

ملخص المحور الأول: ماهية السياسات المالية للمؤسسة.

1- تعريف السياسة المالية للمؤسسة: هي مجموعة القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية للمؤسسة والإمكانيات المالية المتوفرة لها.

2- أهداف السياسة المالية للمؤسسة: تتلخص أهداف السياسة المالية للمؤسسة في الآتي:

- ضمان المستوى الأمثل من السيولة المالية ما يجعل المؤسسة قادرة على الوفاء بالتزاماتها المختلفة وتفادي مخاطر التوقع عن الدفع؛

- تحقيق مردودية عالية عن طريق تدنية تكاليف الإئتمان والأموال الخاصة؛

- تمويل الإستثمارات ودورة الإستغلال.

3- قرارات السياسة المالية للمؤسسة: تتمثل القرارات الرئيسية للسياسة المالية للمؤسسة في ثلاث قرارات هي:

أ- قرار الإستثمار: يعني قرار الإستثمار تخصيص أو توزيع أموال الشركة في هيكل إستثماراتها (أصولها)، ويعني إختيار هيكل إستثماراتها كيفية توزيع هذه الإستثمارات بين إستثمارات قصيرة الأجل (الأصول الجارية) والإستثمارات طويلة الأجل (الأصول الثابتة)، وينتج عن قرار توزيع الإستثمار في المؤسسة تحديد حجم العائد المتوقع على إجمالي محفظة الإستثمار والمخاطرة المصاحبة لهذا العائد، وتعرف هذه المخاطرة بمخاطر الأعمال التي تصاحب قرارات الإستثمار، تعني درجة تقلب في العوائد الناجمة عن تغير الأوضاع الاقتصادية وأحوال سوق الصناعة التي تعمل بها المؤسسة، يوجد نوعين من القرارات الإستثمارية هما: قرار الاستثمار في رأس المال العامل، والموازنة الرأسمالية.

ب- قرار التمويل: يعرف قرار التمويل بأنه الحصول على الأموال بالشكل الأمثل، أي تحديد مزيج مناسب للتمويل يتكون من تمويل قصير الأجل ومتوسط وطويل الأجل، وتمويل بالملكية وتمويل بالديون، يجعل كلفة التمويل في حدها الأدنى بما يعظم ثروة المساهمين (تعظيم قيمة المؤسسة)، ويرتبط بهذا القرار كل من المخاطرة المالية للمؤسسة التي تعرف بأنها درجة تقلب الأرباح الناجمة عن عدم إمكانية المؤسسة من تسديد إلتزاماتها المالية (الفوائد على السندات والقروض المصرفية)، وكلفة التمويل هي تكلفة خليط الأموال التي تتكون منها مصادر التمويل في المؤسسة.

ج- قرار توزيع الأرباح: يعني توزيع النتائج الصافية التي حققتها المؤسسة أو جزء منها على مساهميها.

4- السياسة المالية للمؤسسة وهدف تعظيم القيمة السوقية للمساهمين: لم يعد هدف تعظيم إجمالي الأرباح (الهدف التقليدي) كافيا للتعبير عن مصلحة المساهمين في شركة المساهمة، كونه هدف ينطوي على مجموعة من العيوب تتمثل في الغموض في طريقة إحتسابه، كما أن هدف تعظيم إجمالي الأرباح يتجاهل القيمة الزمنية للنقود، وعدم أخذه مخاطر الإستثمار (فالمساهم بإعتباره متجنب للمخاطرة يقبل بعائد أقل ولكن مؤكد)، ولإلإعتبارات السابقة ينبغي التركيز على ربحية السهم الواحد بدلا من الأرباح الإجمالية (راجع المثال رقم 01 و 02 و 03 من الصفحة 07 حتى 09).

5- أساسيات القرارات المالية (العائد والمخاطرة):

أ- العائد: بأنه مجموع المكاسب أو الخسائر الناتجة عن الإستثمار خلال فترة زمنية محددة، وإذا تم نسب العائد بالأرقام المطلقة إلى الأموال التي ولدته فيعرف في هذه الحالة بمعدل العائد (المردودية أو الربحية)، وينقسم معدل العائد على

الإستثمار إلى ثلاث أنواع هي:

- **معدل العائد الفعلي (المتحقق):** يقصد به معدل العائد الذي تحصل عليه المؤسسة بصورة فعلية، وهو أحد مؤشرات الربحية ومقياس الأداء التشغيلي للمؤسسة ويحسب هذا المعدل وفق المعادلة التالية:

$$\text{معدل العائد الفعلي} = \frac{\text{النتائج المحققة}}{\text{مبلغ الإستثمار الأولي}}$$

- **معدل العائد المتوقع:** هو معدل العائد الدوري الذي يتوقع الحصول عليه من كل دينار مستثمر في أصول المؤسسة، ويحسب في حالة ما إذا كانت البيانات تاريخية بالعلاقة التالية:

$$\sum_{i=1}^n \frac{R_i}{n} = \text{معدل العائد المتوقع من الإستثمار}$$

حيث أن: R_i : معدل العائد السنوي الفعلي للفترة i ؛ n : عدد العوائد الممكنة.

أما في حالة بيانات احتمالية أو مستقبلية فيحسب بالعلاقة التالية:

$$\sum_{i=1}^n R_i \times P_i = \text{معدل العائد المتوقع من الإستثمار}$$

حيث أن: R_i : العائد للفترة i ؛ P_i : احتمال حدوث الحدث i ؛ n : عدد العوائد الممكنة.

- **معدل العائد المطلوب:** يمثل معدل العائد المطلوب المعيار المرجعي الذي على أساسه يتم قبول الاستثمار من عدمه بالمقارنة مع معدل العائد المتوقع الذي سبق تناوله سابقا، وهو أدنى عائد يعوض به المستثمر مقابل تحمله المخاطرة، وتعطى صيغة حساب هذا العائد بالعلاقة الآتية:

$$\text{معدل العائد المطلوب على الإستثمار} = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

حيث أن: R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة، R_m : معدل عائد السوق، β : معامل بيتا

ب- **المخاطرة:** يمكن تعريف المخاطرة على أنها الإحتمال الموضوعي لاختلاف النتائج الفعلية عن المتوقعة، وفي نفس السياق تعرف أيضا بأنها الانحراف المعياري النسبي لعوائد الإستثمار المتوقعة، وتعني درجة التقلب في عوائد الاستثمار المتوقعة، ومن الضروري جدا أن نفرق بين المخاطرة والخسارة، فالمخاطرة مفهوم واسع يرتبط بعدم التأكد من حدوث شيء ما في المستقبل، بينما الخسارة تعني فقدان جزء من الثروة أو القيمة، ومن هنا فإن الخسارة يعتبر حدوثها أمرا أكيدا لا تحمل مخاطرة في حد ذاتها. توجد هناك العديد من المخاطر المرتبطة بقرارات التمويل والإستثمار، ينبغي أخذها بعين الإعتبار عند بناء السياسة المالية للمؤسسة، يمكن الإشارة إليها في التالي:

- **مخاطر التدفقات النقدية:** تعبر عن احتمال تذبذب التدفقات النقدية الناجمة عن الإستثمار عن ما هو متوقع، في هذا الصدد يمكن الإشارة إلى عدة أصناف من هذه المخاطرة تتمثل في:

مخاطر الأعمال: تترافق هذه المخاطرة مع التدفقات النقدية التشغيلية (تعرف الأنشطة التشغيلية بأنها الأنشطة الأساسية التي تهدف إلى تحقيق الأغراض والأهداف الأساسية للمؤسسة، وتتصف هذه الأنشطة بكونها أنشطة قصيرة الأجل ومسؤولة عن تحقيق عناصر الإيرادات ولازمة لتحقيق أهداف المؤسسة، وتعد التدفقات النقدية التشغيلية تدفقات أساسية

تهدف أي مؤسسة إلى تحقيقها بالدرجة الأولى)، وترتبط مخاطر الأعمال بدرجة الرفع التشغيلي الذي يشير إلى مدى استخدام التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف الكلية للمؤسسة، أي تلك النسبة التي تربط بين النسبة المئوية للتغير في التدفقات النقدية التشغيلية وبين النسبة المئوية للتغير في عدد الوحدات المباعة، ويتضمن الرفع التشغيلي الاعتماد على التكاليف الثابتة بشكل أكبر من الاعتماد على التكاليف المتغيرة، حيث كلما زادت نسبة التكاليف الثابتة في هيكل تكاليف المؤسسة كلما ازدادت حساسية الأرباح التشغيلية (الأرباح قبل الفوائد والضرائب أو التدفقات النقدية التشغيلية) للتغير في المبيعات، وتعطى معادلة قياس درجة الرفع التشغيلي كما يلي:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{\text{التغير النسبي في الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{التغير النسبي في المبيعات}}$$

كما يقاس أيضا:

$$\text{درجة الرفع التشغيلي} = \frac{Q(P-V)}{Q(P-V)-F}$$

حيث أن: Q: الوحدات المباعة، P: سعر الوحدة الواحدة المباعة، V: التكلفة المتغيرة للوحدة، F: التكاليف الثابتة.

✓ **المخاطرة المالية:** تعبر عن المخاطرة المرتبطة التي تنشأ من اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي على حساب مصادر التمويل بالملكية، فالمخاطرة المالية تنشأ من خلال تحمل المؤسسة إلتزامات مالية (الفوائد)، وعليه فإن المخاطر المالية ترتبط بالقرارات التمويلية للمؤسسة التي تعتمد على التمويل بالقروض في هيكلها المالي الأمر الذي يؤدي إلى زيادة التقلبات في العائد على حقوق المساهمين وإحتمال العجز عن الوفاء بالديون، وتنعكس المخاطرة المالية في حالة اعتماد المؤسسة على التمويل بالكامل على أموال الملكية أو في حالة الاعتماد على أسلوب التمويل بالمشاركة (الذي يخلو من مشاكل الإرتباط المسبق بالإلتزامات مالية ثابتة بالنسبة للتمويل بالقروض)، ويمكن القول أنه كلما زادت المبيعات المتوقعة واتجهت نحو الاستقرار يفضل الاعتماد على التمويل بالديون والعكس صحيح.

ويتم قياس المخاطرة المالية بنفس منهجية قياس مخاطرة الأعمال، أي عن طريق قياس درجة حساسية التدفقات النقدية المتاحة للمساهمين (الملاك) للتغير الذي يحصل في التدفقات النقدية التشغيلية والتي يتم التعبير عنها بدرجة الرفع المالي، التي تقاس بما يلي:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{التغير النسبي في صافي ربح السهم العادي الواحد من الأرباح المحققة}}{\text{التغير النسبي في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}$$

وتفاديا لإحتساب نسب التغير يمكن وضع صيغة لقياس درجة الرفع المالي كالآتي:

$$\text{درجة الرفع المالي} = \frac{\text{صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{الربح قبل الفوائد والضرائب - الفوائد - (توزيعات أرباح الممتازة الأسهم} \times \frac{1}{\text{الضرائب}})}$$

✓ **المخاطرة الكلية (مخاطرة الأعمال والمخاطرة المالية):** تمثل المخاطرة التي تنشأ بسبب اعتماد المؤسسة على التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف وعلى الديون في هيكلها المالي، وبالتالي هي محصلة قرارات الإستثمار (التي تؤثر في

هيكل التكاليف التشغيلية) وقرارات التمويل (التي تؤثر في الهيكل المالي) التي تؤثر في تذبذب العوائد التي يحصل عليها المساهمين، ويتم التعبير عن هذه المخاطرة بدرجة الرفع الكلي التي تقاس كمايلي:

$$\text{درجة الرفع الكلي} = \text{درجة الرفع التشغيلي} \times \text{درجة الرفع المالي.}$$

- **مخاطر معدل إعادة الإستثمار:** تعرف بأنها احتمال حدوث خسائر نتيجة إعادة إستثمار التدفقات النقدية الصافية المستقبلية، أي عدم التأكد بشأن العائد الذي يتوقع الحصول عليه نتيجة إعادة إستثمار التدفقات النقدية المستقبلية.

6- قياس درجة المخاطرة: من أهم الأدوات المستخدمة لقياس المخاطرة نجد كل من:

أ- **المدى:** يدل على اختلاف القيم أو انتشارها أو تشتتها وهو أسهل المقاييس، لكنه أقلها ثباتاً، ولذا يستخدم في حالة اخذ فكرة سريعة على تشتت القيم، و يعرف بأنه المسافة بين أو البعد بين أكبر القيم وأصغرها، وتعطى صيغة المدى

$$\text{لمجموعة من البيانات: } \text{Range} = X_{\max} - X_{\min}$$

حيث أن:

- $X_{\max}$: أكبر قيمة للعائد على الإستثمار؛

- $X_{\min}$: أصغر قيمة للعائد على الإستثمار.

ب- **الإنحراف المعياري:** يلاحظ أن الإنحراف المعياري هو أقوى مقاييس التشتت حساسية وأكثرها شيوعاً، فتكاد جميع وسائل التحليل الإحصائي تعتمد عليه، ويمكن تعريفه بأنه الجذر التربيعي لمتوسط مجموع مربعات إنحرافات القيم عن الوسط الحسابي، وعادة ما يرمز للإنحراف المعياري بالرمز S أو δ .

والإنحراف المعياري هو مقياس للمخاطرة غير المنتظمة، وكلما كانت قيمته منخفضة كان ذلك مؤشراً على إنخفاض المخاطرة المرتبطة بالإستثمار والعكس صحيح، ويستخرج الإنحراف المعياري وفق حالتين:

- **حالة العوائد الفعلية (التاريخية):** يقاس الإنحراف المعياري في حالة ما إذا كانت العوائد حدثت فعلياً في فترة ماضية

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2} \quad \text{وفق المعادلة التالية:}$$

حيث أن: R_i : معدل العائد التاريخي للفترة i ; $\bar{R}$: متوسط العائد التاريخي.

- **حالة العوائد المتوقعة:** تعطى معادلة قياس الإنحراف المعياري في حالة العوائد المتوقعة كما هو مبين أدناه/

$$\delta = \sqrt{\sum (R_i - E(R))^2 \cdot P_i}$$

ج- **معامل الاختلاف (CV)** مقياساً للتشتت النسبي والذي يفيد في مقارنة المخاطرة الخاصة ببديل من البدائل الإستثمارية بمجموع العوائد المتوقعة، وهو مقياس يسمح بتنميط المخاطرة لكل وحدة عائد على الإستثمار ، وذلك بتقسيم الإنحراف المعياري على العائد المتوقع للبديل الإستثماري كما توضحه المعادلة

$$CV = \frac{\delta}{E(R)} \quad \text{المقابلة:}$$

وهنا تشير القاعدة العامة أنه كلما زاد معامل الاختلاف كلما دل ذلك على زيادة المخاطرة المرتبطة بالبديل الإستثماري والعكس صحيح تماماً.