

اثر هيكل التمويل على

ربحية السهم العادي ومعدلاته نحو المدارات الاقتصادية

سمير منير عبد الملك الشمام

١- اهمية هيكل التمويل :

ان الاحاديث الاقتصادية التي يمر بها العالم اليوم من افلاس واندماج ، والمشاكل التي تواجه الوحدات الاقتصادية والتي من اهمها عامل التضخم وتذبذب سعر الفائدة وندرة الاموال التي يمكن الحصول عليها ، وارتفاع اسعار الفائدة على هذه الاموال ادت الى الاهتمام الفعال والواسع في دراسة هيكل التمويل للوحدات الاقتصادية كنتيجة للتوجه في الحصول على القروض وارتفاع كلفتها وضرورة توفير المقدرة المالية على اليفاء بالالتزامات المترتبة على الديون وخدمتها مع الاهتمام بالعائد المطلوب واستمرارية الوحدة الاقتصادية ونموها .

ان كل هذه العوامل ادت الى الاهتمام بهيكل التمويل وتركيبه التي تتأثر بدوره حياة الوحدة الاقتصادية (تأسيس ، توسيع ، استقرار ، ركود) ومدى الحاجة الى الاموال في كل مرحلة من مراحل دورة الحياة للوحدة الاقتصادية وبالتالي الاهتمام في تحديد مصادر الاموال ومدى تأثير هذه المصادر على الوحدة الاقتصادية ونموها .

٢- اهمية البحث :

تاتي اهمية ابحث من ان النمو الاقتصادي وظهور فكرة العولمة ادى الى توسيع الوحدات الاقتصادية بشكل كبير مما ادى الى حاجتها للبحث عن مصادر التمويل المختلفة لتلبية احتياجات هذا التوسيع واستمرارها في المنافسة والنمو .

٣- مشكلة البحث :

تتمثل مشكلة البحث في تنوع مصادر التمويل امام الوحدات الاقتصادية وبالتالي تنوع كلفة هذه المصادر امام الوحدات الاقتصادية مما يتطلب منها المفاضلة بين هذه المصادر في ضوء الكلفة والمنفعة المتوقعة من اختيار احد هذه المصادر .

٤- هدف البحث :

يهدف البحث الى دراسة هيكل التمويل للوحدات الاقتصادية ومدى تأثير هذا الهيكل بالمصادر المختلفة للاموال وانعكاس هذا التأثير على بعض المؤشرات المالية التي تساعد الادارة في اتخاذ قراراتها التي يجب ان تتصف بالرشد والدقة المناسبة والفعالية لكي تتمكن من تحقيق اهدافها التي هي اهداف الوحدة الاقتصادية ، وبالتالي اهداف مالكيها الذين يهتمون بمعرفة العائد المتحقق على استثمارهم في تلك الوحدات الاقتصادية من خلال معرفة ربحية الاسهم التي يملكونها والتي تعبر عن مدى تحقق الاهداف التي يسعون اليها والتي يجب ان تتحقق من خلال استقرار الوحدة الاقتصادية ونموها .

٥- فرضية البحث :

لما كان هيكل التمويل يمثل مجموعة الاموال التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية من مصادر متنوعة والتي تمكنها من اداء اعمالها بشكل جيد وفعال ، فان هيكل التمويل يتاثر بمصادر هذه الاموال . لذا صيغت فرضية البحث على دراسة تحديد تأثير مصادر الاموال على ربحية السهم العادي ومن خلالها بيان تأثير هذه المصادر على نمو الوحدة الاقتصادية ، فجاءت الفرضية بالصيغة التالية :

- ان الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل يؤدي الى ارتفاع ربحية السهم العادي وارتفاع معدل النمو للوحدة الاقتصادية .

٦- تعريف هيكل التمويل :

يمكن تعريف هيكل التمويل بأنه " مجموعة مكونات الاموال التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية لتمويل اصولها (موجوداتها) ، أي انه يمثل مصادر الاموال المتاحة للوحدة الاقتصادية لتمويل اصولها) " (١) .

وهو يمثل الجانب اليسير من قائمة المركز المالي للوحدة الاقتصادية (٢) ، والذي يتضمن الفقرتين الرئيسيتين الآتيتين (٣) :

اولاً : المطلوبات او الخصوم ، وتشمل :

- ١- المطلوبات قصيرة الاجل
- ٢- المطلوبات طويلة الاجل

ثانياً : حقوق الملكية او الحقوق ، وتشمل :

- ١- رأس المال
- ٢- الارباح المتجزة .
- ٣- الاحتياطات

ويطلق على حقوق الملكية تعبير هيكل راس المال التي يضيف اليها البعض مصادر الاموال طويلة الاجل منطلقين من مفهوم ان القروض والسنادات طويلة الاجل مصدر مهم من مصادر التمويل لانها تشكل مصدر تمويل شبه دائم .

ان تركيبة هيكل التمويل تمثل بمدى مساهمة الفقرات المذكورة اعلاه في هذه التركيبة ، فكلما كانت نسبة الديون الى حقوق الملكية اقل من واحد فان هذه يعطي الاطمئنان للدائنين وذلك لانخفاض اعتماد الوحدة الاقتصادية على الديون في تمويل نشاطها ، وبالتالي انخفاض كلفة الديون أي انخفاض كلفة التمويل الخارجي وارتفاع كلفة التمويل الداخلي . كما ان ذلك يعطي الدائنين الثقة بقدرة الوحدة الاقتصادية على الوفاء بالتزاماتها ^(٤) .

٧- الهدف من دراسة هيكل التمويل :

يمكن تحديد الاهداف التي تتحقق عند دراسة هيكل التمويل بما يلي ^(٥) :

١- تحديد مصادر الاموال .

٢- تحديد مدى مساهمة كل من الاموال المملوكة والاموال المفترضة .

٣- تحديد منافذ استخدام الاموال التي لدى الوحدة الاقتصادية .

٤- هيكل التمويل الامثل :

تعمل الوحدات الاقتصادية على تحقيق هيكل التمويل الامثل الذي يحقق اكبر ربح او عائد للمالكين والذي يؤدي الى تعظيم القيمة السوقية للاسمم التي تصدرها الوحدة الاقتصادية الى اقصى حد ممكن . ان طريقة التمويل المختاره (ذاتي او ديون) يجب ان تؤدي الى تخفيض كلفة التمويل الى اقصى حد ممكن ، لأن طريقة التمويل تؤثر على ربحية الوحدة الاقتصادية وبالتالي على ربحية اسهامها ، لذا فانه من الاهمية ان يؤدي اختيار هيكل التمويل الى تحقيق التوازن بين الارباح والمخاطر المرتبطة بهيكل التمويل ذاته الا وهي المخاطرة التمويلية التي تتأثر بمدى مساهمة كل من الديون وحقوق الملكية في تكوين هيكل التمويل ، أي تأثيرها بالرفعه التمويلية للوحدة الاقتصادية التي هي العلاقة بين اجمالي الخصوم (المطلوبات) واجمالي الاصول (الموجودات) والتي تكون مرغوبة عندما يكون العائد المتحقق على الاصول اكبر من تكلفة الديون .

٥- مصادر التمويل :

من خلال تعريف هيكل التمويل يتضح ان امام الوحدة الاقتصادية مصادرين للحصول على الاموال الازمة لممارسة نشاطها ، وهذا المصادران هما :-

١- مصادر الاموال الداخلية .

٢- مصادر الاموال الخارجية .

اولاً : مصادر الاموال الداخلية :

هي الاموال التي تستطيع الوحدة الاقتصادية للحصول عليها من امكانياتها الذاتية ، وتمثل المصادر الداخلية امام الوحدة الاقتصادية بالفقرات الآتية :

١- راس المال :

يعتبر راس المال المصدر الرئيسي لتمويل الوحدة الاقتصادية عند بدأ نشاطها وخلال عمرها الاقتصادي ، وهو يمثل ماقدمه المالكين من اموال لتأسيس الوحدة الاقتصادية واستمرار نشاطها . ويعبر عن راس المال بمجموعة من الاسهم لها قيمة اسمية محددة على اصل السهم (كما ولها قيمة سوقية تحدد على اساس العرض والطلب في سوق المال " البورصة ") . والاسهم نوعان هما^(٦) :

أ - اسهم ممتازة : وهي اسهم لها قيمة اسمية محددة على اصل السهم واسبقية في الحصول على الارباح (وفقا لنسبة عائد من القيمة الاسمية للسهم الممتاز محددة على اصل السهم) عند الاعلان عن توزيع مقسم الارباح . ويوجد انواع مختلفة من الاسهم الممتازة منها الاسهم الممتازة من حيث الدخل والاسهم الممتازة القابلة للتحول ... الخ^(٧) . وتمثل الاسهم الممتازة متاجرة بالملكية لصالح حملة الاسهم العادية عند تحقيق ارباح اكبر من نسبة العائد المحدد لها .

ب - اسهم عادية : هي اسهم قيمة اسمية على اصل السهم تمثل حق المالكين في راس المال ، وبالتالي في الحصول على الارباح عند الاعلان عن توزيعها وبعد منح حملة الاسهم الممتازة حصتهم من الارباح . كما وان للاسهم العادية قيمة سوقية تحدد بناءا على العرض والطلب عليها في سوق الاوراق المالية والذي يعكس مدى قدرة الوحدة الاقتصادية في تحقيق الارباح وقدرتها على النمو والتوسيع وعلى تحقيق اهدافها . وتعد الاسهم العادية اكثر الاسهم المصدرة شيوعا واستخداما عند تأسيس الوحدات الاقتصادية . ان الاسهم التي تصدرها الوحدة الاقتصادية مقابل حصولها على راس المال تمثل مصدر التمويل الوحيدة المرتبطة بحياتها من البداية وحتى نهاية عمرها الاقتصادي ، وبغض النظر عن شخصية حامل السهم ، لذا فان هذا المصدر من التمويل يعد مصدر تمويل طويل الاجل . و تستطيع الوحدة الاقتصادية عند الحاجة الى اموال اضافية خلال حياتها الاقتصادية تمويل تلك الحاجة عن طريق زيادة راس المال باصدار اسهم لتمويل الزيادة ، على ان تحمل الاسهم المصدرة لتمويل هذه الزيادة نفس القيمة الاسمية للاسهم الاصلية مع امكانية اصدارها بعلاوة اصدار او خصم اصدار^(٨) .

٢- الارباح المتراكمة والاحتياطات :

هي ذلك الجزء من الارباح الذي حققته الوحدة الاقتصادية وتحتفظ به لديها لغرض اعادة استثماره داخل الوحدة لتحقيق نموها الاقتصادي ، لذا فان الارباح المتراكمة والاحتياطات تعد مصدراً داخلياً وذاتياً لتمويل توسيع ونمو الوحدة الاقتصادية .

٣- مصادر الاموال الخارجية :

وهي الاموال التي تحصل الوحدة الاقتصادية من مصادر مختلفة خارج الوحدة الاقتصادية والتي يمكن تحديدها بما يلي :

٤- مصادر التمويل قصيرة الاجل :

وتمثل المصادر التي يتم الحصول منها على الاموال لغرض تمويل الحاجات الموسمية او قصيرة الاجل والتي ترتبط باستخدام راس المال العامل الذي يمثل الفرق بين الاصول المتداولة (قصيرة الاجل) والخصوم قصيرة الاجل والذي تستخدم في تمويل العمليات التشغيلية للوحدة الاقتصادية .

اما اسباب استخدام التمويل قصير الاجل فيمكن تحديد بعضها بما ياتي (٩) :

١- امانية الحصول على القروض قصيرة الاجل اسهل من امكانية الحصول على القروض طويلة الاجل نظراً لقلة الاخطار والقدرة على توقع تلك الاخطار وبالتالي تجنبها .

٢- عدم توفر مصادر تمويل بديلة .

٣- امكانية الحصول على الاموال بدون فائدة .

ويمكن تقسيم مصادر التمويل قصيرة الاجل الى نوعين هما :

اولاً : الائتمان التجاري :

هو ذلك النوع من التمويل قصير الاجل تحصل عليه الوحدة الاقتصادية من خلال حصولها على المواد الاولية او المواد نصف المصنعة (تحت التشغيل) او تامة الصنع بالاجل او على الحساب وبدون فوائد لغرض تصنيعها او اعادة بيعها ضمن الدورة التشغيلية للوحدة الاقتصادية او ضمن مدة محاسبية واحدة . ويستبعد من الائتمان التجاري شراء الاصول الثابتة على الحساب لانه يمثل تمويل متوسط او طويل الاجل . ويعتبر الائتمان التجاري اكثر انواع التمويل قصير الاجل استخداماً في الوحدات الاقتصادية وخاصة تلك الوحدات الاقتصادية الصغيرة التي تجد صعوبة في التعامل مع المؤسسات المالية للحصول على الاموال .

ويتمتع الائتمان التجاري بالعديد من المزايا منها (١٠) :

- ١- **الكلفة** :- حيث ان ليس للائتمان التجاري اعباء اضافية تتحملها الوحدة الاقتصادية عند حصولها على الاموال من خلال حصولها على المشتريات الاجلة لان الموردين او المجهزين يحددون سعر البيع لمنتجاتهم الذي لا يتغير بتغير شروط الدفع .
- ٢- **المصدر الوحيد المتاح** :- ان العديد من الوحدات الاقتصادية تستطيع الحصول على الاموال من الائتمان التجاري عندما لا يتوفّر مصدر بديل للتمويل ، وعندما يعمل الموردين على تشجيع عمليات الشراء بالاجل من خلال منح الخصومات ومنح مدد مناسبة للتسديد .
- ٣- **السهولة** :- تعد الائتمان التجاري اسهل وسيلة للحصول على الاموال اذ يتم ذلك بمجرد الاتفاق بين الوحدات الاقتصادية او بين الوحدات الاقتصادية والموردين (حتى لو كان الاتفاق شفهياً) على السداد وشروطه ومواعيد التسديد .
- ٤- **المرونة** :- ان الائتمان التجاري مصدر من الحصول على الاموال خاصة للوحدات الاقتصادية ذات النشاط الموسمي ، اذ يمكن زيادة الحصول على الاموال في اوقات مناسبة لمواجهة طلبات موسمية تساهم في تسديد هذه الاموال وخدمتها (أي كلفة الحصول على الاموال) .

ويوجد ثلات انواع من الائتمان التجاري هي الحساب الجاري او الحساب المفتوح والكمبيالات والسدادات الازنية . حيث يعد النوع الاول اكثر الانواع شيوعا واستخداما في الحياة الاقتصادية وذلك لانه يقوم على الاتفاق الشفهي معزوا بفاتورة او قائمة توضح نوع البضائع واسعارها وشروط التسديد ومدته . اما اذا تم تعزيز عملية الحصول على تلك الوحدة ، فعند ذلك يتحقق النوع الثاني من الائتمان التجاري وهو الائتمان المعزز باكمبيالات . اما النوع الثالث فهو ان تقدم الوحدة الاقتصادية مستند يؤيد التزامها بالتسديد في موعد محدد لصالح المورد او من ينوب عنه ^(١) .

ثانياً : الائتمان المصرفي قصير الاجل :

يعد الائتمان المصرفي الذي تمنحه المصارف مصدرأً مهما لتمويل المشروعات الاقتصادية التي تحتاج الى الاموال خلال دورة حياتها الاقتصادية ، والتي تكون فيها الحاجة لاموال في مرحلتي التأسيس والتوزع مرتفعة ثم تبدأ بالانخفاض في مرحلتي الاستقرار والركود، اذ تلجأ الوحدات الاقتصادية الى المصارف للحصول على الاموال لتمويل نشاطها الانتاجي. ومن خلال تلك الحاجة لاموال يتم تحديد نوع التمويل المصرفي المطلوب . حيث يوجد

نوعان من الائتمان المصرفى هما : الائتمان المصرفى قصير الاجل ، والائتمان المصرفى متوسط او طويل الاجل ^(١٢) .

ويعرف الائتمان المصرفى قصير الاجل بأنه القروض التي تمنحها المصارف والتسهيلات المصرفية كالسحب على المكشوف ، والتي لا تتجاوز مدتها السنة الواحدة وتستخدم في تمويل النشاط الانتاجي وتكون بفائدة سنوية محددة بالاتفاق بين المصرف والوحدة الاقتصادية . وغالباً ما تحصل الوحدات الاقتصادية على القروض قصيرة الاجل لتمويل النقص الحاصل في السيولة او في تمويل المخزون ، وخاصة في الوحدات الاقتصادية الصغيرة او ذات النشاط الموسمي التي تعمل على سداد القروض وفوائدها في مواعيد الاستحقاق باستخدام التدفقات النقدية التي تتحققها من عملياتها الانتاجية او البيعية (ايرادات مبيعات النشاط الاعتيادي) .

والقروض المصرفية قصيرة الاجل نوعان هما :

أ- القروض المصرفية غير المضمونة : وهي القروض التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية دون منح ضمان محدد ، وذلك لأن هذه القروض تتصرف بالتصفيه الذاتية اذ يتم تحصيل قيمة القرض وفوائده من خلال التدفقات النقدية التي تتحقق من استخدام القرض في النشاط التشغيلي للوحدة الاقتصادية .

ب- القروض المصرفية المضمونة : وهي الروض التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية بضمان محدد يقدم الى المصرف لزيادة الثقة وضمان حق التصرف عند التاخر في تسديد القرض وفوائده والضمان المطلوب والذي يمكن تقديمها لمثل هذه القروض يتمثل بحسابات القبض (الذمم او المدينون واوراق القبض) او المخزون بانواعه (مواد اولية او نصف مصنعة او تامة التصنيع) او احد الموجودات الثابتة التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية (اراضي او مباني او مكائن والات او سيارات) وغالباً ما يتم تحديد قيمة القرض بنسبة من قيمة الموجودات المقدمة كضمان .

ويتمتع الائتمان المصرفى بمزايا وعيوب مقارنة بالائتمان التجارى . حيث يعد الائتمان المصرفى الاقل كلفة من الائتمان التجارى لأمكانية الحصول على الاموال النقدية التي تستخدم في تمويل المخزون ، وبالتالي امكانية الحصول على الخصم النقدي من عمليات الشراء والتمكن من تلبية شروط الموردين والمجهزين وتحطيم الحاجة الى النقد الا انه بالمقابل لا يمكن التوسع بالائتمان المصرفى كما هو الحال في الائتمان التجارى الذى يرتفع حجمه بارتفاع مشتريات الوحدة الاقتصادية ^(١٣) .

١- مصادر التمويل طويلة الاجل : هي المصادر الخارجية للحصول على الاموال والتي تمتد بطول مدة التمويل التي تكون اكبر من دورة تشغيلية او مدة محاسبية (اكثر من سنة مالية) وتستخدم في تمويل الموجودات الاستثمارية طويلة الاجل .
ويمكن تقسيم مصادر التمويل طويلة الاجل الى :

اولاً : الائتمان المصرفي طويل الاجل :

يمثل الائتمان المصرفي طويل الاجل مصدر مهم من مصادر التمويل في مرحلتي التأسيس والتوسع ، لأن هذا النوع من التمويل يستخدم في تمويل الحصول على الموجودات طويلة الاجل (الراسمالية) التي تحفظ بها الوحدة الاقتصادية لأغراض مزاولة النشاط وليس للمتاجرة بها (بيعها) .

ان الائتمان المصرفي طويل الاجل لا يختلف عن الائتمان المصرفي قصير الاجل الامن حيث مدة الائتمان التي تتجاوز في الائتمان المصرفي طويل الاجل المدة المحاسبية او اكثر من دورة تشغيلية أي ان عمر الائتمان الافتراضي اكبر من سنة واحدة ليصل في بعض الاحيان الى عشر سنوات او عشرين سنة كما ان نسبة الفائدة على الائتمان المصرفي طويل الاجل تكون اكبر من نسبة الفائدة على الائتمان المصرفي قصير الاجل .

والبعض يقسم الائتمان المصرفي طويل الاجل الى ائتمان متوسط الاجل وائتمان طويل الاجل على الرغم من ان مفهوم كلا النوعين من الائتمان هو واحد باختلاف المدة الزمنية حيث تكون المدة الزمنية للاول اكبر من سنة الى ٥ او ٧ سنوات في حين ان المدة الزمنية للنوع الثاني هو اكبر من ٧ سنوات .

ثانياً : السندات :

يعرف السند بأنه ورقة مالية لها قيمة اسمية ومعدل سنوي او نصف سنوي وتاريخ استحقاق مثبت على اصل الورقة وان هذه الورقة تمثل التزام الوحدة الاقتصادية المصدرة واعترافها بمديونية القيمة الاسمية للورقة والتزامها بتسديد الفوائد المتحققة على تلك المديونية بتواريخ محددة وع التزامها بسداد قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق ولما كان للسند قيمة اسمية فانه لابد ان تكون له قيمة سوقية تقل او تزيد عن القيمة الاسمية للسند ، وتستخدم للتداول في سوق الاوراق المالية^(١٤) .

أنواع السندات :

توجد نوعان من السندات هما :

١- السندات المضمونة :- وهي سندات تمنح من يمتلكها حفاظاً امتيازاً معيناً يتمتع به مالك السند على ذلك اولوية السداد قبل الديون الأخرى أو حق الرهينة على الموجودات التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية بالإضافة إلى حق الحصول على قيمة السند وعوائده .

٢- السندات غير المضمونة :- وهي سندات لا تتمتع بآية حقوق أو امتيازات سوى حق الحصول على قيمة السند بتاريخ الاستحقاق .

والسندات يمكن ان تصدر بالقيمة الاسمية فقط او بالقيمة الاسمية مع خصم او علاوة الاصدار ، أي اصدارها باقل من القيمة الاسمية او كثراً من ذلك ، حيث ان الجهة المصدرة للسند تستطيع تحديد القيمة الاسمية للسند والفوائد المترتبة على تلك القيمة الاسمية قبل اصدارها ، الا انه لا تستطيع تحديد القيمة السوقية للسند ، اذ ان القيمة السوقية للسند تحددها عوامل عديدة منها العرض والطلب ، ونها اسعار الفائدة السائدة في سوق المال (البورصة) .

العوامل المؤثرة في اصدار السندات :

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرار التمويل باصدار السندات فمن هذه العوامل من يدعوا الوحدة الاقتصادية الى اصدار السندات كمصدر للتمويل ومنها من يقيد الوحدة الاقتصادية عن استخدام السندات كمصدر للتمويل وبناءاً على ذلك تقسم العوامل المؤثرة في اصدار السندات الى نوعين هما^(١٥) :

١- عوامل مقيدة لأصدار السندات :- ويمكن تلخيص هذه العوامل بما يلي :

أ- ثبات الایرادات : ان ثبات ايرادات الوحدة الاقتصادية المصدرة للسندات يعد عامل مهم في تحديد قدرات الوحدة الاقتصادية على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات . لأن عدم ثبات الایرادات يجعل الوحدة الاقتصادية في وضع قد تعجز به عن سداد تلك الالتزامات مما قد يعرضها الى اشهار افلاسها .

ب- تكلفة الاقتراض : ان الاسراف في اصدار السندات قد يؤدي الى نقص الضمانات المقدمة مما يؤدي الى ارتفاع سعر الفائدة المدفوع وهذا مما قد يؤدي الى عدم قدرة الوحدة الاقتصادية على قبوله .

ت- القيد القانوني : ويعني خضوع الوحدة الاقتصادية لقوانين تحد من قدرتها على اصدار السندات .

ث- قيود ملزمة اتجاه المقرضين : وهي القيود الملزمة للوحدة الاقتصادية اتجاه الاخرين أي وجود التزامات على الوحدة اتجاه اطراف اخرى مقرضة تحد من قدرتها على اصدار السندات .

٢- العوامل المشجعة على اصدار السندات : ومن هذه العوامل نذكر ما ياتى :

أ- المتاجرة بالملكية : اذ ان عملية التمويل باصدار السندات يمكن ان تؤدي الى المتاجرة باموال الغير عندما تستطيع الوحدة الاقتصادية تحقيق عائد اكبر من سعر الفائدة المدفوعة على السند .

ب- الميزة الضريبية : حيث ان سعر الفائدة المدفوع على السند يعد من المصارييف التي يجوز خصمها من الابادات الخاضعة للضريبة (مصاريف ايرادية) عند احتساب الضريبة على دخل الوحدة الاقتصادية .

ج- التكلفة : عادة ما تكون تكلفة اصدار السندات اقل من تكلفة اصدار الاسهم ، لأن هذه التكلفة تتمثل بالفائدة المحددة مسبقا على السند وهي اقل مما يرغب المستثمرون في الحصول عليه كعائد .

١- قرار التمويل وربحية السهم العادي :

بعد ان استعرضنا اهم مصادر التمويل المتاحة امام الوحدة الاقتصادية خلال دورة حياتها الانتاجية . فان على الوحدة الاقتصادية اتخاذ القرار المناسب والرشيد في تحديد مصادر التمويل المناسبة لاستمرارية عملها وتحسين ادائها وتحقيق العائد الذي يرغب به المستثمرين .

وحيث ان قرارات التشغيل (التي ترتبط بها المخاطرة التشغيلية) تسبق قرارات التمويل ، فان تنفيذ قرار التشغيل المناسب يتطلب من الوحدة الاقتصادية دراسة مصادر التمويل التي تحقق اكبر قدر من الربحية للسهم العادي الذي يتاثر بدرجة المخاطرة التمويلية التي ترغب بها الوحدة الاقتصادية . وبناءا على ذلك ، فان اختيار مصدر التمويل المناسب يجب ان يدرس على اساس تاثير ذلك القرار على ربحية السهم العادي عندما لا يتاثر العائد المتوقع من قرار التشغيل بنوع التمويل المطلوب ، وكذلك تاثير القرار على معدل نمو الوحدة الاقتصادية .

ولتوسيح ذلك (في ظل عدم توفر البيانات الفعلية لهذه الدراسة) نفترض ان المعلومات الاتية تخص احدى الوحدات الاقتصادية :-

١- تكون حقوق الملكية من راس المال البالغ ٢٠٠٠٠٠ دينار يمثل ١٠٠٠٠ سهم عادي قيمة اسمية ٢٠ دينار للسهم الواحد .

- ٢- لا يوجد لدى الوحدة الاقتصادية ديون للغير ، أي إن الرافعة التمويلية للوحدة (اجمالي المطلوبات / اجمالي الموجودات) تساوي صفر .
- ٣- الضريبة على الدخل ٤٠ % من الدخل الخاضع للضريبة .
- ٤- ان الوحدة الاقتصادية بصدده توسيع نشاطها ، ولتحقيق ذلك تحتاج الى مبلغ ٥٠٠٠ دينار ، وامام الوحدة الاقتصادية بديلين هما :
- اقتراض المبلغ من المصرف بفائدة قدرها ١٢ % .
 - اصدار اسهم عادية تحمل نفس القيمة الاسمية للاسم المصدرة .
- ٥- ان التوسع اعلاه يحقق للوحدة الاقتصادية ارباح اضافية قبل الضريبة والفوائد بنسبة ٣% من قيمة التوسيع (ارباح تشغيلية) .

ان اتخاذ الوحدة الاقتصادية قرار التوسيع في نشاطها وهو قرار تشغيلي يحتاج الى اتخاذ قرار تمويلي لتنفيذه ، وهذا القرار التمويلي متاح امام الوحدة الاقتصادية من مصادرين احدهما خارجي (الاقتراض) والثاني داخلي (اصدار اسهم عادية) .
ولاتخاذ القرار المناسب يجب المفاضلة بين البديلين على اساس أي البديل سوف يحقق ربحية اعلى للسهم العادي وبالتالي زيادة العوائد للمالكين او المستثمرين في الوحدة الاقتصادية .

ولتحقيق المفاضلة يجب اولا اعداد كشف الدخل للوحدة الاقتصادية بعد التوسيع في ظل البديلين المتاحين وكما يأتي :-

كشف الدخل بعد التوسيع في ظل البديلين

<u>اصدار اسهم عادية</u>	<u>الاقتراض</u>	<u>البيان</u>
<u>صفر</u>	<u>%٢٥</u>	الرافعة التمويلية
١٥٠٠٠	١٥٠٠٠	الارباح قبل الضريبة والفوائد (%٣٠ × ٥٠٠٠)
----	(٦٠٠٠)	طرح الفوائد على الديون (%١٢ × ٥٠٠٠)
١٥٠٠٠	٩٠٠٠	الارباح قبل الضريبة وبعد الفوائد
(٦٠٠٠)	(٣٦٠٠)	طرح الضريبة ٤٠ %
٩٠٠٠	٥٤٠٠	الارباح بعد الضريبة والقابلة للتوزيع
=====	=====	

في ظل البيانات والمعلومات التي يقدمها لنا كشف الدخل ، نلاحظ ان بديل اصدار اسهم عادية ادى الى تحقيق دخل بعد الضريبة قابل للتوزيع (ربحا) قدره ٩٠٠٠ دينار ، في حين حقق بديل الاقتراض دخل بعد الضريبة وقابل للتوزيع قدره ٤٠٠ دينار ، لذا يعد الدخل المتحقق من بديل اصدار اسهم عادية اكبر من البديل الثاني زهـز الاقتراض . وان هذه

الزيادة تؤدي إلى زيادة ربحية السهم العادي في ظل بديل اصدار اسهم عادية على الرغم من ان هذا البديل يؤدي إلى زيادة عدد الاسهم المصدرة وكما موضح ادناه :
اولاً: عدد الاسهم المصدرة في بديل الاقراض هو ١٠٠٠ سهم عادي يمثل اسهم راس المال قبل التوسيع

$$\frac{\text{الربح القابلة للتوزيع}}{\text{ربحية السهم العادي}} = \frac{٥٤٠٠}{١٠٠٠} = ٠٥٤$$

ثانياً: عدد الاسهم المصدرة في البديل الثاني اصدار اسهم عادية بلغت من ١٢٥٠٠ سهم عادي وهي تمثل اسهم راس المال قبل التوسيع ١٠٠٠ سهم عادي مضافا اليها ٢٥٠٠ سهم عادي تمثل الاسهم المصدرة في ظل التوسيع (٢٠ / ٥٠٠٠) .

ربحية السهم العادي = ٩٠٠٠ = ٧٢٠،٠ دينار نصيب السهم الواحد من الربح القابلة للتوزيع بعد التوسيع لذا يعد بديل اصدار اسهم عادية افضل من بديل الاقراض .

والسؤال الذي يمكن ان يطرح هو ماذا يحدث لو ان سعر الفائدة السائد في سوق المال كان ٥% وليس ١٢% ؟

وللتوضيح الاجابة على هذا السؤال نقوم باعداد كشف الدخل للوحدة الاقتصادية في ظل البديلين والافتراض اعلاه ، أي انخفاض سعر الفائدة الى ٥% .

كشف الدخل بعد التوسيع في ظل البديلين وانخفاض سعر الفائدة

البيان	الاقراض	اصدار اسهم عادية
الرافعة التمويلية	٥٪٢٥	صفر
الارباح قبل الضريبة والفوائد	١٥٠٠٠	١٥٠٠٠
نطاح الفوائد %٥	٢٥٠٠	----
الارباح قبل الضريبة وبعد الفوائد	١٢٥٠٠	١٥٠٠٠
نطاح الضريبة %٤٠	٥٠٠	٦٠٠
الربح القابلة للتوزيع	٧٥٠٠	٩٠٠٠
عدد الاسهم المصدرة	١٠٠٠	----
ربحية السهم العادي في ظل البديلين	٧٥٠٠	٧٢٠،٠

يظهر لنا كشف الدخل ان ربحية السهم العادي في ظل الاقتراض ٧٥،٠٠ د. وهذا يؤشر الى ان انخفاض سعر الفائدة ادى الى زيادة ربحية السهم العادي في ظل بديل الاقتراض قياسا بربحية السهم العادي في ظل اصدار اسهم عادية ، وبالتالي اصبح هذا البديل (الاقتراض هو البديل الافضل للتمويل ، وبالتالي فان ربحية السهم العادي تكون افضل عندما تكون اسعار الفائدة منخفضة .

ومما تقدم يظهر للوحدة الاقتصادية عند اختيار البديل المناسب ان تحدد اثر ذلك البديل على ربحية السهم العادي وبالتالي اثر ذلك على العوائد المتتحققة للمستثمرين الحاليين والمحتملين ، مع ملاحظة ان مؤشر الربحية هو احد ادوات المفاضلة وليس الاداة الوحيدة .

١١- قرار التمويل ومعدل نمو الوحدة الاقتصادية :-

ان احد الاهداف الرئيسية للوظيفة المالية هي تعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية أي تعظيم الثروة التي تعبّر عن قدرة الوحدة الاقتصادية فالاستمرار بعملها بكفاءة (البقاء والمنافسة) وقدرتها على التطور . ولتحقيق ذلك يجب ان تنمو الوحدة الاقتصادية من خلال نمو حقوق الملكية بشكل مستمر والذي يتم عن طريق الاحتفاظ بنسبة من الارباح المتتحققة والقابلة للتوزيع داخل الوحدة الاقتصادية مما يؤدي الى تعظيم الثروة وبالتالي تعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية .

ويعد معدل النمو من ادوات التحليل المالي الذي يظهر درجة نمو الوحدة الاقتصادية خلال حياتها الانتاجية أي تعظيم ثروتها ، والتي تتأثر بثلاثة عوامل اساسية هي^(١٦) :

١. التوزيعات النقدية للمستثمرين من الارباح المتتحققة .
٢. الفوائد المتتحققة على الديون الواجبةتسديد .
٣. الضرائب المفروضة على الدخل القابل للتوزيع .

حيث يعد احتساب معدل النمو مؤشرا مهما في معرفة مدى تطور الوحدة الاقتصادية ومدى قدرتها على البقاء والمنافسة (الاستمرارية) ، لذا فان معدل النمو يساهم في جذب الاستثمارات المالية للوحدة الاقتصادية ويزيد من قدرتها في الحصول على الاموال .

ولتوضيح ذلك نستخدم البيانات والمعلومات الواردة في المثال السابق في استخدام معدل النمو للوحدة الاقتصادية في ظل البديلين المتاحين ، حيث يمكن احتسابه من خلال العلاقة الآتية (١٧) :

$$ن = أ (١ - ض) [ع + (ع - ف) م]$$

حيث ان :

ن = معدل النمو

ع = العائد على الاستثمار (نفترضه ١٥ %)
 أ = نسبة المحول من الارباح المتحققة الى الارباح المحتجزة (نفترضه ٦٠ %)
 ف = الفوائد على الديون
 م = الديون
 ح = حقوق الملكية
 ض = الضريبة

معدل النمو في ظل الفائدة ١٢ % هو :

١ - بديل الاقتراض

$$ن = ٦٠٠ (١ - ٤٠٠) [٢٠٠٠٠ ١٥٠٠٠ + ١٥٠٠٠] .١٢ - ٠،١٥$$

$$ن = ٥٦٧ ،٠٥٦٧ = ٥٠٥٤ %$$

٢ - بديل اصدار اسهم عادية

$$ن = ٦٠٠ (١ - ٤٠٠ و ٠) [٢٠٠٠٠ ١٥٠٠٠ + ١٥٠٠٠ صفر) صفر ١$$

$$ن = ٥٤٠ و ٥٠ = ٥٤ %$$

ما تقدم يظهر لنا انه في ظل بديل الاقتراض كان معدل النمو قد بلغ ٥,٦٧ % وهو اكبر من معدل النمو في ظل بديل اصدار اسهم عادية (مع ملاحظة وجود تقارب في المعدل ظل البديلين) على الرغم من ان ربحية السهم العادي في ظل بديل اصدار اسهم عادية كانت اكبر من ربحية السهم العادي في ظل بديل الاقتراض وهذا ما يؤدي الى ضرورة المفاضلة المحسوبة بين البديلات المتاحة .

اما اذا كان سعر الفائدة السائد في سوق المال هو ٥% فان معدل النمو في ظل بديل الاقتراض يكون :

$$ن = ٦٠٠ (١ - ٤٠٠ .) [٢٠٠٠٠ ١٥٠٠٠ + ١٥٠٠٠ . - ٠٥٠]$$

$$ن = ٦٣٠ ،٠٠ = ٦٣ %$$

اما في ظل بديل اصدار اسهم عادية فان معدل النمو لم يتاثر لعدم وجود ديون على الوحدة الاقتصادية لذا يبقى كما هو (٤,٥ %) ، وهذا يعني ان انخفاض اسعار الفوائد على الديون يؤدي الى تفضيل بديل الاقتراض على بديل اصدار اسهم عادية لانه يحقق ارتفاع في معدل نمو الوحدة الاقتصادية بالإضافة الى ارتفاع ربحية السهم العادي ، وهذا يؤدي الى تعظيم الثروة أي تعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية .

لذا يعد بديل الاقتراض مفضلاً في ظل انخفاض معدلات الفوائد على الديون لأنه يؤدي إلى زيادة معدل النمو وزيادة ربحية السهم العادي . في حين تعد اصدار اسهم عادية البديل الأفضل في ظل ارتفاع معدلات الفوائد على الديون .

١٢ - الخاتمة :

بعد دراسة هيكل تمويل الوحدة الاقتصادية وبيان مدى تأثير مصادر التمويل على تركيبة ذلك الهيكل ، تبين انه في ظل انخفاض معدلات الفوائد المتحققة على الديون تحقق الوحدة الاقتصادية ارتفاعاً في ربحية الاسهم العادية ومعدلات النمو عندما يكون اختيارها لمصادر التمويل الخارجي كبدائل مناسبة للتمويل . وانه كلما ارتفعت معدلات الفوائد على الديون يصبح التمويل الداخلي هو البديل الأفضل على الغم من الانخفاض النسبي في معدلات النمو ، مع افتراض ان معدل العائد على الاستثمار والارباح التشغيلية لن تتأثر بنوع مصدر التمويل المختار .

ان اختيار مصدر التمويل المناسب يفرض على الوحدة الاقتصادية الاهتمام بتركيبة هيكل التمويل التي تحقق لها افضل معدل للنمو وفي نفس الوقت تزيد من العوائد المتحققة على اسهمها المصدرة (مع ملاحظة درجة المخاطرة التمويلية المقبولة لديها) مما يؤدي إلى اقبال المستثمرين على اقتناء اسهم الوحدة الاقتصادية ، وبالتالي ينعكس ايجابياً على القيمة لأسهمها وعلى ثقة المقرضين والجهات المتعاملة معها .

١٣ - المصادر

١. Weston and Brigham : Managerial Finance . Holt Rinchart and winston , Inc. 4nd.ed . N.Y. 1975 . P.251 .
٢. جميل احمد توفيق : اساسيات الادارة المالية . دار النهضة العربية . بيروت . ص ٣٠١
لمزيد من المعلومات راجع :
- Robert W.Johnson:Financial Management .Allyn and Bacon Inc.3rd.ed.n.y.1970
٣. Mergs , Johnson and Meigs : Accouting , The Basis For Business Decision . 4th Ed.McGraw Hill Book Co.n.y.1977
٤. عبدالحميد مصطفى ابوناعم : اساسيات الادارة المالية (١) . الدار العربية للنشر والتوزيع . القاهرة ١٩٩٢ . ص. ١٩٥ .

- مجلة كلية التراث الجامعة العدد الخامس (٧٠)
٥. سمير منير عبدالمالك الشمام : تحليل القوائم المالية . مسودة كتاب غير منشور . بغداد . ١٩٩٦ .
٦. محمود عبدالحفيظ المغبوب : اسasيات الادارة المالية . منشورات كلية المحاسبة / غريان . غريان . ١٩٩١ . ص . ٢١٧ .
٧. د. خيري علي الجزيري : التخطيط المالي ومصادر تمويل المشروعات . القاهرة . ٢٧٠ . ص . ١٩٩٤ .
٨. سمير منير عبدالمالك الشمام : المحاسبة المتقدمة في شركات الاشخاص والاموال . مكتبة طرابلس العلمية العالمية . طرابلس . ليبيا . ٢٠٠٠ . فص ٥ .
٩. محمود عبدالحفيظ المغبوب : مصدر سابق . ص . ١٩١ .
١٠. جميل احمد توفيق : مصدر سابق . ص ص ٣٦٤ - ٣٦٧ .
١١. د. خيري علي الجزيري : مصدر سابق . ص . ١٩١ .
١٢. المصدر السابق ص ص ٢٠٦ - ٢٣٥ .
١٣. محمود عبدالحفيظ المغبوب : مصدر سابق . ص ٢٠٩ .
١٤. د. خيري علي الجزيري : مصدر سابق . ٢٦٥ .
١٥. جميل احمد توفيق : مصدر . ص . ٣٩٤ .
١٦. سمير منير عبدالمالك الشمام : تحليل القوائم المالية . مصدر سابق .
- Hill – Viscione and others : Contemporary Financial Management . McGraw Book Co.N.Y.1987.