



أثر هيكل التمويل على ربحية السهم

العادي ومعدلات نمو الوحدات

الاقتصادية



سمير منير عبد الملك الشماح
كلية الاقتصاد – جامعة مصراته



1. أهمية هيكل التمويل

إن الأحداث الاقتصادية التي يمر بها العالم اليوم من إفلاس واندماج والمشاكل التي تواجه الوحدات الاقتصادية والتي من أهمها عامل التضخم وتذبذب سعر الفائدة وندرة الأموال التي يمكن الحصول عليها، وارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأموال أدت إلى الاهتمام الفعال الواسع في دراسة هيكل التمويل للوحدات الاقتصادية كنتيجة للتوسع في الحصول على القروض وارتفاع كلفتها وضرورة توفير المقردة المالية على الإيفاء بالالتزامات المترتبة على الديون وخدمتها مع الاهتمام

بالعائد المطلوب واستمرارية الوحدة الاقتصادية ونموها. كل هذه المعلومات أدت إلى الاهتمام بهيكل التمويل وتركيبته التي تتأثر بدورة حياة الوحدة الاقتصادية وبالتالي "تأسيس، توسيع، استقرار، ركود" ومدى الحاجة إلى الأموال في كل مرحلة من مراحل دورة الحياة للوحدة الاقتصادية والاهتمام في تحديد مصادر الأموال ومدى تأثير هذه المصادر على ربحية الوحدة الاقتصادية ونموها.

2. هدف البحث

يهدف البحث إلى دراسة هيكل التمويل لوحدات الاقتصادية ومدى تأثير هذا الهيكل بالمصادر المختلفة للأموال وانعكاس هذا التأثير على بعض المؤشرات المالية التي تساعد الإدارة في اتخاذ قراراتها التي يجب أن تتصف بالرشد والدقة المناسبة والفعالة لكي تتمكن من تحقيق أهدافها التي هي أهداف الوحدة الاقتصادية، وبالتالي أهداف مالكيها الذين يهتمون بمعرفة العائد المتوقع على استثمارهم في تلك الوحدات الاقتصادية من خلال معرفة ربحية الأسهم التي يملكونها والتي تعبر عن مدى تحقق الأهداف التي يسعون إليها والتي يجب أن تتحقق من خلال استمرار الوحدة الاقتصادية ونموها.

3. فرضية البحث.

لما كان هيكل التمويل يمثل مجموع الأموال التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية من مصادر متنوعة والتي تمكنها من أداء أعمالها بشكل جيد وفعال، فإن هيكل التمويل يتأثر بمصادر هذه الأموال. وقد صيغته فرضية البحث على دراسة تحديد تأثير مصادر الأموال على ربحية السهم العادي ومن خلاله بيان تأثير هذه المصادر على نمو الوحدة الاقتصادية، فجاءت الفرضية بالصيغة الآتية:-

"أن الاعتماد على المصادر الخارجية للتمويل يؤدي إلى ارتفاع ربحية السهم العادي وارتفاع معدل النمو للوحدة الاقتصادية".

4. تعريف هيكل التمويل

يمكن تعريف هيكل التمويل بأنه " مجموعة مكونات الأموال التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية لتمويل أصولها، أي يمثل مصادر الأموال المتاحة للوحدة الاقتصادية لتمويل أصولها"⁽¹⁾. وهو يمثل الجانب الأيسر من قائمة المركز المالي للوحدة الاقتصادية⁽²⁾، والذي يتضمن الفقرتين الرئيسيتين الآتيتين⁽³⁾:-

- أ- المطلوبات القصيرة الأجل.
- ب- المطلوبات الطويلة الأجل.

ثانياً: حقوق الملكية، أو الحقوق، وتشمل:-

- أ- رأس المال
- ب- الأرباح المحتجزة
- ت- الاحتياطات.

ويطلق على حقوق الملكية تعبير هيكل رأس المال الذي يضيف إليها البعض مصادر الأموال طويلة الأجل منطلقين من مفهوم أن القروض والسندات طويلة الأجل مصدر مهم من مصادر التمويل لأنها تشكل مصدر تمويل شبه دائم.

أن تركيبة هيكل التمويل تشمل بمدى مساهمة الفقرات المذكورة أعلاه في هذه التركيبة، فكلما كانت نسبة الديون إلى حقوق الملكية أقل من واحد فإن هذا يعطي الاطمئنان للدائنين لانخفاض اعتماد الوحدة الاقتصادية على الديون في تمويل نشاطها وبالتالي انخفاض كلفة الديون أي انخفاض كلفة التمويل الخارجي وارتفاع كلفة التمويل الداخلي، كما ويعطي الدائنون الثقة بقدرة الوحدة الاقتصادية على الوفاء بالتزاماتها⁽⁴⁾.

5. الهدف من دراسة هيكل التمويل

يمكن تحديد الأهداف التي تتحقق عند دراسة هيكل التمويل بما يأتي⁽⁵⁾.

أ- تحديد مصادر الأموال.

ب- تحديد مدى مساهمة كل من الأموال المملوكة و الأموال المقترضة.

ت- تحديد منافذ استخدام الأموال التي لدى الوحدة الاقتصادية.

6. هيكل التمويل الأمثل.

تعمل الوحدات الاقتصادية على تحقيق هيكل التمويل الأمثل الذي يحقق أكبر ربح أو عائد للمالكين والذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية للأسهم التي تصدرها الوحدة الاقتصادية إلى أقصى حد ممكن.

أن طريقة التمويل المختارة (ذاتي أو ديون) يجب أن تؤدي إلى تخفيض كلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن، لأن طريقة التمويل تؤثر على ربحية المشروع وبالتالي على ربحية أسهمه لذا فإنه من الأهمية أن يؤدي إختيار هيكل التمويل إلى تحقيق التوازن بين الأرباح والمخاطرة المرتبطة بهيكل التمويل ذاته ألا وهي المخاطرة التمويلية التي تتأثر بمدى مساهمة كل من الديون وحقوق الملكية في تكوين هيكل التمويل، أي تأثرها بالرافعة التمويلية للوحدة الاقتصادية التي هي العلاقة بين إجمالي الخصوم وإجمالي الأصول والتي تكون مرغوبة عندما يكون العائد المتوقع على الأصول أكبر من تكلفة الديون.

7. مصادر التمويل

من خلال تعريف هيكل التمويل يتضح أن أمام الوحدة الاقتصادية مصدرين للحصول على الأموال اللازمة لممارسة نشاطها، وهذان المصدران هما:-

أ- مصادر الأموال الداخلية.

ب- مصادر الأموال الخارجية.

وإلا: مصادر الأموال الداخلية:-

هي الأموال التي تستطيع الوحدة الاقتصادية الحصول عليها من إمكانياتها الذاتية، وتشمل المصادر الداخلية المتاحة أمام الوحدة الاقتصادية بالفقرات الآتية:-

1. رأس المال:-

يعتبر رأس المال المصدر الرئيسي لتمويل الوحدة الاقتصادية عند بدأ نشاطها وخلال عمرها الاقتصادي، وهو يمثل ما قدمه المالكين من أموال لتأسيس الوحدة الاقتصادية واستمرار نشاطها. ويعبر عن رأس المال بمجموعة من الأسهم قيمة أسهمية محددة على أصل السهم (كما ولها قيمة سوقية تحدد على أساس العرض والطلب في سوق المال "البورصة").

و"الأسهم نوعان:-

أ- أسهم ممتازة: وهي أسهم لها قيمة اسمية محددة على أصل السهم وأسبقية في الحصول على الأرباح (وفقاً لنسبه عائد من القيمة الاسمية

للشهم الممتاز محدد على أصل السهم) عند الإعلان عن توزيع الأرباح. ويوجد أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة منها الأسهم الممتازة من حيث الدخل والأسهم الممتازة القابلة للتحويل...⁽⁷⁾، وتشمل الأسهم الممتازة متاجر بالملكية لصالح حملة الأسهم العادية عند تحقيق أرباح أكبر من نسبة العائد المحدد لها.

ب- أسهم عادية: وهي أسهم لها قيمة اسمية مثبتت على أصل السهم تمثل حق المالكين في رأس المال، وبالتالي في الحصول على الأرباح عن الإعلان عن توزيعها وبعد منح حملة الأسهم الممتازة حصتهم من الأرباح. وكما وأن للأسهم العادية قيمة سوقية تحدد بناءً على العرض والطلب عليها في سوق الأوراق المالية والذي يعكس مدى قدرة الوحدة الاقتصادية في تحقيق الأرباح وقدرتها على النمو والتوسع على تحقيق أهدافها، وتعد الأسهم العادية أكثر الأسهم المصدرة شيوعاً واستخداماً عند تأسيس الوحدات الاقتصادية.

أن الأسهم التي تصدرها الشركة مقابل حصولها على رأس المال تمثل مصدر التمويل الوحيد المرتبط بحياتها من البداية وحتى نهاية عمرها الاقتصادي وبعض النظر عن شخصية حامل السهم، لذا فإن هذا المصدر من التمويل يعد مصدر تمويل طويل الأجل. كما أن الوحدة الاقتصادية عند الحاجة إلى أموال إضافية خلال حياتها الاقتصادية تستطيع تمويل تلك الحاجة عن طريق زيادة رأس

المال بإصدار أسهم لتمويل الزيادة، على أن تحمل الأسهم المصدره لتمويل هذه الزيادة نفس القيمة الاسمية للأسهم الأصلية مع إمكانية إصدارها بعلاوة إصدار أو خصم إصدار⁽⁸⁾.

2. الأرباح المتركمة والاحتياطيات:-
هي ذلك الجزء من الأرباح الذي حققته الوحدة الاقتصادية وتحتفظ به لديها لغرض إعادة استثماره داخل الوحدة لغرض تحقيق نموها الاقتصادي، لذا فإن الأرباح المتركمة والاحتياطيات تعد مصدرًا داخلياً وذاثياً لتمويل توسع ونمو الوحدة الاقتصادية.

ثانياً: مصادر الأموال الخارجية:-
وهي الأموال التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية من مصادر مختلفة خارج الوحدة الاقتصادية والتي تمكن تحديدها بما يأتي:-
1. 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 والخصوم المتداولة والذي يستخدم في العمليات التشغيلية للوحدة الاقتصادية.

أما أسباب استخدام التمويل قصير الأجل فيمكن تحديد بعضها بما يأتي⁽⁹⁾:-

أ- إمكانية الحصول على القروض قصيرة الأجل أسهل من الحصول على القروض الطويلة الأجل نظراً لقلّة الأخطار والقررة على توقع تلك الأخطار وبالتالي تجنبها.

ب- عدم توفر مصادر تمويل بديلة.

ت- إمكانية الحصول على الأموال بدون فائدة.

ويمكن تقسيم مصادر التمويل قصير 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 نصف المصنوعة 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 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.

و يتمتع الائتمان التجاري بالعديد من المزايا منها⁽¹⁰⁾:-
أ- الكفاءة:-

حيث أن ليس للائتمان التجاري أعباء إضافية تتحملها الوحدة الاقتصادية عند حصولها على الأموال من خلال حصولها على المشتريات الآجلة لأن الموردين يحددون سعر البيع لمنتجاتهم لا يتغير بتغير شروط الدفع.

ب- المصدر الوحيد المتاحة:-

أن العديد من الوحدات الاقتصادية تستطيع الحصول على الأموال من الائتمان التجاري عندما لا يتوفر مصدر بديل للتمويل، وعندما يعمل الموردين على تشجيع عمليات الشراء بالأجل من خلال منح الخصومات ومنح مدد مناسبة للتسديد.

ت- السهولة:-

يعد الائتمان التجاري أسهل وسيلة للحصول على الأموال حيث يتم ذلك بمجرد الاتفاق بين الوحدات الاقتصادية (حتى لو كان الاتفاق شفهيًا) على السداد وشروطه ومواعيد التسديد.

ث- المرونة:-

أن الائتمان التجاري مصدر مرن للحصول على الأموال خاصة للوحدات الاقتصادية ذات النشاط الموسمي، حيث يمكن زيادة الحصول على الأموال في أوقات مناسبة لمواجهة طلبات موسمية تساهم في تسديد هذه الأموال وخدمتها.

ويوجد ثلاث أنواع من الائتمان التجاري هي الحساب الجاري أو الحساب المفتوح و الكمبيالات والسندات. حيث يعد النوع الأول أكثر الأنواع شيوعاً واستخدماً في الحياة الاقتصادية وذلك لأنه يقوم على اتفاق شفهي معززاً بفاثورة توضح نوع البضائع وأسعارها وشروط التسديد ومدته. أما إذا تم تعزيز عملية الحصول على البضائع (ال شراء) بالتوقيع على كمبيالة يسحبها المورد على الوحدة المشترية وتقبلها تلك الوحدة، فعند ذلك يتحقق النوع الثاني من الائتمان التجاري وهو الائتمان المعزز بالكمبيالات. أما النوع الثالث فهو أن تقدم الوحدة الاقتصادية مستند يؤيد التزامها بالتسديد في موعد محدد لصالح المورد أو من ينوب عنه (11).

ثانياً:- الائتمان المصرفي فصيل الأجل.

يعد الائتمان المصرفي الذي تمنحه المصارف مصدراً مهما لتمويل المشروعات الاقتصادية التي تحتاج إلى الأموال خلال دورة حياتها الاقتصادية، والتي تكون فيها الحاجة للأموال في مرحلتي التأسيس والتوسع مرتفعة ثم تبدأ بالانخفاض في مراحل الاستقرار والركود، حيث تلجأ الوحدات الاقتصادية إلى المصارف للحصول على الأموال لتمويل نشاطها الإنتاجي، ومن خلال تلك الحاجة للأموال يتم تحديد نوع التمويل المصرفي المطلوب. حيث يوجد نوعان من الائتمان المصرفي هما:-

- الائتمان المصرفي قصير الأجل.
 - الائتمان المصرفي متوسط أو طويل الأجل (12).
- ويعرف الائتمان المصرفي قصير الأجل بأنه القروض التي تمنحها التي تمنحها المصارف والتسهيلات المصرفية كالسحب على المكشوف، والتي لا تتجاوز مدتها السنة الواحدة وتستخدم في تمويل النشاط الإنتاجي وتكون بفائدة سنوية محددة بالاتفاق بين المصرف والوحدة الاقتصادية، وغالباً ما تحصل الوحدات الاقتصادية على القروض قصيرة الأجل لتمويل النقص الحاصل في السيولة أو في تمويل المخزون وخاصة في الوحدات الاقتصادية الصغيرة أو ذات النشاط الموسمي التي تعمل على سداد القرض وفوائده في مواعيد الاستحقاق باستخدام التتقات النقدية التي تحققها من عملياتها الإنتاجية أو البيعية.
- والقروض المصرفية قصيرة الأجل نوعان هما:-
- أ- القروض المصرفية غير المضمونة:-
- وهي القروض التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية دون منح ضمان محدد، وذلك لأن هذه القروض تتصف بالتصفية الذاتية حيث يتم تحصيل قيمة القرض وفوائده من خلال التتقات النقدية التي تحقق من استخدام القرض في نشاط الوحدة الاقتصادية.

ب- القروض المصرفية المضمونة:-
وهي القروض التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية بضمان محدد يقدم إلى المصرف لزيادة الثقة وضمان حق المصرف عند التأخر في تسديد القرض وفوائده، والضمان الذي يمكن تقديمه لمثل هذه القروض يتمثل بحسابات القبض (الذمم) أو المخزون أو أحد الموجودات الثابتة التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية، وغالباً ما يتم تحديد قيمة القرض بنسبة من قيمة هذه الموجودات.

ويتمتع الائتمان المصرفي بمزايا وعيوب مقارنة بالائتمان التجاري، حيث يعد الائتمان المصرفي أقل كلفة من الائتمان التجاري لإمكانية الحصول على الأموال النقدية التي تستخدم في تمويل المخزون، وبالتالي الحصول على الخصم النقدي من عمليات الشراء، والتمكن من تلبية شروط الموردين وتغطية الحاجة إلى النقد، إلا أنه بالمقابل لا يمكن التوسع بالائتمان المصرفي كما هو الحال في الائتمان التجاري الذي يرفع حجمه بارتفاع مشتريات الوحدة الاقتصادية⁽¹³⁾.

2. مصادر التمويل طويلة الأجل:-

هي المصادر الخارجية للحصول على الأموال والتي تتميز بطول مدة التمويل التي تكون أكبر من دورة تشغيلية أو مدة محاسبية، وتستخدم في تمويل الموجودات الاستثمارية طويلة الأجل.

ويمكن تقسيمها إلى:-

أو أولاً: الائتمان المصرفي طويل الأجل.

يمثل الائتمان المصرفي طويل الأجل مصدر مهم من مصادر التمويل في مرحلتي التأسيس والتوسع، لأن هذا النوع من التمويل يستخدم في تمويل الحصول على الموجودات طويلة الأجل (الرأسمالية) التي تحتفظ بها الوحدة الاقتصادية لأغراض مزاوله النشاط وليس للمناجزة بها.

أن الائتمان المصرفي طويل الأجل لا يختلف عن الائتمان المصرفي قصير الأجل إلا من حيث مدة الائتمان التي تتجاوز في الائتمان طويل الأجل المدة المحاسبية أو أكثر من دورة تشغيلية، أي أن عمر الائتمان الافتراضي أكثر من سنة واحدة ليصل في بعض الأحيان إلى عشر سنوات أو عشرون سنة، كما أن نسبة الفائدة على الائتمان الافتراضي أكثر من سنة واحدة ليصل في بعض الأحيان إلى عشر سنوات أو عشرون سنة، كما أن نسبة الفائدة على الائتمان طويل الأجل تكون أكبر من نسبة الفائدة على الائتمان المصرفي قصير الأجل، ولبعض الائتمان المصرفي طويل الأجل إلى ائتمان متوسط الأجل وائتمان طويل الأجل، على الرغم من أن مفهوم كلا النوعين من الائتمان هو واحد باختلاف المدة الزمنية، حيث تكون المدة الزمنية للأول من أكثر من سنة إلى 5 أو 7 سنوات، في حين أن المدة الزمنية للنوع الثاني هي أكثر من 7 سنوات.

ثانياً: المستندات.

يعرف السند بأنه ورقة مالية لها قيمة اسمية ومعدل عائد سنوي أو نصف سنوي وتاريخ استحقاق مثبت على أصل الورقة، وأن هذه الورقة تمثل التزام الشركة المصدرة واعتراضها بمديونية القيمة الاسمية للورقة والتزامها بتسديد الفوائد المتحققة على تلك المديونية بتاريخ محددة، مع التزامها بسداد قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق. ولما كان للسند قيمة اسمية فإنه لا بد أن تكون له قيمة سوقية تقل أو تزيد عن القيمة الاسمية للسند، وتستخدم للتداول في سوق الأوراق المالية⁽¹⁴⁾.

أنواع السندات:-

- أ- السندات المضمونة:- وهي سندات تمنح من يملكها حقاً أو امتيازاً معيناً يتمتع به مالك السند، مثال على ذلك أولوية السداد قبل الدينون الأخرى، أو حق الرهنية على أحد الموجودات التي تمتلكها الشركة، بالإضافة إلى حق الحصول على قيمة السند وعائده.
- ب- السندات غير المضمونة:- وهي سندات لا تتمتع بأية حقوق أو امتيازات سوى حق الحصول على قيمة السند وعائده بتاريخ الاستحقاق.

والسندات يمكن أن تصدر بالقيمة الاسمية فقط أو بالقيمة الاسمية مع الخصم أو علاوة إصدار، أي إصدارها بأقل من القيمة الاسمية أو بأكثر من ذلك، حيث أن الجهة المصدرة للسند تستطيع تحديد القيمة الاسمية للسند والفوائد المترتبة على تلك القيمة الاسمية قبل إصدارها للسند، إلا أنها لا تستطيع تحديد قيمته السوقية، التي تحددها عوامل عديدة منها العرض والطلب ومنها أسعار الفائدة السائدة في سوق المال.

العوامل المؤثرة في إصدار السندات:-

هناك العديد من العوامل التي تؤثر على اتخاذ قرار التمويل بإصدار السندات، فمن هذه العوامل من يدعو الشركة إلى إصدار السندات كمصدر للتمويل، ومنها من يقيد الشركة عن استخدام السندات كمصدر للتمويل، وبناء على ذلك تقسم العوامل المؤثرة في إصدار السندات إلى نوعين هما⁽¹⁵⁾:-

1. عوامل مقيدة لإصدار السندات.

ويمكن تلخيص هذه العوامل بما يأتي:-

أ- ثبات الإيرادات:-

أن ثبات إيرادات الشركة المصدرة للسندات يعد عامل مهم في تحديد قرارات الشركة على مقابلة التزامها الثابتة نحو حملة السندات. لان عدم ثبات الإيرادات يجعل الشركة في وضع قد تعجز به عن سداد تلك الالتزامات مما قد يعرضها إلى إشهار إفلاسها.

ب- تكلفة الاقتراض:-

أن الإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة مما يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة المدفوع مما قد يؤدي إلى عدم قدرة الشركة على قبوله.

ت- القيد القانوني:-

ويعني خضوع الشركة لقوانين تحد من قدرتها على إصدار السندات.

ث- قيود ملزمة اتجاه المقرضين:-

أي وجود التزامات للشركة اتجاه أطراف أخرى مقرضة تحد من قدرتها على إصدار السندات.

2. العوامل المشجعة لإصدار السندات.

ومن هذه العوامل نذكر ما يأتي:-

أ- المتاجرة بالمكية:-

حيث أن عملية التمويل بإصدار السندات يمكن أن تؤدي إلى المتاجرة بأموال الغير عندما تستطيع الشركة تحقيق عائد أكبر من سعر الفائدة المدفوعة على السند.

ب- الميزة الضريبية:-

حيث أن سعر الفائدة المدفوع على السند يعد من المصاريف التي يجوز خصمها من الإيرادات الخاضعة للضريبة عند حساب الضريبة.

ت- التكلفة:

عادة تكون تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم، لأن هذه التكلفة تتمثل بالفائدة المحددة مسبقاً على السند وهي أقل مما يرغب المستثمرين في الحصول عليه كمائد.

ث- قرار التمويل وربحية السهم العادي:-

بعد أن استعرضنا أهم مصادر التمويل المتاحة أمام الوحدة الاقتصادية خلال دورة حياتها، فإن على الوحدة الاقتصادية اتخاذ القرار المناسب والرشيد في تحديد مصادر التمويل المناسبة لاستمرارية عملها وتحسين أدائها وتحقيق العائد الذي يرغب به المستثمرين.

وحيث أن قرارات التشغيل تسبق قرارات التمويل، فإن تنفيذ قرار التشغيل المناسب يتطلب من الوحدة الاقتصادية دراسة مصادر التمويل التي تحقق أكبر قدر من الربحية للسهم العادي الذي يتأثر بدرجعة المخاطرة التمويلية التي ترغب بها الوحدة الاقتصادية، وبناءً على ذلك، فإن اختيار مصدر التمويل المناسب يجب أن يدرس على أساس تأثير ذلك في القرار على ربحية السهم العادي عندما لا يتأثر العائد المتوقع من قرار التشغيل بنوع التمويل المطلوب، وكذلك تتأثر ذلك القرار على معدل نمو الوحدة الاقتصادية.

ولتوضيح ذلك نفترض أن المعلومات الآتية تخص إحدى الشركات

الاقتصادية:-

1. تتكون حقوق الملكية من رأس المال البالغ (200000) دينار يمثل (10000) سهم عادي قيمة اسمية (20) للسهم الواحد.
2. لا يوجد لدى الشركة ديون للغير، أي أن الرفع التمويلية للشركة (إجمالي المطلوبات / إجمالي الموجودات) تساوي صفر.
3. الضريبة على الدخل (30%) من الدخل الخاضع للضريبة.
4. أن الشركة بصدد توسيع نشاطها، ولتحقيق ذلك إلى مبلغ (50000) دينار، وأمام الشركة بديلين هما:-

- أ- اقتراض المبلغ من المصرف بفائدة (12%).
 - ب- إصدار سهم عادية تحمل نفس القيمة الاسمية للأسهم المصدره.
 5. أن التوسع أعلاه يحقق للشركة أرباح إضافية قبل الضريبة والفوائد بنسبة (30%) من قيمة التوسع (أرباح تشغيلية).
- أن اتخاذ الشركة قرار التوسع في نشاطها وهو قرار تشغيلي يحتاج إلى قرار تمويلي لتنفيذه، وهذا القرار التمويلي متاح أمام الشركة من مصدرين أحدهما خارجي (الاقتراض)، والثاني داخلي (إصدار أسهم عادية).

اثر هيكل التمويل في ربحية السهم العادي.....

و لاتخاذ القرار المناسب يجب المفاضلة بين البديلين على أساس أي البديلين سوف يحقق ربحية أعلى للسهم العادي وبالتالي زيادة العوائد للمالكين أو المستثمرين في الشركة.

ولتحقيق المفاضلة يجب أولاً إعداد كشف الدخل لتوسيع في ظل البديلين المتاحين وكما يأتي:

كشف الدخل في ظل البديلين

إصدار اسهم عادية	الاقتراض	البيان
صفر	25%	الرافعة التمويلية
15000	15000	الأرباح قبل الضريبة و الفوائد (30×50000 %)
-	6000	تطرح الفوائد على الديون (12×50000 %)
15000	9000	الأرباح قبل الضريبة وبعده الفوائد
(6000)	(3600)	تطرح الضريبة 40%
9000	5400	الأرباح القابلة للتوزيع

مما تقدم نلاحظ أن البديل أصدر اسهم عادية أدى إلى تحقيق دخل أكبر من البديل الثاني وهو الاقتراض، وأن هذا سوف يؤدي إلى زيادة ربحية السهم العادي في ظل إصدار اسهم عادية على الرغم من زيادة عدد الأسهم المصدرة وكما موضح أدناه:-

عدد الأسهم المصدرة في بديل الاقتراض هو 10000 سهم عادي.
ربحية السهم العادي = (الأرباح القابلة للتوزيع / عدد الأسهم العادية)
 $(10000/5400) = 0.54$ دينار نصيب السهم الواحد.

عدد الأسهم المصدرة في بديل إصدار اسهم عادية هو
 $(20/50000+10000) * 12500$
ربحية السهم العادي = $(12500/9000) = 0.72$ دينار نصيب السهم الواحد.

والسؤال الذي يمكن أن يطرح هو ماذا يحدث لو أن سعر الفائدة السائد كان (5%) وليس (12%)؟
ولتوضيح ذلك نقوم بإعداد كشف الدخل في ظل البديلين والاقتراض أعلاه.

كشف الدخل في ظل البدلين

البيان	الاقتراض	اصدار أسهم عادية
الرافعة التمويلية	25%	صفر
الأرباح قبل الضريبة والفوائد	15000	15000 .
طرح الفوائد 5%	(2500)	-
الأرباح قبل الضريبة وبعد الفوائد	12500	15000
نطرح الضريبة 40%	(5000)	(6000)
الأرباح القابلة للتوزيع	7500	9000
÷ عدد الأسهم المصدرة	10000	125000
ربحية السهم العادي	0.750 د.	0.720 د.

أن انخفاض سعر الفائدة أدى إلى زيادة ربحية السهم العادي في ظل بديل الاقتراض وبالتالي أصبح هذا البديل هو البديل الأفضل للتمويل.

ومما تقدم يظهر للشركة عند اختيار البديل المناسب أن تحدد أثر ذلك البديل إلى ربحية السهم العادي وبالتالي أثر ذلك على العوائد

المتحققة للمستثمرين الحاليين والمحتملين، مع ملاحظة أن مؤشر الربحية هو أحد أدوات المفاضلة وليس الأداة الوحيدة.

ج- قرار التمويل ومعدل نمو الوحدة الاقتصادية:-

أن أحد أهداف الوظيفة المالية هي تعطيم قيمة الوحدة الاقتصادية في الاقتصادية أي تعظيم الثروة التي تعبر عن قدرة الوحدة الاقتصادية في الاستمرار بعملها (البقاء) وقررتها على التطور، ولتحقيق ذلك يجب أن تتم حقوق الملكية بشكل مستمر مما يؤدي إلى تعظيم الثروة.

ويعد معدل النمو من أدوات التحليل المالي الذي يظهر درجة النمو الوحدة الاقتصادية التي تتأثر بثلاثة عوامل رئيسية هي⁽¹⁶⁾:-

1. التوزيعات النقدية للمستثمرين من الأرباح المتحققة.
2. الفوائد المتحققة على الديون الواجبة السداد.
3. الضرائب المفروضة على الدخل القابل للتوزيع.

وباستخدام المعلومات الواردة في المثال السابق، فإن معدل نمو الشركة في ظل البدلين يمكن احتسابه من خلال المعادلة الآتية⁽¹⁷⁾.

$$ن = أ (1-ض) + ع + (ف - م) / ح$$

حيث أن:

ن = معدل النمو.

ع = العائد على الاستثمار (نفرضه 15%).

أ = نسبة المحول من الأرباح المتحققة إلى الأرباح المحتجزة
(فترضه 60%).

ف = الفوائد على الديون.

م = الديون.

ح = حقوق الملكية.

ض = الضريبة.

معدل النمو في ظل الفائدة (12%) هو :-

1. بديل الاقتراض

$$ن = 0.60 (1 - 0.40) + 0.15 (0.12 - 0.15) / 50000 + 200000$$

$$ن = 0.0567 = 5.67\%$$

2. بديل إصدار اسهم عادية:-

$$ن = 0.60 (1 - 0.40) + 0.15 (-0.15 - \text{صفر}) / 200000$$

$$ن = 0.054 = 5.4$$

وهذا يعني أنه في ظل البديلين حققت الشركة معدل النمو متقارب

ألا أن هذا المعدل كان أكبر في ظل بديل الاقتراض عنه في بديل إصدار اسهم عادية على الرغم من أن ربحية السهم العادي في ظل بديل الاقتراض كانت أقل عنها في بديل إصدار الأسهم.

أما إذا كان سعر الفائدة السائد في السوق هو (5%) فإن معدل النمو في ظل بديل الاقتراض يكون:-

$$ن = 0.60 (1 - 0.15) + 0.05 / 200000 \\ ن = 0.063 = 6.3\%$$

أما في ظل بديل إصدار سهم فهو لم يتأثر (5.4%) وهذا يعني أن انخفاض الفوائد على القروض يؤدي إلى تفضيل بديل الاقتراض لأنه يحقق ارتفاع معدل النمو بالإضافة إلى ارتفاع ربحية السهم العادي.
ح - الخاتمة.

بعد دراستنا لهيكل تمويل الوحدة الاقتصادية وبيان مدى تأثير مصادر التمويل على تركيبة ذلك الهيكل، تبين لنا أنه في ظل انخفاض معدلات الفوائد المتحققة على الديون تحقق الوحدة الاقتصادية ارتفاعاً في ربحية الأسهم العادية ومعدلات النمو عندما يكون اختيارها لمصادر التمويل الخارجي كبديل مناسب للتمويل. وأنه كلما ارتفعت معدلات الفوائد على الديون يصبح التمويل الداخلي هو البديل الأفضل على الرغم من الانخفاض النسبي في معدلات النمو، مع افتراض أن معدل العائد على الاستثمار والأرباح التشغيلية لن تتأثر بنوع مصدر التمويل. أن اختيار مصدر التمويل المناسب يفرض على الوحدة الاقتصادية الاهتمام بتركيبة هيكل التمويل التي تحقق لها أفضل معدل للنمو وفي نفس الوقت ترتيب من العوائد المتحققة على أسهمها المصدرة مما يؤدي إلى إقبال المستثمرين على اسهم الوحدة الاقتصادية، ويتعكس إيجابياً على القيمة السوقية لأسهمها، وعلى ثقة المقرضين والجهات المتعاملة معها.

المصادر

1. Weston and Brigham: Managerial Finance. Holt Rinchart and Winston, Inc. 4nd. ed. N.Y. 1975.p. 251.
- 2- جميل أحمد توفيق: أساسيات الإدارة المالية. دار النهضة العربية، بيروت. ص 301. لمزيد من المعلومات راجع
3. Robert W.johnson : Financial Management. Allyn and bacon Ind. 3rd. ed. NY. 1970.
3. Meigs. Johnson and Meigs : Accounting, The Basis For Business Decision. 4th. Ed. McGraw-Hill Book Co. N.Y 1977.
4. عبد الحميد مصطفى أبو ناعم: أساسيات الإدارة المالية(1). الدار العربية للنشر و التوزيع . القاهرة. 1992. ص 195.
5. سمير منير عبد الملك الشماع: تحليل القوائم المالية. مسودة كتاب غير منشور. بغداد. 1996.
6. محمود عبد الحفيظ المغيوب: أساسيات الإدارة المالية. منشورات كلية المحاسبة / غريان. غريان. 1991. ص 217.
7. د. خير على الجيزيري: التخطيط المالي ومصادر تمويل الشركات. القاهرة. 1994. ص 270.
8. سمير منير عبد الملاك الشماع: المحاسبة المتقدمة في شركات الأشخاص والأموال. ودان. 1999، (تحت الطبع). الفصل الخامس.

9. محمود عبد الحفيظ المغنوب: مصدر سابق. ص 200.
10. جميل أحمد توفيق: مصدر سابق ص 364-367.
11. د. خير ي على الجزيري. مصدر سابق. ص 191.
12. المصدر السابق . ص 206—235.
13. محمود عبد الحفيظ المغنوب: مصدر سابق. ص 209.
14. د. خير ي على الجزيري: مصدر سابق. ص 265.
15. د. جميل أحمد توفيق: مصدر سابق. ص 394.
16. سمير منير عبد الملك الشماخ: تحليل القوائم المالية. مصدر سابق.
17. Viscione and Others: Contemporary financing Management . McGraw- Hill Book Co . N.Y, 1987.