

1. مقدمة

من الضروري أن تقوم الشركة بتقييم وتحليل مختلف البدائل الإستثمارية المتاحة أمامها بهدف إختيار جدواها واختيار البديل الأفضل للإستثمار فيه والذي يحقق أعلى عائد متوقع ويساهم في زيادة القيمة السوقية للشركة. وتعتبر عملية تقييم المشاريع الإستثمارية وتحليل جدواها، أو ما يعرف بموازنة رأس المال من وجهة نظر الفكر المالي، أحد أهم القرارات التي تتخذها الإدارة المالية في الشركة لما لها من انعكاسات كبيرة ومباشرة على الشركة ومؤشراتها المالية بشكل عام.

وفي ضوء ذلك يأتي هذا الفصل بهدف التعريف بقرار الإستثمار والمفاهيم المرتبطة به، وعملية إتحاد القرارات المالية ومراحل العملية الإستثمارية. كذلك يناقش هذا الفصل جميع الأساليب المستخدمة في موازنات رأس المال مع توضيح كيفية إحتسابها وتقييمها والحكم عليها، بالإضافة إلى مناقشة كيفية إعداد موازنة رأس المال في ظل حالة عدم التأكد.

2. قرارات الإستثمار

تعتبر قرارات الإستثمار أحد أهم القرارات التي تتخذها الشركة وذلك نظراً لإنعكاساتها المباشرة على القيمة السوقية للأسهم وبالتالي قيمة الشركة ككل. كما أن قرار الإستثمار يعتبر المحدد الأساسي لطبيعة العمل الذي تمارسه الشركة حيث يتم من خلاله تحديد المشاريع والأصول التي تمتلكها الشركة.

وعلى الرغم من تعدد التعاريف التي اقترحتها الباحثين لمفهوم الإستثمار، إلا أنها تتفق جميعها من حيث الجوهر على أن الإستثمار يتضمن على إيجاد قيمة مضافة على الأموال الحالية لخلق قيمة مستقبلية أكبر للأموال. حيث عرّف البعض الإستثمار على أنه الإمتناع عن الإستهلاك الحالي من أجل الحصول على إستهلاك أكبر في المستقبل، كما عرفه بعض الباحثين على أنه الإمتناع عن استخدام أموال في الوقت الحالي وتأجيل ذلك لفترة زمنية معينة من أجل الحصول على تدفقات نقدية أكبر في المستقبل تكون كافية لتعويض المستثمر عن الوقت والتكلفة والمخاطرة التي تحملها بالإضافة لإعطائه عائد مرضي على أمواله المستثمرة.

ويمكن تقسيم الإستثمار حسب نوع الأصول التي تستهدفها العملية الإستثمارية إلى نوعين أساسيين هما الإستثمار الإقتصادي والإستثمار المالي. حيث يشير مفهوم الإستثمار الإقتصادي إلى ذلك الإستثمار الذي يستهدف خلق طاقة إنتاجية جديدة أو زيادة الطاقة الإنتاجية الموجودة في المجتمع، ويكون موجهاً للإستثمار في الأصول الحقيقية مثل المصانع والمكائن والمعدات وغيرها، وهذا ما دفع البعض لتسمية هذا النوع بالإستثمار الحقيقي.

أما الإستثمار المالي فإنه يشير إلى عملية الإستثمار في شراء وبيع الأدوات المالية ممثلة بالأوراق المالية مثل الأسهم العادية والممتازة والسندات وغيرها بهدف تحقيق عوائد. ويعتبر هذا النوع من الإستثمار غير حقيقي لأنه لا يؤدي إلى زيادة الطاقة الإنتاجية للمجتمع، حيث يتضمن الإستثمار المالي على تحويل ملكية طاقة قائمة من طرف

إلى آخر دون أن يتسبب ذلك في زيادة الإنتاجية. بناءً على ما سبق، يمكن القول أن عملية الإستثمار التي سيتم التركيز عليها في هذا الفصل هي الإستثمار بالمعنى الإقتصادي (الحقيقي)، ولا يندرج تحته الإستثمار المالي والذي يعتبر إستثماراً غير حقيقي.

3. مفاهيم أساسية (General Concepts)

في هذا الجزء سنقوم باستعراض المفاهيم الأساسية ذات العلاقة بموازنة رأس المال:

- ◀ موازنة رأس المال (Capital Budgeting): يمكن تعريف موازنة رأس المال على أنها عملية تخطيط وتقييم وتحليل جدوى الإستثمارات التي تواجهها الشركة من خلال تحليل العوائد والمخاطر التي تتضمن عليها وصولاً لإتخاذ القرار المناسب.
- ◀ المشروع (The Project): يمكننا تعريف المشروع على أنه إستثمار حقيقي يهدف إلى زيادة الطاقة الإنتاجية الحالية أو خلق طاقة إنتاجية جديدة في المجتمع، و يمكن أن تكون الزيادة في الطاقة الإنتاجية إما على شكل زيادة في إنتاج السلع أو الخدمات.
- ◀ تقييم المشروع (Project Valuation): يعبر هذا المفهوم عن العمليات الخاصة بدراسة وتقييم وتحليل المشروع لمعرفة جدوى الإستثمار فيه بهدف إتخاذ قرار بشأن تنفيذ أو عدم تنفيذ المشروع. وتقوم الشركات بتقييم المشاريع الإستثمارية التي تواجهها لإتخاذ قرارها الإستثماري، كما قد تقوم عدة أطراف جهات بعملية التقييم مثل المستثمرين أو الجهات الممولة (مثل البنوك).

مثال (1)

قام أحد المستثمرين بإعداد دراسة جدوى لمشروع ما وقدمها إلى أحد البنوك ليقوم بتمويل المشروع، وقد أظهرت دراسة الجدوى بأن معدل العائد المتوقع على هذا المشروع 20%، إلا أن دراسات المقيمين والخبراء في البنك أظهرت بأن معدل العائد المتوقع على هذا المشروع لن يتجاوز 10% في أحسن الظروف. بناءً على هذا يقوم البنك بإتخاذ قراره برفض تمويل المشروع نظراً لإنخفاض الجدوى المتوقعة منه.

- ◀ التكلفة المبدئية للإستثمار (Initial Investment): هي عبارة عن تكلفة الدخول في إستثمار معين أو تكلفة شراء ذلك الإستثمار. حيث أن أي إستثمار يتطلب في العادة دفع تكاليف معينة قبل البدء به مثل دفع قيمة المصنع أو شراء خط إنتاجي أو تكلفة تأسيس مشروع أو شراء الآلات والمعدات وغيرها.

4. عملية إتخاذ القرارات المالية (The Financial Decisions Process)

تقوم نظرية القرارات المالية على أساس قاعدة التقييم المنبثقة عن النظام الرأسمالي وفكرة إقتصاد الأسواق الحرة. حيث يتم إخضاع الحدث المراد إتخاذ القرار بشأنه للدراسة والتقييم باستخدام طرق التقييم المختلفة وصولاً لإتخاذ القرار المناسب بناءً على نتائج التقييم.

مثال (2)

لو افترضنا أننا بصدد تقييم ثلاثة مشاريع لها نفس المخاطرة ولكن عوائدها متباينة، حيث كان العائد للمشروع الأول 7% ولالثاني 13% ولالثالث 9%، فإن قرارنا المبني على قاعدة التقييم سيكون بالإستثمار بالمشروع الثاني لأنه يحقق أعلى عائد تحت نفس المستوى من المخاطرة. ويشير هذا المثال إلى جوهر وطبيعة القرارات المالية المنبثقة عن قاعدة التقييم.

وتتضمن عملية إتخاذ القرار على الإجابة عن السؤال "كيف نصنع القرار؟"، والإجابة على هذا السؤال تكمن في توفر الشروط اللازمة لصنع القرار وهي:

- وجود أهداف (The Existence Of Objectives): إن وجود الهدف هو السبب الأساسي لإتخاذ القرار، حيث تكون عملية إتخاذ القرار عملية هدر للوقت والجهد إذا لم تؤدي إلى إتخاذ قرار يحقق هدف معين، ومنتخذ القرار العقلاني لا يقوم بعملية دراسة وإتخاذ القرار ما لم تكن النتائج المتوقعة من إختيار أحد البدائل متماشية مع هدف محدد، لأن عدم وجود هدف واضح أمام منتخذ القرار، سيجعل عملية إتخاذ القرار عملية عشوائية تهدر الوقت والجهد دون أن يكون لها أي مردود.
- توفر البدائل (The Existence Of Alternatives): يعتبر هذا الشرط مهم لأنه بدون توفر بدائل أمام منتخذ القرار لا يوجد هناك حاجة لإتخاذ قرار، والبدائل هنا قد تكون عدة خيارات يختار من بينها صانع القرار.
- تقييم البدائل بناءً على الهدف من إتخاذ القرار (Valuation Based on the Decision Objective): بعد أن يتوافر الشرطان السابقان، لا بد من القيام بإعطاء قيم للبدائل المتوفرة، ومن المهم هنا أن يكون الأساس الذي يتم بناءً عليه إعطاء قيم للبدائل متفقاً مع الأهداف المرجوة من إتخاذ القرار، بمعنى أنه يجب استخدام أسلوب للتقييم بشكل يعبر عن الهدف.

مثال (3)

إذا كنا نريد تقييم عدة وسائل نقل بهدف إختيار وسيلة النقل الأسرع التي تصل بين المكان "أ" والمكان "ب"، فمن المهم هنا إختيار طريقة لتقييم البدائل تتناسب مع المعيار المستهدف وهو السرعة. فلو قارنا البدائل المختلفة المقيّمة بالسرعة لأمكننا إتخاذ قرار وإختيار البديل الأسرع، أما لو كان أحد البدائل مقيماً بالسرعة وآخر بالحجم وآخر بالسعر لما أمكننا إتخاذ قرار وذلك لعدم تناسب معيار التقييم مع الأهداف المرجوة وهي إختيار البديل الأسرع. كذلك لو كانت هذه البدائل جميعها مقيّمة بالسعر لما أمكننا أيضاً إتخاذ قرار - مع أنه بإمكاننا المقارنة بينها بناءً

على السعر - لأن الهدف هو إختيار البديل الأسرع، والتضارب بين الأهداف المرغوبة وأسلوب التقييم يحول دون إتخاذ قرار.

5. مراحل العملية الإستثمارية (Investment Process Stages)

تنطوي العملية الإستثمارية فعلياً على المراحل التالية:

1. تحديد الأهداف (Specifying Objectives): يجب على المستثمر تحديد الأهداف التي يسعى إليها من إستثماره، وعلى رأس هذه الأهداف تحديد معدل العائد المطلوب، وحجم المخاطرة التي يسعى المستثمر لتحملها، فمثلاً يجب أن نحدد حساسية المستثمر للمخاطرة لمعرفة ما إذا كان مستعداً لتحمل المخاطرة (Risk Tolerance) أو كان كاره لتحمل المخاطرة (Risk Aversion). وفي ضوء تحديد المخاطرة يتم تقدير حجم العائد المتوقع.
2. تحديد قيود الإستثمار (Specifying Constrains): ونعني هنا بالقيود الأمور التي تؤثر على إختيار نوع الإستثمار، فمثلاً قد تغير الشركة قرارها الإستثماري من المشروع "أ" إلى المشروع "ب" وذلك لأن معدل الضريبة أقل على المشروع "ب". ويمكننا عموماً تقسيم المحددات إلى خمسة أنواع:
 - السيولة (Liquidity): حيث يجب على الشركة تحديد نسبة السيولة التي ترغب بها وبناءً على هذه النسبة يتم إختيار نوع الإستثمار.
 - الأفق الإستثماري (Investment Horizon): ويُقصد به تاريخ التسييل المتوقع للإستثمار، فإذا كانت فترة الإستثمار المرغوبة قصيرة يتم إختيار الإستثمارات قصيرة الأجل.
 - الأنظمة والقوانين (Regulations): قد تشكل الأنظمة والقوانين السائدة في بلد ما قيود على نوع الإستثمار المرغوب، فمثلاً قد يحظر قانون الدولة الإستثمارات التي تضر بالبيئة أو قد يفرض عليها غرامات مرتفعة.
 - الإعبارات الضريبية (Tax Considerations): قد تتفاوت نسبة الضريبة من إستثمار لآخر تبعاً للقطاع الإقتصادي، فمثلاً قد تكون الإستثمارات الزراعية معفاة من الضريبة أو تكون الضريبة عليها منخفضة، بينما الإستثمارات في قطاع الخدمات وبخاصة الخدمات المالية عادةً ما تكون ضريبيتها مرتفعة.
 - الحاجات الخاصة (Unique Needs): وهي التي ترتبط بالشركة نفسها مثل حجم الشركة وطبيعة الصناعة التي تعمل بها وإستراتيجية الشركة الإستثمارية وغيرها.
3. تشكيل السياسة الإستثمارية (Formulating Policy): حيث يتم هنا وضع السياسة الإستثمارية المرغوبة مثل سياسة التوسع للشركة، أو سياسة التنوع ضمن نفس الصناعة، أو سياسة التنوع لشمول صناعات جديدة مختلفة.
4. القيام بإعداد موزانات رأس المال (Capital Budgeting): حيث يتم هنا تحليل وتقييم جدوى المشاريع الإستثمارية والمفاضلة بينها وصولاً لإختيار البديل الأفضل.

5. تحديد حجم التمويل المطلوب وكيفية الحصول عليه (Financing): حيث يتم هنا تقدير كمية الأموال المرغوب إستثمارها وكيفية الحصول على التمويل من مصادره المختلفة.
6. مراقبة وتعديل الإستثمار (Monitoring and Updating The Investment): هنا يتم تقييم نتائج الإستثمار الفعلية ومقارنتها مع النتائج المتوقعة من الإستثمار لمعرفة ما إذا كان هناك فرق بين المحقق والمخطط له، و يجب تصحيح الإنحرافات في وجودها بشكل دوري ومستمر.

6. التدفقات النقدية (Cash Flows)

1-6 مفهوم التدفقات النقدية

يستند الفكر المحاسبي على أساس الإستحقاق بحيث يتم تسجيل العمليات والأحداث الإقتصادية المختلفة التي تحدث داخل الشركة وفقاً لإستحقاقاتها وبغض النظر عن إذا تم تحصيلها أم لا، بينما يقوم الفكر المالي بالإعتماد على الأساس النقدي والذي يهتم بالعمليات التي ينجم عنها تدفقات نقدية داخلية أو خارجية. فحسب أساس الإستحقاق لو باعت الشركة بضاعة بقيمة 100 ألف دينار على الحساب لقامت بالإعتراف بهذا الإيراد في القوائم المالية ولتم إحتساب الأرباح الناتجة عن هذه المبيعات (ولنفترض أنها 20 ألف دينار) وإضافتها لصافي أرباح الشركة في قائمة الدخل. لكن في الواقع فإن هذه المبيعات كانت على الحساب ولم يتم استلام أي مبالغ لقاء بيعها بعد، وبالتالي فإن الأرباح البالغة 20 ألف دينار لم تتحقق بعد وهذا يجعل رقم صافي الربح الذي تم تضخيمه بقيمة هذه الأرباح غير حقيقي ولا يعكس الواقع الفعلي للشركة.

مثال (4)

قامت شركة فورد موتورز الأمريكية بنشر قوائمها المالية والتي أظهرت من خلالها قائمة الدخل الخاصة بالشركة بأن صافي الخسائر المحاسبية بلغت 793 مليون دولار أمريكي عن الربع الرابع من العام 2003.

إن هذه الخسارة المعلنة تعتبر من أسوأ الأمور التي قد تحدث لأي شركة لأنها قد تحمل في ثناياها مدلولات سلبية قد تؤثر على استقرار الشركة وعلى ثقة المساهمين بها مما قد يدفع قيمة الشركة للتدهور السريع.

على أية حال، أظهرت قائمة التدفقات النقدية لنفس الفترة بأن صافي التدفق النقدي بلغ 1.6 مليار دولار أمريكي، الأمر الذي يعني بأن التدفقات النقدية الداخلة للشركة (المقبوضة) تجاوزت التدفقات النقدية الخارجة (المدفوعة) بحوالي 1.6 مليار دولار.

وهنا بين التحليل بأن الفرق الكبير بين خسائر الشركة المعلنة وبين صافي التدفق النقدي يعود إلى البنود غير النقدية التي تم إدراجها في قائمة الدخل والتي نتج عنها تلك الخسائر المحاسبية، والتي كانت تعود في معظمها إلى الإقتطاعات غير النقدية المرتبطة بإعادة هيكلة عمليات الشركة والإستهلاكات وغيرها.

بناءً على ما سبق، أصبح من الضروري عند تقييم الإستثمارات المختلفة تركيز الاهتمام على التدفقات النقدية الناجمة عن تلك الإستثمارات والتي تعكس ما تم قبضه أو دفعه فعلاً بدلاً من التركيز على الإيرادات والمصاريف المحاسبية والتي تتضمن في معظم الحالات على بنود غير نقدية.

ويمكن التمييز هنا بين نوعين أساسيين من التدفق النقدي هما التدفق النقدي الداخل والتدفق النقدي الخارج. حيث أن التدفق النقدي الداخل (Cash Inflow) هو عبارة عن المبالغ المالية التي إستلمتها الشركة نقداً في الشركة خلال فترة معينة. أما التدفق النقدي الخارج (Cash Outflow) فهو عبارة عن المبالغ المالية التي تم دفعها نقداً من قبل الشركة خلال فترة معينة.

إن موازنة رأس المال لا تعتمد فقط على حجم التدفقات النقدية المتوقعة من الإستثمار، بل أنها تأخذ بعين الإعتبار توقيت حدوث تلك التدفقات، وحجم المخاطرة التي ينطوي عليها الإستثمار. ويتم الربط بين هذه المفاهيم من خلال أساليب الموازنة الرأسمالية التي سنستعرضها في السياق التالي.

2-6 إحتساب التدفقات النقدية

نظراً لأهمية التدفقات النقدية ودورها الكبير في إتخاذ القرارات، فمن المهم معرفة كيفية إحتساب التدفقات النقدية بالإعتماد على قائمة الدخل والميزانية العمومية. ويمكن إحتساب التدفقات النقدية من خلال المعادلة التالية:

صافي التدفق النقدي = التدفق النقدي التشغيلي - الإنفاق الرأسمالي - التغير في صافي رأس المال العامل

(1) التدفق النقدي التشغيلي (Operating Cash Flow)

وهو عبارة عن التدفقات النقدية التي يتم تحصيلها من الأنشطة الإعتيادية للشركة، ويمكن إحتسابها من خلال المعادلة التالية:

التدفق النقدي التشغيلي = صافي الربح قبل الفوائد والضرائب + الإستهلاك - الضرائب

(2) صافي الإنفاق الرأسمالي (Net Capital Spending)

وهو عبارة عن المبالغ التي تم إنفاقها لشراء الأصول الثابتة مطروحاً منها المبالغ المحصلة نتيجة بيع الأصول الثابتة. ويمكن إحتساب صافي الإنفاق الرأسمالي من خلال المعادلة التالية:

صافي الإنفاق الرأسمالي = صافي الأصول الثابتة في نهاية الفترة - صافي الأصول الثابتة أول الفترة + الإستهلاك

(3) التغير في صافي رأس المال العامل (Change in Net Working Capital)

وهو عبارة عن الفرق بين صافي رأس المال العامل آخر الفترة ورصيد رأس المال العامل أول الفترة. ويمكن إحتساب التغير في صافي رأس المال العامل من خلال المعادلة التالية: