

الفصل الثاني: القرار التمويلي: المبادئ والقيود

أهداف المحاضرة:

- كيفية التعامل مع قرارات التمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح (التعرف على مبادئ التمويل)؛
- التعرف على مبادئ التمويل (شركات ومؤسسات)،
- التعرف على مراحل التمويل وخطواته المختلفة؛
- التعرف على قيود القرار التمويلي

أسئلة المحاضرة:

- ما هي المبادئ الأساسية التي يقوم عليها التمويل؟

مخطط المحاضرة:

- مبادئ تمويل الشركات
- قيود القرار التمويلي
- مراحل تمويل المشروع
- خطوات التمويل

أولاً. مفهوم قرارات التمويل:

القرار التمويلي ينطوي على مجموعة من الأسئلة منها:

متى يتم طلب التمويل؟ وما هو المبلغ اللازم للتمويل؟ ومن أين يتم الحصول عليه وكيف يتم جمعه؟ وما هي توزيعات النسب المثلى للتمويل؟

هو قرار يتعلق بالأصول والخصوم في الميزانية العمومية للمؤسسة. أي أنه يتعلق بمزيج تمويل المؤسسة (الرأس المال السهمي مثل حقوق الملكية والأرباح المحتجزة، والأموال المقترضة مثل السندات أو أشكال الديون الأخرى)، وكيفية تخصيص الأموال المحصلة، بمعنى كل ما يتعلق بنوع الأصول التي يجب الحصول عليها، ونمط توزيع الدخل يتم تضمينه في القرارات المالية. الهدف من القرار المالي هو الحفاظ على هيكل مالي يعظم ثروة المساهمين، أي مزيج مناسب من الديون وحقوق الملكية لضمان المفاضلة بين المخاطر والعائد للمساهمين. يتخذ القرار المالي المدير المالي بمفرده أو بالاشتراك مع زملائه التنفيذيين الآخرين الذين معه في المؤسسة، وعملياً عليه الاستعانة بخبرات العاملين في المجالات الوظيفية الأخرى كالتسويق، والإنتاج، والمحاسبة. تنقسم القرارات المالية عموماً إلى قرارات مالية طويلة وقصيرة الأجل.

1. **قرار الاستثمار طويل الأجل:** يطلق على قرار الاستثمار طويل الأجل بقرارات الميزانية الرأسمالية (ميزنة

رأس المال)، فالمؤسسة تضع أموالها إما في شراء الأصول الثابتة أو المتداولة، فعندما يتم اتخاذ القرار

لتمويل الأصل الثابت نقول ان القرار المالي قرار الميزانية الرأسمالية. يعد من أهم القرارات بالمؤسسة لأنه

ينطوي على مبالغ ضخمة والتي لا يمكن الرجوع عنها إلا بتكلفة ضخمة؛ وأن هذا القرار إذا كان سيئ الاستخدام فإنه يلحق أضرار جسيمة بمالية المؤسسة.

2. **قرار الاستثمار قصيرة الأجل:** يطلق عليها كذلك إدارة رأس المال العامل. وأن هذا القرار إذا كان سيئ يؤثر على السيولة وربحية المؤسسة.

عند اتخاذ القرار التمويل لا بد من الأخذ بعين الاعتبار عدة عوامل تؤثر على قرار التمويل، هذه العوامل تطرقت إليها نظريات الهيكل التمويلي، منها الوفرة الضريبية للفوائد وتكاليف الإفلاس وتكلفة الوكالة للديون وغيرها.

- كلما زادت نسبة الضرائب، زاد الاعتماد على الدين.
- كلما زادت تكاليف الإفلاس وتكاليف الوكالة، قل الاعتماد على الدين.
- كلما توفرت المؤسسة على أصول ثابتة أكثر زاد الاعتماد على الدين.
- كلما زادت الربحية قل الاعتماد على الدين

ثانياً. تمويل الشركات: القرارات المالية والمبادئ

1. **القرارات المالية:** تتعلق القرارات المالية بثلاثة قرارات مهمة هي: التمويل والاستثمار وتوزيع الأرباح، تم التطرق إليها من قبل كل من (Richard Brealey, Stewart Myers, and Franklin Allen). وذلك عام 1980 ضمن كتاب "نظرية تمويل الشركات" والذي نشر لاحقاً بأكثر من 13 طبعة.

2.1. **قرار الاستثمار (تطبيق الأموال):**

يقصد بقرار الاستثمار، كيفية استثمار أموال المؤسسة بذكاء في الأصول المختلفة (الأصول طويلة وقصيرة الأجل)؛ لا بد أن ينبثق عن قرارات الاستثمار تحقيق إيرادات إضافية (تقاس العائدات على أساس التدفق النقدي وتوقيت هذه التدفقات) إلى جانب توفير الأموال للمستقبل. لذا على المؤسسة الإختيار الدقيق للأصل الذي سيتم استثمار الأموال فيه. يتضمن هذا المبدأ التخصيص الأمثل والأكثر كفاءة لموارد العمل (الأصول، توزيع العمل) بأكثر الطرق فعالية. يتحقق هذا المبدأ من خلال حساب العائد على قرار الاستثمار ومقارنته مع تكلفة رأس المال. قرار الاستثمار لا يشمل فقط تخصيص الأموال للأصول طويلة الأجل فقط، إنما ينطوي كذلك على قرارات استخدام الأموال التي يتم الحصول عليها من بيع تلك الأصول والتي تصبح اقل ربحية ونتاجية، حيث تستخدم تلك الأموال في تأمين الأصول المفيدة (تحليل تكلفة الفرصة البديلة دور مهم).

2. **قرار التمويل (هيكل رأس المال أو شراء الأموال):**

يرتبط قرار تمويل الشركة بهيكل رأسمالها، أي نسبة الدين إلى رأس مال الأسهم في الشركة. يتم اتخاذ القرارات في ضوء تكلفة رأس المال وعوامل المخاطرة المعني والعوائد للمساهمين.

يتحقق هذا المبدأ من خلال مقابلة العمر الزمني لكل نوع من الأصول مع مصدر التمويل المناظر له، فيتم توجيه مصادر التمويل الطويلة الأجل لتمويل الأصول الثابتة، ويتم توجيه مصادر التمويل القصيرة الأجل، لتمويل الأصول

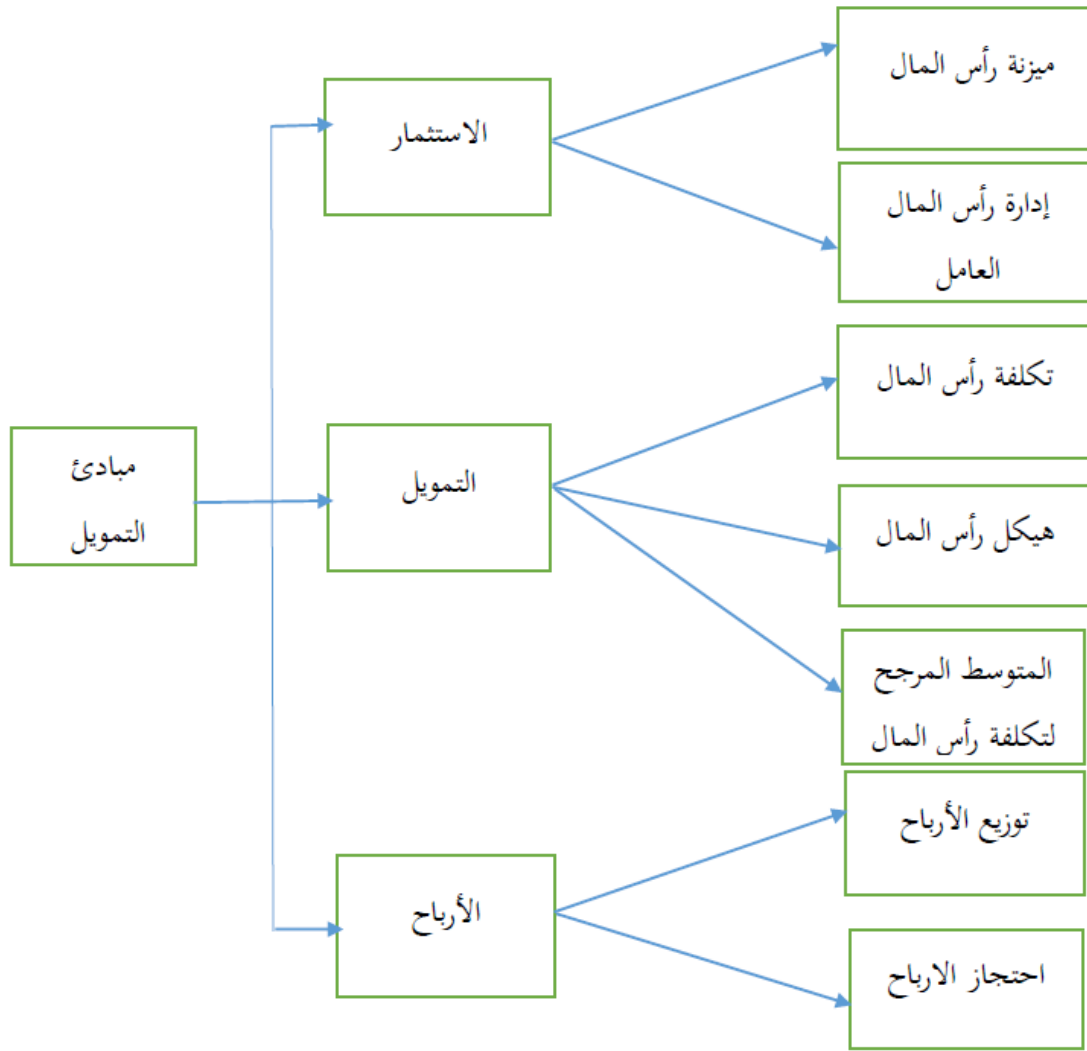
المتداولة. إلى جانب تشكيل مزيج صحيح من الديون وحقوق الملكية، والذي من شأنه أن يزيد من القيمة السوقية للشركة.

يقول مبدأ مطابقة المبادئ (Matching Principle) يجب أن تمويل الأصول طويلة الأجل عن طريق صناديق طويلة الأجل وموجودات قصيرة الأجل بواسطة صناديق قصيرة الأجل (Long-term assets should be financed by long-term funds and short-term assets (to some extent) by short-term funds).

3.2. قرار توزيعات الأرباح:

هل سيتم توزيع جميع الأرباح أم الاحتفاظ بها كلها أم توزيع الجزء والاحتفاظ بالجزء الآخر، وعلى أي أساس يتم ذلك. على المؤسسة أن تحدد سياسة توزيع الأرباح المثلى التي تزيد من القيمة السوقية للمؤسسة. إذا لم تكن هناك استثمارات مربحة فالأجدر توزيع الأرباح. ويعتمد ذلك على تفضيلات المساهمين وفرص الاستثمار للمؤسسة وفرص التوسع المستقبلية.

المخطط 2-1. مبادئ تمويل الشركات



المصدر: إعداد الباحثة

2. مبادئ التمويل

فهم أساسيات التمويل ومعرفة مبادئه، سيمكن من اتخاذ القرارات المالية بطريقة صحيحة. فما هي هذه المبادئ؟

- المبادئ التالية تعني أن التمويل إذا لم يتم عليها سيحقق الخسارة.
- المال له قيمة زمنية: قيمة الدينار الواحد المكتسب اليوم أكثر قيمة من الدينار الذي سيكتسب في المستقبل. لذا أنفق المال لكسب المال، وفي حالة استثمار المال يجب ان يكون معدل العائد عليه أكثر من معدل التضخم حتى يمكن للعائد ان يعوض الخسارة.

- السيولة والربحية: على المستثمر أن يضمن الربحية والسيولة، تشير السيولة إلى قابلية الاستثمار للتسويق. أي مدى سهولة الحصول على النقد عن طريق بيع الاستثمار. من جهة أخرى، يتعين على المستثمرين الاستثمار بطريقة تضمن الربح مع مستوى معين من المخاطرة.
- كلما زادت المخاطر زادت المكافئة: الاستثمار في الأصول عالية المخاطر وذو العوائد القليلة يعني هدرا للمال.
- تنوع الاستثمارات يسمح بتقليل المخاطر الاجمالية: عدم التنوع يمكن أن يزيد من مخاطر السوق للمستثمر (عدم وضع كل البيض في سلة واحدة).
- الأسواق المالية فعالة في تسعير الأوراق المالية: يتبع السوق أخبار الشركة والتنبؤات المستقبلية والعرض والطلب وعوامل أخرى. قد لا يكون هذا المبدأ هو أفضل استراتيجية للمستثمرين لأن الأسواق المالية فعالة في حد ذاتها والبيئة المالية تتغير دائما.
- السمعة: قد تواجه الشركات ذات السمعة السيئة صعوبة في اقناع الأفراد بشراء أسهمهم. مثلا حالة الشركات التي تتلاعب بالبيانات المالية لجعل وضعها يبدو أفضل مما هي عليه فعلا. هذا السلوك غير الأخلاقي يكلف المستثمرين مبلغا كبيرا في وقت قصير.
- المطابقة:

ثالثا. قيود القرار التمويلي

- عند اتخاذ القرار التمويلي لا بد على المدير المالي أن يتخذ النقاط التالية بعين الاعتبار للحفاظ على هيكل رأس المال الأمثل (مزيج مناسب من الديون وحقوق الملكية):
- ✓ المخاطر: مخاطر الديون أعلى من مخاطر الأسهم؛
 - ✓ التكلفة: اختيار المصدر الأقل تكلفة؛
 - ✓ التدفق النقدي: الاقتراض من الديون حيث، يمكن دفع الفائدة السنوية بسهولة؛
 - ✓ التكاليف العائمة: مثل عمولة الوساطة ورسوم الاكتتاب؛
 - ✓ حالة السوق: خلال فترة الازدهار، يمكن جمع التمويل بسهولة عن طريق اصدار الأسهم؛ ولكن في حالة الكساد يكون الجمع عن طريق الدين أسهل؛
 - ✓ مستوى التحكم واعتبارات الرقابة: في حال رغبة المساهمين الحاليين في الاحتفاظ بالسيطرة الكاملة على الشركة؛ يمكن جمع التمويل من خلال الأموال المقترضة، لأنها لا تضعف السيطرة والملكية، ولكن عندما يكون الرغبة في التخفيف من السيطرة على الشركة، يمكن استخدام أسهم حقوق الملكية لجمع التمويل.

لذا يجب على المؤسسات تحديد كم وكيف ومتى ومن أين سيتم جمع الأموال.
ومن أبرز القيود التي تواجه القرار التمويلي نجد:

القيود الكلاسيكية: وتشكل من أسس التحليل المالي الكلاسيكي:

✓ قاعدة التوازن المالي الأدنى: يجب أن تمول الاستخدامات المستقرة بالموارد الدائمة؛

✓ قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية): مفادها أن مجموع الديون المالية باستثناء

الاعتمادات البنكية يجب ألا تفوق الأموال الخاصة؛

ويعبر عن هذه القاعدة بالنسب التالية:

- الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الديون المالية: يجب أن تكون النسبة أكبر من الواحد.

- الاستقلالية المالية = الديون المالية / الأموال الخاصة: يجب أن تكون النسبة أقل من الواحد.

- الاستقلالية المالية = الأموال الخاصة / الموارد الدائمة يجب أن تكون أكبر من النصف.

الهدف من هذه النسبة هو تحقيق الاستقلالية المالية للمؤسسة؛ بحيث يجب أن تفوق مساهمة المالكين أموال المقترضين.

✓ قاعدة القدرة على السداد: مفادها أن الديون المالية، يجب أن تفوق ثلاثة أضعاف القدرة

على التمويل الذاتي.

القدرة على السداد = الديون المالية / القدرة على التمويل الذاتي

هذه القاعدة مكتملة للقاعدة السابقة، تترجم القاعدة قدرة المؤسسة على تمويل الذاتي لمدة ثلاث سنوات قادمة تغطي اجمالي الديون المالية.

✓ قاعدة الحد الأدنى للتمويل الذاتي: تعني يجب أن تمول جزء من الاستثمارات ذاتيا، وأن يغطي الباقي

عن طريق الاستدانة.

- إذا مولت المؤسسة ذاتيا 100 بالمائة، فاحتمال ضياع فرص الاستفادة من الوفرة الضريبية المحققة بواسطة الاستدانة.

- إذا تمت الاستدانة 100 بالمائة: مخاطر تضخم مصاريف الاستدانة مقارنة بمردودية المشروع.

قيود أخرى:

✓ الطبيعة القانونية للمؤسسة.

✓ حجم المؤسسة.

رابعا. مراحل تمويل المشروع

تطور المؤسسات يمر عبر عدة مراحل، كل مرحلة تحتاج إلى نوع معين من التمويل. يقسم المستثمرون المحترفون هذه المراحل إلى خمسة مراحل، هي:

1. مرحلة الاعداد للمشروع أو مرحلة بدء التشغيل:

وتشمل الاستعداد لبدء تجسيد الفكرة؛ من خلال إعداد دراسات الجدوى الاقتصادية، وإجراء التصاميم اللازمة، واختيار الموقع وغيرها. أهم المصادر التمويلية لهذه المرحلة هي المدخرات الشخصية أو التمويل غير الرسمي، وعادة لا تقبل صناديق التمويل تمويل هذه المرحلة، لأن المخاطر تكون مرتفعة.

2. **مرحلة الاستثمار والتنمية (الجولة الثانية):** ينفق رأس المال النقدي لتكوين رأس المال الثابت، وتحقيق الإيرادات. تسمى هذه المرحلة كذلك بمرحلة النمو.

3. **مرحلة التسويق والتوسع (الجولة الثالثة):** في هذه المرحلة قد تحتاج الشركة إلى أموال لدعم المبيعات الإضافية أو للحصول على مواد خام. تسمى هذه المرحلة كذلك بمرحلة النضج.

4. **مرحلة الانخفاض:** تنخفض العائدات على الأسهم ويتحقق النمو السلبي. الجدول أدناه يلخص مراحل النمو لدى المؤسسات.

الجدول 1-2. مراحل دورة الحياة لدى المؤسسات

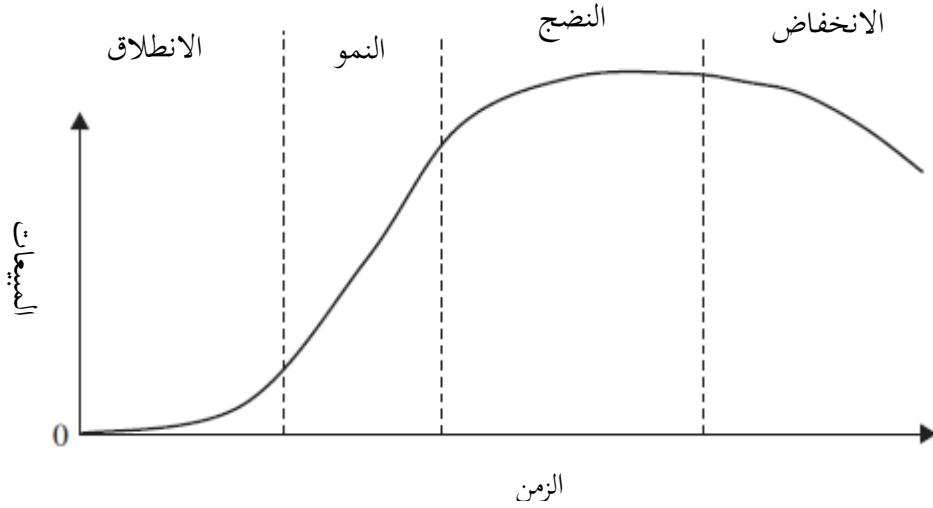
| مرحلة الانطلاق | مرحلة النمو |
|------------------------------------|-----------------------------------|
| ✓ مخاطر العمل عالية جدا | ✓ مخاطر الاعمال عالية |
| ✓ المخاطر المالية منخفضة جدا | ✓ المخاطر المالية منخفضة |
| ✓ نمو مرتفع جدا | ✓ نمو مرتفع |
| ✓ p/E مرتفع جدا | ✓ p/E مرتفع جدا |
| ✓ eps عادي | ✓ Eps عادي |
| ✓ تمويل بالأسهم | ✓ أسعار الأسهم متزايدة |
| ✓ توزيعات الأرباح | |
| ✓ أسعار الأسهم متزايدة | |
| مرحلة الانخفاض | مرحلة النضج |
| ✓ مخاطر الأعمال منخفضة | ✓ مخاطر الاعمال متوسطة |
| ✓ مخاطر مالية عالية | ✓ المخاطر المالية متوسطة |
| ✓ تمويل بالديون | ✓ تمويل بالديون |
| ✓ النمو سلبي | ✓ نمو متوسط أو منخفض |
| ✓ انخفاض العائد على السهم | ✓ ربحية السهم عالية |
| ✓ انخفاض أسعار الأسهم وتقلب أسعاره | ✓ أسعار الأسهم مستقرة وتقلب محدود |

Ruth Bender, Keith Ward, Corporate Financial Strategy, 3rd edition, Linacre House, Jordan Hill, Oxford OX2 8DP, 2009, p48.

يجب أن تدار المخاطر المالية مع مخاطر العمل في نفس الوقت للوصول إلى مخاطر مقبولة؛ كما أن المخاطر تتغير على مدار دورة حياة الشركة، وتبعاً لذلك يجب أن تتغير استراتيجية الشركة التمويلية واستراتيجية توزيع الأرباح.

يلاحظ أن ربحية السهم تكون سالبة في بداية الدورة، وأن الأسعار تكون متقلبة مما يؤثر على التوقعات المتغيرة للمخاطر وامكانيات الربح، ومع نضوج الشركة تستقر التوقعات وكذلك أسعار الأسهم.

الشكل 2-2: منحني دورة حياة المنتج



Ruth Bender, Keith Ward, op cit, p34.

عندما يكون معدل النمو صفر في الشركات نقول إنها حالة مستقرة وهي حالة نظرية.

خامسا. خطوات التمويل

It takes money to make money مقولة مشهورة للدلالة على الاستثمار وتنمية الأعمال التجارية.

قبل عملية الشراء، هناك مجموعة من الخطوات يجب اتباعها، نوجزها كما يلي:

- **الخطوة الأولى:** فهم أساسيات التمويل بالديون (الأنواع، طرق التسديد، التسهيلات...).
- **الخطوة الثانية:** تحديد الاحتياجات التمويلية، تحديد المشروع الجديد أو الخط الإنتاجي المراد تمويله، أي تحديد الهدف من الحصول على التمويل (مالك مطعم ترغب في فتح فرع جديد، أو بناء منطقة في الهواء الطلق، أو صاحب محل ترغب في شراء مخزن جديد)، وتحديد المبلغ المراد اقتراضه، وتحديد مدة القرض. للحصول على قرض تجاري يتطلب إثبات أن المشروع في حالة توسع عن طرق فتح مواقع جديدة أو دخول مناطق جديدة أو زيادة نطاق العمليات الحالية.
- **الخطوة الثالثة:** تحديد جدوى المشروع: تتضمن هذه الخطوة صياغة خطة عمل مفصلة. تظهر السوق المستهدف واتجاهاته، والعوائق أمام الدخول والتوسع، وتكاليف الموارد البشرية، والتكنولوجيا، والإيرادات المتوقعة من المشروع، ومصادر رأس المال وكيفية السداد.
- **الخطوة الرابعة:** تحديد مصادر المهارات التقنية والتكنولوجية المطلوبة لإطلاق المشروع وكيفية الحصول عليها، وهل خيار الشراء أفضل أم الايجار.

- **الخطوة الخامسة:** تجميع المستندات وتقديم الطلب (القرارات الضريبية، البيانات المالية الشخصية، توقعات التدفق النقدي الشهري، خطة العمل). بالنسبة لخطة العمل والتي تمثل النظرة الأولى للمستثمر، وحتى تكون الانطباعات إيجابية لا بد أن تتضمن معلومات حول خلفية الشركة، والمنتج أو الخدمة، والسوق، وطرق التسويق وفريق الإدارة، والمعلومات المالية، وعوامل الخطر، والمكافآت. فالمستثمر سيركز على خبرة المؤسسة وخبرائها وامكانيات نمو السوق.

- **الخطوة السادسة:** تتعلق بتحديد الحلول التمويلية المرنة (الأنسب)، هناك قلة ممن يتحملون تكلفة المشروع كاملة.

قد تلجأ الشركة إلى المستشارين الماليين لطلب المشورة والعمل مع الإدارة لتنفيذ عملية التمويل، فالمستشارين يمكنهم الوصول إلى شبكة من جهات الاتصال مثل المؤسسات المالية، مستثمرو الأسهم، أصحاب رؤوس الأموال، مستثمرو تمويل الديون، وهو ما يزيد من قدرة الشركة على جمع مزيج التمويل المناسب بأفضل قيمة للشركة.

في الغالب الصحة المالية هي التي تحدد المصدر الذي يناسب مستوى مخاطر العمل، عادة ما تتعامل المؤسسات ذات المخاطر المنخفضة مع مقرضين تقليديين أو الكبار الأقل تكلفة، ويرجح أن يدفع المقترضون ذوو المخاطر العالية تكاليف الاقتراض الأعلى التي يفرضها مقرضو الديون. فاختيار المقرض الذي يفهم الصناعة والعمل خيار جيد، لأنه قد يساعد صاحب المشروع لاحقاً حول اتجاهات الصناعة ويساعد على تحديد أداء العمل بسرعة أكبر.

الخبرة + رأس مال قوي + تاريخ قوي + الصحة المالية + سوق واعد كلها محددات مهمة لاختيار المصدر التمويلي المناسب