصادر التمويل قصير الأجل ومتوسط الأجل. وكل ما يرتبط بها من حيث :

- (1) تحليل اقتصاديات كل من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي في ضوء أهداف الشركة .
- (2) تحليل اقتصاديات استئجار الأصول .

واضح أن تلك القرارات تكون في مجموعها ، "الوظيفة المالية Finance Function" وليس من الضروري ولا من المفضل أم يقوم المدير المالي باتخاذ كل القرارات السابقة بمفرده أو باعتبارها كلها في حدود سلطته . فالإدارة المالية - كوظيفة مالية - هي إدارة الشركة ككل من ناحية مالية ويلعب المدير المالي دوراً محورياً في إدارة الشركة ككل باعتباره الشخص الذي تتجمع عنده كل البيانات المالية ليحللها ويقيمها ويوصي ببعض القرارات ويتخذ بعض القرارات الأخرى.

ومن هذا المنطلق فإن وظيفة المدير المالي ليست تجميع البيانات المالية وليست مراجعتها للتأكد من مطابقتها للواقع وليست جمع عناصر التكاليف للمراكز أو للمراحل ولكنها أولاً وأخيراً التوصية بـ أو اتخاذ قرارات عن :

- 1- الاستثمار طويل الأجل .
 - 2- هيكل التمويل الأمثل ومصادر التمويل طويل الأجل .
 - 3- إدارة رأس المال العامل (إدارة الأصول المتداولة) .
 - 4- مصادر التمويل قصير الأجل .
- واضح أننا نركز على عملية اتخاذ القرار أو التوصية باتخاذ قرار ولا نقول تخطيط مالي أو رقابة مالية ذلك أن التخطيط المالي يشمل جزءاً إجرائياً وجزءاً فكرياً . إن الذي نريد أن

نوضحه هنا هو أن الطبيعة المميزة لنشاط المدير المالي هي أن الجزء الفكري فيه كبير بالضرورة فإذا كان الجزء الإجرائي كبير فإنه لا يعتبر مديراً مالياً حقيقة وإنما يعتبر مدير حسابات مهما كان لقبه على الخريطة التنظيمية أو على مدخل مكتبه.

إن المدير المالي الذي يسيطر عليه - سواء بإرادته أو رغم إرادته - الجزء التسجيلي والرقابي لا يصبح مديراً مالياً وإنما مدير حسابات أو مراقب مالي Controller على أحسن تقدير . وعلى ذلك فإنه يمكننا القول بأن وظيفة المدير المالي في مصر هي أقرب إلى وظيفة "المراقب المالي" منها إلى وظيفة المدير المالي Financial Manager على أنه من الخطأ فصل وظيفة المراقب المالي عن وظيفة المدير المالي باعتبارها وظائف منفصلة فالمدير المالي - لكي يقوم بوظيفته على الوجه الأكمل - يجب أن يعتمد على تلك الأدوات : المحاسبية والمراجعة والتكاليف .

إننا نناشد المديرين الماليين في مصر أن يتمسكوا بحقيقة وظيفتهم ويخلقوا جيلاً جديداً من المديرين الماليين بالعلم والتدريب وينشروا الدعوة للنظر إلى الإدارة المالية بمفهومها الحقيقي . ولكن ليس معنى ذلك أن الإدارة المالية - كوظيفة - مقصورة على المديرين الماليين فكل قرارات الإدارة العليا (رئيس مجلس الإدارة أو مجلس الإدارة) قرارا لها جانب مالي وقرارات مديري الإنتاج والمديرين التجاريين .. لها جانب مالي .. إن على المدير المالي أن يوضح لهم جميعاً النتيجة المالية لتصرفاتهم ويحاول إقناعهم بأفكاره المالية وأدواته التحليلية المتطورة . فإذا فشل مرة فإن معنى ذلك أنه لم يستطع إقناعهم فيحاول مرة أخرى وطالما أن هدف الجميع هو المصلحة العامة فإن صوت الحق لا بد أن يكون أعلى فلا يصح في النهاية إلا الصحيح .

إن مسئولية المديرين الماليين مسئولية خطيرة فسي أعناقهم ثروة الأمة نناشدهم أن يجرسوها ويعظموها إلى أقصى حد وتصبح هذه المسئولية أكثر خطراً في وقت الحروب .

النتيجة والخلاصة :

نخلص من كل ما تقدم أن مفهوم الإدارة المالية في التطبيق العملي مفهوم ضعيف إن لم يكن سقيم ، مفهوم مساو لمفهوم الحسابات والمراجعة أو الحسابات والمراجعة والتكاليف على أحسن تقدير .

وليس هذا المفهوم غير الواضح للمدير المالي مقصور على مصر أو البلاد النامية ولكن هذا المفهوم مازال غير واضح في بلاد متقدمة اقتصادياً مثل أمريكا.

أقرأ مثلاً ما يقوله "روبرت جونسون" في كتابه الإدارة المالية :

إن مجال الإدارة المالية ما زال غير واضح تماماً في الحياة العملية وإن وظائفها الرئيسية تتم بطرق كثيرة ومختلفة في الهيكل التنظيمي .. إن المسئول المالي قد يسمى أمين الصندوق أو مراقب مالي أو نائب رئيس مجلس إدارة⁽¹⁾ .

ويقول "ويستون وبريجهام" في كتابهما "التمويل الإداري" "إن المدير المالي ربما يحمل لقب أمين صندوق وأحياناً نائب رئيس للتمويل وأحياناً مراقب مالي وأحياناً أمين الصندوق والرقابة المالية وأحياناً سكرتير أمين خزينة ..".

ولكنه يوضح أن هناك تغيرات جوهرية بدأت تظهر الآن لتعطي دوراً واضحاً للمدير المالي⁽²⁾ .

إننا نعتقد أن المدير المالي سيشغل دوراً مهماً في السنين القادمة لأنه قد حدثت تغييرات جوهرية في مصر والعالم أجمعها :

- (1) الانفتاح الاقتصادي في مصر وهو ما يجعل المنافسة قوية بين شركات القطاع الخاص وشركات القطاع العام .
- (2) الرغبة في التقدم السريع وهو ما يتطلب تحليلاً دقيقاً لاقتصاديات الاستثمار والتشغيل والتمويل طويل الأجل وقصير الأجل . ولا سيما في ضوء التغير التكنولوجي السريع .
- (3) ارتفاع الأسعار العالية والرغبة الملحة في خفض الأسعار ولا سيما فيما يتعلق بالطبقات الفقيرة تحقيقاً للعدالة .
- (4) إن الأهمية السياسية للتقدم الاقتصادي والتعمير ستجعل مهمة المدير مهمة سياسية في تحقيق الأهداف القومية بالإضافة إلى مهمته الاقتصادية .. الخ .

(1) فيما يلي جزء من النصف الحرفي :

The Sphere of financial management is not clearly defined in practice , and its necessary functions are handled in a great many ways in different forms of organizational structure .

R . Johnson : Financial Management , P . 15

(2) Weston and Brigham , Managerial Finance , P.10

الهدف الملائم للإدارة المالية في المنشآت الخاصة :

إن اتخاذ القرارات المالية السابقة لا يمكن أن يتم دون تحديد " الإطار المرجعي " (1).
الذي تستمد منه تلك القرارات أساسها . فمن المعروف أن القرارات تتخذ لتحقيق
أهداف معينة . فما هي الأهداف التي تسعى أي منشأة إلى تحقيقها ؟ .

وجهات نظر :

لو سألنا مدير أي منشأة خاصة عن الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها لحصلنا على
إجابات تجري على الوجه التالي :

(أ) تحقيق خدمة للجماهير مع تحقيق أرباح مناسبة للملاك .

(ب) تحقيق أقصى مبيعات . (ج) تحقيق أقل مخاطرة .

وبدراسة هدف " تحقيق خدمة للجماهير مع تحقيق أرباح مناسبة للملاك " سنجد أن
هذا الهدف مجوي في الواقع - هدفين : الخدمة والربح : ذل أن كل المشروعات تسعى إلى
تحقيق خدمة للجماهير ، ولكن يبقى هدف الأرباح " المناسبة " . إن أصحاب أي منشأة -
كقاعدة عامة لها استثناءات - لن يستمروا في استثمار أموالهم إلا إذا كانت الأرباح التي
يحققونها من منشأتهم أكبر - أو على الأقل لا تقل عن - الأرباح التي كان من الممكن أن
يحصلوا عليها من منشآت أو مشروعات أخرى تحمل نفس القدر من المخاطرة . ولذلك فإن
الهدف هنا يبقى في - التحليل النهائي - تحقيق أقصى ربح للملاك (2) في حدود الفرص
الأخرى المتاحة في ميدان الأعمال والمال مع تحفظات خاصة بمستويات المخاطرة والدوافع
الشخصية لكل منهم .

لنأخذ هدف تحقيق أقصى مبيعات . والسؤال الذي ينشأ هنا هو : لماذا تسعى المنشآت إلى
تحقيق أقصى مبيعات ؟ الجواب : هو إما للحصول على حصة كبيرة في السوق أو لتحقيق
أقصى ربح . والحصول على حصة كبيرة يزيد من القدرة التفاوضية للمنشأة في الشراء والبيع

(1) بالإنجليزية Frame of Reference

(2) تحقيق أقصى ربح يقابله في الإنجليزية Profit Maximization ونحن نفضل هذا المصطلح باللغة العربية عن
المصطلح تعظيم الربح الذي يستخدمه بعض الكتاب في الإدارة المالية .

وهو ما يجعلها في النهاية تحقق أقصى ربح . ولذلك (فتحقيق أقصى مبيعات)⁽¹⁾ . يؤدي بطبيعة الحال - مع السيطرة على التكاليف - إلى أقصى ربح .

خذ هدف تحقيق أقل مخاطرة⁽²⁾ : إن وضع أموال المنشأة في الخزينة لا يحقق أي ربح ووضعها ودائع في البنوك يحقق أقل مخاطرة ، أو ربما مخاطرة معدومة بربح عائد صاف خالي من الخطر . ولكن السؤال هنا : ما الذي يكسبه الملاك في هذه الحالة إذا كانوا هم أنفسهم يستطيعون أن يودعوا أموالهم في البنك ليحصلوا على معدل عائد خالي من المخاطرة .

هدف تحقيق أقصى ربح :

واضح أن كل الأهداف المتقدمة تدور حول تحقيق أقصى ربح . ولقد نجحت مهنة المحاسبة منذ زمن بعيد في قياس ربحية المنشآت ، حيث يمكن إظهار الربحية لكل جنيه رأس مال (ربحية الأموال المملوكة) أو إظهار الربحية لكل جنيه مستثمر (ربحية الأموال المستثمرة) . كما نجح المحاسبون في معرفة أساليب السيطرة على التكاليف لتحقيق أكبر ربح ممكن ولكن تعظيم الربح كهدف للمنشأة هدف غير شامل⁽³⁾ : أولاً لأن الأرباح الإجمالية ليست مهمة مثل " الربحية بالنسبة لسهم " . فإن المنشأة يمكنها أن تزيد الأرباح الإجمالية ب: أولاً لأن الأرباح الإجمالية ليست مهمة مثل " الربحية بالنسبة لسهم " . فإن المنشأة يمكنها أن تزيد الأرباح الإجمالية بإصدار أسهم جديدة واستثمار الأموال الجديدة في أذون خزينة : وحتى " تعظيم الربح للسهم الواحد " ليس هدفاً ملائماً لأن ذلك لا يحدد توقيت المكاسب المتوقعة . فأياً أفضل : مروع يحقق 100000 جنيه بعد خمس سنوات من الآن أم مشروع يحقق 15000 جنيه سنوياً كل سنة من السنوات الخمس .. أن ذلك بالطبع يتوقف على نظرة المنشأة وكذلك نظرة المستثمرين للقيمة الحالية للنقود .

ونقطة ضعف أخرى في هدف "تعظيم الربح للسهم الواحد" هي أنها لا تدخل في الاعتبار "المخاطرة" في تدفقات المكاسب المتوقعة ، فبعض مشروعات الاستثمار أكثر خطورة

(1) تحقيق أقصى مبيعات يقابله في الإنجليزية Sales Maximization

(2) تحقيق أقل مخاطرة يقابله في الإنجليزية Minimization of Risk

(3) فإن هورن ، مرجع سبق ذكره ، ص 7 وما بعدها .

من غيرها كما أن بعض الهياكل المالية للمنشآت (هيكل الأموال المملوكة والأموال المقرضة) أكثر خطورة من غيرها ، وهو منا يتوقف على كمية الأموال المقرضة ونسبتها إلى الأموال المملوكة في الهيكل المالي . إن هذه المخاطر الأخيرة ويطلق عليها " المخاطر المالية " - خلافاً لمخاطر التشغيل - تؤثر على تدفقات المكاسب المتوقعة للسهم الواحد .

بالإضافة إلى ذلك فإن هدف " تعظيم الربح " لا يسمح بدراسة أثر سياسة توزيع الأرباح على القيمة السوقية للسهم . فإذا كان الهدف هو " تعظيم الربح " للسهم فإن المنشأة ربما لا توزع أرباحاً على الإطلاق . فهي على الأقل ستقوم بتحسين المكاسب للسهم الواحد عن طريق الاحتفاظ بالربح واستثماره في أذون خزانه . وعلى ذلك فإن تعظيم الربح بالنسبة للسهم الواحد لا يصبح هدفاً مقبولاً في حد ذاته طالما أن توزيع الأرباح يؤثر على قيمة السهم . للأسباب المتقدمة فإن هدف تعظيم الربح لا يصلح كهدف للإدارة المالية بالمنشآت الخاصة .

هدف تحقيق أقصى ثروة للملاك :

إن ثروة أي منشأة تكون قد زادت إلى أكبر حد عندما يكون صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة أكبر من صافي القيمة الحالية للتدفقات الخارجة . فالثروة أو القيمة الحالية هي الفرق بين إجمالي القيمة الحالية وحجم الاستثمار المطلوب لتحقيق ذلك . إن أي تصرف مالي يخلق ثروة أي يكون صافي قيمته الحالية أكبر من صفر يكون تصرفاً مالياً مرغوباً فيه وأي تصرف مالي ينهار أمام هذا الاختبار يجب رفضه لأنه بالتعريف سيقبل من ثروة المنشأة .

وبطبيعة الحال فإن القيم الحالية يتم التوصل إليها بسعر خصم مماثل لتكلفة الأموال . فإذا كانت تكلفة الأموال التي ستخصص للاستثمار هي 10% كان سعر الخصم الواجب استخدامه هو 10% .

ومن أجل تعريف " الثروة " أو " صافي القيمة الحالية " لأي أصل أو لأي مشروع بشكل محدد فإنه من المفيد أن نفكر في :

(ك) متوسط الإيرادات السنوية المتوقعة من المشروع أو من الأصل قبل عمل أي حساب للإهلاك أو الضرائب أو الفوائد .

(ت) التكلفة السنوية المتوقعة واللازم دفعها أو إعادة استثمارها لتحقيق المكاسب السنوية عند المستوى المتوقع (من الممكن أن يكون هذا المبلغ أقل أو أكثر من الإهلاك السنوي) .
 (ض) الضرائب السنوية المتوقعة المحسوبة على الدخل السنوي المتوقع .
 (ف) الفوائد السنوية المتوقعة دفعها وكذلك فوائد الأسهم الممتازة أو أي فوائد لمصادر تمويل خارجي .

وعلى ذلك فإن صافي التدفقات السنوية المتوقعة (ع) = ك - (ت + ض + ف) .
 فإذا وضعنا تقديراً للمخاطر أو مقياساً لنوع التدفقات يمثل درجة عدم التأكد لهذه التدفقات وليكن خ فإن القيمة الحالية للتدفقات الداخلة تكون .

$$= \text{مجم} \left(\frac{1ع}{خ+1} + \frac{2ع}{2(خ+1)} + \dots \dots \dots \right)$$

فإذا طرحنا منها الاستثمار المطلوب على الإضافة إلى الثروة .
 كل ما تقدم إطار فكري لحساب تعظيم الثروة . إن أصعب مشكلة في هذه المهمة هو تقدير التدفقات العائدة وربما يكون أصعب من ذلك هو تقدير مخاطر تلك التدفقات . وبالرغم من ذلك تصبح المعادلة الفكرية هذه جزءاً رئيسياً من التحاليل اللازمة لصناعة القرار . إن وظيفة هذه المعادلة الفكرية أنها تقول لنا ما هي الأشياء الواجب قياسها وكيفية قياسها من أجل اتخاذ قرار سليم . وعلى ذلك يصبح تعظيم الثروة أكثر دقة من تعظيم الربح كهدف .

منطق تعظيم الثروة هدف تشغيلي :

إن المنطق الرئيسي لتعظيم الثروة كهدف تشغيلي كما تم توضيحه يعكس أفضل استخدام للموارد الاقتصادية القومية وبالتالي فإن النتيجة هي تعظيم الثروة القومية ككل .
 إن إدارة الشركة التي تأخذ تعظيم الثروة كهدف تشغيلي تخدم بشكل مباشر أصحابها حيث يتم أخذ الأرباح ودرجة مخاطرها وتوقعاتها في الحسبان وهي الاعتبارات الثلاثة التي يعطيها أي مالك أو مستثمر أهمية كبرى في قراراته .

إن تعظيم الثروة - كهدف تشغيلي للإدارة المالية - يزيد من ثروة الأمة ككل حيث يؤدي الاستخدام الأمثل للموارد إلى تراكم الثروة بالنسبة للاقتصاد ككل .

يتضح مما سبق أن تعظيم الثروة كمعادلة فكرية يكتنفه بعض الصعوبات ولاسيما فيما يتعلق بتقدير المخاطر وهي مسألة تقديرية شخصية ولذلك لا يصلح كهدف للإدارة المالية بالمنشآت الخاصة .

هدف تحقيق أقصى قيمة اقتصادية للمنشأة :

يتفق معظم فقهاء الإدارة المالية المعاصرة على أن " تعظيم قيمة المنشأة أي تكبيرها إلى أقصى حد " هو المحور الأساسي في التمويل الذي تستمد منه كل القرارات والتصرفات في المنشأة . يقول " ويستون وبريجهام " مثلاً في كتابه : " التمويل الإداري " ، والذي يعكس الفكر المالي المعاصر - " إن محور الاهتمام في التمويل في أيامنا هذه - هو القرارات والتصرفات التي تؤثر في قيمة المنشأة⁽¹⁾ .

ويقول " جرانولد ونيمرز " من الكتاب المعاصرين (1970) إن الإدارة العليا والمدير المالي مهتمين أساسياً بتعظيم قيمة المنشأة (أي تكبيرها إلى أقصى حد) في السوق⁽²⁾ . وفي ذلك يقول أيضاً " فان هورن " (1072) إن وظيفة المنشأة هي تعظيم قيمتها لمساهميها⁽³⁾ .

ونظراً لأهمية " قيمة المنشأة " أو تقييم المنشأة " كالمحور الأساسي في نظرية التمويل فإننا نتولى توضيح المقصود بقيمة المنشأة . يقصد بقيمة المنشأة Value - of - the - Firm السوقية للأسهم العادية للمنشأة⁽⁴⁾ .

(1) J. Fred Weston and Eugene Brigham , Essentials of Managerial Finance . (New York : Hlot , Rinehart and Winston , Inc, 1971) P. 3 .

At it stands today , the principal focus of finance is on decisions and actions which affect th value of the firm .

(2) Adolph Grunewald and Erwin Nemmers , Basic Managerial Finance (New York): Holt Rinechart and Winston , Inc , 1971) .

Both top management and the Financial manager are primarily concerned with the maximization of the firm's market value.

(3) James Vanl Horne , Ginancial Management and Policy (London : Prentice - Hall International . 1972) .

The objective of the firm is to maximize its value to its share holders .

ونحن نحذر من الخلط بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية والمقصود هنا دائماً القيمة السوقية أي سعر بيع الأسهم في السوق وتتوقف القيمة السوقية للمنشأة اليوم - على حد تعبير "ويستون وبريجهام" - على تدفقات المكاسب المتوقعة التي ستحدث في المستقبل مع الأخذ في الاعتبار المخاطر الخاصة بتلك المكاسب المتوقعة ويمكن تصوير ذلك في الآتي :

المكاسب المتوقعة " الربحية المتوقعة "

المخاطر قيمة المنشأة

فإذا كانت المكاسب المتوقعة في المنشأة س 10000 جنيه سنوياً .

والمكاسب المتوقعة في المنشأة ص 100000 جنيه سنوياً .

فإن قيمة المنشأة السوقية تتأثر بالمخاطر التي تتعرض لها كل منشأة فإذا كانت المنشأة س تتعامل في شراء وبيع أذن الخزانة وهي عمليات مضمونة ، فإن قيمة هذه المنشأة س تختلف عن قيمة المنشأة ص التي تتعامل في البحث عن البترول . ولا بد أن تكون قيمة المنشأة س أعلى من قيمة المنشأة ص في السوق . وتصبح وظيفة الإدارة المالية هي اتخاذ القرارات التي تؤثر على قيمة المنشأة ومنها بالطبع اختيار :

(1) الصناعة التي تعمل بها المنشأة .

(2) حجم المنشأة . (3) نوع العدد والآلات .

(4) ... وكثير من القرارات الأخرى والتي من شأنها أن تزيد قيمة المنشأة - وبالتالي يمكن

تصوير علاقة القرارات المالية بقيمة المنشأة كالآتي:

محددات القيمة الاقتصادية للمنشأة :

قرارات مالية عن :

1- نوع الصناعة .

2- حجم المنشأة .

← ← العائد

قيمة المنشأة

3- نوع العدد والآلات . ← ← المخاطر

4- استخدام الديون . ← ← السيولة .

5- السيولة .

6-

انطلاقاً من التحليل السابق فإننا نقول : إن القيمة الاقتصادية للمنشأة تتحدد بثلاثة عوامل :

1- المخاطرة الكلية للمنشأة وهي مخاطر الأعمال⁽¹⁾ المرتبطة بالاستثمار ، والمخاطر المالية⁽²⁾ المرتبطة بطريقة التمويل .

2- العائد من الاستثمار نتيجة الاستثمار من ناحية ، ونتيجة طريقة التمويل من ناحية أخرى (في حالة المتاجرة على الملكية) فاقترض أموال بسعر فائدة ثابت لتمويل مشروع في حالة اقتصادية مزدهرة يحقق معدل عائد أعلى عما لو تم تمويل المشروع من أموال مملوكة ، حيث يتم سداد الفائدة المحددة على الأرباح المرتفعة الناتجة من الحالة الاقتصادية المزدهرة ويتبقى الباقي للملاك . وهذا ما يطلق عليه المتاجرة على الملكية⁽³⁾ .

3- تكلفة الفرصة البديلة المتاحة أمام هلاك المنشأة من ناحية وأمام الملاك الآخرين لاستثمار أموالهم في المنشأة .

فإذا كانت المنشأة تتمتع بصفة احتكارية أو بوضع تنافسي مميز زاد ذلك من قيمتها والعكس صحيح ، وإذا كانت هناك فرصة للملاك الآخرين لشراء أسهم هذه المنشأة زادت قيمتها أيضاً .

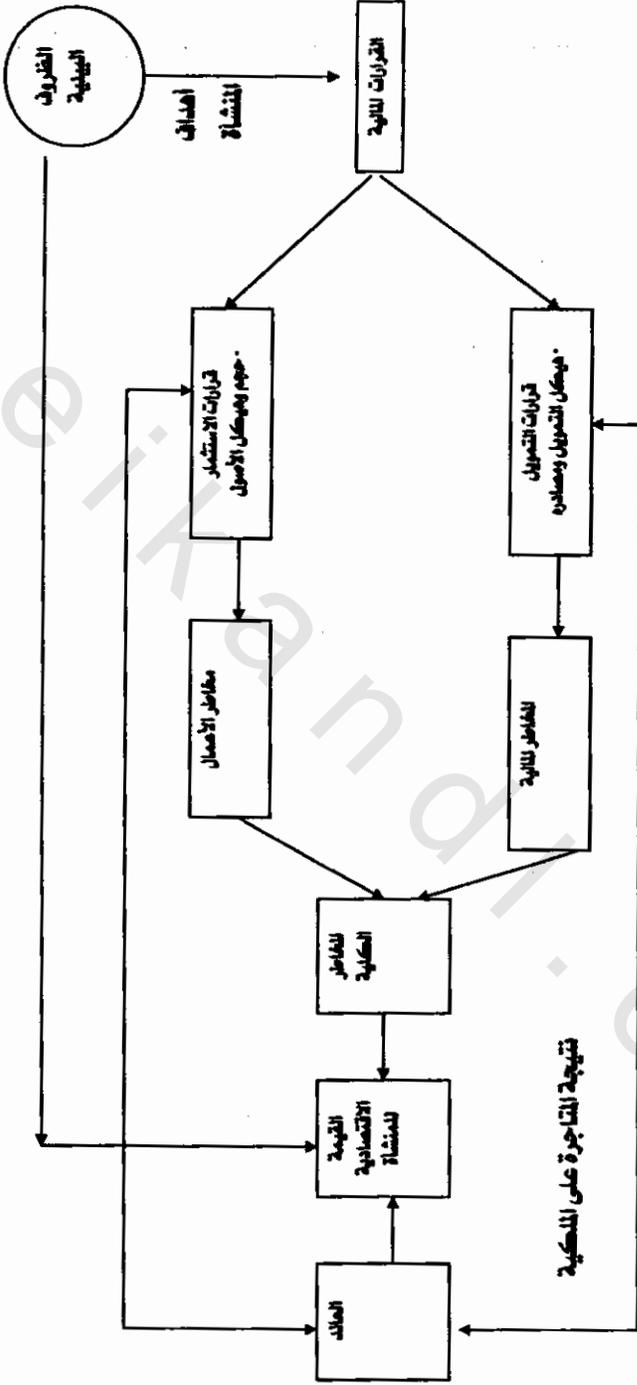
وتعكس بورصة الأوراق المالية قيمة المنشأة في السوق حيث من خلالها يتم شراء أو بيع أسهم الشركة في ضوء تقييم المشترين والبائعين في ظل ظروف الاقتصاد القومي .

وفيما يلي شكل يربط المخاطر بالعائد بقيمة المنشأة في ظل الظروف البيئية التي تعكس الفرصة البديلة .

(1) بالإنجليزية Business Risk .

(2) بالإنجليزية Financial Risk .

(3) بالإنجليزية Trading on Equity .



يوضح الشكل السابق أن القيمة الاقتصادية للمنشأة أو قيمة المنشأة في السوق (على اعتبار أنها تعكس القيمة الاقتصادية) يتأثر بالعائد وبالمخاطر الكلية وتكلفة الفرصة البديلة . والعائد يشمل نوعين : عائد الاستثمار في الأصول ، والعائد الناتج من طريقة التمويل نتيجة المتاجرة على الملكية . والمخاطر الكلية تشمل نوعين من المخاطر : مخاطر الأعمال الناتجة عن الاستثمار والمخاطر المالية الناتجة عن طريقة التمويل . وتكلفة الفرصة البديلة تشمل الفرص التي ضاعت على الملاك نتيجة وضع أموالهم في المشروع أو المنشأة ، وفي الوقت الفرصة البديلة للمستثمرين الآخرين الذين يمكن أن يساهموا في هذه المنشأة أو المشروع . وكما يوضح الشكل السابق الإطار الفكري للإدارة المالية فإنه يوضح أيضاً الموضوعات التي يتطلب الأمر دراستها في الإدارة المالية وهي على الوجه التالي :

قرارات الاستثمار (حجم وهيكل الأصول) :

1- العائد على الاستثمار .

مخاطر الأعمال الناتجة من هذا الاستثمار .

قرارات التمويل (هيكل التمويل ومصادره) :

1- هيكل التمويل ودرجة المتاجرة على الملكية .

2- المخاطر المادية المرتبطة بهياكل التمويل .

3- العائد الناتج عن طريقة التمويل .

وذلك في ضوء تكلفة الفرصة البديلة والظروف البيئية التي تؤثر على المنشأة .

تحفظات حول هدف الإدارة المالية في المنشأة العامة :

من الطبيعي أن يكون هناك اختلاف بين أهداف الإدارة المالية في المنشآت العامة عن تلك المرتبطة بالمنشآت الخاصة فمن المعروف أن الحكومات تنشئ شركات عامة لتحقيق هدف أو أكثر مما يلي :

- زيادة معدل التنمية الاقتصادية ومعدل توظيف القوى العاملة .

- إنشاء المشروعات التي لا تحقق أرباحاً في الأجل القصير وتتطلب فترة عناية ورعاية لا يستطيع

أن يقدمها القطاع الخاص .

- تحقيق الاكتفاء الذاتي ، وربما يكون ذلك متعارضاً مع مبدأ الميزة النسبية المعروف في الاقتصاد .

- رفع المستوى الاقتصادي لمناطق معينة .

- إعادة توزيع الدخل بين الطبقات من خلال بيع سلع بأسعار مدعمة للطبقات الفقيرة .

ولذلك فإن هدف تحقيق أقصى ربح للمنشأة العامة يكون في حدود الضوابط التي وضعت لأهداف تلك المنشآت ، كما أن هدف تحقيق أقصى ثروة للمنشأة لا بد أن يكون وراثياً أيضاً ، فالقول بغير ذلك معناه تدهور ثروة الأمة أو الحكومة . فالمنشأة العامة يجب أن تسعى إلى تحقيق أقصى ثروة للملاك العموميين (أصحاب الملكية العامة وهي الدولة) . وإذا كان من المطلوب دعم طبقة من الطبقات من خلال دعم أسعار البيع ، فيجب عدم خلط التشغيل الاقتصادي للمنشأة عن المتطلبات الاجتماعية ، بمعنى أن فرق الدعم لا بد أن يدخل جانب الإيرادات وتحمله الدولة كجهة صاحبة سيادة ، وليس كمنشأة اقتصادية . والعمل بغير ذلك يقلل من كفاءة الشركة ويحدث خلطاً عند إدارة الشركة وتتوه اقتصاديات القرارات المالية : استثمارية أو تشغيلية أو تمويلية⁽¹⁾ .

تحفظات حول هدف الإدارة المالية في المجتمعات الإسلامية :

لا بد للباحث في أهداف الإدارة المالية أن يميز فروقاً بين المجتمعات الغربية وبين المجتمعات الإسلامية في وقتنا المعاصر : ففي المجتمعات الإسلامية يتم النظر إلى الأشياء بمنظور يتأثر قليلاً أو كثيراً بمفهوم القيم الإسلامية حيث نجد تركيزاً على الحلال والحرام ، نجد تركيزاً على مفهوم البعث والحساب عبر الدنيا والآخرة ، نجد تركيزاً على دمج القيم الروحية مع القيم المادية .. نجد تركيزاً على النجاح والفلاح في الدنيا والآخرة .

(1) نادي البعض في الستينات والسبعينات بأن هدف المنشأة العامة يجب أن يكون "تعظيم العائد الاجتماعي" ، ولكن المشكلة تكمن في عدم إمكانية قياس العائد الاجتماعي . وقد قيل إنه يمكن قياس العائد الاجتماعي "باستعداد المستهلكين للدفع" . ولعدم إمكان قياس استعداد المستهلكين للدفع في الواقع العملي انطلق رجال الإدارة في الحكومة في القول بالعائد الاجتماعي دون عمل حسابات واكتفي الناس بالفكرة . والإدارة المالية علم يتعامل مع الأرقام لا مع الكلام .

في المجتمعات الإسلامية نجد أن التصرفات استثمارية أو ادخارية أو استهلاكية ... لا بد وأن تمر من خلال مبدأ الحلال والحرام كما أن مبدأ دمج القيم الروحية مع القيم المادية ينتج إطاراً فكرياً مختلفاً للأدوات والوسائل . ففي الاستثمار والإنتاج والاستهلاك لا يجوز الاقتراب من لحم الخنزير ومن الخمر ومن الميسر كما أن لا يجوز الاقتراب من الاستهلاك المظهري الترفي الذي يصل إلى حد الإسراف .

وفي الادخار - كما في التمويل - لا يجوز الاعتداد على إيداع مدخرات بفائدة ثابتة محددة مسبقاً كما لا يجوز الإقراض بفائدة ثابتة محددة مسبقاً⁽¹⁾ . كما لا يجوز إهدار الموارد الطبيعية أو البشرية .. الخ .

وفي المجتمعات الإسلامية لا يكفي أن تكون الأهداف المطلوب تحقيقها سامية ولكن الوسائل أيضاً يجب أن تكون سامية فأكل أموال الناس بالباطل وبدون حق مرفوض والرشوة مرفوضة . وبخس أشياء الناس مرفوض الخ والعدالة الاجتماعية - من ناحية أخرى - واجب .. في المجتمعات الإسلامية فإن القاعدة هي أن الملك لله وأن الإنسان مستخلف في الأرض وهو مطالب بإتباع تعليمات قوانين الخالق في سلوكه اليومي : كمستثمر وكمدخر وكمستهلك وكمدير ... الخ .

من أجل ذلك فإننا نرى أن هدف الإدارة المالية في المجتمعات الإسلامية هو تحقيق أقصى ثروة في حدود الضوابط الإسلامية . ومن المعلوم أن الضوابط الإسلامية تهتم بتحقيق أقصى جودة للحياة المعنوية والقيم الروحية بالإضافة إلى جودة الحياة المادية . والضوابط

(1) أصدر مجمع البحوث الإسلامية المنعقد بالقاهرة في المحرم سنة 1385 - مايو 1965 فتوى بأن " الفائدة على أنواع القروض كلها ربا محرم ، لا فرق بين ما يسمى بالقرض الاستهلاكي وما يسمى بالقرض الإنتاجي ، لأن نصوص القرآن والسنة في مجموعها قاطعة في تحريم النوعين " . كما أفتى بأن " كثر الربا وقليله حرام " كما يشير إلى ذل الفهم الصحيح في قوله تعالى : " يا أيها الذين آمنوا لا تأكلوا الربا أضعافاً مضاعفة " ، كما أفتى بأن " الاقتراض بالربا محرم لا يبيحه حاجة ولا ضرورة . والإقراض محرم كذلك ولا يرتفع إثمه إلا إذا دعت الضرورة وكل أمرئ متروك لدينه في تقدير ضرورته " - المصدر : جريدة الأهرام يوم 1983 / 3 / 23 ص 13 (صفحة الفكر الديني) .

الإسلامية - على ذلك - ليست قيوداً ولكنها تحديد المسارات الإنسانية في الطريق المستقيم لصالح العباد .

إننا لا نتصور أن يكون هدف الإدارة المالية في المجتمعات الإسلامية هو تحقيق أقصى ثروة للملاك مع التضحية بالقيم الأخلاقية في التعامل والسلوك . وبالنسبة للمسئولية الاجتماعية ففي المجتمعات الغربية لا تسمح الحكومات مثلاً بإحداث ضوضاء أو تلوث بالجر أو زيادة البيئات القذرة أو إساءة تخصيص الموارد . . ويصبح هذا الهدف في المجتمعات الإسلامية أكبر وجوباً ليس فقط من منطلق الالتزام بالقوانين الحكومية وخوفاً من المخالفات والجزاءات ولكن لأن ذلك التزام ديني .

كما لا نتصور أن يكون هدف الإدارة المالية في المجتمعات الإسلامية هو تحقيق ثروة للملاك على حساب الجماهير العريضة باستغلال حاجاتهم و فقرهم بإقرار الاستثمارات الموجهة فقط إلى طبقة الأغنياء . إن محفظة الاستثمارات يجب أن تحقق العدالة في خدمة طبقات المجتمع والأجيال المستقبلية وربما تستخدم الزكاة لتحقيق التوازن المفروض أن يحققه الاستثمار وذلك عن طريق العدالة في توزيع الدخل . . وفي هذا المجال فإن دفع الضرائب للحكومة غير كاف . كما أن التهرب من الضرائب ولو من خلال ثقب في قوانين الضرائب ولو انحه يجب ألا يتطرق إلى الزكاة . فالزكاة لا تنقص ثروة المنشآت من المنظور الإسلامي . إن تقييم مشروعات الاستثمار من منظور اقتصادي / اجتماعي إسلامي يصبح أمراً ضرورياً في المجتمعات الإسلامية وليس مجرد الالتزام بالقوانين أو اللوائح أو لمحاولة الحصول على منفعة مادية .

إن هدف الإدارة المالية - في المجتمعات الإسلامية - إذن لا بد وأن يكون تعظيم ثروة الملاك في ضوء الضوابط الإسلامية الواردة في الأحكام القطعية للشريعة الإسلامية⁽¹⁾ .

أهمية الأسواق المالية وظائفها وكفاءتها :

إن الوحدات الاقتصادية في أي مجتمع عادة ما تنقسم إلى نوعين :

(1) وأنا أرجو أن أتمكن من دراسة هذا الموضوع بشكل تفصيلي وموضوعي وأدعو المهتمين إليها المحاولة كنقطة انطلاق لوضع علم في الإدارة المالية الإسلامية .

الأول : وحدات اقتصادية تتجاوز مدخراتها الجارية حجم استثمارها في أصول حقيقية ، ولذلك يطلق عليها وحدات اقتصادية عارضة للأموال ، أو وحدات ذات فائض مالي .
الثاني : وحدات اقتصادية تتجاوز استثمارها الحقيقية المتوقعة مدخراتها ، ولذلك يطلق عليها وحدات اقتصادية طالبة للأموال أو وحدات ذات عجز مالي .

والأسواق المالية هي التي من خلالها تنتقل الأموال من الوحدات الاقتصادية عارضة الأموال إلى الوحدات الاقتصادية طالبة هذه الأموال ، أو من الوحدات ذات الفائض المالي إلى تلك الوحدات ذات العجز المالي .

فإذا كانت هذه الأسواق المالية غير منظمة أو ير نشيطة فسوف يصعب انتقال الأموال بين هذه الوحدات مما يقلل من دخل الوحدات الاقتصادية سواء أكانت عارضة للأموال أو طالبة لها مما يقل الدخل القومي ككل .

وتتكون الأسواق المالية من الوسطاء الماليين مثل البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والأعمال وشركات التأمين وصناديق الادخار ، وكذلك من الوكلاء والسماسرة سواء أكانوا أفراداً طبيعيين أو معنويين ، وكذلك من المستثمرين والعديد من الأطراف الآخرين .

إن الأسواق المالية تلعب دوراً شديداً الأهمية في اقتصاديات الدول وبصفة خاصة بعد التطور الاقتصادي السريع في عصرنا هذا وتضم عدد وحجم الوحدات الاقتصادية وحاجاتها المتزايدة إلى الأموال ، وكذلك تضخم حجم الأموال الفائضة في حوزة وحدة أخرى . مما جعل من الأسواق المالية حلقة الوصل بينهم، لتسهيل انسياب الأموال بين كلا النوعين من الوحدات .

وبالطبع هناك وظائف عديدة للأسواق المالية إلا أن معظم الوظائف يتلخص في توزيع أو تقسيم المدخرات بكفاءة على مستخدميها النهائيين إما لاستثمارها في أول حقيقية أو لاستخدامها في الاستهلاك .

بدون الأسواق المالية سوف يكون هناك موارد عديدة غير معروفة وغير مستغلة وهناك حاجات عديدة لم تشبع وبالتالي فالأسواق المالية تعمل على كشف الحاجات التي لم تشبع وكذلك الموارد التي لم تستغل للمساهمة في التلاقي بين الجانبين بما يؤدي إلى المساهمة في حل المشكلة الاقتصادية عن طريق التخصيص الرشيد للأموال .

إن التدفقات المالية التي تنتقل بين الوحدات الاقتصادية تثبت أو تسجل في أوراق . وهذه الأوراق تسمى بالأوراق المالية وهي تعتبر أصول مالية لحاملها بينما تمثل التزامات مالية أو مسؤوليات مالية لمصدرها ، ويعتبر السوق المالي كفاء عندما يعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية بما يدعم أسواق المال تظهر في استخدام الأساليب المختلفة للحصول على الأموال وتوجيهها في الاستثمارات المربحة من أجل التقدم الاقتصادي . وإن كفاءة التشغيل في الأسواق المالية تتطلب وجود عدد من المؤسسات المالية ومن الأدوات المالية . ومن بين تلك المؤسسات المالية ما يمكن أن نطلق عليه باللغة العربية "مصرفي الاستثمار" .

مصرفي الاستثمار⁽¹⁾ - شركات تسويق وترويج الأوراق المالية -

عندما تصدر الشركة أسهماً جديدة وتطرحها للجمهور فإنها غالباً ما تعتمد على خدمات مصرفي الاستثمار - وهو نظام معروف في أمريكا وبعض البلاد الأخرى - والوظيفة الرئيسية لمصرفي الاستثمار هي شراء الأوراق المالية من الشركة ثم بيعها للمستثمرين . واضح هنا أن مصرفي الاستثمار يحصل على فرق بين سعر شراء الأوراق المالية وسعر بيعها للمستثمرين . هذا الفرق في مقابل الخدمة التي يقوم بها . وفيما يلي بيان بما يقوم به مصرفي الاستثمار .

- 1- ضمان الأوراق المالية المصدرة ضد تقلبات الأسعار التي يمكن أن تحدث عند توزيع أسهم جديدة يقوم هو بشرائها ويقوم ببيعها بحيث لا يحدث هبوط في قيمتها التي تباع بها .
- 2- تسويق الأوراق المالية .. ونظراً لتخصص مصرفي الاستثمار فإنه يقوم بتسويق الأوراق المالية بكفاءة كبيرة نسبياً وهو يقوم بتسويق الأوراق المالية عن طريق وكلاء وسامسة .
- 3- إعطاء النصيحة والمشورة للشركات عن صفات وشروط الأوراق المالية باعتباره خبيراً في أسواق المال .

إن البديل للاعتماد على " مصرفي الاستثمار " لبيع الأوراق المالية هو أن تقوم الشركة ببيع الأوراق المالية مباشرة . ومن الملاحظ أن مصرفي الاستثمار يلعب دوراً كبيراً في تسويق السندات .

(1) يجب أن نوضح هنا أن بعض يسميه خطأ بنك الاستثمار : على أساس Investment Banker فهذه المؤسسة المالية ليست بنكاً فهي لا تقبل ودائع وإنما مؤسسة تشتري وتبيع الأوراق ولذلك فنحن نسميها تجاوزاً "مصرفي استثمار" .

ومن التحليل المقدم يمكننا أن نطلق على تلك الشركات شركات تسويق وترويج الأوراق المالية وتم إنشاء إحدى هذه الشركات في مصر أخيراً .

بورصة الأوراق المالية :

يتم شراء وبيع الأوراق المالية في بورصة تسمى بورصة الأوراق المالية وهي بورصة لها مكان يتم فيه التعامل شراء وبيعاً . وككل الأسواق - فإن بورصة الأوراق المالية تسهل الاتصال بين المشتري والبائع . وباختصار فإنه يمكن تمييز أربع مزايا لبورصة الأوراق المالية .

- 1- إن وجود مكان يجعل من الأسهل تنفيذ عمليات شراء وبيع بكفاءة وبتكلفة أقل . وبالتالي فإن السيولة التي تتحقق نتيجة تلك العمليات تجعل المستثمرين راغبين في قبول عائد قليل نسبياً على الأوراق المالية ، هذا معناه انخفاض تكلفة الأموال .
- 2- إن عمليات الشراء والبيع التي تتم يومياً بمثابة اختيار لقيم الأوراق المالية وهو ما يسهل عمليات التمويل والتوسع .
- 3- استقرار الأسعار النسبي نتيجة التعامل شراء وبيعاً أكبر مما لو لم يكن هناك سوق .
- 4- تساعد بورصة الأوراق المالية في تصريف الإصدار الجديد من الأوراق المالية ولقد بدأت بورصة الأوراق المالية في الانتعاش في الفترة الأخيرة نتيجة إدراج " شركات الانفتاح الاقتصادي والشركات الجديدة " ويجب أن يكون المدير المالي على علم بالقوانين واللوائح التي تحكم إصدار وتداول الأوراق المالية لأنها على التزاماته وعلى طرق التمويل وتكلفة

تصنيف الأسواق المالية :

يمكن تقسيم الأسواق المالية وفقاً لعدة اعتبارات مثل اعتبار الآجال للأصول المالية المتداولة إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال أو وفقاً لاعتبار نوعية الأوراق المالية المصدر ، فإذا كانت أوراق مالية جديدة تسمى سوقاً أولية أما إذا كانت أوراق مالية سبق إصدارها في فترة سابقة تسمى سوقاً ثانوية .

وبالطبع سوف نختار تصنيف الأسواق المالية وفقاً لاعتبار آجال الأصول المالية المتداولة

لاتفاق ذلك التصنيف مع طبيعة الدراسة في هذا الجزء الذي يركز على مصادر التمويل طويلة الأجل ووفقاً لهذا الاعتبار تصنف الأسواق المالية إلى سوقين أساسيين هما :

(أ) أسواق النقد :

وهي تلك السوق التي تتداول فيها الأصول المالية قصيرة الأجل أي أجل استحقاقها لا يزيد عن السنة مثل أذون الخزانة أو الأوراق المالية الأخرى التي يتم التعامل فيها بغرض السيولة وليس بغرض الربحية ، وعمليات الخصم للأوراق التجارية تمثل نشاطاً رئيسياً لسوق النقد وكذلك القروض قصيرة الأجل .

ولذلك تتميز هذه الأسواق بانخفاض درجة المخاطر التي تتعرض لها الأصول المالية المتداولة في هذه الأسواق مع درجة عالية من السيولة وبالتالي انخفاض العائد . إن التدفقات المالية في هذه الأسواق تتحرك وفقاً لسعر الأصول المالية ودرجة المخاطرة فقط ويلعب العائد دوراً بسيطاً في هذه الأسواق .

(ب) أسواق رأس المال (أو الأسواق الرأسمالية) :

والتي تتداول فيها الأصول المالية طويلة الاستحقاق مثل السندات طويلة الأجل والأسهم سواء كانت أسهم عادية أو ممتازة ، وفي هذه الأسواق يلعب العائد دوراً كبيراً في حركة التدفقات المالية بين الأصول المالية المختلفة وذلك على عكس الأسواق النقدية . ولذلك تتحدد حركة التدفقات في الأسواق الرأسمالية وفقاً لأسعار الأصول المالية المتداولة والعوائد والمخاطر المرتبطة بهذه العوائد ، والسيولة لا تلعب أي دور في هذه الأسواق .

الأصول المتداولة في أسواق رأس المال هي :

أولاً : الأسهم العادية والأسهم الممتازة .

ثانياً : صكوك التمويل وصكوك الاستثمار .

وفيما يلي نتناول كل منها بالتفصيل :

أولاً : الأسهم العادية والأسهم الممتازة :

إن الصفة الأساسية للأسهم العادية هو أن لها حقاً غير محدد في أرباح المشروع وأصوله . فالسهم العادي يشترك في الأرباح بعد أن يأخذ السهم الممتاز نصيبه كما يشترك في الأصول

بعد استيفاء جميع المتطلبات الأخرى . ولحامل السهم العادي الحق في التصويت .
 أما الأسهم الممتازة⁽¹⁾ وهى نشأت في القرن التاسع عشر لتشجيع المستثمرين في
 الاستثمار في السك الحديدية الأمريكية فلها امتياز في الحصول على أرباح قبل الأسهم العادية
 وأيضاً في الحصول على قيمتها في حالة التصفية ، وغالباً ما يحدد للأسهم الممتازة نسبة محدد
 للربح من قيمتها .

ويمكن التمييز بين الأنواع الآتية من الأسهم الممتازة .

- أسهم ممتازة مشتركة في الأرباح أي تشارك - بعد استيفاء نسبتها المحددة - مع الأسهم
 العادية في أرباح الشركة وأسهم ممتازة غير مشتركة مع الأسهم العادية.
- أسهم ممتازة مجمعة الأرباح وأسهم ممتازة غير مجمعة الأرباح ، والأولى هي الأسهم التي
 لها حق الحصول على كامل أرباحها في السنين التالية إذا لم تكن الأرباح في سنة من السنين
 كافية لدفع النسبة المحددة لها .
- أسهم ممتازة قابلة للتحويل لأسهم عادية وذلك حتى تعطي للشركة مرونة في التمويل
 وفي الأعباء .

وللمساهم العادي الحقوق الآتية :

- 1- حق الحصول على شهادة مساهمته في ملكية الشركة بعدد محدد من الأسهم.
- 2- حق تحويل أسهمه لمن يشاء .
- 3- حق التصويت لانتخاب مجلس الإدارة .
- 4- حق التصويت في الموضوعات الأخرى التي لها علاقة بملكية الشركة.
- 5- حق منع الشركة من القيام بأعمال معينة .
- 6- حق فحص الدفاتر .
- 7- حق الحصول على الأرباح عندما تعلن .
- 8- حق الاشتراك في أسهم جديدة بنسبة ما يملكه من أسهم .
- 9- حق الحصول على جزء مما يتج نتيجة التصفية .

(1) بالإنجليزية Preferred Stock .

ويجب على المساهم أن يقوم بدفع قيمة السهم بالكامل طالما طلب ذلك مجلس الإدارة .
وفي حالة عدم دفع باقي القيمة فإنه يجوز لمجلس الإدارة بيع أسهمه حتى يدفع ثمنها بالكامل -
هذا يفرض أن جميع المساهمين سيعاملون بنفس الطريقة .

وعند اتخاذ قرار للتمويل بنوع الأسهم يجب دراسة الاعتبارات الآتية :

- 1- تكاليف الأموال الجديدة .
 - 2- قيمة التضحية بالرقابة الحالية على المشروع .
 - 3- مدى الالتزام بدفع نقود دورية مقابل استخدام الأموال .
 - 4- درجة التقييد في حرية الإدارة للتصرف .
 - 5- مدى الضمان المطلوب مقابل الأموال .
- وفي الصفحة التالية مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة كطريقة من طرق التمويل .

مقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة كطريقة من طرق التمويل

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	
أرباحها محددة بنسبة مئوية . وغالباً ما يقبل المساهمون عليها بالرغم من انخفاض النسبة وذلك لصفة " تجميع الأرباح وللأمان الذي تتصف به .	أكثر تكلفة من الأسهم الممتازة والسندات لأنها تشترك في كل الفائض	1- تكاليف رأس المال الإضافي .
من أهم مزايا الأسهم الممتازة أنه يمكن الاستعانة بالأموال دون التضحية بالرقابة على المشروع بالرغم من أنه قد يكون هناك حق التصويت أحياناً وفي صورة محددة .	حق التصويت يعطي للمشتري فإذا كان الشراء من أشخاص خارجيين فقد تضع الرقابة على المشروع	2- التضحية بالرقابة

الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	
ليس هناك إلزام قانوني بدفع أرباح للأسهم الممتازة (بعكس القروض أو السندات .	إذا لم تحقق الشركة أرباحاً فليس هناك التزام بدفع نقود .	3- التزام بدفع نقود دورية .
تستطيع الشركة أحياناً رد قيمة الأسهم الممتازة إذا رأت ذلك .	ليس هناك مدة محددة . ولا تعطي الشركة أية وعود برد القيمة .	4- طول مدة احتياج الأموال .
أ- لا يمكن للإدارة دفع أرباح للأسهم العادية إذا كان مستوى الربح منخفضاً . ب- أحياناً ضرورة موافقة أصحاب الأسهم الممتازة على بيع الأصول أو تأجيرها . 3- منع إصدار سندات أو أسهم ممتازة أخرى جديدة .	5- لا تضع قيوداً على حرية الإدارة في التصرف .	5- قيود على حرية الإدارة .
ليس هناك ضمان مثل الأسهم العادية فهم أصحاب أملاك .	ليس هناك ضمان أصول في حالة إصدار أسهم عادية .	6- ضمان أصول .

ثانياً : السندات :

إن الاهتمام هنا هو بالقرض الذي يستحق بعد فترة طويلة من الزمن ، ربما عشر سنوات . إن أصحاب القرض باعتبارها دائنين للشركة لا يستطيعون أن يتحكموا في خط سير الأعمال فيها وليس لهم صوت في إدارة الشركة . وبالرغم من ذلك فإن الشركة إذا خالفتا لشروط المتضمن عنها في العقد بينها وبين أصحاب القرض فإنهم يستطيعون حينئذ أن يؤثروا في اتجاه الشركة وبالإضافة إلى عدم تمتع أصحاب القرض بحق التصويت فإنهم لا يشتركون في

الأرباح المتبقية في الشركة فدخلهم ثابت . وكذلك فإنه ف الوقت الذي لا يوجد تاريخ استحقاق للسهم العادي أو الممتاز فإن للسند تاريخ استحقاق وفي التصفية فإن الأولوية هي لصاحب القرض قبل حملة الأسهم العادية والممتازة . على أنه باختلاف القرض قد تختلف الأولوية في استيفائه .

أنواع السندات :

فيما يلي بيان بالأنواع المختلفة للسندات :

- 1- سندات غير مضمونة برهن أصول معينة .
- 2- سندات غير مضمونة برهن أصول معينة وفي الدرجة الثانية .
- 3- سندات مضمونة برهن أصول معينة .
- 4- سندات مضمونة بأسهم أو سندات أخرى Collateral trust bonds .
- 5- سندات دخل Income bonds .
- 6- شهادات استثمار آلات Equipment trust certificates .
- 7- شهادات قابلة للتحويل Convertible bonds .

السندات غير المضمونة برهن أصول معينة :

ينظر المستثمر هنا إلى القدرة الربحية للشركة على أنها ضامنة . ولما كانت هذه السندات غير مضمونة برهن أصول معينة فإن في حالة التصفية يصبح حامل السند دائناً عاماً . وبالرغم من أن هذا السندات غير مضمونة برهن أصول إلا أن الاتفاق القانوني بينا لشركة وممثل حملة السندات يمنع الشركة من رهن أصول معينة لأصحاب سندات في المستقبل . إن هذا الشرط بمثابة حماية المستثمر من أن الأصول لن تمس في المستقبل لصالح دائنين آخر .

سندات الدرجة الثانية غير مضمونة برهن معين :

إن مستوى هذه السندات أقل من مستوى السندات السابقة من ناحية ارتباطها بالأصول . ففي حالة التصفية فإن هذه السندات تسدد بعد أن تسدد جميع السندات المضمونة . وبالرغم من ذلك فإن هذه السندات تأتي في الترتيب الأول بالنسبة للأسهم الممتازة والأسهم العادية . إن في هذه الطبيعة المميزة لهذا النوع من السندات ينظر إليها من جانب الدائنين على

أنها بمثابة أموال مملوكة وهي بالطبع ليست كذلك . وفي الواقع فإن هذا النوع من السندات يستخدم لدعم زيادة الاقتراض باعتبار أن له نفس صفة الأموال المملوكة من حيث المطالبة بالأصول ، ونحن نتوقع أن يكون عائد السند مرتفعاً لتشجيع المقرض ، وفي كثير من الحالات يمكن أن يكون هذا السند قابلاً للتحويل إلى أسهم عادية .

السندات المضمونة برهن أصول معينة :

هذا النوع من السندات يكون مضموناً بأصول ثابتة غالباً ، وعادة ما ينص على نوع الأصل المرهون في السند ذاته باعتباره وثيقة قانونية تعطي حق بيع الأصل في حالة عدم السداد . وككل القروض المرهونة فإن الأصل المرهون يجب أن يجب أن يزيد عن قيمة السند وإلا فإن مثل صاحب القرض قد يبيع الأصل ليستوفي الدين ويصبح دائناً عاماً بالنسبة للباقي . ومن الممكن للشركة أن تصدر سنداً آخراً مضموناً برهن نفس الأصل . وحيث يكون السند الجديد رهناً ثانياً والسند القديم رهناً أول على نفس الأصل ، ولما كان صاحب السند ذو الرهن الأول له أحقية تامة في استيفاء كل الدين فإن هذه الطريقة غالباً ما لا تتبع . وإذا اتبعت تلك الطريقة فإن ذلك يحمل معه معنى أن التمويل وصل إلى درجة يائسة .

السندات المضمونة بأسهم وسندات أخرى :

في حالة حدوث غش ما فإن ممثل أصحاب السندات المضمونة بهذا الشكل يستطيع بيع الأسهم والسندات موضوع الضمان ويستوفي حقوق أصحابها منها . إن تلك الأسهم والسندات موضوع الضمان غالباً ما تكون أسهم وسندات شركات أخرى .

سندات مقرونة بربح الشركة :

في هذا النوع من السندات فإن الشركة تلتزم فقط بدفع الفوائد في حالة تحقيق أرباح ، وربما تكون تلك السندات ذات طبيعة تجميعية بالنسبة للأرباح بحيث يتم تجميع الأرباح إذا لم يتحقق أو لم تكن تكفي . على أنه غالباً ما لا تزيد المدة عن ثلاث سنوات . كما هو واضح فإن وعد هذا النوع من السندات للمستثمر وعد ضعيف ، ولكنه أعلى من الأسهم الممتازة على أي حال ذلك بالإضافة إلى أن الفوائد المدفوعة هنا تخضع من المبالغ الخاضعة للضريبة بعكس الأسهم الممتازة .

شهادات استثمار الآلات :

تستخدم هذه الطريقة من التمويل الشركات الكبيرة التي تشتري الآلات بمبالغ كبيرة وتعطي في المقابل الآلات شهادة تحمل عائداً محدداً يتم دفعه هو والأصل من حصيلته تشغيل تلك الآلات .. وحيث يتم رد جزء من الأصل في مواعيد دورية ، وعند الانتهاء من دفع قيمة الأصل بالكامل تنتقل ملكية الآلات إلى الشركة المشترية . يلاحظ أن هذا النوع مشابه لطريقة التمويل باستئجار الأصول.

سندات قابلة للتحويل :

هي سندات تحمل في طياتها الحرية في اختيار قابليتها للتحويل إلى أسهم عادية ، وغالباً ما يكون منصوباً على عدد الأسهم العادية الممكن التحويل إليها بموجب السند .

ثالثاً : صكوك الاستثمار وصكوك التمويل :

إن القانون 146 لسنة 1988م والمعروف بقانون تلقي الأموال استحدث نوعين من الأصول المالية الجديدة لم تكن معروفة من قبل باسم صكوك الاستثمار والتي يقتصر إصدارها على شركات تلقي الأموال فقط وصكوك التمويل ذات العائد المتغير والتي يحتاج إصدارها من خلال الشركات المساهمة التي تعمل في السوق المصري .

ولأهمية هذه الأصول المالية الجديدة وحادثة العهد بها سوف نتناول كل منها بالتفصيل

كما يلي :

صكوك الاستثمار :

هو أصل مالي يقتصر حق إصداره على الشركات التي تعمل في مجال تلقي الأموال لاستثمارها وغير قابل للتداول في بورصة الأوراق المالية ، وقد ألزم القانون 146 لسنة 1988م جميع الشركات التي تعمل في مجال تلقي الأموال بإصدار هذه الصكوك مقابل الأموال التي تلقاها من الجمهور بغرض الاستثمار ومن أهم خصائص هذه الصكوك ما يلي :

- 1- المشاركة في صافي الربح أو الخسارة وفقاً لنتائج الأعمال الفعلية .
- 2- ليس لحملة الصكوك التدخل في إدارة الشركة المتلقية للأموال .
- 3- لحملة الصكوك الأولوية في الحصول على حقوقهم في حالة التصفية قبل حقوق

أصحاب رأس المال المتمثلة في الأسهم العادية .

- 4- اقتصار تداول هذه الصكوك بين الشركة المتلقية وبين أصحاب الصكوك .
- 5- لا يجوز إصدار الصكوك بأكثر أو بأقل من قيمتها الدفترية .
- 6- لا يحق لحملة الصكوك الإطلاع على مستندات ودفاتر الشركة وكذلك لا يحق لهم حضور الجمعية العمومية أو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة .

وبهذا الشكل نجد أن صكوك الاستثمار عبارة عن أصل مالي يجمع من وجهة نظر التمويل بين خصائص الأسهم العادية والسندات فهي تتفق مع الأسهم العادية في المشاركة في الربح والخسارة وفقاً لتتاج الأعمال الفعلية وتتفق مع السندات في عدم أحقية حاملها الإطلاع إلى دفاتر الشركة أو حضور الجمعية العمومية أو التدخل في الإدارة أو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ، وتتفق أيضاً مع السندات في أولوية الحصول على قيمتها في حالة التصفية قبل حقوق حملة الأسهم العادية .

صكوك التمويل ذات العائد المتغير :

صك التمويل عبارة عن أصل مالي يتاح إصداره من خلال الشركات المساهمة التي تعتمل في السوق المصري وقابل للتداول في بورصة الأوراق المالية وهو عبارة عن التزام مالي تجاه الشركة المصدرة له مقابل الأموال التي تحصل عليها ومن أهم خصائص تلك الصكوك ما يلي :-

- 1- الصكوك اسمية .
- 2- قابلة للتداول في البورصة .
- 3- ذات عائد متغير .
- 4- عدم أحقية حاملها في التدخل في إدارة الشركة .
- 5- قابلة للتحويل إلى أسهم وكذلك الاستهلاك قبل أجل استحقاقها في حالة النص على ذلك عند الإصدار .

ويتضح من أهم الخصائص السابق ذكرها أن صكوك التمويل تحقق مميزات عديدة للشركة المصدرة لها مثل :

- 1- عدم تدخل حاملها في إدارة الشركة مما يعطي حرية أكبر للإدارة .

2- ذات عائد متغير يتوقف على نتائج الأعمال وعدم الالتزام بتوزيع أرباح في حالة عدم تحقيقها مثل الأسهم الممتازة وكذلك المشاركة في الخسائر حين حدوثها مثل الأسهم العادية .

3- سهولة الحصول على التمويل وتحقيق المرونة من خلال قابلية تحويل الصكوك إلى أسهم أو قابلية استهلاكها قبل مواعيدها.

4- تمثل جاذبية للشركة لإمكانية تداولها في البورصة وكذلك عدم التزام الشركة برصد قيمة الصك قبل تاريخه المحدد وكذلك سهولة تسويقها .

وبالطبع هذه الصكوك تعتبر أداة فعالة لتوفير رؤوس الأموال اللازمة للمشروعات للمشاركة في جهود التنمية بمصر وهي بالطبع أداة تمويلية تجمع بين خصائص الأسهم وكذلك خصائص السندات ولذلك من المفترض أنها تمثل جاذبية لكثير من المستثمرين .

ولا يجوز للشركة إصدار صكوك تمويل إلا في حدود تمويل صافي أصول الشركة وفقاً لآخر ميزانية إلا بقرار من وزير الاقتصاد بعد أخذ موافقة مجلس إدارة هيئة سوق المال وذلك في الحدود التي يحددها القرار .

ولا يجوز إصدار صكوك التمويل إلا بقرار من الجمعية العمومية للشركة بناء على اقتراح مجلس إدارتها وتصدر الصكوك بقيمة اسمية لا تقل عن عشرة جنيهاً ولا تزيد عن ألف جنيه أو ما يعادلها بالنقد الأجنبي .

الأرباح المحتجزة كمصدر للتمويل طويل الأجل :

تحدد سياسة توزيع الأرباح⁽¹⁾ ذلك الجزء من الأرباح الذي يوزع على الملاك وذلك الجزء الذي يحتجز . والأرباح المحتجزة تعتبر مصدراً رئيسياً لتمويل التوسع في المنشآت ، وبالرغم من أن التوسع مرغوب فإن توزيع الأرباح مرغوب أيضاً . إن ذلك معناه أن الهدفين متعارضان : فارتفاع معدل توزيع الأرباح معناه أرباح محتجزة أقل وبالتالي معدل نمو أقل أو أبطأ في الأرباح المستقبلية ، وبالتالي في القيمة السوقية للأسهم ، وعلى ذلك يصبح من الضروري دراسة إلى أي مدى تقوم الشركة بتوزيع الأرباح بدلاً من احتجازها ، وهو ما يمكن التوصل إليه بتحليل العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح .

(1) بالإنجليزية Divident Policy .

العوامل المؤثرة في سياسة توزيع الأرباح

(1) القواعد القانونية :

تختلف القواعد القانونية التي تؤثر في سياسة توزيع الأرباح من بلد إلى بلد من زمن إلى زمن .

فكثير من القوانين تنص على ضرورة عدم توزيع الأرباح ناتجة من بيع أصول بقصد حماية المستثمرين ، لأن توزيع الأرباح بهذا الشكل ليس معناه مجرد توزيع أرباح ، ولكنه توزيع الأموال المستثمرة في الشركة .

كما تنص بعض القوانين الأخرى على عدم جواز توزيع أرباح في حالات العسر المالي للشركة . وربما تصل القواعد القانونية إلى تحديد الحد الأدنى أو الأقصى للأرباح الموزعة وربما تحديد نسبة التوزيع ذاتها .

(2) مركز السيولة :

إن الأرباح المحتجزة والتي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية تحت حساب الفائض أو حساب المحتجز ربما تكون مستثمرة في أصول مطلوبة للتشغيل الخاص بالشركة . وعلى ذلك فإنه بالرغم من أن الشركة قد سجلت تحقيق ربح فإنه ربما لا تستطيع أن توزع الأرباح نقداً لعدم توافر السيولة اللازمة في الشركة . ومن الملاحظ أن الشركات التي تكون في مراحل النمو وناجحة تكون - عادة - في أشد الحاجة إلى الأموال لتمويل احتياجاتها .

(3) قيود عقود الديون :

إن عقود الديون طويلة الأجل غالباً ما تحد من حرية الشركة في توزيع أرباح نقداً . إن مثل تلك القيود - والتي من شأنها حماية الدائن - غالباً ما تنص على أن توزيع الأرباح يمكن أن يتم من الأرباح التي تحققت بعد توقيع عقد الدين ، بمعنى أن الأرباح يمكن أن توزع من الأرباح المستقبلية وليست من الأرباح المحتجزة السابقة . كما يمكن أن تكون هناك قيود بأنه لا يمكن توزيع أرباح إذا كان صافي رأس المال العامل (الفرق بين الخصوم المتداولة والأصول المتداولة) أقل من حد معين .

(4) معدل النمو في الأصول (معدل التوسع) :

كلما كان النمو في الأصول كبيراً زادت الحاجة إلى تمويل التوسع في الأصول . وعلى ذلك فكلما كانت الاحتياجات المالية في المستقبل كبيرة شجع ذلك على احتجاز الأرباح بدلاً من توزيعها .

(5) معدل العائد على الأصول :

يحدد معدل العائد على الأصول مدى ملاءمة توزيع أرباح للملاك تلك الأرباح التي سبستخدامونها في أوجه أخرى بالمقارنة مع إنتاجية استخدامها في الشركة . وعلى ذلك فكلما زادت فرص الاستثمار للشركة شجع ذلك على احتجاز الأرباح للاستفادة من الفرص المتاحة .

(6) استقرار الأرباح :

إذا كان مستوى الأرباح للشركة مستقراً فإن ذلك يشجع الشركة على أن توزع نسبة مرتفعة لأنها تستطيع أن تتنبأ بأرباحها المستقبلية . أما إذا كان مستوى الأرباح غير مستقر وبالتالي فإن مستوى الأرباح المتوقعة لا يمتن تحديده فإن ذلك يشجع الشركة على أن تحتفظ بجزء كبير من أرباحها الحالية من أجل أن تحتفظ بمستوى معين للتوزيع في حالة انخفاض الأرباح .

(7) إمكانية الحصول على الأموال من الأسواق المالية :

إن الشركة الكبيرة المستقرة التي سجلت ربحية كبيرة واستقراراً في أرباحها يكون من السهل عليها الحصول على الأموال من الأسواق المالية وبالتالي فإنها تستطيع أن توزع ربحاً بمعدل أكبر من الشركات الصغيرة الجديدة التي تحمل معها قدرأ أكبر من المخاطر بالنسبة للمستثمرين . وبالتالي فإن هذه الشركات الصغيرة الجديدة أو الشركات ذات المخاطرة الكبيرة تجد نفسها أمام ضرورة الاعتماد على أرباحها لتمويل التوسع (وتمويل العمليات الجارية) .

(8) الرقابة على الشركة :

ومتغير آخر من المتغيرات التي تؤثر في رسم سياسة توزيع الأرباح هو أثر البدائل التمويلية المختلفة على درجة رقابة الملاك على الشركة . فمن المعروف أن التمويل بالقروض يزيد من مخاطر تقلبات الأرباح في ظل الأحوال الاقتصادية المختلفة - بالنسبة للملاك الحاليين . ومن المعروف أيضاً أن التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة يخفف من سيطرة

الملاك الحاليين أصحاب الأسهم الحالية . من أجل ذلك فإن بعض الشركات تجد أن أسلوب التمويل المناسب هو الاعتماد على الأرباح المحتجزة . معنى ذلك أن الأرباح الموزعة يجب أن تكون نسبتها قليلة .

(9) الموقف الضريبي لأصحاب الأسهم :

يؤثر الموقف الضريبي لأصحاب الأسهم على الرغبة في توزيع أرباح فإذا كانت الشركة مملوكة لعدد قليل نسبياً من حملة الأسهم الخاضعين لشرائح ضريبية مرتفعة فإن هؤلاء الملاك قد يفضلون حجز الأرباح وإعادة استثمارها بدلاً من الحصول عليها نقداً حيث ما سيبقى بعد دفع الضرائب - للشريحة الضريبية - سيكون قليلاً .

وفي الشركات التي يكون فيها عدد كبير من حملة الأسهم خاضعين لشرائح ضريبية مرتفعة وعدد آخر خاضعين لشرائح ضريبية منخفضة فإنه غالباً ما يكون هناك صراع في المصالح وهو ما قد يؤدي بالشركة إلى أن تأخذ حلاً وسطاً يحقق الرغبتين . أما إذا زادت مجموعة عن مجموعة وسيطرت مجموعة حملة الأسهم الذين يرغبون في توزيع قليل للأرباح (لأن شرائحهم الضريبية مرتفعة) فإن ذلك قد يجعل الآخرين يبيعون أسهمهم ويشتررون أسهم جديدة توزع عائداً أكبر .

إن العوامل السابق شرحها تؤثر بدرجات متفاوتة على الشركات المختلفة كل تبعاً لظروفها . ويظهر أثر تلك العوامل في اختلاف أنماط توزيع الأرباح بين الشركات في الصناعة الواحدة وبين الصناعات بعضها وبعض .

استقرار سياسة توزيع الأرباح :

إن الدراسة الفاحصة لمعدلات توزيع الأرباح تظهر أن معظم الشركات تحاول أن يكون مستوى الأرباح الموزعة ثابتاً .. ربما في شكل جنيهاً وملياً ، في حين أن العدد القليل من الشركات يتبع سياسة توزيع أرباح بنسبة من الأرباح المحققة الأمر الذي يعنى تقلب الأرباح الموزعة بالجنيهاً صعوداً وهبوطاً . (لاحظ أن النسبة الموزعة قد تكون ثابتة ولكن الأرباح المحققة هي التي تختلف) . وهناك عدد آخر يوزع مبلغاً محدداً ثابتاً تضاف إليها زيادات توزع على حسب الأرباح المحققة وعلى ذلك فالبدائل المختلفة تكون :

- 1- توزيع مبلغ محدد بالجنيهات عن كل سهم وهو ما نطلق عليه سياسة مستقرة لتوزيع الأرباح .
- 2- توزيع نسبة ثابتة من الأرباح المحققة .
- 3- توزيع حد أدنى بصفة مستمرة - إضافات أو زيادات .

وهذه السياسة المستقرة لها عدة فوائد :

- 1- غالباً ما يقال إن السياسة المستقرة لتوزيع الأرباح تؤدي إلى ارتفاع قيمة الأسهم في السوق لأن المستثمرين ينظرون بارتياح إلى المكاسب المؤكدة مما يجعلهم يضعون قيماً أعلى على الأسهم صاحبة المكاسب المستقرة (المؤكدة) معنى هذا أن العائد المتوقع على رأس المال وبالتالي تكلفة الأموال تكون أقل .
- 2- يعيش كثير من حملة الأسهم على الأرباح الموزعة وإحداث تقلبات في الأرباح الموزعة يحدث إزعاجاً لهم . إننا نجد هؤلاء مستعدين أن يدفعوا " بدل " أو " علاوة " للأرباح الموزعة المستقرة .

في الحالات التي يتطلب الأمر فيها تسجيل الأسهم أو الأوراق المالية تسجيلاً قانونياً لدى أجهزة حكومية ، فإن أحد المعايير التي يتم - بناء عليها - قبول الأسهم للتسجيل عدم خفض قيمة الأرباح الموزعة للسهم إن هذا الإجراء يشجع على إتباع سياسة مستقرة .

نظرية سياسة التوزيع الأمثل للأرباح :

إن سياسة التوزيع الأمثل للأرباح هي السياسة التي تعظم ثروة الملاك ، وعلى ذلك فإنه من الناحية النظرية فإن التوزيع الأمثل للأرباح يتحدد بالمقارنة بين الاستثمارات المتاحة للشركة ، وبين الفرص المتاحة للملاك خارج الشركة بالأرباح التي سيحصلون عليها من الشركة .

إن بداية هذه النظرية - نظرية سياسة التوزيع الأمثل للأرباح - أن المستثمرين يفضلون أن تقوم الشركة بحجز الأرباح وإعادة استثمارها عن توزيعها نقداً لهم بشرط أن يزيد العائد على تلك الأرباح المحتجزة عن معدل العائد الذي يستطيع أن يحصل عليه المستثمرون في استثمارات أخرى ذات خطر متساو . فإذا استطاعت الشركة أن تستثمر الأرباح المحتجزة بمعدل 20% في حين أن أحسن عائد يستطيع أن يحصل عليه المساهمون من استثمار الأرباح الموزعة عليهم هو 10% فإن المستثمرين سيفضلون حجز الأرباح بدلاً من توزيعها .

وكل الشركات لها معدل ديون أمثل وهو ما يستدعى الاعتماد على الديون في التمويل ، فالتمويل الذي يتم جزئياً بالقروض وجزئياً بالملكية . وتكلفة القروض أقل من تكلفة الملكية ، وبالتالي فإن كلا النوعين من التمويل يجب أن يستخدما للحصول على متوسط تكلفة الأموال . وطالما أن الشركة تقوم بتمويل احتياجاتها عند النقطة المثلى مستخدمة الكمية المثلى من القروض ومن حق الملكية مع افتراض استخدامها للأموال المولدة ذاتياً (الأرباح المحتجزة) فإن التكلفة الجسدية ستتساوى مع متوسط تكلفة الأموال .

التمويل بالمشاركة : (رأس المال المخاطر) :

لقد كان التمويل بالقروض وما زال يمثل مصدراً هاماً من مصادر التمويل وذلك لرغبة كثير من الشركات في المتاجرة على ملكيتها في الأحوال الاقتصادية المزدهرة حيث أن المتاجرة على الملكية تعظم العائد للملاك ، ولا سيما في فترات الازدهار . وترى البنوك التجارية وبنوك الاستثمار أن إعطاء تسهيلات ائتمانية وقروض لعملائها يحق لها عائداً محسوباً مخاطرته ، يكفي لدفع الفوائد على الودائع وتحقيق عائد مجزي لأصحاب تلك البنوك .

ومن المعروف أن معظم البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال تقوم بتمويل الشركات من خلال قواعد مصرفية مستقرة تحقق ما يطلق عليه بالقرض السليم⁽¹⁾ . وتتخلص هذه القواعد في التأكد من شخصية المقترض ومن قدرته على تحقيق مكاسب تكفي لسد الفائدة وسداد الأقساط ، وكذلك من ملاءمة رأسماله للمبلغ المقترض ، وأخيراً توافر الضمان العيني (أو الشخصي) في القرض . ومن المعروف أن البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال تعلق أهمية كبيرة على الضمان العيني ليكون المرجع الأخير في حالة تعثر المقترض⁽²⁾ .

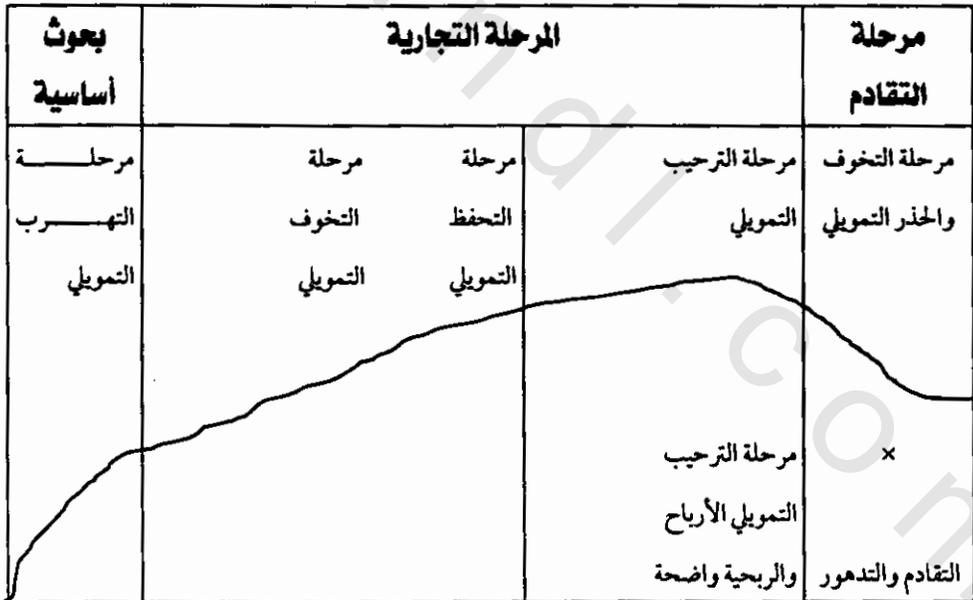
ونظراً لأن البنوك التجارية تكون متحفظة في عمليات الإقراض نظراً لطبيعة الودائع التي لديها (سواء كانت ودائع تحت الطلب أو ودائع لأجل ..) فإن كثيراً من الشركات التي

(1) Sound Loan.

(2) للتوسع راجع ما قلناه عن شروط القرض السليم والفرق بينه وبين القرض الممكن تحصيله وكذلك عن الـ C's التي تمثل مقومات القرض الجيد في إدارة البنوك للمؤلف .

ترغب في الحصول على أموال في مراحل التوسع الأول لا تجد أي مصادر تمويل مناسبة ، ذلك لأن البنوك التجارية غالباً ما تتهرب من تمويل "بذرة رأس المال"⁽¹⁾ باعتباره المال اللازم للابتكار والتجارب في المراحل الأولى وحيث المخاطرة واضحة وكبيرة وحيث الفكرة لم تثبت بعد صحتها . وإذا كانت تلك البنوك تتهرب من مرحلة البحوث الأساسية فإنها تتخوف أيضاً من التمويل في بداية المراحل التجارية حيث لا يوجد يقين من إقبال المشترين على السلع . فالبنوك التجارية ترحب بالتمويل عندما تكون المكاسب واضحة والمخاطرة معقولة ، وهذا طبيعي ومنطقي لأن ذلك يلائم طبيعتها . وحتى عندما تتقدم السلع أو يحدث تدهور في موقف الشركة فإن البنوك التجارية نجدها حذرة في تقديم العون للمخاطرة الكبيرة التي يحملها هذا الموقف المتدهور للشركة .

ويصور الشكل التالي درجة نضوج المشروعات ودرجة الترحيب التمويلي من البنوك التجارية .



الوقت

شكل يوضح دورة نضوج المشروعات ودرجة الترحيب التمويلي

(1)Seed Capital

وتجد معظم الشركات صعوبة في الحصول على احتياجاتها التمويلية من البنوك التجارية في مرحلة البحوث الأساسية وفي بداية المرحلة التجارية ، وفي مرحلة التقادم ولكنها لا تجد مشكلة تقريباً في منتصف المرحلة التجارية أو في مرحلة التوسع حيث مبيعات الشركة واضحة ونموها واضح والسوق واضحة واتجاهاتها نحو الشركة واضحة ، وحيث قدرات الشركة الكسبية واضحة وحيث قدرات هيئة الإدارة في الشركة مجربة وحيث سمعتها استقرت ، ويظهر الترحيب التمويلي للبنوك التجارية في تخفيف شروط التمويل وكذلك في تقليل أو إلغاء الضمانات .

ولذلك فن كثيراً من الشركات تسعى للحصول على تمويل بالمشاركة لسد تلك الفجوات التمويلية أو ذلك الحل التمويلي وهي غالباً ما تحاول الالتجاء إلى البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال على اعتبار أن طبيعة الودائع في تلك البنوك تجعل من الممكن إعطاء تمويل لفترة طويلة . ولكننا نتوقع نوعاً من التحفظ والتخوف والحذر ولاسيما في حالة عدم وضوح موقف الشركة طالبة التمويل . كما أن الشركات طالبة التمويل غالباً ما تجد أنها ملتزمة بدفع فوائد ثابتة. محددة مسبقاً (أو حتى فوائد معومة طبقاً للأسعار السائدة في السوق) وذلك بصرف النظر عن نتيجة أرباح الشركة .

ويوفر التمويل بالمشاركة الأموال اللازمة دون مخاطرة مالية متمثلة في الالتزام بدفع فوائد بصرف النظر عن نتيجة الأعمال والالتزام بدفع أقساط بصرف النظر عن مدى السيولة التي عليها الشركة . ولذلك فنحن نتوقع أن يستفيد الكثيرون من نظام التمويل بالمشاركة حيث المشاركة في الأرباح والخسائر - ليس فقط على أساس أن ذلك أسلوب إسلامي طبقاً لقاعدة الغنم بالغرم المعروفة في الإسلام ولكن أيضاً للمبررات العملية البحتة السابق الإشارة إليها في الفقرات السابقة .

وإذا كان التمويل بالمشاركة كأسلوب مستحدث للتمويل قد ظهر في أواخر السبعينات في العالم العربي من قبل البنوك الإسلامية باعتبارها بنوك لا تتعامل بالفائدة أخذاً أو إعطاءً إلا أنه أسلوب تمويلي معروف في الأوساط المالية الأمريكية تحت اسم " رأس المال المغامر" (1) .

(1) Venture Capital.

ولقد أثبت بعض الدراسات في أمريكا أن الحاجة تزداد إلى تمويل المخاطر عندما تقفل مصادر التمويل التقليدية (الأمانة) أبوابها ، فهي تحمل محل أصحاب الملاين عندما يجمعون عن الاستثمار، كما أن التمويل المخاطر يزداد عندما تقل الاكتتابات وتضعف البورصة ، ففي حالة وجود بورصات أوراق مالية فإن الشركات تسعى لتحصل على تمويل طويل الأجل لا يلزمها بفوائد ثابتة . وعلى حسب التعبير الأمريكي فإن المخاطر (مماثل للتمويل بالمشاركة) ليس مظلة مصرفية تنسحب عندما تمطر السماء - فهو لا يهرب بسهولة⁽¹⁾ .

إن التمويل بالمشاركة أكثر ضماناً لنجاح المشروعات الصغيرة عن الاقتراض فمن المعروف أن معدلات الفشل للمشروعات الصغيرة كبيرة ، فلأسباب من قصور الدراسات الاقتصادية ، ومن قصور في الإدارة ، ونقص في التخطيط وسوء في القيادة إلى الظروف البيئية وظروف الأوراق تجعل المنشأة الصغيرة في مهب الرياح ولاسيما إذا كانت هناك منشآت كبيرة في موقف قوى أو احتكاري . والتمويل بالمشاركة في المراحل الأولى يجعل من الممول الآخر "المؤسس المشارك" سندا للانطلاق والنجاح تحت الظروف القاسية الأولى .

والتمويل بالمشاركة ملائمة للمشروعات التي تتصف طبيعتها بمخاطر خاصة بصناعتها كما أنه ملائم للمشروعات في الأحوال الاقتصادية العادية والسيئة فليس هناك الالتزام بدفع فوائد ثابتة بصرف النظر عن الأرباح المحققة . ولذلك نحن نتوقع أن يزيد الطلب على التمويل بالمشاركة في الصناعات غير المربحة وفي الأحوال الاقتصادية غير المزدهرة وذلك في حالة وجود أصول ثابتة عاطلة لدى تلك الشركات .

وبالرغم من هذه المزايا الخاصة بالتمويل بالمشاركة من منظور الشركات طالبة التمويل إلا أن البنوك التي تمول بأسلوب المشاركة تتعرض لكثير من المخاطر: لعل أهم هذه المخاطر هي تلك الناتجة من الشكل القانوني للشركة طالبة التمويل (فالمشروع الفردي أو شركة التوصية أكثر خطراً من الشركة المساهمة) وكذلك (مرحلة النمو للشركة وحجمها فالشركات

(1) هناك كتب ومجلات متخصصة عن التمويل المخاطر في أمريكا منها على سبيل المثال :

Stanely E . Pratt, Guide to Venture Capital Sources (Mas : Capital Publishing Corp . 1981).

Patrick R . Liles , Ne Business Ventures and theEntrepreneur (Homewood : Illinois . Richard

Irwin , Inc ., 1974)

الصغيرة مخاطرها أكبر ولو أن الأموال المقدمة صغيرة) . ولعل من مخاطر التمويل بالمشاركة الموقف التمويلي قبل المشاركة وحجم المشاركة وطول مدة المشاركة ومدى إمكانية بيع حصة البنك الممول . ولكن أكبر مصدر للمخاطر ينتج من أخلاقيات رئيس الشركة طالبة التمويل بالمشاركة . فالتمويل بالمشاركة مثل الزواج يحتاج إلى شريك فاضل على قدر كبير من الأخلاق ، إلى شريك غير أناني أو طموح أكثر من اللازم يريد المكاسب له ويذهب إلى البنك عندما يريد ويختفي عندما تتحسن أحواله . ولنا أن نتوقع أن تكون نسبة الأرباح التي يأخذها البنك عالية بحيث تعوض تلك المخاطر⁽¹⁾ .

تعريف هيكل التمويل

يشير هيكل التمويل⁽²⁾ إلى الجانب الأيسر من الميزانية ، فهو يعبر عن تركيب أو مكونات الأموال التي بموجبها يتم تمويل الأصول (الجانب الأيمن من الميزانية) فالأصول يمكن تمويلها من مصادر متعددة : رأس المال ، الفائض المحتجز ، القروض طويلة الأجل ، القروض قصيرة الأجل (ائتمان مصرفي / أو ائتمان تجاري ...) ، تمويل بالمشاركة .

فهيكال التمويل إذاً هو تركيب المصادر التي تم - ويتم - بموجبها تمويل الأصول .

والتركيز هنا على مكونات العناصر ودرجة الاعتماد على عنصر دون الآخر .

ولا يمكن الكلام عن هيكل التمويل دون التعرض لهيكل رأس المال⁽³⁾ ، وهيكل رأس المال - بالمعنى الضيق هو تركيب الأموال المملوكة (رأس المال ، الاحتياطيات ، الفائض غير الموزع) . على أن هيكل رأس المال - بالمعنى الواسع والشائع في التمويل - هو تركيب الأموال طويلة الأجل (أو الدائمة) وهو بهذا يشمل القروض طويلة الأجل جزء من مكوناتها :

(1) للتوسع في مخاطر التمويل بالمشاركة ومتغيرات ربحيته راجع :

موسوعة الاستثمار في البنوك الإسلامية الصادرة عن الاتحاد الدولي للبنوك الإسلامية 1982 ص 221 وما بعدها .

(2) بالإنجليزية Financial Structure .

(3) بالإنجليزية Cappital Structure .

خصوم		أصول				
	%		بالجنية		بالجنية	
رأس المال	16.7	10				
احتياطات	16.7	10				
فائض غير موزع	8.3	5				
	—	—				
حق الملكية (الموارد الذاتية)	41.7		25			
قروض طويلة الأجل	33.3		20			
خصوم متداولة	25.00		15			
	—		—	إجمالي	—	
الإجمالي الخصوم وحق الملكية	%100		60	الأصول	%100	
					60	

هيكل التمويل بصفة مبسطة يتكون من :

- حق ملكية أو موارد ذاتية بنسبة 41.7 من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول) .
- قروض طويلة الأجل بنسبة 33.3% من إجمالي الخصوم (وبالتالي الأصول).
- خصم متداولة بنسبة 25% من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول) وهيكل رأس المال بمعناه الضيق يتكون من :
- رأس المال بنسبة 16.7% من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول) .
- احتياطات بنسبة 16.7% من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول) .
- فائض غير موزع 8.34 من إجمالي الخصوم (وبالتالي إجمالي الأصول) .

وهيكل رأس المال بمعنى مكونات التمويل الدائم يتكون من :

- رأس المال بنسبة 16.7%
- احتياطات بنسبة 16.7%
- فائض غير موزع بنسبة 8.3%
- قروض طويلة الأجل بنسبة 33.3%

وهيكل رأس المال بالمعنى الأخير (مكونات التمويل الدائم) هو المعنى الأكثر شمولاً وشيوعاً على اعتبار أن القروض طويلة الأجل مصدر مهم من مصادر التمويل . ومن ناحية أخرى فإن بعض خبراء التمويل يرون استبعاد الخصوم المتداولة من مكونات التمويل على

اعتبار أنها تمويل مؤقت ، وهم يستخدمون مفهوم هيكل رأس المال " بدلاً " من كلمة " هيكل التمويل " .

وبالرغم من هذا الرأي الخاص باستبعاد الخصوم المتداولة عند دراسة مكونات التمويل فإن البعض الآخر يصر على ضرورة حساب الخصوم المتداولة من مكونات التمويل ولا سيما في المشروعات الصغيرة أو المشروعات التجارية ذلك على اعتبار أنها تعتمد اعتماداً كبيراً على الخصوم قصيرة الأجل ، ولذلك فهم يستخدمون مفهوم " هيكل التمويل " . ونحن من أنصار هذا الرأي الأخير للسبب ذاته .

وتحليل هيكل التمويل وإن كان التركيز على نسبة الأموال المملوكة ونسبة الأموال المقترحة (طويلة الأجل وقصيرة الأجل) إلا أنه يشير بالضرورة دراسة هيكل الأصول باعتبارها مختلف أنواع الأصول (الثابتة وشبه الثابتة والمتداولة) التي يتم تمويلها والتي يختلف متطلبات تمويلها بطبيعتها وبطبيعة حركتها .

تعريف هيكل التمويل الأمثل

هيكل التمويل الأمثل⁽¹⁾ هو هيكل التمويل الذي يحقق أقصى قيمة للمنشأة . وبالتالي فهو الهيكل الذي يحقق أقصى قيمة سوقية للسهم . فالفكرة الأساسية هنا هي أن طريقة التمويل : تمويل بالملكية أو تمويل بالقروض تؤثر في ربحية المشروع وربحية السهم الواحد . وأنه يمكن اختيار هيكل التمويل الذي يكبر هذا الربح إلى أقصى حد . ولما كانت المشكلة هي في استمرار الربحية مستقبلاً ، وهو ما يرتبط ارتباطاً مباشراً بالقيمة السوقية ، فإن عامل المخاطرة الناتج من الاعتماد على القروض يؤثر على الربحية في المستقبل . وبالتالي فإنه من الأهمية بمكان اختيار هيكل التمويل الذي يحقق توازن بين الأرباح وبين المخاطر المرتبطة بهيكل التمويل (المخاطرة المالية) . وهيكل التمويل الأمثل يثير قضية المتاجرة على الملكية والرافعة المالية .

(1) بالإنجليزية Optimum Capital Structure .

المتاجرة على الملكية⁽¹⁾ والرافعة المالية⁽²⁾

في محاولة لتحقيق أكبر بيع للملاك تسعى إدارة الشركات إلى تمويل الأصول عن طريق الاقتراض من الغير بسعر فائدة محددة على أمل أن تحقق أعمال الشركة ربحاً صافياً للملاك بعد تسديد الفوائد أكبر مما لو اعتمدت الشركة على أصحابها في تمويل المشروع . ويقال في هذه الحالة إن الشركة تاجرت على ملكيتها بمعنى أنها استخدمت أموالها المملوكة القليلة نسبياً في جذب أموال جديدة مقترضة وتشغيلها وتحقيق مكاسب منها أكبر من الفائدة المحددة عليها . فإذا حققت شركة عائداً على الملكية قدره 10% بدون اقتراض ثم رأت أن الظروف الاقتصادية يمكن أن تساعدتها وقامت بالاقتراض بفائدة 11% مثلاً، وحققت بعد ذلك عائداً على الأموال المملوكة قدره 15% فإنه يقال في هذه الحالة إن الشركة انتهجت سياسة المتاجرة على الملكية بنجاح .

وتقيس " الرافعة المالية " درجة المتاجرة على الملكية . فالرافعة المالية هي النسبة بين الأموال المقترضة إلى إجمالي الأصول (إجمال التمويل) ويقال إنها " رافعة " لأنها ترفع أرباح المنشأة بدرجة كبيرة نتيجة استخدام الأموال المقترضة . وفي الميزانية السابقة نجد أن الرافعة المالية 58.3% (إجمالي القروض إلى إجمالي الأصول أو إجمالي التمويل) .

الاستخدام السليم للرافعة المالية (لتحقيق أقصى قيمة المنشأة) :

لفهم كيفية الاستخدام السليم للرافعة المالية فإننا نوضح أثرها على الربحية في ظل ظروف متغيرة . لنفرض أن لدينا ثلاث شركات صناعية معينة وأن تلك الشركات متماثلة فيما عدا سياستها التمويلية . فالشركة الأولى لم تقترض على الإطلاق وبالتالي فإن رافعتها المالية صفر . أما الشركة الثانية فقد كان تمويلها مناصفة بين القروض والملكية وبالتالي فإن عوامل الرافعة 50% وبالنسبة للشركة الثالثة فإنها اقترضت 75% من الأموال اللازمة لتمويل الأصول . وفيما يلي شكل مبسط للميزانيات الثلاث .

(1) بالإنجليزية Trading on Equity

(2) بالإنجليزية Financial Leverage

الشركة (أ)

- إجمالي القروض

200 حق الملكية

200	200 أصول
-----	----------

الشركة (ب)

100 إجمالي القروض (6%)

100 حق الملكية

200	200 أصول
-----	----------

الشركة (ج)

150 إجمالي القروض (6%)

50 حق الملكية

50	200 أصول
----	----------

والسؤال الآن كيف تؤثر هذه الأنماط التمويلية في الأرباح العائدة للملاك ؟ فكما يتضح من الجدول التالي فإن النتيجة تتوقف على الحالة الاقتصادية : فعندما تكون الأحوال الاقتصادية سيئة فإن الأرباح تكون قليلة لنفترض العائد على الأصول عندما تكون الأحوال سيئة 1% وعندما تكون الأحوال عادية يكون العائد على الأصول 3% أما عندما تكون الأحوال جيدة فإن العائد على الأصول يرتفع إلى 9% وعندما تكون الأحوال ممتازة فإن العائد على الأصول يرتفع لكي يصل إلى 18% .

جدول يبين العائد على الأموال المملوكة باختلاف الروافع المالية والأحوال الاقتصادية .

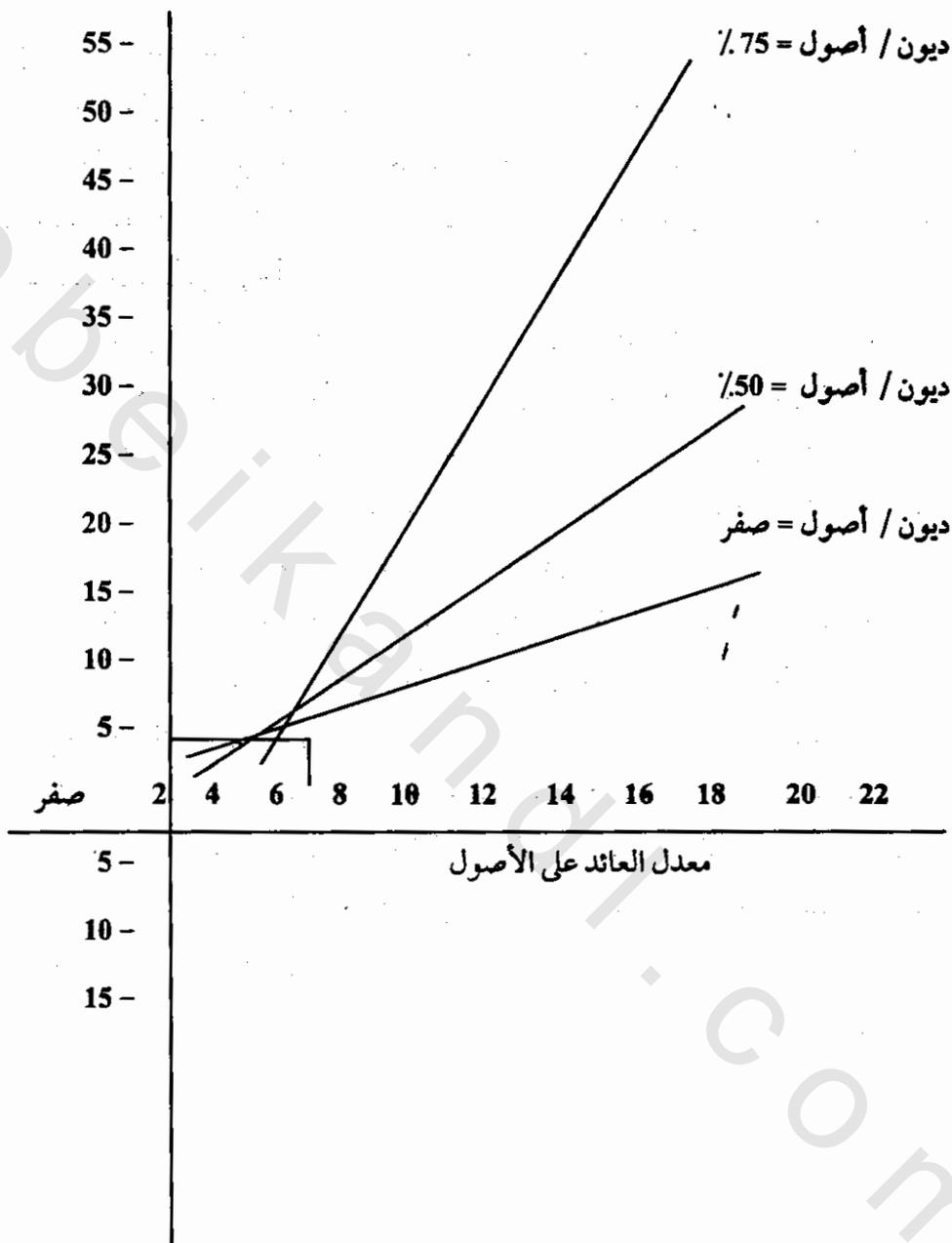
ممتازة	جيدة	عادية	سيئة	البيان	البديل
18% ج36	9% ج18	3% ج6	1% ج2	معدل العائد على الأصول (قبل الفوائد) العائد على الأصول بالجنيهات	
36ج صفر	18ج صفر	6ج صفر	2ج صفر	الأرباح الفوائد	المنشأة (أ)
—	—	—	—	صافي الربح بعد الفوائد معدل العائد على حق الملكية	الرافعة المالية صفر
36ج 18%	18ج 9%	6ج 3%	2ج 1%	الأرباح الفوائد (100 × 6%)	المنشأة (ب)
36ج 6ج	18ج 6ج	6ج 6ج	2ج 6ج	صافي الربح بعد الفوائد معدل العائد على حق الملكية	الرافعة المالية 75%
30ج 30%	12ج 12%	صفر صفر	-4ج -4%	الأرباح الفوائد (150 × 6%)	المنشأة (ج)
36ج 9ج	18ج 9ج	6ج 9ج	2ج 9ج	صافي الربح بعد الفوائد معدل العائد على حق الملكية	الرافعة المالية 75%
27ج 54%	9ج 18%	-3ج -6%	-7ج -14%		

واضح أن المنشأة الأولى التي لا تعتمد على القروض في تمويلها لا يتأثر فيها معدل العائد على الأموال المملوكة (فهو مساو لمعدل العائد على الأصول) وعندما تكون الأحوال الاقتصادية جيدة فإن الشركة ذات الرافعة الأكبر (75%) هنا هي التي تحقق عائداً على الأموال المملوكة (18%) في حين أن الشركة (ب) تحقق عائداً على الأموال المملوكة في نفس الأحوال الاقتصادية قدرة 12% فقط. ويرتفع معدل العائد على حق الملكية إلى 54% في المنشأة

(ج) (ذات الرافعة المالية 75%) إذا ازدهرت الأحوال الاقتصادية . وهو ارتفاع أكبر من معدل العائد على حق الملكية للمنشأة (ب) (30%) وهي التي رافعتها المالية 50% .
 إن هذا المثال يوضح كيف أن استخدام " الرافعة المالية " يعظم أثر تغيير الأحوال الاقتصادية على عائد حق الملكية سواء بالارتفاع أو بالانخفاض على حسب اتجاه الحالة الاقتصادية صعوداً أو هبوطاً .

هذا ويمكن القول كقاعدة عامة - إن الرافعة المالية تكون مرغوبة للشركة إذا زاد عائد الأصول عن تكلفة القرض ، وكلما ارتفع " عامل الرفع " ارتفع العائد على حق الملكية كما يتضح من دراسة الجدول السابق . وعلى ذلك فالرافعة المالية غير مرغوبة في الحالات الاقتصادية السيئة والعادية في المثال السابق خذ مثلاً المنشأة (ب) في الأحوال الاقتصادية العادية (الأرباح أو عائد الأصول = الفوائد أو تكلفة القرض) .

وباستخدام الأرقام الواردة في الجدول السابق فإن الشكل التالي يصور الارتباط بين معدلات العائد على الأصول ، ومعدلات العائد على حق الملكية في الشركات الثلاث ذوات الروافع المالية المختلفة . والموضوع الذي يثير الاهتمام هنا - على حد تعبير ويستون وبريجهام - هو التقاء الثلاثة خطوط في نقطة عندما يكون عائد الأصول هو 6% وهو نفس تكلفة القرض : فعندما يزيد عائد الأصول عن تلك النقطة (عن تكلفة القرض) فإن الرافعة المالية يكون مرغوب فيها ، وإذا كان عائد الأصول أقل من تكلفة القرض فإن الرافعة غير مرغوب فيها كما أن هو ظاهر من الرسم البياني .



تأثير الرافعة المالي على ربحية السهم
باختلاف حجم الأعمال

(مثال آخر)

لتوضيح أثر القرارات التمويلية على ربحية السهم نضرب المثال التالي :
فيما يلي ميزانية الآلات العالمية كما تظهر في 31 ديسمبر 1983

خصوم		أصول	
	بالجنيهات		بالجنيهات
حسابات دائنة	1200000	تقدي بالبنك	200000
حسابات دائنة أخرى	800000	أوراق قبض	1100000
	—	مخزون سلعي	1600000
إجمالي الخصوم للغير	2000000	(مواد خام)	
أسهم عادية قيمة اسمية	2500000	المصنع (صافي)	2500000
(10 ج)	2700000	عدد وآلات جاهزة	2800000
فائض	—		—
	8200000	إجمالي الأصول	8200000
إجمالي الخصوم			

وتقوم هذه الشركة بإنتاج آلات تستخدم بواسطة شركات الصلب ، والإنتاج الرئيسي لهذه الشبكة هو آلة لتهديب الصلب تباع بمبلغ قدرة 1000 جنيه ، ولما كانت هذه الشركة من الشركات الصناعية الكبرى التي تنتج سلعا رأسمالية فإن مبيعاتها - مثل مبيعات الشركات التي تنتج سلعا رأسمالية تتقلب كثيراً بين الارتفاع وبين الانخفاض بشكل أكثر من تقلبات النشاط الاقتصادي ككل . وعلى سبيل المثال فإنه على مدار تسع سنوات من خمس وعشرين سنة ، فإن مبيعات الشركة كانت أقل من نقطة التعادل (تعادل الإيرادات مع المصروفات)⁽¹⁾ وبالتالي فإن خسائر الشركة كانت مستمرة إلا أنه في السنين الأخيرة ونظراً لأن الطلب على الآلات زاد زيادة كبيرة وما زال في ارتفاع نتيجة التصنيع فإن الشركة ترغب في الاستمرار في مشاركتها الصناعية وهي تريد زيادة طاقتها الإنتاجية . وقد قدرت الأموال الجديدة المطلوب ب 3 ملايين جنيه .

(1) مع الاسترشاد بما جاء في ويستون وبريجهام ، مرجع سبق ذكره ، ص 205 وما بعدها .

ويفكر المدير المالي أنه يمكن الحصول على الـ 3 ملايين جنيه ببيع سندات يكوبون 5٪ كما يمكن - كبديل آخر - بإصدار 75000 سهم عادي قيمة السهم 40 جنيها .

وفي خلال الخمس سنين الأخيرة فإن مبيعات الشركة تقلبت من 500000 إلى 4000000 جنيه وعندما كانت الشركة تبيع هذا الحد الأقصى فإنها كانت تستخدم طاقتها بالكامل ، وكانت ترفض طلبات العملاء الزائدة . وفي ضوء التوسع المقترح فإن طاقة الشرطة الإنتاجية الجديدة ستحقق مبيعات قدرها 6 ملايين جنيه . ويقدر المدير المالي التكاليف الثابتة بعد التوسع بـ 500000 جنيه ويقدر التكاليف المتغيرة (بدون حساب الفوائد على القرض) . بـ 40٪ من المبيعات .

وكما هو معلوم فإن توصية المدير المالي سيكون لها وزن كبير ، ولكن قرار تمويل الاستثمار الجديد هو - بالطبع - من حق مجلس الإدارة . من أجل ذلك فإن المدير المالي يجهز التحليل الآتي لمختلف البدائل التمويلية في ظل التصورات المختلفة لمستويات المبيعات المتوقعة .

وبمقارنة تمويل الاستثمار الجديد بالقروض وتمويله بإصدار أسهم عادية جديدة يتضح أنه عند مستوى مبيعات 1000 وحدة تتحقق خسائر إذا تم التمويل بالقروض حيث تكون الخسارة للسهم الواحد 0.2 جنيه في حين تتحقق أرباح إذا تم التمويل بإصدار أسم عادية جديدة ويكون نصيب السهم 0.3 جنيه .

وفي الجدول يتضح أن نصيب السهم الواحد من الربح نتيجة التمويل بالقروض يزيد عن نصيب السهم الواحد نتيجة التمويل بإصدار أسهم جديدة : عند مستوى مبيعات 4000 وحدة مثلاً يكون 7 جنيه وهي أكبر من 5.85 جنيه .

درجة الرافعة المالية بتمويل عن طريق القروض هي 1.27 .

$$\frac{\text{الأرباح قبل الفوائد}}{\text{الأرباح بعد الفوائد}} : \text{أي أن } 100\% \text{ زيادة في الأرباح (قبل الفوائد)}$$

تنتج 127 في المائة زيادة في نصيب السهم الواحد . فإذا تم التمويل عن طريق الأسهم فإن درجة الرافعة المالية تصبح واحد صحيح وبذلك فإن الربح للسهم الواحد يرتفع بنفس النسبة في ارتفاع الأرباح بمعنى أن زيادة 100٪ في الأرباح (قبل الفوائد) ستؤدي إلى زيادة قدرها 100٪ في ربح السهم الواحد .

أهمية حساب تكلفة الأموال

يرتبط قرار الاستثمار ارتباطاً مباشراً بقرار التمويل ، ذلك لأن قبول المقترح الاستثماري يتوقف على كيفية تمويل ذلك المقترح . فإذا كان هناك مشروع استثماري يحقق عائداً قدره 15% ، وكان هذا المشروع الاستثماري مقدر له أن يتم تمويله بأموال تكلفة الحصول عليها 189% ، فإن هذا المشروع سيرفض من المنظور المالي حيث إن هذا معناه أن ثروة صاحب المشروع ستدهور نتيجة هذا القرار . والعكس صحيح ، فلو كانت تكلفة الأموال التي سيتم بها المشروع هي 10% ، فإن المشروع هنا يكون سلبياً من الناحية المالية لأنه من ثروة صاحب المشروع .

ويجب عند استخراج القيم الحالية للتدفقات النقدية استخدام معدل خصم يمثل تكلفة الأموال (التي سيتم بها تمويل المشروع الاستثماري) ولقد آن الأوان لمعرفة كيف نستخرج تكلفة الأموال ، ولا سيما إذا كان هناك أكثر من نوع من الأموال . وهو منا ينقلنا إلى مفهوم التكلفة المرجحة للأموال .

ضرورة حساب التكلفة المرجحية للأموال الإضافية :

إذا تم تمويل المشروع الاستثماري بأموال مقترضة تكلفتها 12% ، فإن معنى ذلك أن معدل الخصم الذي يعبر عن تكلفة الأموال هنا هو 12% ، ولكن ما العمل لو كانت الأموال التي سيتم بها تمويل المشروع من أنواع مختلفة : أموال مملوكة بالإضافة إلى الأموال المقترضة . والأموال المملوكة أنواع أيضاً فيمكن أن تكون بإصدار أسهم عادية جديدة أو تكون بعدم توزع أرباح واحتجازها كطريقة من طرق التمويل .

وفي حكم الأموال المقترضة من ناحية تمويلية بحثة أيضاً إصدار أسهم ممتازة ، ذلك أن الأسهم الممتازة تصدر بعبء ثابت يدفع بصرف النظر عن مستوى الأرباح المحققة . هذا بالرغم من أن الأسهم الممتازة تعتبر من ناحية قانونية أسهم ملكية .

ولما كان لكل نوع من الأموال طريقة لحساب تكلفتها فإننا نتوقع ضرورة أن تكون تكلفة الأموال لأي مشروع هي تكلفة مرجحة للأموال التي يحتاج إليها هذا المشروع . وستناول فيما يلي تكلفة كل نوع من الأموال على حدة ثم نحسب بعدها التكلفة المرجحة .

تكلفة الأموال المقترحة :

لنفرض أن شركة اقترضت 100000 ج لمدة عام بمعدل فائدة قدره 5٪ فإن تكلفة الأموال تكون 50000 ج وتكلفة الأموال كنسبة مئوية هي 5٪ . وعلى ذلك يمكن تعريف تكلفة الأموال المقترضة ، بصفة مبدئية - على أنه معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بالقروض من أجل ألا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية . وعلى ذلك فإن تكلفة الأموال المقترضة هي في ذاتها معدل الفائدة على القرض : لأنه إذا قامت الشركة بالاقتراض ثم استثمرت الأموال المقترضة لتحصل على عائد مساو لمعدل الفائدة فإن الأرباح العائدة للأسهم العادية لن تتأثر .

ويمكن أن نضرب مثلاً على ذلك :

لنفرض أن شركة ما تبيع في السنة بمقدار 2 مليون جنيه ومصاريف التشغيل 1800000 ج ، ولم تقترض الشركة حتى الآن أية مبالغ وتخفض لضريبة أرباح تجارية قدرها 50٪ فإن أرباح الشركة ستكون 100000 جنيه كما يلي :

بالجنيهات	
2000000	مبيعات
1800000	تكلفة تشغيل

200000	الأرباح قبل الضرائب
100000	ضرائب 50٪

100000	أرباح بعد الضرائب

لنفرض أن شركة قررت اقتراض مبلغ 200000 ج بمعدل فائدة قدره 6٪ وتستثمر الأموال المقترضة في أصول ينتج عنها زيادة في المبيعات قدرها 14000 وزيادة في مصاريف التشغيل قدرها 2000 جنيه ، فإن الأرباح تكون 100000 جنيه كما يلي :

بالجنيهات	
2014000	مبيعات
1802000	تكلفة تشغيل

212000	الأرباح قبل احتساب الفوائد والضرائب
12000	فوائد

200000	الأرباح قبل احتساب الضرائب
100000	الضرائب 50%

100000	الأرباح بعد الضرائب

معنى هذا أن الاقتراض لم يسبب أي انخفاض في مكاسب أصحاب رأس المال (أصحاب الأسهم العادية) فالأرباح المتبقية في الحالتين واحدة .

لاحظ أن تكلفة الأموال المقترضة مرتبطة بالقرض الجديد فقط ، وهو هنا 200000 ج ونحن لا ندخل في الحساب أي فوائد على قروض أخرى كانت ولا تزال قائمة في الشركة ، وبطريقة أخرى فإن اهتمامنا ينصب على تكلفة الأموال المقترضة الجديدة أو بما يمكن أن نسميه التكلفة الحدية للأموال المقترضة . فالاهتمام الأساسي بحساب تكلفة الأموال خاص باستخدامه في قرار الاستثمار الأساسي بحساب تكلفة الأموال خاص باستخدامه في قرار الاستثمار طويل المدى . قرار الحصول على أموال لاستثمارها . وعلى ذلك فكون الشركة قد اقترضت في الماضي بسعر فائدة مرتفع أو منخفض مسألة خارجة عن الموضوع .

تكلفة التمويل بأسهم ممتازة :

الأسهم الممتازة تقع بالنسبة لطبيعتها بين الأموال المقترضة وبين الأسهم العادية . فالأسهم الممتازة مثلها مثل القرض تحمل ارتباطاً محدداً على الشركة بدفع مبالغ دورية معينة (وفي حالة التصفية فإن الأسهم الممتازة لها امتياز أو أفضلية على باقي الأسهم في رد قيمتها) .

ولكن الأسهم الممتازة تختلف عن القرض في أن عدم دفع توزيعات الأرباح المحددة دورياً (وهي بمثابة فوائد) لا يؤدي إلى إفلاس كما هو الحال عند عدم تسديد القرض . وعلى ذلك فالأسهم الممتازة بالنسبة للشركة أقل خطراً من القرض وأكثر خطراً من الأسهم العادية .

وتعريف "تكلفة الأسهم الممتازة" مماثل لتعريف تكلفة الأموال المقرضة - فهو معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بأسهم ممتازة من أجل ألا تتأثر المكاسب المرتبطة بحملة الأسهم العادية . وهذا المعدل هو - في الواقع - الربح الموزع للسهم الممتاز مقسوماً على صافي الدخل الذي يثول للشركة نتيجة بيعها سهماً ممتازاً جديداً .

$$\text{تكلفة السهم الممتاز} = \frac{\text{الربح الموزع للسهم الممتاز الواحد}}{\text{صافي بيع سهم ممتاز جديد}}$$

وعلي سبيل المثال فإنه إذا باعت شركة أسهمها الممتازة التي أصدرتها حديثاً بقيمة اسمية 100 ج بأرباح قدرها 6 جنيهات بسعر قدره 95 ج بعد خصم عمولة الاكتتاب ، فإن تكلفة السهم الممتاز تكون 6.3% . عبارة عن :

$$\frac{6}{95}$$

المقارنة بين تكلفة التمويل بسهم ممتاز وتكلفة التمويل بالاقتراض نتيجة الضرائب :

إن تكلفة السهم الممتاز لا تتأثر مع تكلفة الأموال المقرضة من الناحية الضريبية ، فالفوائد على القروض تحمل على حساب الأرباح والخسائر لأنها تعتبر مصروف في حين أن توزيعات الأسهم الممتازة لا تحمل على حساب الأرباح والخسائر لأنها تعتبر توزيع للأرباح . لنفرض أن شركة تستطيع أن تقرض 100000 جنيه بسعر فائدة 6% أو تبيع 1000 سهم ممتاز (6%) بحيث يكون الصافي 100 جنيه للسهم . ما هو معدل العائد الذي يكسبه الاستثمار الجديد بالتمويل الجديد لكي يجعل المكاسب المرتبطة بالأسهم العادية كما هي . إن موقف الشركة قبل الاستثمار موضح في العمود الأول .

الاستثمار في أصول يكون عائدها			الوضع الأصلي دون استثمار	
أسهم ممتازة	أسهم ممتازة	فائدة		
بالجنهات.	بالجنهات	بالجنهات	بالجنهات	الأرباح قبل الفوائد والضرائب الفوائد الأرباح قبل الضرائب الضرائب 50% توزيع أرباح الأسهم الممتازة المكاسب المتبقية للأسهم
112000	106000	106000	100000	
-	-	6000	-	
112000	106000	100000	100000	
56000	53000	50000	50000	
6000	6000	-		
50000	47000	50000	50000	

واضح من الجدول أنه إذا استثمرت الأموال المقترضة لتعطي عائداً قدره 6% فإن المكاسب المتبقية للأسهم العادية تبقى كما هي ، أما إذا تم التمويل بأسهم ممتازة 6% فإن المكاسب للأسهم العادية ستخفض ، ومن أجل أن نحتفظ بمستوى 50000 للأسهم العادية فإنه لا بد أن يكون عائد الاستثمار هو 12% قبل الضرائب للأموال التي تم الحصول عليها بإصدار أسهم ممتازة .

إن حساب تكلفة الأموال يجب أن تتم بعد احتساب الضرائب ذلك على اعتبار أن متخذ القرار يأخذ في الحسبان الآثار الضريبية للقرار .

ولما كانت الفوائد على القرض تحمل على المصروفات ، وبالتالي تخصم من الضرائب فإن الشركة التي تدفع فوائد مرتفعة تكون الضرائب أقل وعلى ذلك يمكن تخفيض تكلفة الأموال المقترحة كالآتي :

تكلفة الأموال المقترضة بعد الضرائب =

تكلفة الأموال المقترضة قبل الضرائب × (واحد صحيح - سعر الضريبة)

لنفرض أن تكلفة الأموال المقترضة قبل الضرائب 6% وأن الضريبة 50%⁽¹⁾ فإن تكلفة

$$\text{الأموال المقترضة بعد الضرائب} = (0.50 - 1) \times 0.06 = \# 3$$

(1) الضريبة 50% لتسهيل العمليات الحسابية .

تكلفة التمويل بأموال مملوكة :

يقصد بالأموال المملوكة هنا قيمة الأسهم العادية زائداً الفائض الرأسمالي زائداً الأرباح المجمعة . وعلى ذلك نستبعد في حساباتنا هنا الأسهم الممتازة .

ويمكن تعريف تكلفة الأموال المملوكة Cost-of-equity بأنها الحد الأدنى من معدل العائد الواجب كسبه على الاستثمارات الممولة بأموال مملوكة بحيث لا تتأثر قيمة الأموال المملوكة الموجودة أصلاً . وبطريقة أخرى فإنه إذا كانت تكلفة الأموال المملوكة في شركة ما هي 10% فإن قيمة الأموال المستخدمة في تمويل استثمارها ما ستزيد عن تكلفة الاستثمار في حالة ما إذا زاد معدل العائد على الاستثمار عن 10% . هذا هو مفهوم تكلفة الفرصة : أي أنه إذا وجد المستثمرون فرصة استثمار (تحوى نفس القدر من المخاطرة) خارج الشركة بعائد قدره 10% وكان الفرصة للأموال المستثمرة في الشركة هي 10% فإن المستثمرين لا يرغبون في استثمار أموالهم في مشروع أقل من 10% .

وتجدر بنا الإشارة إلى أن هناك اختلافاً بين تكلفة الأموال المملوكة الناتجة من احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها ، وتكلفة الأموال المملوكة الناتجة من بيع أسهم عادية جديدة كما يلي :

تكلفة التمويل بأرباح محتجزة :

الأرباح المحتجزة تمثل ذلك الجزء من الأرباح المحققة في نهاية العام والتي لم تدفع في شكل توزيعات لحملة الأسهم ، وتم احتجازوها بغرض إعادة استثمارها في المنشأة .

وقد يري البعض أن هذه الأرباح ليس لها تكلفة على اعتبار أن تكلفتها الدفترية أو المحاسبية مساوية للصفر إلا أن هذا الرأي بجانبه الصواب تماماً لأنه يتجاهل مفهوم تكلفة الفرصة البديلة لأن الأرباح الصافية المحققة في أي منشأة تعتبر حقاً لحملة الأسهم العادية بها لأن أصحاب السندات دائماً ما يحصلون على مقابل لهم في شكل فوائد تدفع وتحمل على حساب الأرباح والخسائر ، وكذلك حملة الأسهم الممتازة يحصلون على نسبة توزيعاتهم المحددة والمتفق عليها مسبقاً ، وباقي الأرباح الصافية بعد ذلك تعتبر حقاً قانونياً لحملة الأسهم العادية ويجب أن تدفع لهم مقابل مساهمتهم في رأس المال .

ولذلك فإن قيام المنشأة باحتجاز هذه الأرباح يضيع على المساهمين العاديين فرصة الحصول عليها وإعادة استثمارها في مشروعات أخرى تدر عليهم عائداً ، ولذلك فعلي المنشأة

في حالة احتجازها للأرباح أن تعيد استثمارها لتحقيق عائدا للمساهمين على الأقل مساوياً لما كان من الممكن أن يحققوه في المشروعات البديلة في حالة حصولهم على كل الأرباح وعدم احتجازها.

ولذلك فإن الأرباح المحتجزة تعتبر استثماراً لحملة الأسهم العادية وتكلفتها يجب أن تكون مساوية لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم والذي يتوقف على توقعاتهم فيما يختص بالتوزيعات المتوقعة في علاقتها بسعر السهم والذي يمكن تقديره بالمعادلة الآتية:

تكلفة الأرباح المحتجزة = معدل العائد المطلوب

$$\frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{سعر بيع السهم في السوق}} = \text{معدل النمو}$$

مثال :

لنفرض أن شركة ما توزع اليوم 3 جنيه لكل سهم عادي ومن المتوقع أن تنمو الشركة بمعدل 10% والسعر السوقي للسهم العادي اليوم 50 جنيه فما هي تكلفة الأرباح المحتجزة .

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \frac{3(1 + 10\%) + 50 \times 10\%}{50} = 16.6\%$$

50

التوزيعات المتوقعة للسهم = التوزيعات الحالية (1 + معدل النمو)

مثال آخر : لنفرض أن شركة ما من المتوقع أن تحقق 2 جنيه عائداً للسهم في نهاية العام توزع منها جنيهاً واحداً فقط للسهم وبياع السهم بمقدار 20 جنيهاً . ومن الملاحظ أن أرباح الشركة وتوزيعاتها وأسعار أسهمها في نمو بمعدل 5% سنوياً . ويتتظر أن يستمر هذا النمو إلا مالانهاية . في ضوء تلك البيانات يمكن حساب معدل العائد المتوقع على السهم كالآتي :

معدل العائد المتوقع أو المطلوب =

$$\frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{سعر بيع السهم}} + \text{معدل النمو المتوقع}$$

$$10\% = 5 + \frac{1}{20}$$

إن معدل النمو المتوقع في سعر الأسهم هو 5٪ على السعر الأصلي وهو 20 ج وهو ما يؤدي إلى زيادة قدرها جنيه واحد في قيمة السهم .

إن هذه الزيادة في سعر السهم ستحقق إذا احتجزت الشركة الجنيه واستثمرته بعائد 10٪ (العائد المتوقع المطلوب) إلا أنه إذا استثمرت الشركة الجنية المحجوز بعائد قدره 5٪ فإن معنيين ذلك أن العائد الجديد سيكون 0.05 ج - وليس 0.10 ج كما هو متوقع . إن العائد (0.05 ج) يمثل ارتفاعاً قدره 2.5٪ في الحقيقة وليس 5٪ حيث تصبح المكاسب الجديدة هي 2.05 ج بدلاً من المكب المتوقع 2.10 ج .

فإذا اعتقد المستثمرون أن الشبكة ستحقق في المستقبل عائداً قدره 5٪ على الأرباح المحتجزة وبالتالي تحقق نمواً بمعدل 2.5٪ فإن ذلك يجعلهم يعيدون النظر في قيمة السهم كالآتي :⁽¹⁾

سعر السهم المتوقع (س) =

التوزيعات المتوقعة للسهم + سعر السهم المتوقع (س) × (1 + معدل النمو)

1 + معدل العائد المطلوب

$$س = 1.10 ÷ (1.025 × س) + 1.10$$

$$1.10 ÷ س = 1.025 + 1$$

$$س = 1.10 × 1.025 + 1$$

$$س = 1.10 - 1.025 × س$$

$$س = 0.75$$

$$س = 13.3 \text{ جنيه}$$

إن سعر السهم يتوقع له أن ينخفض من 20 جنيه إلى 13.3 جنيه لأن المتوقع أن الشركة ستستثمر أموالها المملوكة - هنا الأرباح المحتجزة - بأقل من تكلفة الأموال لتلك الأرباح .

(1) ويمكن الوصول لسعر السهم من واقع المعادلة التالية

$$س = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{معدل العائد المطلوب} - \text{معدل النمو الفعلي}} = \frac{1}{0.10 - 0.025} = 13.3 \text{ جنيه للسهم}$$

والسؤال هنا ماذا كان يحدث لو أن الشركة وزعت كل أرباحها ولم تحتجز أي شيء . أولاً : إن هذا الإجراء يؤدي إلى خفض معدلا النمو إلى صفر . ثانياً : إن سعر السهم لن ينخفض لأن المستثمرون سيحصلون على الـ 10٪ عائد على استثماراتهم .

$$\text{معدل العائد على الاستثمار} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{سعر بيع السهم} + \text{معدل النمو الفعلي}}$$

$$= \frac{2}{20} + \text{صفر} \% = 10\%$$

فكل العائد يكون في صورة أرباح موزعة ويصبح العائد على الاستثمار الواقعي مساو للعائد على الاستثمار المطلوب .

تكلفة التمويل بأسهم عادية⁽¹⁾ :

إن تكلفة الأسهم العادية التي تصدر ، أو ما يسمى بالأموال المملوكة الخارجية تكون أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة ، وذلك بفرق مصاريف إصدار السهم العادية الجديدة . لنضرب على ذلك مثلاً :

لنفرض أن الأسهم العادية التي تمليها شركة ما هي 10000 سهم وأنها غير مدينة بأي أموال للغير . ومن المتوقع أن تكسب الشركة 20000 ج أو 2 ج للسهم في السنة القادمة . ويتوقع المستثمرون أن الشركة ستستمر في توزيع 50٪ من أرباحها أي أن هناك توزيع أرباح محتملاً جنيه لكل سهم للسنة القادمة . ومن المعلوم أن الشركة تنمو بمعدل 5٪ سنوياً ، ومن المتوقع أن يستمر معدل النمو كما هو . ويطلب المستثمرون عائداً قدره 10٪ على أموالهم (الأسهم العادية هنا) وعلى ذلك فإن سعر البيع للسهم هو 20 ج .

لنفرض أن الشركة قررت إصدار 5000 سهم للجمهور بسعر 20 ج للسهم وتتكلف 2 ج كمصاريف إصدار لكل سهم ، وبالتالي فإن صافي بيع الأسهم يكون 18 جنيهاً للسهم أو 90000 إجمالي . فإذا استمر هذا المبلغ لتحقيق عائد 10٪ فهل يبقى معدل العائد على الاستثمار

(1) مع الاسترشاد بما جاء في ويستون وبريجهام ، أساسيات ، ص 248 .

والربح الموزع للسهم وسعر بيع السهم كما هو مطلوب ؟
نحسب المكاسب الجديدة بالنسبة للسهم مع الأخذ في الحسبان بيع الأسهم الجديدة والاستثمار الجديد .

$$\begin{aligned} \text{الأرباح الإضافية} &= 90000 \text{ ج} \times 10\% = 9000 \text{ ج} \\ \text{الأرباح الكلية} &= 20000 \text{ ج} + 9000 \text{ ج} = 29000 \text{ ج} \\ \text{الأسهم الإضافية} &= 5000 \text{ سهم} \\ \text{الأسهم الكلية} &= 10000 \text{ ج} + 5000 = 15000 \text{ ج} \\ \text{الأرباح الجديدة بالنسبة للسهم} &= \frac{29000}{15000} = 1.93 \text{ ج} \end{aligned}$$

إن مبلغ الـ 1.93 ج أقل من العائد المتوقع لسهم 2 ج . معنى ذلك أن بيع الأسهم الجديدة خفضت من مستوى الأرباح للسهم ، وبالتالي فإن سعر بيع الأسهم في السوق سينخفض . وعلى ذلك فإنه يقال أن الاستثمار لم يتوافر فيه شرط استيفاء متطلبات تكلفة الأموال . أو بطريقة أخرى فإن العائد على الاستثمار الجديد الممول بإصدار أسهم جديدة لم يحقق تكلفة الأموال الجديدة لأن الأرباح الإضافية لم تكن كافية لحفظ قيمة الأسهم من الانخفاض . والسؤال الآن هو ما هو معدل العائد على الاستثمار الواجب كسبه على الأموال التي تم الحصول عليها بإصدار أسهم جديدة بحيث يصبح التعرف مقبولاً أو بشكل آخر ما هي تكلفة الأسهم الجديدة ؟

إن الإجابة عن السؤال تكون باستخدام نفس المعادلة

$$\begin{aligned} \text{تكلفة الأسهم العادية الجديدة} &= \frac{\text{معدل العائد المطلوب للأسهم الجديدة}}{\text{تكلفة إصدار الأسهم الجديدة}} \\ &= \frac{10\%}{1 - 10\%} = \frac{10\%}{90\%} = 11.1\% \end{aligned}$$

فإذا كسبت الشركة 11.1% على الاستثمارات الجديدة الممولة بأسهم عادية فإن المكاسب بالنسبة للسهم الواحد لن تنخفض عن التوقعات السابقة . وبالتالي فإن سعر السهم العادي لن ينخفض في السوق ، وعلى ذلك فإن الاستثمار الجديد سيغطي تكلفة الأموال .

كيفية حساب التكلفة المرجحة للأموال :

إن القول بأن تمويل استثمار جديد بالاقتراض ، وبالتالي فإن تكلفة الأموال الإضافية هي تكلفة القرض فيه مغالطة . فتكلفة الأموال يجب ألا تكون تكلفة القرض الجديد ، ولكنها يجب أن تكون تكلفة مرجحة للأموال الجديدة كلها . ولتوضيح ذلك نضرب المثال التالي :

لنفرض أن شركة تقترض بفائدة 2٪ لتمويل مشروعاتها الجديدة . وفي السنة الأولى تقترض بكميات كبيرة بحيث تصل إلى درجة تكون قد استخدمت فيها طاقتها الائتمانية لتمويل مشروع يحقق عائداً 3٪ وفي السنة التالية فإنها تدرس إمكانية تنفيذ مشروعات تحقق 9٪ (ثلاثة أمثال العائد في السنة السابقة) ولكنها قد تجد أنه من الضروري تمويل الاستثمار الجديد بإصدار أسهم جديدة تكلف 10٪ ، من أجل ذلك فإنه من الأهمية النظر إلى الشركة على أنها شركة مستمرة . وبالتالي فإنه يجب حساب تكلفة الأموال على أساس المتوسطات المرجحة لمختلف أنواع الأموال المستخدمة : قروض ، أسهم عادية ، أسهم ممتازة .

لنفرض أن مكونات الأموال في شركة ما كالآتي :

بالجنيهات

30000000 قروض

5000000 أسهم ممتازة

65000000 أسهم عادية

100000000 المجموع

=====

=====

وتريد الشركة زيادة أصولها بمقدار 10٪ أي 100000000 ج في السنة القادمة ، بحيث يكون هيكل الأموال الجديدة مماثل في النسبة لهيكل الأموال الحالية .

وفيا يلي حساب التكلفة المرجحة للأموال :

(6)×(5)	(4)×(3)	تكلفة الأموال بعد الضرائب لكل نوع	الأموال الجديدة	النسبة للإجمالي	أرقام الميزانية	هيكل الأموال
(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
90000	0.0090	٪3	3000000	٪30	30000000	قروض
35000	0.0035	٪7	5000000	٪5	50000000	أسهم ممتازة
650000	0.0650	٪10	6500000	٪65	65000000	أسهم عادية
775000	0.0775 أو ٪7.75		10000000	٪100	100000000	

إن تكلفة الأموال المرجحة هي 7.75 ٪ لهذه الشركة كما يبينها عمود (6) وبقسمة تكلفة الأموال 775000 على الأموال الجديدة 10 ملايين جنيه فإن تكلفة الأموال الجديدة كنسبة تكون 7.75 ٪.

مثال على حساب تكلفة الأموال :

فيا يلي ميزانية شركة من الشركات :

خصوم	أصول
بالجنهات	بالجنهات
25000000 (قرض 6٪)	100000000 أصول
25000000 أسهم ممتازة	
50000000 أسهم عادية	

1000000000	

هي تفكر في استثمار يقدر بـ 40 مليون جنيه ، ومن المعلوم أن القرض الجديد بفائدة قدرها 8% ويباع بقيمة اسمية 100 جنيه وأن الأسهم الممتازة بمعدل 8.85% وتباع قيمتها الاسمية أيضاً . والأسهم العادية تباع حالياً بـ 20 جنيه للسهم ويمكن بيعها بمبلغ صافي 18 جنيه بعد حساب تكلفة الإصدار . ويتوقع المستثمرون عائداً على الاستثمار قدره 13% ومن المتوقع أن تكون الأرباح المحتجزة 20 مليون جنيه وتخضع الشركة لشرية ضريبة حدية 50% ترى الشركة أن هيكل الأموال الحالي هيكل مناسب .

أولاً : نحسب نوع الأموال المطلوب الحصول عليها لتحقيق هيكل تمويلي مماثل للهيكل التمويلي الحالي .

الأموال الجديدة بالجنيهات	الهيكل الجديد بالجنيهات	الأموال الجديدة	النسبة المئوية للإجمالي	الميزانية بالجنيهات	
10000000	35000000	25%	25%	25000000	قروض
10000000	35000000	25%	25%	25000000	أسهم ممتازة
20000000	70000000	50%	50%	50000000	أسهم عادية

ولما كانت الأرباح المحتجزة 20 مليون جنيه فإنه لا يصبح من الضروري إصدار أسهم عادية جديدة .

ثانياً : نحسب تكلفة الأموال كل على حدة ثم نحسب التكلفة المرجحة :

الأموال الجديدة بالمليون	معدل تكلفة الأموال بعد الضرائب	الأهمية النسبية	التكلفة المرجحة للأموال	
10	8% (1-50) = 4%	25%	0.01000 = 0.25 × 0.040	قروض
10	8.5%		0.02125 = 0.25 × 0.085	أسهم ممتازة
20	13% (تكلفة الأرباح المحتجزة فقط)		0.06500 = 0.50 × 0.130	أرباح محتجزة
			0.9625	

إن متوسط تكلفة الأموال إذن هي 9.625 % .

ولنفرض أن الشركة تتوقع الأرباح المحتجزة لتكون 12 مليون جنيه فقط بدلاً من 20 مليون جنيه . فإن متوسط تكلفة الأموال يتم احتسابه كالآتي:

(أ) تكلفة الأموال الجديدة (تكلفة حق الملكية الخارجي) محتسب كالآتي:

$$\text{معدل العائد المطلوب للأسهم الجديدة} = 0.13 = 0.13 = 14.4\%$$

$$1 - \text{نسبة تكلفة إصدار الأسهم} = 0.09 \quad 0.1 - 1$$

(ب) تكلفة حق الملكية (الجديدة أو الإضافية):

تكلفة الأموال المرجحة	الأهمية النسبية للأموال المملوكة الجديدة	تكلفة كل نوع من الأموال	حق الملكية	
$0.078 = 0.60 \times 0.13$	60%	13%	12	أرباح محتجزة
$0.0576 = 0.40 \times 0.144$	40%	14.4%	8	أسهم عادية
0.1356	100%		20	إصدار جديد

حق الملكية بالمليون . فتكلفة حق الملكية الجديد هو 13.56%

(ج) متوسط تكلفة الأموال الجديدة:

تكلفة الأموال المرجحة	الأهمية النسبية للأموال	تكلفة كل نوع من الأموال	هيكل الأموال الجديدة بالجنيهات	
$0.01000 = 0.2 \times 0.0400$	25%	4%	10000000	قروض
$0.02125 = 0.25 \times 0.0850$	25%	8.50%	10000000	أسهم ممتازة
$0.06780 = 0.50 \times 0.1356$	50%	13.56%	20000000	حق ملكية
0.09905	100%		40000000	

إن متوسط تكلفة الأموال الجديدة 9.905%

التكلفة الحدية للأموال⁽¹⁾ وكيفية حسابها :

تعرف التكلفة الحدية للأموال بأنها تكلفة الأموال الإضافية (الجديدة) ومن الملاحظ أن التكلفة الحدية للأموال - هي في الواقع - تكلفة مرجحة أيضاً ولكنها تكلفة الأموال الإضافية فقط . وتظهر التكلفة الحدية للأموال في حالة اختلاف مستوى الأموال المطلوبة ، فعند حد معين من الأموال المطلوبة قد تكون تكلفة الأموال الحدية مختلفة عن تكلفة الأموال في المستوى الذي قبله .

والتكلفة الحدية للأموال هي التكلفة المهمة في اتخاذ قرار الاستثمار طويل المدى : على أساس أن الشركة ستقبل الاستثمار المقترح إذا كان العائد مساو على الأقل للتكلفة الحدية وترفضه إذا قل العائد عن تكلفة الأموال الإضافية المطلوبة . وتكون التكلفة الحدية للأموال مساوية لمتوسط تكلفة الأموال حتى اللحظة التي يتطلب الأمر فيها إصدار أسهم عادية جديدة لعدم وجود أرباح محتجزة .

وبالرجوع للمثال السابق يمكن حساب التكلفة الحدية للأموال كما يلي :

مصادر التمويل	هيكل الأموال الجديدة بالجنيهات	الأهمية النسبة للأموال	تكلفة كل نوع من الأموال	التكلفة المرجحة للأموال
قروض	10000000	25%	4%	1.000%
أسهم ممتازة	10000000	25%	8.5%	2.125%
حق ملكية	20000000	50%	14.4%	7.200%
	40000000	100%		10.325%

في هذا المثال يتضح أن متوسط تكلفة الأموال 9.625% وذلك في حالة ما إذا كانت الأرباح المحتجزة 20 مليون جنيه أما بعد أن تطلب الأمر إصدار أسهم عادية جديدة فإن متوسط تكلفة الأموال أيضاً ارتفع وأصبح 9.905% لأن تكلفة الأسهم العادية أعلى من تكلفة الأرباح المحتجزة ، وكلا التكالفتين السابقتين لا يلعب أي دور في اتخاذ القرار الاستثماري لأن القرار الاستثماري يتطلب حساب التكلفة الحدية للأموال الإضافية فقط

(1) Marginal Cost of Capital

بمعنى أن تكلفة حق الملكية الحدية للأموال في المثال السابق لتصبح 10.325٪ والفرق بالطبع يرجع لتكلفة الإصدار .

وهذا الفرق بين متوسط تكلفة الأموال والتكلفة الحدية للأموال لن يظهر إلا إذا تم تمويل حق الملكية أو جزء منه بإصدار أسهم عادية جديدة لها تكلفة إصدار.

حساب تكلفة الأموال في المنشآت الصغيرة (الفردية والتضامني):

بالرغم من أن مفاهيم تكلفة الأموال واحدة في الشركات المساهمة وفي المنشآت الصغيرة فردية كانت أم تضامناً وبالرغم من تماثل الأساليب في حساب متوسط تكلفة الأموال وحساب التكلفة الحدية للأموال فإن هناك بعض الاختلافات:

(أ) في المنشآت الفردية نجد أنه من الصعب عمل تقديرات عن تكلفة حق الملكية لأنه ليس هناك أسهم ، وبالتالي ليس هناك قيمة للأسهم ووجود الأسهم وقيمتها في السوق وفي الإصدار أساس لعملية حساب تكلفة الأموال كما ظهر في المستقبل في هذا الفصل .

(ب) في المنشأة الفردية تكون الضرائب لها اعتبار خاص لأنه غالباً ما يخضع صاحب المنشأة لشريحة ضريبية عالية وهو ما يؤثر بالضرورة على تكلفة الأموال المحتجزة وتكلفة حق الملكية الخارجي الجديد .

وفي هذه الحالة يمكن تقدير تكلفة الأموال المملوكة بتكلفة الفرصة البديلة اجتهاداً .

حساب تكلفة الأموال في الشركات العامة :

لا تختلف طريقة حساب تكلفة الأموال في الشركة العامة عن طريق حساب تكلفة الأموال في الشركات المساهمة إلا من حيث صعوبة عمل تقديرات عن تكلفة حق الملكية (تماماً مثل المنشأة الفردية أو شركة التضامن) .

فمكونات الأموال في الشركة العامة بالنسبة للإنفاق الاستثماري غالباً ما تكون :

(أ) تمويلاً ذاتياً (أرباح محجوزة واحتياطيات ومخصصات) .

(ب) قروضاً خارجية .

(ج) قروضاً من الحكومة أو من المؤسسات المالية وغالباً ما يكون تحت اسم " مساهمة

حكومية " بفائدة تحددها الحكومة .

وبالنسبة للقروض الخارجية أو القروض من الحكومة (مساهمة الحكومة) فإنه يمكن بسهولة تقدير تكلفتها مثل تقدير تكلفة القروض في الشركة المساهمة كما سبق أن بينا .
ولكن المشكلة الحقيقية هي في كيفية تقدير تكلفة " التمويل الذاتي " للأرباح المحتجزة لأنه ليس هناك قيمة سوقية لأسهم . كما أنه ليس هناك أساس يتم بناء عليه تحديد معدل النمو من أجل تحديد معدل العائد كما سبق أن بينا .
وهنا أيضاً يمكن تقدير تكلفة الأموال بتقدير تكلفة الفرصة البديلة لمتوسط الاستثمارات المتاحة مثلاً .

تكلفة التمويل بالمشاركة :

من تحليل كيفية حساب التكلفة المرجحة للأموال - كما سبق - يتضح لنا أن تكلفة التمويل بالاقتراض هي سعر الفائدة مخفضاً بالأثر الضريبي ، ولذلك فإن تكلفة التمويل بالاقتراض دائماً أقل من سعر فائدة القرض طالماً خضعت الشركة لضريبة الأرباح التجارية والصناعية . كما تبين لنا أن تكلفة التمويل بإصدار أسهم عادية أو حتى أرباح محتجزة هي تكلفة تعكس تكلفة الفرصة البديلة لتلك الأموال مع عمل التعديلات الخاصة بمصاريف الإصدار وسعر الإصدار نفسه . ومن الطبيعي أن تكون تكلفة الفرصة البديلة للأموال المملوكة أعلى من معدل الفائدة السائد في السوق وإلا تحول المستثمرون من الشركات التي يملكونها وأودعوا أموالهم في البنوك .

وإذا نظرنا إلى تكلفة التمويل بالمشاركة فنجد أنه لا يوجد بالنسبة للأموال المأخوذة على سبيل المثال المشاركة أي تكلفة نقدية مثل تكلفة القروض ، فمشاركة الممول هنا مشاركة في الأرباح .

وعلي ذلك يكون منطقياً أن تنخفض التكلفة المرجحة للأموال إذا كانت جزءاً من التمويل الذي حصلت عليه الشركة بالمشاركة .

وإذا كانت التكلفة المرجحة للأموال في هذه الحالة منخفضة - نتيجة عدم الالتزام بدفع فوائد أو عائد محدد مقدماً - فلنا أن نتوقع أن معدل الخصم الذي سيستخدم لاستخراج صافي التقييم الحالية سيكون منخفضاً أيضاً وهو ما يسمح بالقيام باستثمارات عائدها صغير إذا كان يحقق حاجات إنسانية أساسية للقاعدة العريضة للجماهير . وبطبيعة الحال ستصور أن

هذه القضية ليست بهذه السهولة حيث إن البنوك التي تقوم بالتمويل تتوقع عائداً يساوي على الأقل العائد الساري في السوق ، ولا سيما إذا كانت المجتمعات تحوى النوعين من البنوك: البنوك التقليدية التي تتعامل بالفائدة والبنوك الإسلامية التي لا تتعامل بالفائدة⁽¹⁾.

(1) ما زالت هذه الموضوعات تحتاج إلى كثير من البحوث وعناية الدارسين .