

مدخل في الإدارة المالية

Introduction to Financial Management

1-1 طبيعة الإدارة المالية Nature of Financial Management

الإدارة المالية Financial Management، والتي تسمى كذلك Managerial Finance، Business Finance، Corporate Finance، (أي، إحدى الوظائف الرئيسية لمنشآت الأعمال) Business Firms هذه الوظائف هي، إدارة الموارد البشرية، الادارة المالية، ادارة العمليات، (إدارة التسويق) والإدارة المالية هي، عملية اتخاذ القرارات المتعلقة بالتخطيط للحصول والاستخدام للأموال بطريقة تمكن من تحقيق الأهداف المطلوبة للمنشأة، وتشمل هذه العملية التقويم للموجودات، والمطلوبات، وحق الملكية.

والإدارة المالية هي جزء من حقل معرفي واسع هو التمويل Finance، ويعد هذا الحقل واحداً من مجالات الدراسة الرئيسة في الجامعات والمعاهد الدراسية المختلفة، ويضم العديد من مجالات المعرفة الموضحة في الشكل (1-1). ويتكون التمويل من مجموعة من الحقائق والمبادئ العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها لكل من الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات.

* سوف تستخدم المصطلحات التالية: منشآت الأعمال، شركات الأعمال، منظمات الأعمال، مؤسسات الأعمال، شركة، منشأة، مؤسسة، منظمة، للدلالة على نفس المعنى.

وتتمثل المشاكل المالية الرئيسة للأفراد في رغبتهم في تحقيق أقصى رفاحية جراء استخدام مواردهم المالية، من حيث التوزيع لهذه الموارد فيما بين الاستهلاك والاستثمار، وكذلك الاختيار للفرص الاستثمارية المتاحة من بين الفرص الاستثمارية العديدة المتاحة، وبالإضافة إلى كيفية الحصول على الأموال اللازمة لزيادة الاستهلاك والاستثمار. أما فيما يتعلق بمنشآت الأعمال فإن مشاكلها المالية الرئيسة تتمثل في كيفية الحصول على الموارد المالية، وتخصيص هذه الموارد فيما بين النفقات المختلفة والاستثمارات. وينبغي أن تحدد الاستثمارات التي تكون متناسبة مع قدراتها المالية، والبشرية، والإنتاجية، والتسويقية، والتمويل لهذه الاستثمارات. وتهدف إدارة منشآت الأعمال إلى تعظيم ثروة المساهمين مثلما يهدف المستثمر الفرد إلى تعظيم ثروته.

أن التركيز الأساس لهذا الكتاب سيكون على الإدارة المالية في منشآت الأعمال، وبشكل خاص الشركات المساهمة منها، إلا أن أغلب المفاهيم والأدوات المالية التي يتضمنها يمكن استخدامها من قبل الأفراد والمنظمات الحكومية.

لقد تطورت الإدارة المالية خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين تطوراً كبيراً وقد كان هذا التطور من المستلزمات الضرورية للتغلب على التحديات المتزايدة التي تواجه منشآت الأعمال. إذ تميزت هذه الفترة بازدياد حدة المنافسة، وازدياد حدة التضخم، وازدياد التدخل الحكومي المباشر وغير المباشر في النشاط الاقتصادي، كما تميزت بالتقدم التكنولوجي الهائل، وعظم المسؤولية الاجتماعية لمنشآت الأعمال. وقد أصبح واضحاً أن النمو الاقتصادي في الدولة، بل وبقاء المنشأة ذاتها في ميدان الأعمال يتوقف إلى حد كبير على كفاءة أداء الوظيفة المالية بما يسمح بمواجهة تلك التحديات. وأبان ذلك فقد حظيت الإدارة المالية باهتمام كل من الأكاديميين والمدراء الماليين، فأهميتها للأكاديميين لكونها حقلاً معرفياً مستمر في التطور وفيها الكثير من المجالات التي لا زالت تشكل جدلاً معرفياً ولم تحل وهذا يتطلب المزيد من البحث. وأهميتها للمدراء الماليين في التطبيق لأن أغلب القرارات الحاسمة في المنشأة هي قرارات مالية، ولهذا فإن فهمهم للإدارة المالية يمددهم بالكثير من المفاهيم والتحليلات التي تجعلهم يتخذون قراراتهم بمهارة.

1-2 علاقة الإدارة المالية بمجالات المعرفة الأخرى

1- الإدارة المالية والاقتصاد

أن معظم المبادئ الرئيسة للإدارة المالية والكثير من مصطلحاتها مأخوذة عن علم الاقتصاد، وهناك العديد من الموضوعات الرئيسة المشتركة لكل من الاقتصاد والإدارة المالية منها التكاليف والاستثمارات وسلوك الأسواق، كما أن الموضوع الرئيس الآخر لكل منها هو معدلات الفائدة، التي هي تكلفة اقتراض الأموال لفترة محددة. وتعنى الإدارة المالية بتحديد العديد من أنواع التكاليف خاصة تكلفة رأس المال التي تمثل أهم تكلفة يتوجب على المدير المالي أن يكون على إلمام تام بها. كما تعطي الإدارة المالية اهتماماً مستمراً للأسواق والتغيرات فيها كالأسواق المالية، وأسواق النقد، وأسعار الصرف الأجنبية، حيث أن فهم هذه التغيرات يعد أمراً ضرورياً لاتخاذ القرارات المالية.

وحتى يكون المدير المالي ناجحاً ينبغي أن يكون ملماً بمبادئ الاقتصاد من حيث قوانين العرض والطلب، وتوازن الأسعار، وتكلفة الفرصة البديلة، والمنافسة وغيرها من المفاهيم الاقتصادية.

2- الإدارة المالية والمحاسبة

تعنى المحاسبة بإعداد الكشوفات المالية الميزانية العمومية وكشف الدخل، وتعتمد الإدارة المالية هذه الكشوفات لاستخراج النسب المالية، والمؤشرات المالية الأخرى من البيانات المحاسبية لهذه الكشوفات لاستخدامها كمؤشرات للأداء، وكذلك كأدوات رئيسة للرقابة المالية.

ونتيجة لأهمية المفاهيم والمقاييس المحاسبية للمدير المالي، فمن الضروري أن يكون على معرفة بهذه المفاهيم والمقاييس المحاسبية، حتى يتمكن من اتخاذ القرارات المالية السليمة. ومن الصعب فهم الإدارة المالية بشكل جيد والتعمق في فهم نظريات وأساليب الإدارة المالية دون تفهم كامل للكشوفات المالية وكيفية إعدادها.

3- الإدارة المالية وإدارة العمليات والتسويق

تختص إدارة العمليات (إدارة الإنتاج) في منشآت الأعمال بتصنيع المنتجات أو تقديم الخدمات، وتتعامل إدارة العمليات كوحدة تنظيمية لها وظائفها التي تتكامل مع الوظائف الداخلية للمنشأة. ويتطلب أدائها لوظائفها الإلمام بالإحصاء والأساليب الكمية والسلوكية.

وتؤمن الإدارة المالية التمويل اللازم لتنفيذ عمليات الإنتاج، وتقوم إدارة العمليات بتصنيع المنتجات أو الخدمات التي يتولى التسويق بدوره توزيعها وبيعها للمستخدم النهائي.

4- الإدارة المالية والأساليب الكمية

لقد تطورت موضوعات الإدارة المالية بشكل كبير وقد صاحب هذا التطور استخدام الواسع للرياضيات والإحصاء والاقتصاد القياسي وبحوث العمليات في موضوعات الإدارة المالية. بحيث أصبح هناك استخدام كبير للأساليب الكمية في حلول المشاكل المالية. وكذلك في مجالات حساب العوائد والمخاطر في مجال المشروعات الاستثمارية، وقرارات الاستثمار في الموجودات المالية وحسابات القيمة الزمنية للنقود في المستقبل.

1 ؟ مجال الادارة المالية Scope of Financial Management

3.1 وظائف الادارة المالية Financial Management Functions

تمثل الوظائف الرئيسة للإدارة المالية (التمويل، الاستثمار، ومقسوم الأرباح)، وبذلك فإن القرارات الأساسية للإدارة المالية التي تتخذ في إطار هذه الوظائف هي قرارات تمويل، واستثمار، ومقسوم أرباح، وكما هو مبين في الشكل (1 - 2).

1- التمويل، Financing

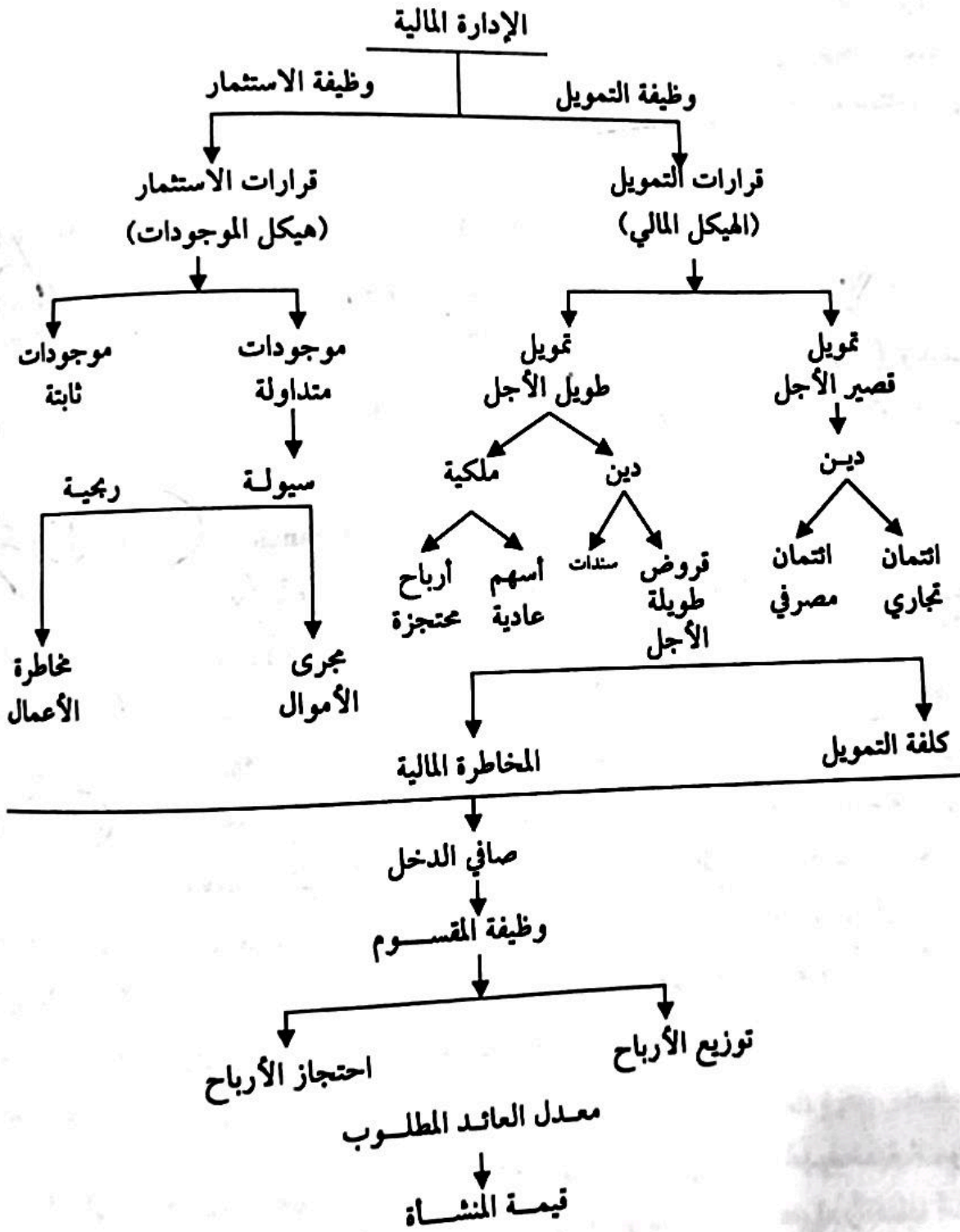
يعرف قرار التمويل بأنه الحصول على الأموال بالشكل الأمثل، أي تحديد مزيج

مناسب للتمويل يتكون من (تمويل قصير الأجل) و(تمويل طويل الأجل) و(تمويل بالملكية) و(تمويل بالدين). يجعل كلفة التمويل في حدها الأدنى وبما يعظم ثروة المساهمين أي (تعظيم قيمة المنشأة Firm Value Maximization). (وهو دوماً الهدف الأساسي لكل قرار من قرارات الإدارة المالية وبالتالي فإن أي قرار تمويلي يجب أن يحافظ على الأقل على القيمة الجارية للمنشأة (الشركة). وهذا يتطلب المعرفة والدراية بالأسواق المالية التي من خلالها يتم الحصول على الأموال. ولهذا يتوجب على المدراء الماليين عند اتخاذهم لقرارات التمويل أن يأخذوا بعين الاعتبار أن هناك عدداً كبيراً من المصادر البديلة التي يمكنهم الحصول منها على الأموال ومرتّب على استخدام كلاً منها عائد ومخاطرة، فالعائد هو ما يزيد عن كلفة التمويل والمخاطرة هي المخاطرة المالية Financial Risk.

أن قرار التمويل يتعلق باختيار الهيكل المالي للشركة، ويعني ذلك تحديد نسبة التمويل من تمويل قصير الأجل Short Term ومن التمويل طويل الأجل Long Term، وكذلك تحديد

المزيج المناسب للتمويل من التمويل بالدين Debt والتمويل بالملكية Equity . ويعني التمويل بالملكية احتجاز أرباح الشركة.

شكل (2-1)
إطار شامل لوظائف الإدارة المالية



وإعادة استثمارها وهو تمويل داخلي Internal، وإصدار الأسهم العادية وهو تمويل خارجي External والتمويل بالملكية هو تمويل طويل الأجل Long Term بينما التمويل بالدين هو تمويل خارجي بأكمله وجزء منه تمويل قصير الأجل المتمثل بالائتمان التجاري والقروض المصرفية قصيرة الأجل، والجزء الآخر تمويل طويل الأجل الذي يشمل القروض المصرفية طويلة الأجل والسندات.

(أن لهذين الاختيارين ما بين تمويل ممتلك ومقترض يحددان المخاطرة المالية للشركة التي تعرف بأنها درجة التقلب في الأرباح الناجمة عن عدم إمكانية الشركة بتسديد أعباء التزاماتها المالية، وهي مخاطرة مصاحبة لقرارات التمويل، وكلفة التمويل Cost of Financing فإذا كانت الشركة تحصل على معظم تمويلها من القروض المصرفية قصيرة الأجل وتسهيلات الموردين فإن ذلك سيؤدي إلى عائد عالي نسبياً (ربحية) لكن سيولة الشركة ستكون متدنية. والسبب في ذلك أن كلفة التمويل القصير الأجل تكون عادة أقل من كلفة التمويل طويل الأجل، لذلك فإن مساهمته في ربحية الشركة تكون أكبر، ولكن القروض قصيرة الأجل يجب سدادها في آجال قريبة مما يضع ضغطاً على سيولة الشركة.

أن استعمال الميزج الأمثل للتمويل بالدين والملكية يخفض كلفة تمويل الشركة إلى الحد الأدنى ويعظم قيمتها، والمطلوب هو تخفيض كلفة التمويل حتى يتاح للشركة عدد أكبر من فرص الاستثمار الراجحة، فتتمو أرباحها وتزداد قيمتها. ولكن إذا أفرطت الشركة باستخدام الدين في هيكلها المالي فسيؤدي ذلك إلى رفع كلفة تمويلها وزيادة مخاطرتها المالية. يستتج من ذلك أن قرارات تمويل الشركة المتعلقة باختيار نسبة التمويل قصير الأجل إلى التمويل طويل الأجل، واختيار مزيج التمويل بالدين والملكية، واختيار معدل توزيع الأرباح على المساهمين، تحدد كلفة تمويل الشركة ومخاطرتها المالية.

(2) الاستثمار Investment

الاستثمار هو تخصيص أو توزيع أموال الشركة في هيكل استثمارات، ويعني اختيار هيكل استثمارات الشركة كيفية توزيع هذه الاستثمارات بين استثمارات قصيرة الأجل (الموجودات المتداولة) واستثمارات طويلة الأجل (الموجودات الثابتة)، وهو ما يمكن قياسه بنسبة الموجودات المتداولة إلى الموجودات الثابتة. يعتبر هذا الاختيار ذو أهمية كبيرة لتأثيره

على سيولة وربحية الشركة. فبالسيولة هي المقدرة على تحويل الموجودات Asset إلى نقد بسرعة وبدون خسارة. فإذا كانت الموجودات المتداولة تشكل نسبة كبيرة من الهيكل الاستثماري للشركة فهذا يعني أن سيولة الشركة عالية إلا أن ربحيتها ستكون محدودة. ويحصل العكس عندما تكون الموجودات الثابتة تشكل النسبة العالية من مجمل موجودات المنشأة عندها تزداد ربحية الشركة ولكن سيولتها ستكون متدنية.

أن قرار توزيع استثمارات الشركة ما بين موجودات متداولة وثابتة يحدد العائد المتوقع على أجمالي محفظة الاستثمارات والمخاطرة المصاحبة لذلك العائد، فاختيار محفظة استثمارات الشركة يحدد مجرى الأرباح المستقبلية المتوقع الذي سينتج عن هذه الاستثمارات ومخاطرة هذه الأرباح. ويقصد بالمخاطرة هنا درجة التقلب في الأرباح الناجمة عن تغير الأوضاع الاقتصادية وأحوال سوق الصناعة التي تعمل بها الشركة وتسمى هذه المخاطرة بمخاطرة الأعمال Business Risk وهي المخاطرة المصاحبة لقرارات الاستثمار.

(3) مقسوم الأرباح Dividend

أن قرار الاستثمار والتمويل يحددان معاً التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع المساهمون الحصول عليها جراء استثماراتهم في الأسهم العادية للشركة، والمخاطرة المصاحبة لهذه التدفقات النقدية، والتدفقات النقدية هذه هي صافي الدخل الذي تحققه الشركة والذي يعود بأكمله للمساهمين. وهنا يأتي دور الوظيفة المالية الثالثة أو القرار المالي الثالث المهم ألا وهو قرار المقسوم، فقرار المقسوم هو توزيع صافي الدخل الذي حققته الشركة أو جزءاً منه على المساهمين، ويعتبر قرار المقسوم أحد أهم القرارات المالية في الشركة نظراً لعلاقته المباشرة بالمساهمين وانعكاساته على سعر السهم في السوق المالية، من حيث التوزيع أو الاحتجاز، استقرار المقسوم أو النمو فيه، توزيع نقدي أو بأسهم. فقرار المقسوم إلى أرباح موزعة على المساهمين Dividend أو أرباح محتجزة Retained Earnings له ضروراته وأهميته الخاصة. فالأرباح المحتجزة هي أحد مصدري التمويل بالملكية، وكلفتها تقل كثيراً عن كلفة إصدار الأسهم العادية، كما أن التمويل بالأرباح المحتجزة يعني ضمناً أن لدى الشركة استثمارات رابحة، وأن هذه الاستثمارات سينتج عنها أرباح أعلى في المستقبل، أي أنه توجد لدى الشركة آفاق وفرص للنمو وأنها تمول هذا النمو باحتجاز الأرباح الأمر الذي ينعكس إيجابياً على سعر السهم في السوق المالية.

أما الأرباح الموزعة فتمثل التدفق النقدي الذي يحصل عليه المساهمون كمائد على استثماراتهم في أسهم الشركة. أن هذه الأرباح الموزعة تمثل دخلاً جالياً ينتظره ويتوقعه العديد من المساهمين، لذلك فإن مستوى الأرباح الموزعة وتغيرها له تأثير مباشر على سعر السهم في السوق المالية. يتضح من ذلك أن قرار توزيع الأرباح على المساهمين يعتبر واحد من أهم قرارات الإدارة المالية في الشركة، كما أن الوجه الآخر لهذا القرار أي احتجاز الأرباح يرتبط بقرارات التمويل والاستثمار في الشركة.

2.3.1 مهام ودور المدير المالي Financial Manager Tasks and Role

المدير المالي هو الشخص المسؤول بمجداة عن تنفيذ الوظائف المالية، والمدير المالي الذي لا يؤدي دور ديناميكي في اتخاذ القرارات على الدوام يعد شخص غير مهم يضاف إلى ذلك أن قرارات الإدارة العليا هي مجال اهتمامه وعند ذاك يصبح شخص إداري مهم. وحتى ينفذ المدير المالي الوظائف المالية فإنه يقوم بمهام التخطيط والرقابة المالية، وينفذ هذه المهام من خلال أدوات التخطيط المالي والرقابة المالية، التي تشمل التخطيط المالي والتنبؤ بالاحتياجات المالية، والموازنات، وتحليل التعادل وتحليل الرافعة التشغيلية والتحليل المالي وغيرها. وفي ضوء ذلك يمكن حصر مهام المدير المالي بالآتي:

1- الحصول على الأموال: تخطيط الاحتياجات المالية والتنبؤ بها ومراقبتها هي أساس نشاط المدير المالي استناداً إلى وجهة النظر التقليدية أو المدخل التقليدي الذي هيمن على مجال الإدارة المالية والذي يحدد دور المدير المالي في الحصول على الأموال.

2- تخصيص الأموال: منذ منتصف الخمسينات تغير حال منشآت الأعمال نتيجة للتغير في العوامل الاقتصادية والبيئية، لهذا تحول اهتمام الإدارة المالية من مجرد الحصول على الأموال إلى الاستخدام الفعال والكفؤ للأموال. وأصبحت العملية المركزية للسياسة المالية هي الموازنة الرشيدة بين الفوائد أو المزايا المحتملة للاستخدام مقابل الكلفة المحتملة للموارد. لهذا فإن المدخل الحديث هو طريقة تحليلية لإمعان النظر في المشاكل المالية للمنشأة، وأن الإدارة المالية هي جزء حيوي ومكمل للإدارة الشاملة.

يتبين من ذلك بأن القرارات المالية ذات أثر كبير على مجمل نشاطات المنشأة وعليه فإن اهتمام المدير المالي إلى جانب الوظيفة التقليدية له وهي الحصول على الأموال هو تحديد

حجم ونوع تكنولوجيا المنشأة، مجال النمو، العائد والمخاطرة التي تترتب على الاختيار الأفضل لخليط الموجودات. أن اختيار تكنولوجيا العملية الإنتاجية تحدد درجة الرافعة التشغيلية Degree of Operating Leverage للشركة وبالتالي مدى تقلب الأرباح. فلماذا كانت الرافعة التشغيلية كبيرة، تكون نسبة التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف كبيرة أيضاً. أي أن الشركة تتميز بدرجة رافعة تشغيلية مرتفعة. وهذا يعني أن الشركة شديدة الحساسية للتغير في الأوضاع الاقتصادية. فإذا انخفضت المبيعات قليلاً، فإن ذلك سيؤدي إلى انخفاض كبير وغير مناسب في أرباحها التشغيلية وتكون مخاطرة الشركة كبيرة أيضاً.

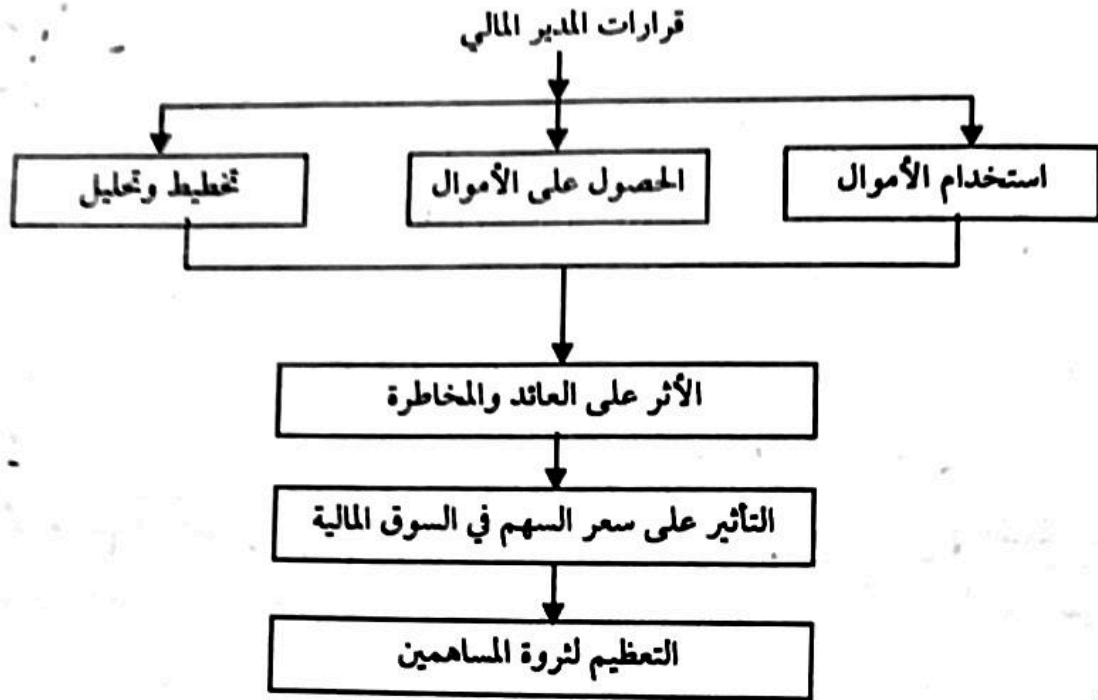
(3- تخطيط الأرباح): أن مهام المدير المالي توسعت لتشمل مهمة تخطيط الأرباح والمراقبة والتعديل للأنشطة التشغيلية والتأكد من أنها منسجمة مع الأهداف وكذلك تخطيط ومراقبة الأسعار، والكلف وفصلها إلى كلف ثابتة ومتغيرة. وكذلك الاختيار للخطوط الإنتاجية، حيث هناك استخدامات بديلة متعددة للأموال.

(4- التعامل في السوق المالية): ينبغي للمدير المالي أن يتعامل مع السوق المالية، بحيث يفهم ويستوعب عملياتها، لما لهذه السوق من دور كبير في تأمين المتطلبات المالية كذلك فإن نظرة المستثمرون للمنشأة من خلال السوق المالية، وكيفية قياس المخاطرة، وتوزيع الأرباح وانعكاسها على أسعار اسهم المنشأة.

تكشف مهام المدير المالي عن الدور الذي يؤديه لتنفيذ وظائف الإدارة المالية، وانعكاس ذلك على أهداف المنشأة وبالذات هدفها الرئيس تعظيم قيمتها (تعظيم ثروة المساهمين)، فالمدير المالي يبذل قصارى جهده لتحقيق هذا الهدف من خلال اتخاذ القرارات التي تنطوي على مجموعة من المبادلات بين العائد والمخاطرة، وهذه القرارات المالية تؤثر في القيمة السوقية لأسهم المنشأة، والتي تؤول إلى تعظيم الثروة والشكل (1-3) يعكس دور المدير المالي في تحقيق الهدف الرئيس للمنشأة.

شكل (1 - 3)

دور المدير المالي في تحقيق هدف المنشأة



4-1 الأشكال القانونية للشركات Legal Forms of Business

يؤثر الشكل القانوني للشركة في قدرتها في الحصول على الأموال. وكذلك في القدرات الضريبية والشخصية للمالكين. والأشكال الرئيسة للشركات ثلاث هي: الشركة الفردية، وشركة التضامن، والشركة المساهمة. وأن كل من الشركة الفردية وشركة التضامن شركات أشخاص لكون شخصية المالك بالنسبة للشركة الفردية والمالكين لشركة التضامن غير منفصله عن شخصية الشركة بينما الشركة المساهمة فهي شركة أموال وسبب كونها شركة أموال يعود إلى فصل شخصية الشركة عن شخصية المالكين. يتناول هذا المؤلف الإدارة المالية في الشركات المساهمة، غير أن المبادئ المالية العامة التي يتضمنها قابلة للتطبيق على الشركات والمنشآت الأخرى.

1. الشركة الفردية Sole Pro PrietorShip

وهي شركة أشخاص تعود ملكيتها لفرد واحد يكون مسؤولاً عن جميع نواحي الشركة، فهو الذي يملك مجمل موجودات الشركة ويكون مسؤولاً عن جميع التزاماتها. وغالباً

ما يقوم بأدارتها بنفسه. والشركات الفردية عموماً هي منشآت أعمال صغيرة شائعة في أغلب القطاعات الاقتصادية، تجارية، صناعية، خدمات. وأكثر منشآت الأعمال هي منشآت فردية.

مزايا Advantages المنشأة الفردية هي سهولة تأسيسها حيث كل ما تتطلبه هو عقد تأسيس رسمي Formal Charter **وقليلة التكاليف** عند التأسيس والإحلال. وتكون أدارتها بالكامل تحت سيطرة المالك. كما أنها لا تخضع إلا لقليل من الأنظمة الحكومية ولا تخضع إلى ضريبة دخل الشركات، ولكن جميع أرباحها تخضع لضريبة الدخل الشخصية، وبالتالي فإنها توفر ميزة الوفر الضريبي للمالك عندما يكون دخله يخضع لنسب ضريبة أقل من نسبة الضريبة على دخل الشركات.

أما مآخذ أو عيوب الشركة الفردية Disadvantages أن رأسمالها محدد بالقدرات المالية للمالك، ويتحمل المالك مسؤولية مالية غير محددة، أي أن جميع ممتلكاته الشخصية ورأس المال المستثمر بالشركة وكذلك الأرباح الناتجة تكون بمثابة الضمان لديون الشركة. وكذلك فإن استمرارية هذه الشركة مرتبطة بحياة المالك الذي أنشأها حيث أن وجودها ينتهي قانوناً بوفاة صاحبها، ولكن كثير من المنشآت الفردية تحولت فيما بعد إلى شركات مساهمة بعد أن نمت وتوسعت.

2- شركة التضامن Partnership

وهي شركة أشخاص تنشأ بموجب إجراء قانوني Legal Arrangement بين اثنين أو أكثر من المالكين، وهذا الإجراء هو اتفاق أو عقد مكتوب ومسجل في الدائرة الحكومية المختصة والشكل الشائع لشركات التضامن هي شركات مهنية مثل شركات المحاسبة، والمحاماة، والاستشارات، والعيادات الطبية.

تتمتاز شركة التضامن بسهولة تأسيسها وخضوعها لعدد قليل من الأنظمة الحكومية، وإمكانية الحصول على رأسمال إضافي، إذ أن وجود شريكين أو أكثر يوفر للشركة رأس مال أكبر ومصادر أخرى فنية وإدارية، والميزة الأخرى هي الميزة الضريبية، حيث أن أرباح هذه الشركة أيضاً تخضع لنظام ضريبة الدخل الشخصية، فكل شريك يضيف مقدار حصته من أرباح الشركة إلى دخله الشخصي الآخر قبل حساب الضريبة الشخصية المترتبة عليه، حتى ولو لم توزع الأرباح للشركاء.

لها عيوب هذه الشركة فهي : التعقيدات التي توجد في معظم عقود شركات التضامن منها أن الشركاء لا يستطيعون بيع حصصهم في الشركة إلى شخص آخر ما لم يوافق جميع الشركاء على قبول هذا الشخص كشريك جديد. وأن مجرد دخول شريك جديد يؤدي إلى حل الشركة الموجودة قانوناً وإلى إنشاء شركة جديدة وكذلك فإن انسحاب أو وفاة أي واحد من الشركاء يؤدي إلى انحلال الشركة قانوناً ولكن هذا لا يعني بأن الشركة تتوقف عن أعمالها، فالشركة تستمر كشركة جديدة (قانوناً) إذا اشترى الشركاء الباقون حصة الشريك المنسحب أو المتوفي. ومن أجل أن تتجنب الشركة مشاكل مالية عند وفاة أحد الشركاء، فقد أصبح من العرف أن يشتري كل شريك بوليصة تأمين على الحياة وأن يضع على هذه البوليصة أسماء الشركاء الآخرين كمتفعين. فإذا توفي أحد الشركاء، فإن الشركاء الباقون يشتررون حصة المتوفي من ورثته بالمبلغ الذي تدفعه شركة التأمين. ومن العيوب الأخرى للشركة هي عدم استمراريتها وصعوبة نقل الملكية ومسؤولية جميع الشركاء المالية غير المحدودة فالشركاء مسؤولون بجميع ممتلكاتهم الشخصية بالإضافة إلى رؤوس أموالهم المستثمرة في الشركة. وكذلك فإن الشركاء مسؤولون عن ديون الشركة فردياً وجمعياً. وهذا يعني بأن دائني الشركة يستطيعون تحصيل الديون من أي واحد من الشركاء أو من جميعهم.

3. الشركة المساهمة Corporation

الشركة المساهمة هي شركة أموال ولهذا فهي كيان قانوني منفصل عن المالكين، تؤسس وفقاً للقانون، فهي كيان معنوي أو شخصية معنوية منفصلة عن شخصيات مساهميها ومجلس إدارتها. وهذا الكيان القانوني له الحق في امتلاك الموجودات، اقتراض الأموال، والانشغال بمختلف النشاطات وبدون تدخل مباشر من المالكين. حيث أن أغلب الشركات المساهمة الكبيرة لا تدار من قبل المساهمين. والشركات المساهمة هي الشكل المسيطر أو المهيمن على منشآت الأعمال في الاقتصادات الكبيرة، ويتبين ذلك من حجم موجوداتها أو حجم مبيعاتها.

تمتاز الشركة المساهمة بالآتي : أن حياتها غير محدودة وتستمر في البقاء زمناً طويلاً ولا تنتهي بوفاة مؤسسيها أو مدراءها، كما أن مسؤولية المالكين محدودة، فمسؤوليتهم عن ديون الشركة محدودة بمقدار استثماراتهم في الشركة فقط ولا تمتد هذه المسؤولية إلى ممتلكاتهم الشخصية، بالإضافة إلى سهولة انتقال الملكية، فحصة أسهم الشركة يستطيعون بسهولة نقل ملكية هذه الأسهم عن طريق بيعها أو التنازل عنها.

أما عيوبها: فإن تأسيس وإنشاء شركة مساهمة يتطلب اتباع أنظمة وخطوات معقدة. تبدأ الخطوة الأولى في إنشاء الشركة بوضع مشروع التأسيس، وهذا المشروع يتضمن المعلومات: اسم الشركة المقترحة، الأهداف، مقدار رأس المال، عدد المدراء. ثم يقدم هذا المشروع إلى الدائرة الحكومية المختصة للحصول على الموافقة. فإذا تمت موافقة الدائرة على هذا المشروع، فإن الشركة تنشأ رسمياً وبشكل قانوني وأن المشروع يصبح لديه أجازة أو تصريح لتأسيس الشركة.

وتخضع عمليات الشركة لنظامين: عقد تأسيس الشركة Charter، والنظام الداخلي Bylaws. ولذا فإن الشركة تخضع لقانون الشركات العام ونظام الشركة الخاص. وكذلك فإن الشركة تخضع للنظام الداخلي الموضوع من قبل المؤسسين. وهذا النظام يتضمن القواعد المتعلقة بالتنظيم الإداري في داخل الشركة.

ومن عيوبها الأخرى ارتفاع تكاليف التأسيس، والوقت الطويل الذي تستنفذه إجراءات التأسيس، وكذلك تخضع إلى ضريبة دخل مزدوجة حيث أن الشركة المساهمة تدفع ضريبة على دخلها الذي تحققه قبل توزيعه إلى المساهمين، وفيما بعد فإن المقسوم الذي توزعه على المساهمين أيضاً إلى ضريبة الدخل الشخصية.

5-1 أهداف الإدارة المالية Financial Management Objectives

1-5-1 تعظيم الأرباح مقابل تعظيم قيمة المنشأة

1- تعظيم إجمالي الأرباح Gross Profits Maximization

تعظيم إجمالي الأرباح هو الهدف التقليدي للإدارة المالية، إلا أن هذا الهدف لم يعد كافياً للتعبير عن مصلحة المساهمين، حيث أنه بدأ في القرن التاسع عشر، وأن كثير من خصائص الشركة تغيرت خلال القرن العشرين، ولهذا فإن هدف تعظيم الأرباح يعاني من المحددات التي هي: كونه هدف غامض Ambiguous أي هناك عدد من المفاهيم للربح، فيما إذا ربح تشغيلي أم صافي، قبل الضريبة أو بعد الضريبة، ربح قصير الأجل أم لأجل أطول. يتجاهل توقيت التدفقات النقدية، أي متى تحققت هذه التدفقات، بالإضافة إلى تجاهله لعامل المخاطرة، فالمالك ربما يقبل بعائد أقل ولكن مؤكد.

2- تعظيم ربحية السهم الواحد (EPS) Earnings Per Share

بالرغم من أهمية الأرباح الإجمالية للشركة، إلا أنه يتوجب على المدير المالي أن يركز اهتمامه على ربحية السهم الواحد بدلاً من الأرباح الإجمالية، أي ينبغي أن يأخذ بعين الاعتبار ربحية السهم الواحد بمقابل الأرباح الإجمالية للشركة. لأن ربحية السهم الواحد تدل بشكل أفضل على مصلحة المساهمين من الأرباح الإجمالية وأصبحت واحدة من المؤشرات المالية المهمة في الأسواق المالية التي يستدل منها على نجاح الشركة.

مثال 1-1:

شركة رأسمالها 500000 دينار وموزع إلى أسهم عادية (القيمة العادية للسهم العادي الواحد تساوي دينار واحد). حققت صافي دخل مقداره 500000 دينار. أرادت هذه الشركة تنفيذ مشروع جديد بتمويل مقداره 500000 دينار تم الحصول عليه بزيادة رأس المال أي إصدار 500000 سهم عادي جديدة.

وترتب على هذا المشروع زيادة صافي الدخل (الأرباح الإجمالية) إلى 750000 دينار.

الحل:

تبين للوهلة الأولى بأن الأرباح الإجمالية للشركة (صافي الدخل) قد ازداد من 500000 دينار إلى 750000 دينار، معنى ذلك أن الشركة قد زادت أرباحها بنسبة 50%. وهذا مؤشر إيجابي لتعظيم الأرباح الإجمالية. ولكن ما إذا تم استخدام مؤشر ربحية السهم الواحد في التقييم ستكون النتائج كما يلي:

$$\text{ربحية السهم في الحالة الأولى} = \frac{\text{صافي الدخل}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$= \frac{500000}{500000} = 1 \text{ دينار}$$

$$\text{عدد الأسهم في الحالة الثانية} = 500000 + 500000 = 1000000 \text{ سهم}$$

صافي الدخل

ربحية السهم في الحالة الثانية =

عدد الأسهم

$$= \frac{750000}{1000000} = 0.750 \text{ دينار}$$

يتبين من ذلك بأن ربحية السهم قد انخفضت من 1 دينار للسهم الواحد إلى 0.750 دينار للسهم وبالرغم من زيادة إجمالي الأرباح من 500000 دينار إلى 750000 دينار. يستتج من ذلك بأن هدف تعظيم ربحية السهم الواحد هو الأكثر أهمية من هدف تعظيم إجمالي الأرباح.

يتبين من ذلك أن تعظيم ربحية السهم هدف يزيد في أهميته على تعظيم إجمالي الأرباح، ولكنه أيضاً يعاني من مسألة توقيت العوائد (أي الفترة الزمنية التي تتحقق خلالها العوائد).

افترض بأن الشركة السابقة تدرس إمكانية تنفيذ مشروعين وتجد بأن المشروع الأول سيزيد في ربحية السهم 4 دنانير سنوياً ولمدة 5 سنوات (أي 20 دينار زيادة إجمالية)، وبأن المشروع الثاني سيكون عديم الأثر على ربحية السهم في السنوات الأربعة الأولى ولكنه سيزيدها في السنة الخامسة بمقدار 20 دينار. فإذا تمت المقارنة بين المشروعين على أساس ربحية السهم وحدها فيظهر بأن المشروع الثاني هو الأفضل ولكن هذا غير صحيح لأن الزمن له قيمة مالية، ذلك أن توقيت ربحية السهم في المشروعين يختلف. الأمر الذي يتطلب معرفة أي المشروعين سيؤدي إلى زيادة أعلى في قيمة أسهم الشركة، وهذا بدوره يتطلب معرفة القيمة الزمنية للنقد، ولهذا فإن التوقيت يعتبر سبباً للتركيز على الثروة مقاسه بسعر السهم بدلاً من التركيز فقط على العوائد.

المسألة الأخرى التي يجب أخذها بالاعتبار وتقويمها هي المخاطرة. افترض أن ربحية السهم 10 دنانير وهو أمر مؤكد، وربحية السهم الآخر 15 دينار ولكن بمخاطرة عالية، فأيهما أفضل يتوقف على درجة تجنب المستثمرين للمخاطرة. فإذا كان المساهمون يتجنبون المخاطرة، فالسهم الأول هو المفضل بالنسبة إليهم بالرغم من أن ربحية السهم الثاني المتوقعة أكبر.

3- تعظيم قيمة المنشأة Firm Value Maximization

الهدف المعاصر للإدارة المالية والأكثر أهمية من الأهداف الأخرى هو تعظيم قيمة المنشأة (زيادة أسعار الأسهم) في السوق المالية. إذ يتبين مما سبق بأن العاملين التوقيت والمخاطرة تجعل الاعتماد على ربحية السهم لوحدها كمقياس لتحقيق المنفعة القصوى للمساهمين لا يفي بالغرض. لذا يجب على المدراء الماليين أن يركزوا على قيمة (أسعار) أسهم الشركة في السوق المالية كمقياس للمنفعة والثروة القصوى للمساهمين. والسبب في ذلك هو أن هذه الأسعار تعكس نتائج تقويم السوق للعوائد (الربحية) المتوقعة للشركة خلال الزمن وللمخاطرة المصاحبة لهذه العوائد المتوقعة ولعوامل أخرى كثيرة. ويسعى المدراء الماليين الذين يهتمون بالمنفعة القصوى للمساهمين إلى تحقيق الحد الأقصى لقيمة الأسهم العادية للشركة. وكلما ازدادت نسبة أدايتهم في هذا الصدد كلما ارتفعت أسعار أسهم شركاتهم في السوق المالية. فأسعار الأسهم هي المقياس الذي من خلاله يقدر المساهمون مدى إنجازات وكفاءة إدارة الشركة.

1-5-2 أهداف المدراء مقابل أهداف المساهمين

يرى عدد من المتخصصين في حقل الإدارة المالية بأن المدراء يضعون أهدافهم ومصالحهم الخاصة قبل أهداف ومصلحة المساهمين الذين هم ملاك الشركة. وحجتهم في ذلك بأن المدراء يعرفون عن الشركة أكثر من المساهمين وبأنهم يتحكمون بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وبالتالي سيطرون على هذا المجلس الذي يفترض فيه ولو نظرياً أنه يمثل المساهمين، وترى وجهة النظر هذه أيضاً بأن المدراء يهتمون بتوسيع وتضخيم الشركة لأن رواتبهم والتعويضات الأخرى لهم مرتبطة بحجم وكبر الشركة.

أما وجهة النظر الأخرى بهذا الخصوص التي تتبنى مبدأ المصلحة القصوى للمساهمين ترى بأن المدراء يعملون لصالح مساهمي شركتهم، وأن المكافآت التشجيعية التي تدفعها الشركة لهم تعتمد على الأرباح التي يحققونها للشركة وأن حقوقهم الامتيازية لشراء أسهم الشركة مرتبطة بمدى ارتفاع قيمة الأسهم العادية في السوق المالية. كما أن السلطة النهائية لعزل وتغيير المدراء هي بيد المساهمين، وبمجرد التهديد باستخدام هذه السلطة يكفي لإبقاء المدراء مخلصين لمصالح ملاك الشركة. وهذا يدعى بمفهوم الإدارة المالية نظرية

الوكالة Agency Theory.

1
التقويم المستعملة من قبل الأسواق. فإذا تبنت الشركة قاعدة مختلفة عن مبدأ تحقيق القيمة القصوى للشركة فإن قيمة سنداتها وقيمة أسهمها ستكون أقل نسبياً.

إن قيمة السندات ستكون أقل للاعتقاد بأنها ستتنخفض في المستقبل نتيجة لتغيرات مشاريع استثمار الشركة. وقيمة الأسهم العادية ستكون أقل لأن قيمة الشركة إجمالاً ستكون أقل لاعتقاد السوق بأن الشركة يمكن أن تقوم بتغيرات في استراتيجيات الاستثمار في المستقبل. ووفقاً لذلك فإن حاملي السندات Bond holders سيطلبون عوائد أكبر كتعويض لمخاطر احتمال التغير في خطط الاستثمار للشركة. وعندئذ تستطيع الأطراف الخارجية التي تصمم على اتباع هدف تحقيق القيمة القصوى للشركة شراء الأسهم العادية ورفع قيمة الشركة إجمالاً وقيمة أسهمها العادية.

إذا كان الهدف هو تحقيق أقصى قيمة إجمالية للشركة، فإن قيمة أسهمها وسنداتها تزيد إلى الحد الأقصى أيضاً. وعندما يحدد الهدف كتحقيق الحد الأقصى لقيمة الشركة يفترض بأن الإدارة تتصرف كوكيل مسؤول (وموثوق به) للمساهمين وأصحاب السندات معاً.

1-5-4 تحقيق أقصى ثروة للمساهمين مقابل أهداف أخرى

Maximizing Stockholder Wealth Vs other Goals

1- الحد الأقصى مقابل الإرضاء Maximizing Versus Satisficing

الحد الأقصى Maximizing يعني الحصول على أقصى نتيجة ممكنة، بينما الإرضاء Satisficing يعني الحصول على نتيجة معقولة ومرضية (أي تحقيق نتيجة أقل من حدها الأقصى).

وهناك وجهة نظر لبعض أساتذة الإدارة المالية يعتقدون بأن الهدف الرئيس للشركة ينبغي أن يكون مجرد إرضاء المساهمين، وليس تحقيق أقصى ثروة لهم. وترى وجهة نظرهم بأنه يمكن لإدارة شركة كبيرة ومستقرة أن تعمل على تحقيق عوائد مرضية ومعقولة للمساهمين، ومن ثم تخصيص قسماً من جهود وموارد الشركة للخدمات العامة أو لمصلحة موظفي الشركة أو زيادة رواتب المدراء.

وكذلك يمكن لإدارة شركة مستقرة أن تتجنب المغامرات الاستثمارية المحاطة بالمخاطر Risky Ventures ولو كانت الأرباح المتوقعة (المحتملة) عالية إلى حد أنها تبرر تبني هذه

المغامرات. والأسباب في رأيهم هي أن المساهمين بشكل عام يوظفون أموالهم في شركات متنوعة ومختلفة. فإذا خاطرت إحدى هذه الشركات وفشلت سيخسر المساهمون جزءاً صغيراً من ثروتهم فقط (وهو الجزء المستثمر في تلك الشركة فقط). أما المدراء فليس لديهم مثل هذا التنوع. وبما أن تأثير خسارة الشركة سيكون خطيراً عليهم، فإنهم يعملون على تحقيق عوائد معقولة للمساهمين بدلاً من السعي لتحقيق أقصى الأسعار لأسهم شركاتهم.

أنه لمستحيل أن تتحقق بوضوح وتأكيد صحة ما جاءت به هذه النظرية. إذ تبين من الواقع أن أكثر الشركات تربط ما بين تعويضات المدراء وإنجازات الشركة. كما أن نتائج البحوث العملية تقترح بأن هذه الظاهرة تحت إمكانيات الإدارة على أن تنسق عملها مع مبدأ تحقيق أقصى أسعار لأسهم الشركة. وبالإضافة إلى ذلك فإن ضغوط التنافس في الأسواق الحرة بين الشركات تجبر المدراء على أن يشرعوا في نشاطات متنافسة (الحد المعقول) مع مبدأ (أقصى أسعار للأسهم). لذلك، ومع أنه يمكن أن تكون للمدراء أهدافاً أخرى بالإضافة إلى هدف تحقيق أقصى أسعار لأسهم الشركة، فهناك مبررات للاعتقاد بأن الهدف الأخير أي تحقيق أقصى أسعار لأسهم الشركة هو المسيطر.

2- المسؤولية الاجتماعية Social Responsibility

تتمثل وجهة النظر الأخرى التي تسحق أن تؤخذ بالاعتبار في المسؤولية الاجتماعية للشركات، وفيما إذا كانت تركز كل همها نحو منفعة المساهمين، أم أنها مسؤولة أيضاً (إلى حد ما) عن رفاة ورفاهية ومنفعة المجتمع. فلا شك بأن الشركات يجب أن تأخذ بعين الاعتبار تأثير سياساتها وأنشطتها على المجتمع ككل، فلا تستطيع الشركات وخاصة الكبيرة منها أن تتجاهل واجباتها ودورها في المجتمع. وبالإضافة إلى ذلك فإن الشركات التي تقوم بمساهمات كبيرة من أجل المنفعة الاجتماعية، تكتسب سمعة جيدة في المجتمع، وبالتالي تستطيع تحقيق أقصى ثروة لمساهميها في الأجل الطويل. والأهم من ذلك أن بقاء واستمرار النظام الاقتصادي يتطلب بعض المسؤولية الاجتماعية من الشركات.

لكن هناك بعض المشاكل فيما يتعلق بالمسؤولية الاجتماعية للشركات، من حيث ما هيبة الأفضل للمجتمع، ومن أية مصدر تستمد الشركة حقها في توزيع الموارد المالية بالاستناد إلى مفهومها الخاص بالمنفعة الاجتماعية، هذا فضلاً إذا ما قامت الشركة بمسؤوليتها

7-1 تأثير التضخم في قرارات الإدارة المالية

The Impact of Inflation on Financial Management Decisions

لقد وصل التضخم إلى ذروته في السبعينات وأوائل الثمانينات من القرن العشرين في معظم دول العالم. ولا تزال بعض الدول تواجه تضخماً مالياً عالياً حتى الآن. ويؤثر التضخم المالي تأثيراً كبيراً على الشركات وخاصة على عملياتها المالية، وبالتالي يحدث تغيرات في كثير من السياسات والممارسات المالية الراسخة. وتتمثل بعض هذه التغيرات بما يلي:

1- معدلات الفائدة Interest Rates

تعتبر السندات التي تصدرها وتبيعها الحكومة خالية من المخاطرة (لأنه ليس هناك احتمال لتخلف الحكومة عن دفع ديونها). وأن معدل الفائدة التي تدفعها الحكومة لحاملي سنداتها يسمى معدل الفائدة الخالي من المخاطرة (أو معدل الفائدة المؤكد). ويتألف هذا المعدل من معدل فائدة حقيقية زائد علاوة التضخم. وتعكس علاوة التضخم معدل التضخم المتوقع في الأجل الطويل. فالارتفاع في معدل التضخم يؤدي مباشرة إلى ارتفاع معدل الفائدة المؤكدة. ومعدل الفائدة الذي تدفعه الشركات على سنداتها يساوي معدل الفائدة المؤكد مضافاً إليه علاوة المخاطرة (التي تعكس مخاطرة عجز الشركة عن دفع ديونها). فالارتفاع في معدل الفائدة الخالي من المخاطرة الناتج عن التضخم يؤدي بدوره إلى ارتفاع معدل الفائدة على ديون الشركات.

2- صعوبات في التخطيط Planning Difficulties

تستند منشآت الأعمال في عملياتها على الخطط والمشاريع الطويلة الأجل. فالشركة لا تنفذ مشروعاً إلا بعد القيام بتحليل دقيق للتكاليف والدخل والعوائد المحتملة فيه خلال عمره الانتاجي. أن القيام بهذه التقديرات ليس سهلاً في حد ذاته، وفي فترات التضخم فإن التكاليف تتغير بشكل شديد ومؤثر، وهذا يضاعف من صعوبة الحصول على تنبؤات دقيقة، وهناك جهود مكثفة لتحسين اساليب التنبؤ. أن المخططين الماليين أدركوا ضرورة ادخال مرونة أكثر على هذه الاساليب لكي تساعد على تقليل عدم التأكد. أن ارتفاع عدم التأكد في الصناعات المختلفة يؤدي إلى الزيادة في علاوات المخاطر Risk Premiums ، للشركات ضمن هذه الصناعات، وهذا بدوره يضاعف الزيادة في تكاليفها الرأسمالية.

3- الطلب على رأس المال Demand For Capital

يسبب التضخم ارتفاعاً في رأس المال الضروري للعمليات التشغيلية لمنشآت الأعمال، فإذا بيع المخزون يجب استعاضته بسلع أغلى ثمناً. وكذلك فإن تكاليف توسيع

المنشآت أو استبدالها ترتفع، ومطالبة العمال بزيادة الاجور، كل هذه الاشياء تضع ضغطاً على المدراء الماليين للحصول على رأس مال إضافي. وفي الوقت نفسه فإن البنك المركزي للدولة يحاول تخفيض نسبة التضخم عن طريق تقييد عرض المال الممكن اقراضه Supply of Lonable Funds بدوره يزيد معدل الفوائد. فالانخفاض في العرض والارتفاع في الطلب على المال الممكن اقراضه يؤدي إلى ارتفاع كبير في معدل الفوائد في السوق المالية.

4- تدهور أسعار السندات Bonds Prices Decline

كلما ارتفعت نسبة الفوائد في السوق المالية، فإن أسعار السندات طويلة الأجل تأخذ بالانخفاض، ولذلك فمن أجل أن يتجنب الدائنون خسارة أموالهم أخذوا بالآتي:-

- 1- استثمار أموالهم في السندات التي يتغير معدل فوائدها مع تغير المعدل الوسطي العام للفوائد في السوق المالية، أي ما يسمى بأسعار الفائدة المرنة.
- 2- استثمارهم نسباً أعلى من أموالهم في السندات قصيرة الأجل.

5- التخطيط الاستثماري Investment Planning

أن الفوائد العالية والنقص في رأس المال المطلوب جعلاً الشركات حذرة في تخطيطها للنفقات الرأسمالية.

6- المشاكل المحاسبية Accounting Problems

يؤدي التضخم بنسب عالية إلى تضليل صورة الأرباح المحاسبية المعلنة في التقارير Reported Profits. كما أن بيع المخزون ذو التكاليف المنخفضة يحقق أرباحاً أعلى، ولكن التدفق النقدي ينخفض عندما تشتري الشركات مخزوناً جديداً بأسعار أعلى. وكذلك فإن نفقات أندثار الموجودات Depreciation Charges المقتطعة من الدخل غير ملائمة لأنها لا تعكس التكاليف العالية الجديدة اللازمة لشراء الموجودات البديلة.

وإذا لم تكن الشركات واعية بأرباحها المضللة التي تعكس تقييم المخزون الخاطيء ونفقات الأندثار غير الملائمة، وقامت بتصميم ايراد الاسهم ونفقات رأس المال على اساس هذه الارقام المشوهة، فإنها يمكن أن تواجه مشاكل مالية حقيقية.

وهكذا فإن التضخم (وخاصة إذا كانت معدلاته عالية ومتقلبة) يؤثر على السياسات المالية للشركات وينبغي تعديلها وتغييرها تبعاً لذلك.