

أثر هيكل التمويل على

ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية

سمير منير عبد الملك الشماع

١- أهمية هيكل التمويل :

ان الأحداث 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 للتوسع في الحصول على القروض وارتفاع كلفتها وضرورة توفير المقدرة المالية على الايفاء 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 بدورة حياة الوحدة الاقتصادية (تاسيس ، 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- أهمية البحث :

تأتي أهمية البحث من ان النمو الاقتصادي وظهور فكرة العولمة ادى الى توسع الوحدات الاقتصادية بشكل كبير مما ادى الى حاجتها للبحث عن مصادر التمويل المختلفة لتلبية احتياجات هذا التوسع 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 تاثر 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 المتوقع 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 تحقق من خلال استمرار 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 تاثير مصادر الاموال على ربحية السهم العادي ومن خلالها بيان تاثير 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 بانه " مجموعة مكونات الاموال التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية لتمويل اصولها (موجوداتها) ، أي انه يمثل مصادر الاموال المتاحة للوحدة الاقتصادية لتمويل اصولها " (١) .
وهو يمثل الجانب الايسر من قائمة المركز المالي للوحدة الاقتصادية (٢) ، والذي يتضمن الفقرتين الرئيسيتين الاتيتين (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 المتجزئة .

٣- الاحتياطات

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

ان تركيبية هيكل التمويل تتمثل بمدى مساهمة الفقرات المذكورة اعلاه في هذه التركيبية ، 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 الدائنون 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 المقترضة.
- ٣- تحديد منافذ استخدام الاموال التي لدى الوحدة الاقتصادية .

٨- هيكل التمويل الامثل :

تعمل الوحدات الاقتصادية على تحقيق هيكل التمويل الامثل الذي يحقق اكبر ربح او عائد للمالكين والذي يؤدي الى تعظيم القيمة السوقية للاسهم التي تصدرها الوحدة الاقتصادية الى اقصى حد ممكن . ان طريقة التمويل المختارة (ذاتي او ديون) يجب ان تؤدي الى تخفيض كلفة التمويل الى اقصى حد ممكن ، لان طريقة التمويل تؤثر على ربحية الوحدة الاقتصادية وبالتالي على ربحية اسهمها ، لذا فانه من الهمية ان يؤدي اختيار هيكل التمويل الى تحقيق التوازن بين الارباح والمخاطرة المرتبطة بهيكل التمويل ذاته الا وهي المخاطرة التمويلية التي تتاثر بمدى مساهمة كل من الديون وحقوق الملكية في تكوين هيكل التمويل ، أي تأثيرها بالرفعة 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 .

٩- مصادر التمويل :

من خلال تعريف هيكل التمويل يتضح ان امام الوحدة الاقتصادية مصدرين للحصول على الاموال اللازمة لممارسة نشاطها ، وهذان المصدران هما :-

- ١- مصادر الاموال الداخلية .
- ٢- مصادر الاموال الخارجية .

أولاً : مصادر الاموال الداخلية :

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

١- راس المال :

يعتبر راس المال المصدر الرئيسي لتمويل الوحدة الاقتصادية عند بدأ نشاطها وخلال عمرها الاقتصادي ، وهو يمثل ما قدمه 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 (وفقاً لنسبة عائد من القيمة الاسمية للسهم الممتاز محددة على اصل السهم) عند الاعلان عن توزيع مقسوم الارباح . ويوجد انواع مختلفة من الاسهم الممتازة منها الاسهم الممتازة من حيث الدخل والاسهم الممتازة القابلة للتحويل ... 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 بناءاً على العرض والطلب عليها في سوق الاوراق المالية والذي يعكس مدى قدرة الوحدة الاقتصادية في تحقيق الارباح وقدرتها على النمو والتوسع وعلى تحقيق اهدافها . وتعد الاسهم العادية اكثر الاسهم المصدرة شيوعاً واستخداماً عند تأسيس الوحدات الاقتصادية . ان الاسهم التي تصدرها الوحدة الاقتصادية مقابل حصولها على راس المال تمثل مصدر التمويل الوحيد المرتبط بحياتها من البداية وحتى نهاية عمرها الاقتصادي ، وبغض النظر عن شخصية حامل السهم ، لذا فان هذا المصدر من التمويل يعد مصدر تمويل طويل الاجل . وتستطيع 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- الأرباح المتراكمة والاحتياطات :

هي ذلك الجزء من الأرباح الذي حققته الوحدة الاقتصادية وتحتفظ به لديها لغرض إعادة استثماره داخل الوحدة لتحقيق نموها الاقتصادي ، لذا فإن الأرباح المتراكمة والاحتياطات تعد مصدراً داخلياً ذاتياً لتمويل توسع ونمو الوحدة الاقتصادية .

٣- مصادر الأموال الخارجية :

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

٤- مصادر التمويل قصيرة الأجل :

وتمثل المصادر التي يتم الحصول منها على الأموال لغرض تمويل الحاجات الموسمية أو قصيرة الأجل والتي ترتبط باستخدام رأس المال العامل الذي يمثل الفرق بين الأصول المتداولة (قصيرة الأجل) والخصوم قصيرة الأجل والذي تستخدم في تمويل العمليات التشغيلية للوحدة الاقتصادية .

أما أسباب استخدام التمويل قصير الأجل فيمكن تحديدها بعضها بما يأتي (٩) :

١- أمانية الحصول على القروض قصيرة الأجل أسهل من إمكانية الحصول على القروض طويلة الأجل نظراً لقلّة الأخطار والقدرة على توقع تلك الأخطار وبالتالي تجنبها .

٢- عدم توفر مصادر تمويل بديلة .

٣- إمكانية الحصول على الأموال بدون فائدة .

ويمكن تقسيم مصادر التمويل قصيرة الأجل إلى نوعين هما :

أولاً : الائتمان التجاري :

هو ذلك النوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه الوحدة الاقتصادية من خلال حصولها على المواد الأولية أو المواد نصف المصنعة (تحت التشغيل) أو تامة الصنع بالأجل أو على الحساب وبدون فوائد لغرض تصنيعها أو إعادة بيعها ضمن الدورة التشغيلية للوحدة الاقتصادية أو ضمن مدة محاسبية واحدة . ويستبعد من الائتمان التجاري شراء الأصول الثابتة على الحساب لأنه يمثل تمويل متوسط أو طويل الأجل . ويعتبر الائتمان التجاري أكثر أنواع التمويل قصير الأجل استخداماً في الوحدات الاقتصادية وخاصة تلك الوحدات الاقتصادية الصغيرة التي تجد صعوبة في التعامل مع المؤسسات المالية للحصول على الأموال .

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 يتوفر مصدر بديل للتمويل ، وعندما يعمل المورد 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 شفهيًا) على السداد وشروطه ومواعيد التسديد .
- ٤- **المرونة :-** ان الائتمان التجاري مصدر مرن للحصول 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 ثلاث انواع من الائتمان التجاري هي الحساب الجاري او الحساب المفتوح والكمبيالات والسندات الاذنية . حيث يعد النوع الاول اكثر الانواع شيوعا واستخداما في الحياة الاقتصادية وذلك لانه يقوم على الاتفاق الشفهي معززا 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 باكبيالات . اما النوع الثالث فهو ان تقدم الوحدة الاقتصادية مستند يؤيد التزامها بالتسديد في موعد محدد لصالح المورد او من ينوب عنه ^(١١) .

ثانياً : الائتمان المصرفي قصير الاجل :

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

مجلة كلية الترافض الجامعة (٦١) العدد الخامس
نوعان من الائتمان المصرفي هما : الائتمان المصرفي قصير الاجل ، والائتمان المصرفي
متوسط او طويل الاجل (١٢) .

ويعرف الائتمان المصرفي قصير الاجل بانه 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 . وغالبا ماتحصل 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 تحققها 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 لان هذه القروض تتصف بالتصفية 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 القروض التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية
بضمان محدد يقدم الى المصرف لزيادة الثقة وضمان حق التصرف عند التأخر في تسديد
القرض وفوائده والضمان المطلوب والذي يمكن تقديمه 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 اوسيارات) وغالبا ما يتم تحديد قيمة القرض بنسبة من
قيمة الموجودات المقدمة كضمان .

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

١- مصادر التمويل طويلة الاجل : هي المصادر الخارجية للحصول على الاموال والتي تمتاز 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 ، لان هذا النوع من التمويل يستخدم في تمويل الحصول على الموجودات طويلة الاجل (الراسمالية) التي تحتفظ بها الوحدة الاقتصادية لأغراض مزاوله 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 اكثر 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 اكثر من سنة الى ٥ او ٧ سنوات في حين ان المدة الزمنية للنوع الثاني هو اكثر 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 بتاريخ محددة وع التزامها بسداد قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق ولما كان للسند قيمة اسمية فانه لا بد 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 حقا ا امتيازاً معيناً يتمتع به مالك السند مثال على ذلك اولوية السداد قبل الديون الأخرى اوحق الرهينة على الموجودات التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية بالإضافة الى حق الحصول على قيمة السند وعوائده .
- ٢- السندات غير المضمونة :- وهي سندات لا تتمتع باية حقوق او 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 أكثر من ذلك ، حيث ان الجهة المصدرة للسند تستطيع تحديد القيمة الاسمية للسند والفوائد المترتبة على تلك القيمة الاسمية قبل اصدارها ، الا انه لا يستطيع 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 :

هنالك العديد من العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرار التمويل باصدار السندات فمن هذه العوامل من يدعو الوحدة الاقتصادية الى اصدار السندات كمصدر للتمويل ومنها من يقيد الوحدة الاقتصادية عن استخدام السندات كمصدر للتمويل وبناءا 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 الإيرادات : ان ثبات إيرادات الوحدة الاقتصادية المصدرة للسندات يعد عامل مهم في تحديد قدرات الوحدة الاقتصادية على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات . لأن عدم ثبات الإيرادات 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 الآخرين 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 ماياتي :

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 المصاريف التي يجوز خصمها من الإيرادات الخاضعة للضريبة (مصاريف ايرادية) عند احتساب الضريبة على دخل الوحدة الاقتصادية .

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

١٠- 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 لايتاثر العائد المتوقع من قرار التشغيل بنوع التمويل المطلوب ، وكذلك تاثير القرار على معدل نمو الوحدة الاقتصادية .

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

١- تتكون حقوق الملكية من راس المال البالغ ٢٠٠٠٠٠٠ دينار يمثل ١٠٠٠٠ سهم عادي قيمة اسمية ٢٠ دينار للسهم الواحد .

- ٢- لا يوجد لدى الوحدة الاقتصادية ديون للغير ، أي ان الرافعة التمويلية للوحدة (اجمالي المطلوبات /اجمالي الموجودات) تساوي صفر .
- ٣- الضريبة على الدخل ٤٠% من الدخل الخاضع للضريبة .
- ٤- ان الوحدة الاقتصادية بصدد توسيع نشاطها ، ولتحقيق ذلك تحتاج الى مبلغ ٥٠٠٠٠ دينار ، وامام الوحدة الاقتصادية بديلين هما :
- أ- اقتراض المبلغ من المصرف بفائدة قدرها ١٢ % .
- ب- اصدار اسهم عادية تحمل نفس القيمة الاسمية للاسهم المصدرة .
- ٥- ان التوسع اعلاه يحقق للوحدة الاقتصادية ارباح اضافية قبل الضريبة والفوائد بنسبة ٣٠% من قيمة التوسع (ارباح تشغيلية) .
- ان اتخاذ الوحدة الاقتصادية قرار التوسع في نشاطها وهو قرار تشغيلي يحتاج الى اتخاذ قرار تمويلي لتنفيذه ، وهذا القرار التمويلي متاح امام الوحدة الاقتصادية من مصدرين احدهما خارجي (الاقتراض) والثاني داخلي (اصدار اسهم عادية) .
- ولأخذ القرار المناسب يجب المفاضلة بين البديلين على اساس أي البديلين 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 التوسع في ظل البديلين المتاحين وكما يأتي :-
- كشف الدخل بعد التوسع في ظل البديلين

البيان	الاقتراض	اصدار اسهم عادية
الرافعة التمويلية	٢٥%	صفر
الارباح قبل الضريبة والفوائد (٣٠x٥٠٠٠٠%)	١٥٠٠٠	١٥٠٠٠
تطرح الفوائد على الديون (١٢x٥٠٠٠%)	(٦٠٠٠)	---
الارباح قبل الضريبة وبعد الفوائد	٩٠٠٠	١٥٠٠٠
تطرح الضريبة ٤٠%	(٣٦٠٠)	(٦٠٠٠)
الارباح بعد الضريبة والقابلة للتوزيع	٥٤٠٠	٩٠٠٠
	=====	=====

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 ٥٤٠٠ دينار ، لذا يعد الدخل المتحقق من بديل اصدار اسهم عادية اكبر من البديل الائتي زهر الاقتراض . وان هذه

مجلة لحية التراث الجامعة (٦٦) العدد الخامس

- * الزيادة تؤدي الى زيادة ربحية السهم العادي في ظل بديل اصدار اسهم عادية على الرغم من ان هذا البديل يؤدي الى زيادة عدد الاسهم المصدرة وكما موضح ادناه :
- * **اولاً:** عدد الاسهم المصدرة في بديل الاقتراض هو ١٠٠٠٠ سهم عادي يمثل اسهم رأس المال قبل التوسع

$$\text{الارباح القابلة للتوزيع} = \frac{٥٤٠٠}{١٠٠٠٠} = ٠,٥٤ = \text{ربحية السهم العادي}$$

- * **ثانياً:** عدد الاسهم المصدرة في البديل الثاني اصدار اسهم عادية بلغت من ١٢٥٠٠ سهم عادي وهي تمثل اسهم رأس المال قبل التوسع ١٠٠٠٠ سهم عادي مضافا اليها ٢٥٠٠ سهم عادي تمثل الاسهم المصدرة في ظل التوسع (٢٠ / ٥٠٠٠٠) .
- * ربحية السهم العادي = ٩٠٠٠ = ٧٢٠٠ دينار نصيب السهم الواحد من الارباح القابلة للتوزيع بعد التوسع لذا يعد بديل اصدار اسهم عادية افضل من بديل الاقتراض .
- * والسؤال الذي يمكن ان يطرح هو ماذا يحدث لو ان سعر الفائدة السائد في سوق المال كان ٥% وليس ١٢% ؟
- * ولتوضيح الاجابة على هذا السؤال نقوم باعداد كشف الدخل للوحدة الاقتصادية في ظل البديلين والاقتراض اعلاه ، أي انخفاض سعر الفائدة الى ٥% .

كشف الدخل بعد التوسع في ظل البديلين وانخفاض سعر الفائدة

البيان	الاقتراض	اصدار اسهم عادية
الرافعة التمويلية	٢٥%	صفر
الارباح قبل الضريبة والفوائد	١٥٠٠٠	١٥٠٠٠
تطرح الفوائد ٥%	٢٥٠٠	---
الارباح قبل الضريبة وبعدها الفوائد	١٢٥٠٠	١٥٠٠٠
تطرح الضريبة ٤٠%	٥٠٠٠	٦٠٠٠
الارباح القابلة للتوزيع	٧٥٠٠	٩٠٠٠
عدد الاسهم المصدرة	١٠٠٠٠	---
ربحية السهم العادي في ظل البديلين	٧٥٠,٠٠	٧٢٠,٠٠

يظهر لنا كشف الدخل ان ربحية السهم العادي في ظل الافتراض ٧٥٠,٠٠. وهذا يؤشر الى ان انخفاض سعر الفائدة ادى الى زيادة ربحية السهم العادي في ظل بديل الافتراض قياسا بربحية السهم العادي في ظل اصدار اسهم عادية، وبالتالي اصبح هذا البديل (الافتراض 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 المتحققة 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 تعبر عن قدرة الوحدة الاقتصادية للاستمرار 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 المتحققة والقابلة للتوزيع داخل الوحدة الاقتصادية مما يؤدي الى تعظيم الثروة وبالتالي تعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية .

ويعد معدل النمو من ادوت 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 المتحققة .
٢. الفوائد المتحققة على الديون الواجبة التسديد .
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 الاتية (١٧) :

$$ن = (١ - ض) [ع + (ع - ف) م \ ح]$$

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

$$ن = ٦٠,٠ (١ - ٤٠,٠) [١٥,٠ + ١٥,٠ - ١٢,٠] (١٥٠,٠٠٠ \ ٢٠٠,٠٠٠)$$

$$ن = ٥,٠٥٦٧ = ٥,٦٧ \%$$

٢- بديل اصدار اسهم عادية

$$ن = ٠,٦٠ (١ - ٤٠) [١٥,٠ + ٠,٠ (١٥ - ٠)] (٢٠٠,٠٠٠ \ ١٥٠,٠٠٠)$$

$$ن = ٠,٠٥٤ = ٥,٤ \%$$

مما 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 ففي ظل بديل الاقتراض وهذا ما يؤدي الى ضرورة المفاضلة المحسوبة بين البدائل المتاحة .

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

الاقتراض يكون :

$$ن = ٠,٦ (١ - ٤٠) [١٥,٠ + ٠,٠ (١٥ - ٠)] (١٥٠,٠٠٠ \ ٢٠٠,٠٠٠)$$

$$ن = ٠,٠٦٣ = ٦,٣ \%$$

اما في ظل بديل اصدار اسهم عادية فان معدل النمو لم يتأثر لعدم وجود ديون على الوحدة الاقتصادية لذا يبقى كما هو (٥,٤ %) ، 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 بالاضافة الى ارتفاع ربحية السهم العادي ، وهذا يؤدي الى تعظيم الثروة أي تعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية .

مجلة كلية التجارة الجامعة (٦٩) العدد الخامس
لذا يعد بديل الافتراض 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 كبديل مناسب 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 بتركيبه هيكل
التمويل التي تحقق لها افضل معد للنمو وفي نفس الوقت تزيد من العوائد المتحققة على
اسهمها المصدرة (مع ملاحظة درجة المخاطرة التمويلية المقبولة لديها) مما يؤدي الى
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. ٤nd.ed . N.Y. ١٩٧٥ . P.٢٥١ .
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.٣rd.ed.n.y.١٩٧٠
٣. Mergs , Johnson and Meigs : Accouting , The Basis For
Business Decision . ٤th Ed.McGraw Hill Book Co.n.y.١٩٧٧
٤. عبدالحميد مصطفى ابوناعم :اساسيات الادارة المالية (١) . الدار العربية للنشر
والتوزيع . القاهرة ١٩٩٢ . ص ١٩٥ .

- ميلة كلية التجارة الجامعة (٧٠) العدد الخامس
٥. سمير منير عبدالملك الشماع : تحليل القوائم المالية .مسودة كتاب غير منشور . بغداد . ١٩٩٦ .
٦. محمود عبدالحفيظ المغيوب : اساسيات الادارة المالية . منشورات كلية المحاسبة / غريان . غريان . ١٩٩١ . ص. ٢١٧ .
٧. د. خيري علي الجزيري : التخطيط المالي ومصادر تمويل المشروعات . القاهرة . ١٩٩٤ . ص. ٢٧٠ .
٨. سمير منير عبدالملك الشماع : المحاسبة المتقدمة في شركات الاشخاص والاموال . مكتبة طرابلس العلمية العالمية . طرابلس . ليبيا . ٢٠٠٠ . فص ٥ .
٩. محمود عبدالحفيظ المغيوب : 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 المغيوب : مصدر سابق . ص ٢٠٩ .
١٤. د . خيري علي الجزيري : مصدر سابق . ٢٦٥ .
١٥. جميل احمد توفيق : مصدر . ص . ٣٩٤ .
١٦. سمير منير عبدالملك الشماع : تحليل القوائم المالية . مصدر سابق .
١٧. Hill – Viscione and others : Contemporary Financial Management .McGraw Book Co.N.Y.١٩٨٧.