

دور الفكر المعرفي المالي في منظمات الأعمال

الدكتور- منصور الزين

جامعة سعد دحلب البلدية

مقدمة :

في عالم الأعمال اليوم استطاعت المجتمعات المتقدمة أن تحقق العديد من المزايا التنافسية عن طريق الادارة الفعالة للمعرفة المالية ، حيث وفرت هذه الادارة الكثير من الفرص للمؤسسات في المجتمعات المتقدمة لتحقيق تقدم تنافسي من خلال ابتكارها تكنولوجيات جديدة ، و وسائل إنتاج و أساليب عمل جديدة ساهمت في تخفيض التكاليف و بالتالي زيادة الأرباح ، و كل ذلك دفع إلى خلق ما يسمى بصناعة المعرفة المالية، التي أصبحت اليوم موضوع الساعة لقطاع الأعمال المالي في المجتمعات الأكثر تقدماً ، و حتى الأعمال المالية التقليدية أصبح عدد المتعاملين بالجانب الفكري (صاحب العمل الذهني) أكبر من العاملين الذين يستخدمون أيادهم .

فقيمة العديد من المؤسسات كما تظهر من أسعار أسهمها هي عادة عشر مرات بقدر قيمة ممتلكاتها الدفترية ، و الفرق يعود بالأساس إلى موجودات المعرفة المالية (الممتلكات غير الملموسة) مثل الاسم التجاري و براءات الاختراع ، و حقوق النشر ، و المعرفة المالية للتداول .

و يمكن لمجتمعاتنا أن تستفيد من الفكر المالي المعرفي من خلال التقاسم الأفضل للمعرفة، و خلق معرفة جديدة و تحويلها إلى منتجات و خدمات مالية و التي تعتمد بشكل تام على تكنولوجيا المعلومات المالية التي سيتم الاستفادة منها بشكل مكثف من قبل المجتمع و هذا ما يساهم في إرساء أسس مجتمع معلوماتي مالي قادر على النمو والتقدم .

لتحليل و إثراء هذا الموضوع الذي ينصب على عرض و تحليل للوظيفة المالية للمنظمة ، و ذلك بالتركيز على عوامل نجاح هذه الوظيفة سواء الداخلية منها أو الخارجية

و المتعلقة بمحيط المنظمة، فإننا ارتأينا التقسيم المنهجي التالي :

- قرارات الاستثمار في المنظمة (أدوات اتخاذ القرار و طرق تقييم مقترحات الاستثمار)

- تحليل القوائم المالية للرفع من الأداء المالي للمنظمة (و ذلك من خلال تحليل السيولة ، الرافعة المالية ، الربحية ، نسب تحليل القيمة ، معدلات التدفقات النقدية)
- الأدوات المالية التي يعتمد عليها تمويل المنظمات (و ذلك من خلال تحليل البدائل التمويلية للمنظمة ، تكلفة التمويل و تقييم المنظمة ، المفاضلة بين مصادر التمويل و المزيج التمويلي الأمثل)

أولا : قرارات الاستثمار في المنظمة:

يرتبط اصطلاح الاستثمار بمفاهيم اقتصادية تنحصر في التضحية و الانتظار فهو يعني بشكل عام التضحية بإنفاق مالي معين الآن في مقابل عائد متوقع حدوثه في المستقبل وبذلك يصبح هذا العائد ثمنا للتضحية و الانتظار خلال فترة الاستثمار.

و يطلق على الاستثمار قصير الأجل إذا كانت مدته سنة فأقل و يسمى طويل الأجل إذا زادت فترته عن ذلك.

و تعتبر قرارات الاستثمار طويلة الأجل من قرارات الإنفاق الرأسمالي و التي تتسم ببعض المواصفات المميزة أهمها :

- ضخامة المبالغ المنفقة
- تعاضم درجة المخاطر حيث أن هناك علاقة طردية بين ارتفاع درجة المخاطر و طول الفترة الزمنية المستقبلية للاستثمار
- تزايد معدلات العائد تمشيا مع طبيعة العلاقة الطردية بين العائد و المخاطر.

و عند اتخاذ قرار الاستثمار يجب أن لا يتم ذلك بطرق ارتجالية تعتمد بالدرجة الأولى على التقييم الشخصي، فالقرار ينبغي أن يمر بعدة مراحل تبدأ بتحديد الموضوع محل القرار ثم تحديد البدائل المتاحة فبيان المزايا و العيوب المرتبطة بكل بديل ثم المقارنة بين مزايا و عيوب البدائل المطروحة لاختيار أفضلها.

1-1 مراحل اتخاذ قرار الاستثمار:

هناك أربعة مراحل أساسية لاتخاذ قرار الاستثمار و هي :

أ- تحديد نوعية الاستثمار:

يتطلب المشروع في اتخاذ قرار استثمار طويل الأجل أن تقوم الشركة بتجميع البيانات الخاصة بالاستثمارات المتاحة و تحليلها و وضع البدائل المختلفة لاختيار أفضلها ، ثم اختيار بدائل التنفيذ و التمويل الاقتصادية.

و تنطوي هذه العملية على تكلفة عالية تتحملها الشركة لضمان مستوى دقة وكفاية التحليل ، و بصفة عامة فإن الإطار العام للاستثمارات المحتملة التنفيذ تتمثل في :
استثمارات جديدة ، استثمارات توسعية ، استثمارات تتعلق بالإحلال و التجديد .

ب- تحديد البدائل الممكنة :

قد تتعدد البدائل المتاحة أمام المؤسسة لاتخاذ القرار في شأنها، و في هذه الحالة يتم تحديد مزايا و عيوب كل بديل (عائد و تكلفة) تمهيدا للاختيار و في حالات أخرى تنحصر الاختيارات في بديل واحد و هنا يتم تحديد التكلفة و العائد له لاتخاذ قرار القبول أو الرفض .

ج- تحديد مزايا و عيوب كل بديل :

يتم ذلك بإتباع طرق تقييم موضوعية تعطي عند تطبيقها على كل بديل نتائج رقمية تعبر عن النتيجة النهائية للمقابلة بين التكلفة و العائد المرتبطة بالبديل المطروح.

د- اتخاذ القرار الاستثماري:

يتم ذلك من خلال نتائج المرحلة السابقة و ذلك بإقرار البديل الذي ينتج عنه أفضل نتائج رقمية و من المنطقي أنه في الحالة التي يكون أمامنا فيها بديل واحد أن يصح القرار ايجابيا أو سلبيا حسب نتائج تقييم البديل المطروح بالطرق المستخدمة.

1-2 أدوات اتخاذ القرار و طرق تقييم مقترحات الاستثمار:

من الضروري أن يكون لمتخذ القرار وسيلة للمفاضلة بين البدائل المختلفة للاستثمارات المتاحة و الخاصة بالإنفاق الرأسمالي تمكنه من ترتيبها طبقا لأفضليتها للمنشأة، و يستلزم الأمر توافر مجموعة من القواعد و الوسائل التي من شأنها مساعدة المنشأة على إيجاد حل نافع للتساؤلات التالية:

إذا توافرت الفرصة الاستثمارية، هل تقبل الشركة تنفيذها أم لا ؟

إذا توافرت مجموعة من المشروعات المتعارضة في المصلحة أو التنافسية، أي منها يصلح للتنفيذ؟

كيف تتخذ المنشأة قرار الاستثمار في ظل محدودية مصادر الأموال المتاحة للاستثمار و هو ما يطلق عليه مشكلة ” ترشيد الإنفاق الاستثماري“؟

فعلى متخذ القرار قبول كافة المشروعات التي ترفع من قيمة الملاك / المساهمين و أن يرفض المشروعات التي تؤدي إلى خفض هذه القيمة.

و لتفعيل هذه القاعدة فإنه من الضروري تحيد قيمة لكل مشروع على حدة مستندا إلى مجموعتين أساسيتين من أساليب التحليل :

المجموعة الأولى تعتمد على الربح المحاسبي و تشمل عدد من مؤشرات الربحية مثل العائد على رأس المال المستثمر و العائد على حقوق الملكية.

حيث أن:

• العائد على رأس المال المستثمر (قبل الضرائب) = الربح قبل الفوائد و الضرائب / متوسط القيمة الدفترية لإجمالي المال المستثمر في المشروع.

• العائد على رأس المال المستثمر (بعد الضرائب) = الربح قبل الفوائد و الضرائب (1- معدل الضرائب) / متوسط القيمة الدفترية لإجمالي المال المستثمر في المشروع).

• العائد على حقوق الملكية = صافي الربح / متوسط القيمة الدفترية لحقوق الملكية.

المجموعة الثانية: تعتمد على التدفقات النقدية و تتضمن العديد من الطرق والأساليب أكثرها شهرة و استخداما فترة الاسترداد و أسلوب صافي القيمة الحالية و العائد الداخلي على الاستثمار.

حيث أن :

• فترة الاسترداد هي الفترة الزمنية اللازمة لصافي التدفقات النقدية الداخلة خلال سنوات التشغيل لتغطية الإنفاق الاستثماري للمشروع .

• تمثل طريقة صافي القيمة الحالية للمشروع القيم الحالية المتراكمة للتدفقات النقدية (الداخلة و الخارجة) خلال عمر المشروع وفقا لتوقيت حدوثها و على أساس معدل للخصم يتمثل في العائد المطلوب على الاستثمار.

- معدل العائد الداخلي للاستثمار هو عبارة عن سعر الخصم الذي يساوي القيمة الحالية للتدفقات النقدية للمشروع بالقيمة الحالية لرأس المال المستثمر فيه.

1-3 المخاطر المتعلقة بقرارات الاستثمار:

يتوقف قرار الاستثمار على عاملين أساسيين هما : الأول و يتمثل في حجم أو مقدار العائد المطلوب على هذه الأموال المستثمرة ، و ثانيا حجم المخاطر المرتبطة بتحقيق هذا العائد . و المستثمر عند تحليله لهذين العاملين يأخذ في اعتباره دائما متوسط العائد المتاح في السوق، و حجم المخاطر المرتبطة بتحقيقه.

فالعلاقة بين العائد و المخاطرة طردية ، بمعنى أنه كلما زادت المخاطر التي يتعرض لها نشاط معين زاد العائد الذي يتطلبه المستثمر لاستثمار أمواله في هذا النشاط.

هناك منهجين أساسيين للتعامل مع هذه المخاطر:

المنهج الأول : يتعلق بدراسة أثر تغير أي من الافتراضات الأساسية التي بنيت عليها التنبؤات المستقبلية على أداء المشروع و نتائج و المؤشرات السابقة (فترة الاسترداد ، صافي القيمة الحالية ، معدل العائد الداخلي) و يتم ذلك من خلال تحليلات إحصائية متعددة كتحليل الحساسية و تحليل التعادل ...

المنهج الثاني و يعكس أثر المخاطر على تقديرات التدفقات النقدية و سعر الخصم المستخدم للوصول إلى القيمة الحالية و يتضمن :

- تحليل مصادر المخاطر الخاصة بالمشروع محل الدراسة مع بيان المخاطر المؤثرة و غير المؤثرة.

- تحدد المخاطر المؤثرة و تحديد أثارها على سعر الخصم

و خلاصة القول أنه في سبيل اتخاذ قرار الاستثمار الأمثل - الذي يؤدي إلى ترشيد الإنفاق الاستثماري في ظل الموارد المالية المحدودة مع تعظيم ثروة الملاك فإنه من الضروري مراعاة مشكلة التضخم عند إعداد الخطط الاستثمارية فالفشل في التنبؤ باحتمالات حدوث التضخم قد يترتب عليه اقتراحات استثمارية ما كان لها أن تقبل.

ثانيا: تحليل القوائم المالية للرفع من الأداء المالي للمنظمة:

تعتبر القوائم المالية أهم محتويات التقرير المالي السنوي الذي تصدره المنظمة، وتعد هذه القوائم بغرض تقديم المعلومات المالية اللازمة لمستخدمي تلك القوائم. أما عن الهدف من تحليل القوائم المالية فيتمثل في خلق علاقات منطقية بين بنود القوائم المالية بغرض استخلاص مؤشرات لتقييم الأوضاع المالية للشركة من حيث السيولة و الرافعة المالية و الربحية و الكفاءة و التدفقات النقدية.

2-1 السيولة :

السيولة هي مقياس لمدى قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها في تاريخ استحقاقها. قد تكون الشركة رابحة إلا انها لا تمتلك السيولة الكافية لمواجهة التزاماتها المالية قصيرة الأجل. وهناك مؤشران رئيسيان لقياس السيولة هما نسبة التداول و نسبة السيولة السريعة.

2-1-1 نسبة التداول:

تعتبر نسبة التداول من أهم الطرق المستخدمة في تقدير القدر المناسب من الرأس مال العامل في مواجهة التزامات (ديون الشركة) المتداولة (قصيرة الأجل) و يتم احتسابها عن طريق قسمة الأصول المتداولة / الالتزامات (الديون) المتداولة . و بصفة عامة فإن نسبة التداول المناسبة هي 1:2 بمعنى كل 1 دج من الديون المتداولة يقابله 2 دج من الأصول المتداولة. إلا أن الشركات التي لديها مخزون منخفض و حسابات مدينين (الحقوق) سريعة التحصيل يمكن أن تعمل بأمان مع نسبة تداول منخفضة مقارنة بالشركات التي لديها نسبة كبيرة من أصولها المتداولة ممثلة في المخزون و التي تبيع بضائعها على فترات ائتمانية طويلة.

2-1-2 نسبة السيولة السريعة:

و هي طريقة أخرى لاختبار كفاية رأس المال العامل و ذلك بالنظر إلى الأصول سريعة التداول ، و هي الأصول المتداولة سريعة التحول إلى نقدية، و لذا يستبعد المخزون من حساب نسبة السيولة السريعة لأنه لا يمكن بصفة عامة تحويله سريعا إلى نقدية.

و بالتالي فإن الأصول سريعة التداول هي الأصول المتداولة ناقصة المخزون، والمصروفات المدفوعة مقدما و أي أصل آخر غير سائل.

و يتم حساب نسبة السيولة السريعة بقسمة الأصول سريعة التداول على الالتزامات المتداولة

2-2 الرافعة المالية/ الاقتراض:

الرافعة المالية هي الاعتماد على الأموال المقترضة في تمويل جزء من أنشطة الشركة ، و قد يؤدي الاقتراض أحيانا إلى تعظيم ربحية الشركة إلا أن زيادة القروض عن حد معين قد يهدد الشركة بخطر مالي و بالتالي يهدد المستثمرين و الدائنين.

إن تحليل الرافعة المالية يمكن المستثمرين من تقييم مدى تحكم الشركة في الرافعة المالية و قدرتها على مواجهة الالتزامات المرتبطة بالديون فالإسراف في الاقتراض يؤدي إلى زيادة التكاليف بالشركة لوجوب دفع الفوائد المتعلقة بالقروض ، و هناك حد معين من الاقتراض يستطيع المستثمرون قبوله و لكن الزيادة عن الحد المعقول تدعو للحذر.

2-2-1 نسبة القروض إلى حقوق الملكية:

توضح هذه النسبة العلاقة بين القروض و حقوق الملكية، و تستخدم كأداة تحذيرية من تزايد قروض الشركة ، فكلما ارتفعت هذه النسبة كلما انخفض حد الأمان بالنسبة للدائنين و زادت المصروفات الثابتة للشركة و انخفضت أرباحها. و في أوقات الكساد أو أوقات ارتفاع أسعار الفائدة يمكن أن تحدث أزمة مالية للشركات المقترضة.

إن هذه النسبة يجب أن تظل أقل من الحد الأقصى و هو 1:1 مما يعني أن الشركة تعتمد على تمويل من القروض أقل من حقوق الملكية.

2-2-2 معدل تغطية الأصول:

يعبر هذا المعدل عن نسبة تغطية الأصول الملموسة للشركة لمجموع القروض . و لذا فهي تعطي للدائن مقياسا للحماية التي توفرها له الشركة بأصولها الملموسة (كل الأصول ما عدا الأصول غير الملموسة مثل شهرة المحل و براءات الاختراع) و ذلك بعد استبعاد الديون التجارية و التي عادة ما تكون ذات أولوية سابقة على القروض و التسهيلات.

و يجب ملاحظة أن هذا المعدل يستخدم القيم الدفترية للأصول الملموسة و ليست قيمتها السوقية ، لذلك يجب التعامل مع قيم الأصول بحذر بالغ لأنه من الممكن أن تكون قيم هذه الأصول عند التصفية أقل من قيمتها الدفترية.

ج- نسب إجمالي رأس المال:

و توضح هذه النسب الأهمية النسبية لكل مصدر من مصادر التمويل في الشركة والمتمثلة في :

- الأهمية النسبية للتمويل الخارجي = إجمالي القروض (قصيرة و طويلة الأجل) / رأس المال المستثمر
- الأهمية النسبية للتمويل بالأسهم الممتازة = رأس المال للأسهم الممتازة / رأس المال المستثمر
- الأهمية النسبية للتمويل بالأسهم العادية = رأس مال الأسهم العادية / رأس المال المستثمر

تساعد النسب الموضحة أعلاه على توضيح مدى ملائمة الهيكل التمويلي للشركة، حيث أن وجود نسبة كبيرة من تمويل الشركة من القروض قد يعطي مؤشرا على احتمال مواجهة الشركة لمشكلات تمويلية.

و من ناحية أخرى ، إذا حققت الشركة معدل عائد على رأس المال المستثمر أعلى من تكلفة الاقتراض ، فمن المفضل تمويلها بالاعتماد على القروض في الهيكل التمويلي للشركة، حيث يؤدي استخدام القروض إلى زيادة الأرباح.

د- معدل تغطية الفوائد :

يقيس هذا المعدل قدرة الشركة على سداد أعباء الفوائد على القروض و يحدد عدد مرات تغطية تلك الفوائد من أرباح الشركة. و من الضروري أن تؤخذ كل أعباء الفوائد في الاعتبار سواء قروض البنوك أو القروض قصيرة أو طويلة الأجل. و يحدد معدل تغطية الفوائد هامش الأمان لاستمرارية الشركة و كلما كان معدل التغطية أعلى كلما زاد هامش الأمان. حيث أن عدم قدرة الشركة على مقابلة أعباء التمويل قد يؤدي إلى إفلاسها. و يحسب هذا المعدل بالعلاقة التالية:

معدل تغطية الفوائد = (صافي الربح قبل الضرائب و حقوق الأقلية في الأرباح + إجمالي أعباء الفوائد) / إجمالي أعباء الفوائد

هـ - معدل تغطية أعباء خدمة الديون:

يوضح معدل تغطية فوائد القروض السابق مدى قدرة الشركة على سداد أعباء الفوائد على القروض و لكنه لا يوضح مدى قدرة الشركة على سداد أقساط تلك القروض، حيث أن عدم قدرة الشركة على سداد أقساط القروض يعرضها لذات المخاطر المالية (الإفلاس). لذلك يكون من الضروري احتساب معدل تغطية أعباء خدمة الديون (الأقساط + الفوائد) و ذلك وفق العلاقة التالية:

معدل تغطية أعباء خدمة الديون = (صافي الربح قبل الضرائب و حقوق الأقلية+ إجمالي أعباء الفوائد)/(إجمالي أعباء الفوائد+ أقساط القروض)

3-2 الربحية :

يوضح تحليل المالي للربحية مدى كفاءة الشركة في استخدام مواردها لتحقيق أقصى نفع ممكن للمستثمرين فيها. و تعطي الربحية مؤشرا على السلامة المالية للشركة على المدى الطويل، و هو مؤشر للمساهمين عن مدى كفاءة إدارة الشركة في استخدام مواردها. و يحسب صافي الربح على رأس المال المستثمر الذي يقيس معدل العائد الذي حققته الشركة على جميع الأموال المستثمرة من خلال العلاقة التالية:

صافي الربح على رأس المال المستثمر = (صافي الربح + إجمالي أعباء الفوائد) / رأس المال المستثمر

4-2 كفاءة النشاط:

تقيس معدلات النشاط مدى كفاءة الشركة في إدارة أصولها كالمخزون و حسابات الحقوق (المدينين) و ذلك ما يعرف بمعدل الدوران.

معدل دوران الحقوق (المدينين): يقيس هذا المعدل عدد مرات تحول حسابات الحقوق إلى نقدية خلال العام كمؤشر على كفاءة سياسات الائتمان و التحصيل التي تتبعها إدارة الشركة.

معدل دوران المدينين = صافي المبيعات السنوية / متوسط أرصدة المدينين

متوسط فترة التحصيل: يقيس هذا المعدل متوسط عدد أيام فترة تحصيل حسابات الحقوق

متوسط فترة التحصيل = عدد أيام السنة / معدل دوران الحقوق

معدل دوران المخزون: يقيس هذا المعدل عدد مرات تحول المخزون إلى نقدية خلال السنة. و يمكن أيضا التعبير عن هذا المعدل بعدد أيام المخزون.

و من وجهة نظر تقدير احتياجات رأس المال العامل، فإن وجود معدل دوران مرتفع يعد مؤشرا جيدا حيث أن ارتفاع معدل الدوران لشركة ما يتطلب استثمار أقل في المخزون مقارنة بشركة أخرى تحقق نفس المبيعات بمعدل دوران منخفض.

و نظرا لأن نسبة كبيرة من رأس مال الشركة يتمثل في المخزون فإن كفاءة إدارة هذا المخزون ستؤثر بشكل هام و مباشر على ربحية الشركة.

معدل دوران المخزون = تكلفة المبيعات / متوسط المخزون = عدد مرات

حيث متوسط المخزون = (المخزون في بداية الفترة + المخزون في نهاية الفترة) / 2

ثالثا: الأدوات المالية التي يعتمد عليها تمويل المنظمات

يعتبر تمويل الشركات تطورا طبيعيا للوظيفة المالية في المنشأة فلم تعد هذه الوظيفة قاصرة على مسائل إجرائية روتينية كإعداد التقارير بل امتدت إلى مجالات أكثر تأثيرا على مستقبل المنشأة تتعلق بقرارات الاستثمار و هيكل التمويل إضافة إلى قرارات توزيع الأرباح.

و يتعين أن نعرف أن تمويل الشركات يرتبط بالموارد المتاحة أمام المنشأة من أجل :

- الحصول على هذه الموارد بأقل تكلفة
- توزيعها بصورة تحقق أعلى عائد.

فالاهتمام يجب أن ينصب على تدبير الأموال بأقل تكلفة ممكنة هذا من جهة ومن جهة ثانية البحث في كيفية استخدامها لتعظيم ثروة الملاك و أصحاب رأس المال والمساهمين.

3-1 البدائل التمويلية للمنشأة:

إن أساليب التمويل لأي شركة - بصفة عامة- إما أن تكون عن طريق حقوق الملكية (أي زيادة أسهم رأس المال أو من خلال التمويل الذاتي) أو عن طريق الاستدانة (و التي تكون في هيئة قروض مصرفية أو سندات تصدر من خلال سوق المال).

و حتى نتمكن من اتخاذ قرار التمويل الأمثل يجب المفاضلة بين أسلوبي التمويل السابقين ، و يتم ذلك بعد التعرف على مزايا و عيوب البدائل التمويلية المختلفة.

أ- مزايا و عيوب البدائل التمويلية

يمكن تلخيص المزايا و العيوب في الجدول التالي:

أولا : حقوق الملكية :

عيوب حقوق الملكية	مزايا حقوق الملكية
<ul style="list-style-type: none"> • إصدار أسهم جديدة من نفس النوع قد يؤدي إلى انخفاض عائد السهم. • مصروفات إصدار الأسهم تعتبر مرتفعة مقارنة بالمصروفات الإدارية للاقتراض. • زيادة نسبة حقوق الملكية في الهيكل التمويلي للمنشأة يؤدي إلى رفع تكلفة التمويل . • زيادة رأس المال عن طريق دعوة شركاء جدد للمساهمة قد يؤدي إلى انخفاض حصة الشركاء القدامى. • لا تحقق توزيعات الأرباح على المساهمين أي وفورات ضريبية للمنشأة. 	<ul style="list-style-type: none"> • لا توجد دفعات سداد ثابتة مستحقة للمساهمين على المنشأة حيث يتم توزيعات الأرباح طبقا للنقدية المتاحة و قد لا يتم توزيع أرباح من الأساس في حالة تعذر ذلك. • لا يتم استرداد رأس المال المدفوع. • ارتفاع نسبة حقوق الملكية تؤدي إلى ارتفاع الملاءة* الائتمانية للمنشأة.

*الملاءة الائتمانية للمنشأة تعني قدرة المنشأة على الوفاء بكافة التزاماتها في وقتها و بصورة منتظمة

ثانياً: الاقتراض:

مزاي الاقتراض:

عيوب الاقتراض	مزاي الاقتراض
<ul style="list-style-type: none"> • يتم الالتزام بسداد مصروفات خدمة الدين بصرف النظر عن تحقيق الشركة أرباح من عدمه. • له عمر محدد يجب في نهايته سداد أصل القرض. • يؤدي إلى رفع المخاطر الخاصة بالمنشأة وهي ما يطلق عليها المخاطر المالية . • أولوية في السداد في حالة التصفية. 	<ul style="list-style-type: none"> • يتميز بتكلفة منخفضة حيث أن مصروفات خدمة الدين معفاة من الضرائب. • يعتبر مصدر تمويل مؤقت يمكن سداده و التخلص من أعبائه في أي وقت. • لا تؤدي إلى انخفاض عائد السهم بل على العكس في بعض الأحيان. • لا يعطي للطرف المقرض حق التدخل في إدارة الشركة. • يمكن تكييف شروط السداد مع التدفقات النقدية المتوقعة.

من خلال ما تقدم يتضح خطأ المفهوم السائد بأن تمويل الاستثمارات الإضافية عن طريق زيادة رأس المال أفضل لأنه لا يحمل المنشأة فوائد مباشرة على رأس المال المدفوع و الحقيقة أن التمويل عن طريق الاقتراض أفضل من زاوية أنه يخفض تكلفة التمويل. فمصروفات خدم الديون تضاف إلى المصروفات و تؤدي بالتالي إلى تحقيق وفورات ضريبية و لكن يجدر التنويه في هذا الصدد أن هذه الأفضلية بالنسبة للتمويل عن طريق الاقتراض لا تنطبق في حالة تمتع المنشأة بإعفاءات ضريبية.

3-2 تكلفة التمويل و تقييم المنشأة:

تنشأ العلاقة المباشرة بين التمويل و الاستثمار عن طريق تكلفة التمويل و لذلك من المهم أن نتعرف على ما يلي :

أ- مفهوم تكلفة التمويل:

يقصد بتكلفة التمويل أو تكلفة الأموال ما تحصل عليه الجهات المانحة للتمويل بكافة صورته مقابل منح الشركة ما تحتاج إليه من موارد مالية.

و تدخل تكلفة التمويل في صناعة قرار الاستثمار في صورة معدل الخصم في طرق تقييم الاستثمارات التي تستخدم مفهوم القيمة الحالية للمكاسب النقدية المتوقعة و ذلك باعتبارها تمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الواجب أن يحققه الاستثمار ليصبح مقبولا.

- تتحدد تكلفة الأموال المقترضة من خلال العلاقة التالية
 - تكلفة الأموال المقترضة = معدل الفائدة المعلن (1 - X) معدل الضريبة على الربح (
 - كما تتحدد تكلفة الأسهم الممتازة وفق العلاقة التالية :
 - تكلفة الأسهم الممتازة = (مقدار التوزيع المحدد للسهم الممتاز / القيمة السوقية للسهم الممتاز) X100
- و تحدد تكلفة حقوق الملكية من خلال العديد من النماذج من أكثرها انتشارا نموذجي تسعير الأصول الرأسمالية و نمو التوزيعات .

حيث أن العائد على السهم = العائد الخالي من المخاطر + علاوة المخاطر

حيث أن العائد الخالي من المخاطر (الأوراق المالية الحكومية) هو الخالي من خطر عدم الوفاء بالسداد، غير أنه لا يخلو من المخاطر الأخرى و على رأسها تغير سعر الفائدة في السوق، أو معدلات التضخم.

أما علاوة المخاطر فتمثل التعويض الكافي عن المخاطر التي قبل تحملها.

ب- العلاقة بين تكلفة التمويل و قيمة الشركة:

يتم احتساب قيمة الشركة و حقوق الملاك / المساهمين طبقا لما يلي:

القيمة الحالية لإجمالي التدفقات النقدية المستقبلية الخالية من الديون:

+ القيمة الحالية للقيمة المتبقية

+ القيمة الدفترية للنقدية الزائدة عن احتياجات التشغيل

+ القيمة السوقية للأصول غير العاملة (أن وجدت)

= قيمة الشركة

- الديون

قيمة حقوق الملاك / المساهمين:

- إن قيمة الشركة تحسب على أساس صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتولدة من النشاط ، و هذا هو الأسلوب الأمثل عند المفاضلة بين البدائل المتعددة لتمويل أو للاستثمار حيث أنه يأخذ في الاعتبار القيمة الزمنية للنقود و التي تنعكس في سعر الخصم.
- كما أن القيمة المتبقية للشركة يتم حسابها على أساس صافي أرباح التشغيل و ليس على قيمة الأصول الثابتة أو الأصول الإنتاجية و يرجع السبب في هذا إلى أن الغرض من عملية التقييم ينحصر بصفة أساسية في تحديد قيمة النشاط على أساس أن الشركة عاملة و مستمرة في النشاط و أن التقييم لا يتم بغرض التصفية.
- أن التدفقات النقدية المستخدمة لعملية التقييم هي تدفقات نقدية خالية من الديون، ويستهدف ذلك تحقيق نوع من التوازن بين الالتزامات و الحقوق لطرفي هيكل التمويل ، ففوائد التمويل بالدين يتم حسابها خصما من مجمل الربح قبل الضرائب ، في حين نجد أن التوزيعات الممتازة و توزيعات الأسهم العادية يتم الوفاء بها خصما من صافي الربح بعد الضرائب و نظرا لارتباط العائد بالمخاطر من جهة و لدراسة تأثير الوفورات الضريبية على عائد النشاط ، و من ثم نصيب السهم من الربحية ، فإنه يتم حساب تكلفة التمويل بعد الضريبة.
- إن تحديد قيمة الشركة باستخدام طريقة صافي التدفقات النقدية المخصومة ليست الطريقة الوحيدة التي يستخدمها المحللون الماليون لتحديد قيمة الشركة أو السهم و إن كانت أكثر الطرق شيوعا في الاستخدام.

3-3 المفاضلة بين مصادر التمويل و المزيج التمويلي الأمثل

عند اتخاذ القرار بالاستثمار وكان مرافقا بالاستعانة بمصادر تمويل أخرى من غير أموال صاحب المشروع فإنه من الضروري معرفة:

- كيفية المفاضلة بين مصادر التمويل المختلفة لتعظيم قيمة الشركة و حقوق ملاكها.
- كيفية ترتيب الأمور بالصورة التي تعين على استقطاب الأموال المطلوبة من مصادر التمويل المتاحة التي وقع عليها الاختيار.

أ- الاعتبارات المحددة لتكوين المزيج التمويلي:

يتوقف المزيج التمويلي على الاعتبارات التالية:

- تكلفة التمويل تتوقف على نوع الخليط الذي يتكون من هيكل التمويل المقترح ، فالهيكل الذي يعمل على خفض هذه التكلفة يؤثر ايجابيا على قيمة الشركة و من ثم ثروة حملة أسهمها العادية.
- كما أن نصيب السهم من الربحية و الذي ينعكس بصورة مباشرة في مجمل الربح قبل الفوائد و الضرائب و العائد على حقوق الملكية.
- قدرة المنشأة على مواجهة متطلبات خدمة الدين أي سداد التزاماتها قصيرة الأجل في مواعيد استحقاقاتها دون خسائر و هو ما يطلق عليه درجة أو حالة السير المالي.
- سعر الفائدة السائد في السوق، فانخفاض سعر الفائدة - وقت صناعة القرار الخاص بالمزيج التمويلي- يكون عاملا مشجعا في اتجاه زيادة الاعتماد على التمويل عن طريق الاقتراض و العكس صحيحا.

ب- أساليب تحديد المزيج التمويلي الأمثل :

هناك عدة أساليب لاختيار المزيج التمويلي الأمثل نذكر منها :

أسلوب تكلفة التمويل : يعتمد هذا الأسلوب على المتوسط المرجح لتكلفة التمويل للوقوف على المزيج التمويلي الأمثل. و يتم ذلك بتحديد مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة و تكلفة كل منها ثم يتم تغيير وزن كل مصدر من إجمالي المصادر و احتساب تأثير ذلك على تكلفة التمويل و بالتبعية قيمة المنشأة و حقوق الملاك / المساهمين.

أسلوب أرباح التشغيل : يعتبر أسهل الأساليب لتحديد نسبة الاقتراض المثلى. و يقوم على تحليل مستوى أرباح التشغيل لتحديد مستوى الاقتراض الذي يمكن عنده تعظيم العائد على السهم بدون مواجهة مخاطر عدم القدرة على السداد. و يعتمد هذا الأسلوب على تحديد العلاقات التالية:

- علاقة المزيغ التمويلي بربحية السهم
- علاقة المزيغ التمويلي بالعائد على حقوق الملكية
- علاقة المزيغ التمويلي بتحليل التعادل (عتبة المردودية).

خاتمة

من خلال ما تقدم يتضح أن الوظيفة المالية للمنظمة هي على قدر كبير من الأهمية و الاعتبار ، ذلك أن حسن تدبير و إدارة و تسيير الأموال ليس بالمهمة السهلة إذ يتوقف عليها مسار المنظمة لكونها لها انعكاس على ربحيتها و مردوديتها . لذلك فإن استخدام الفكر المعرفي المالي السوي الذي يزيد من قيمة المنظمة و يرفع من شأنها هو الرهان الذي يجب أن تكسبه أي منظمة .

كما أن المؤسسات الجزائرية التي تطمح إلى الاندماج في السوق العالمي عليها أن تستفيد من الفكر المالي المعرفي من خلال التقاسم الأفضل للمعرفة، و خلق معرفة جديدة و تحويلها إلى منتجات و خدمات مالية و التي تعتمد بشكل تام على تكنولوجيا المعلومات المالية التي سيتم الاستفادة منها بشكل مكثف من قبل المجتمع و هذا ما يساهم في إرساء أسس مجتمع معلوماتي مالي قادر على النمو و التقدم.

قائمة المراجع

1. منير إبراهيم الهندي ، الفكر الحديث في مصادر تمويل الشركات، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية
2. منير إبراهيم الهندي ، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، توزيع منشأة المعارف الإسكندرية، 2002
3. إصدارات الجمعية المصرية للأوراق المالية (2006):
 - دليل المستثمر لتمويل الشركات
 - دليل المستثمر لقراءة الأوراق المالية
 - مقدمة عن سوق المال بمصر.
 - كيف تختار أدوات الاستثمار.
 - كيف تدير استثمارتك.