

## الهيكل المالي للشركات وكلف التمويل

### اولا : مفهوم التمويل

يعد التمويل احد اهم الوظائف التي تستطلع بها الادارة المالية في الشركات والتي يتمثل من خلال تحديد مصدر الحصول على الاموال سواء من مصادر من داخل الشركة كل الارباح المحتجزة او من خلال اعتماد على مصادر خارجية للاموال والمتمثلة بالقروض والاسهم العادية والاسهم الممتازة والسندات فضلا عن تحديد حجم تلك الاموال في هيكل تمويل الشركة.

ليتعلق بذلك قرارات التمويل باختيار هيكل التمويل الامثل الذي يحدد من خلال المزيج التمويلي الانسب لمصالح الشركة من مصادر التمويل بالملكية المديونية لتخفيض بذلك كلف التمويل الى الحد الادنى ولتعظيم بذلك قيمة الشركة كنتيجة حتمية لانخفاض التكاليف فتزداد الارباح . وبصفة عامة يتمثل التمويل في كافة الأعمال التنفيذية التي يترتب عليها الحصول على النقدية واستثمارها في عمليات مختلفة ساعد على تعظيم القيمة النقدية المتوقع الحصول عليها مستقبلا في ضوء النقدية المتاحة حاليا للاستثمار والعائد المتوقع الحصول تحقيقه منه، والمخاطر المحيطة به، واتجاهات السوق المالية. كما يعرف أيضاً التمويل على أنه أحد مجالات المعرفة تختص به الإدارة المالية وهو نابع من رغبة الأفراد ومنشآت الأعمال لتحقيق أقصى حد ممكن من الرفاهية.

## ثانيا : العوامل المؤثرة على القرار التمويلي

**1\_الضرائب Taxes :** تعد الضرائب مصدر أساسي ومهم لتمويل الدولة إذ تتمثل باستقطاع اجباري من صافي الدخل بعد الفائدة الذي تحققه الشركات لصالح الدولة . وبما أن الفائدة تعد حساب معفي من الضرائب فان الشركات التي يخضع دخلها للضريبة والتي تعتمد في تمويلها على المديونية تحصل على تعويض جزئي لفوائد القروض التي تم دفعها وذلك بشكل مدفوعات ضريبية مخفضة للجهات الضريبية والتي يطلق عليها الوفر الضريبي .

**2- استقرار المبيعات sales stability :** تتمثل المبيعات بالتدفقات النقدية الداخلة للشركة خلال فترة زمنية معينة ناتجة عن بيع السلع او الخدمات والتي تمثل النشاط الرئيس والمستمر للشركة . مباشرة طردية بين كل من استقرار المبيعات والتمويل بالمديونية في الشركة ، فالشركات التي تحقق مبيعات مستقرة يمكنها زيادة تمويلها عن طريق المديونية وذلك بخلاف الشركات التي تكون مبيعاتها متقلبة التي تزداد لديها مخاطر العسر المالي الناتجة عن عدم القدرة على سداد القروض والفوائد في الأوقات المتفق عليها .

**3\_أنواع الموجودات Types of Assets :** تؤثر موجودات الشركة الثابتة والمتداولة والتي تشكل الجانب الأيمن من الميزانية العمومية بشكل كبير في نسبة التمويل بالمديونية في الشركات ، وذلك ليس فقط من حيث قيمة هذه الموجودات وانما كذلك من خلال نوعية هذه الموجودات التي تمتلكها . فالنسبة العالية الموجودات الثابتة إلى إجمالي الموجودات والتي تعد مقياس لتحديد ملموسية موجودات الشركة تزيد من قدرة الشركة في الحصول على القروض .

4\_تفضيلات الادارة **Management preferences** : تعد القيود التي تفرضها الإدارة على التمويل بالمديونية من العوامل التي لها تأثير على هيكل تمويل الشركة ، إذ تلجأ الادارة الى مثل هذه القيود للحد من تعرضها للمخاطر المصاحبة لعملية التمويل بالمديونية ، مما يدفعها للالتزام بمستوى معين من التمويل بالمديونية بحيث لا يتم تجاوز هذه النسبة في هيكل التمويل حتى وإن لم يتحقق هيكل التمويل الأمثل للشركة .

5\_الربحية **Profitability** : تعد الربحية مؤشرا على الكفاءة الادارية للشركة من خلال قدرتها على توليد الارباح من المبيعات فضلا عن قدرتها على الاستثمار في موجوداتها بهدف زيادة المبيعات ، فكلما تمكنت الشركة من تخفيض تكاليفها سواء كانت تكلفة المبيعات أو المصاريف العامة والإدارية أسهم بشكل ايجابي في زيادة الربحية كما يمثل التحسن المستمر في ربحية الشركة مؤشر ضروري البقاء الشركة على المدى الطويل.

### ثالثاً: كلفة التمويل

وهي تلك التكاليف المالية التي تتحملها الشركة نظير الأموال التي تحصل عليها وتلتزم بردها خلال مدة لا معينة قد تكون اقل من سنة فتكون قصيرة الأجل واكثر من سنة تعد قروض طويلة اجل وفي الحاليتين يمثل هذين المصدرين الاساسيين لتمويل احتياجات الشركة لرأس المال العامل لذا توضح مكونات هيكل التمويل الكيفية التي تقوم بها الشركة في تمويل احتياجاتها طويلة الأجل وقصيرة الأجل مثل شراء موجودات ثابتة، أو مواد أولية، أو لتمويل المصاريف الأخرى اللازمة لاستمرار نشاط الشركة، وأختلف الكتاب في تقسيم مصادر التمويل، ويمكن اجمالها في الاتي :

## أ- مصادر التمويل عن طريق المديونية

تعد القروض التي تحصل عليها الشركة احد اهم المصادر التمويل عن طريق المديونية والتي تقع على عاتق الشركة برد المبالغ المقرضة فضلا عن فوائدها في مواعيد الاستحقاق المتفق عليها وتصنف القروض وفق اوقات الاستعداد الى :

### ١- القروض الطويلة الأجل Long term loans :

تمثل القروض طويلة الاجل ما تحصل عليه الشركة من اموال تتطلب من الشركة ردها خلال فترة تستغرق اكثر من اثنا عشر شهرا فضلا عن رد كلفة هذه القروض والمتمثلة بمعدل العائد المرتبط بالأموال الجديدة التي حصلت عليها وهي الفوائد اذ ان هذه الفوائد تطرح من ما حققه الشركة من ايراد قبل احتساب الضرائب التي يتوجب على الشركة دفعها للحكومة وبالتالي فان الفوائد هذه القروض تقلل من الدخل الخاضع للضريبة وتزيد من الضريبة. ويتم احتساب كلفة القروض طويلة الاجل وفق المعادلة التالية :

$$re = rd ( 1 - Tc ) \quad (1)$$

اذ ان :

$re$  = كلفة القروض بعد الضرائب

$rd$  = كلفة القروض قبل الضرائب

$Tc$  = معدل الضريبة على الشركة

## 2. القروض القصيرة الأجل : Short term loans

وهي قروض توجب على الشركة ردها من خلال فترة اقل من سنة واحدة والتي تجيز بأنها في الغالب قروض مؤقتة متعلقة بمواسم معينة وتعد هذه القروض مصدرا مهما للتمويل وذلك نظرا لانخفاض كلف هذه القروض واتاحتها الفرصة امام المقترضين للتفاوض بشكل افضل من القروض طويلة الاجل . ويتم احتساب كلفة القروض القصير الأجل من خلال قسمة مجموع فوائد القروض قصيرة الأجل التي تظهر في كشف الدخل على مجموع القروض قصير الأجل التي تقع في الميزانية العمومية للشركة. فكلفة القروض تمثل سعر الفائدة الي يتوجب دفعه على الاقتراض الجديد .

وتضم مصادر التمويل قصيرة الاجل كلاً من الائتمان التجاري والائتمان المصرفي .

- (أ) **الائتمان التجاري:** وهي قروض قصيرة الأجل تحصل عليها الشركة من الموردين والمتمثلة بالمشتريات الآجلة للسلع والخدمات. والتي دخلت حديثاً او تعذر عليها الحصول على الائتمان مصرفي من مصادر تجارية ومن مزايا هذا المصدر هو انخفاض كلفته واستمراريته من خلال قدرته على تجديده بالاستمرار .
- (ب) **الائتمان المصرفي:** تتمثل في القروض التي تحصل عليها الشركة من المصارف ويكون الائتمان المصرفي مضموناً ويسمى بالائتمان المضمون لأن المصرف يقرض على أساس المدى القصير في الغالب و يكون الضمان الذي تقدمه الشركة للبنك هو الموجودات المتداولة مثل المخزون، الذمم المدينة، الأوراق المالية. وربما المصارف لا تقرض بمقدار القيمة الإجمالية للموجودات المضمونة وإنما بأقل منها، ومن المحبذ أن يكون حد الأمان للمخزون أكثر في حالة إذا كان القرض مضموناً من المخزون. أما إذا كان الضمان هو الذمم المدينة، في حالة فشل الشركة في التسديد يجمع المصرف الذمم المدينة للشركة من

زبائن الشركة واستخدامها لتسديد الدين. أما كلفة الائتمان المصرفي فهو سعر الفائدة الذي يفرضه المصرف على المقرض ولكن هذه الكلفة تتحدد بمقدار معدل الضريبة على الدخل.

### ٣- السندات Bonds :

السند وثيقة قانونية تصدرها الشركة، ويعد مستند مديونية طويلة الأجل، ولها تاريخ استحقاق يحق لحاملها الحصول على القيمة الاسمية ويعطي لحاملها سعر فائدة وبصورة دورية ويكون نسبة من الدين. و تعد هذه من ادوات المديونية احد اهم الطرائق التمويلية التي تلجأ اليها الشركات والحكومات بقصد سد احتياجاتها المالية عند عجز الموارد المالية الذاتية عن القيام بذلك ، وتعد هذه السندات، لاسيما ذات الأمد الطويل احد تلك النوع الأكثر شيوعاً و استخداماً لهذه الأدوات . اذ تلجأ الحكومات او الشركة على حد سواء إلى الاستدانة عبر الاكتتاب العام بحيث يقسم المبلغ الذي تقترضه إلى أجزاء متساوية يمثل كل منها بسن يثبت فيه دين الحكومة او الشركة. مع أن معظم التشريعات العربية قد أباحت للشركات المساهمة حق إصدار سندات القرض المذكورة. توصدر هذه السندات من قبل الشركات القطاع الخاص بهدف الاقتراض من الجمهور لسد احتياجاتها المالية ، وعادة ما تخضع عملية الاصدار لرقابة الجهات المعنية بهذا الشأن ، كما ان هذه السندات تحمل درجة من المخاطر قياسا بالسندات الحكومية .

وتتعدد انواع هذه الاصدارات باختلاف شروط كل اصدار من جهة وحجم وطبيعة الشركات من جهة اخرى ، اذ هناك ما يسمى بالسندات المضمونة والتي يتم اصدارها بضمان رهن بعض اصول الشركة ، على العكس من السندات غير المضمونة والتي يتم اصدارها من قبل الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها ، فضلا عن سندات المشاركة والتي يعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة، إضافة إلى الفوائد الدورية التي يحصل عليها وغيرها من السندات .

## ب- مصادر التمويل عن طريق الملكية

تتمثل أدوات الملكية بالأسهم التي تصدرها الشركات المساهمة لتمويل احتياجاتها المالية الطويلة الأمد. وتعد الأسهم شهادات ملكية تخول صاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية، وهي تختلف عن الأدوات المالية الأخرى كونها لا تحمل قيمة اسمية أو مدة استحقاق، فهي تبقى متداولة في الأسواق إلى ما لا نهاية، إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها أو عند حل الشركة وتصفيتها. وتقسم الأسهم إلى نوعين هما:

### أ - الاسهم العادية :

يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يعطي حامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم ، وبذلك فالاسهم العادية عبارة عن وثيقة تصدر عن شركة مساهمة معينة بقيمة اسمية معينة ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها و تطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية، فقد تنخفض قيمتها السوقية نتيجة التغيرات المستمرة والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة في السوق المالية.

كما ان هذا النوع من الاسهم لم تخصص بامتيازات معينة سواء فيما يتعلق بتوزيع الأرباح أو التصويت أو فيما يتعلق بموجودات الشركة عند تصفيتها ، إلى جانب ذلك فان السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق، ولا يتعرض للتقادم فضلاً عن كونه غير قابل للتجزئة، ولحامل السهم العادي حق التصويت في اختيار أعضاء مجلس الإدارة . إضافة إلى مشاركة حامله في العديد من الموضوعات المهمة التي تخص الشركة المصدرة له

كذلك يتمتع حمله الأسهم العادية بحق الأفضلية في شراء الأسهم إذ يعطي هذا الحق مساهمي الشركة القدامى الأولوية في شراء الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة .

ويتم احتساب كلفة الاسهم العادية وفق المعادلة الاتية

$$R_i = r_f + b(r_m - r_f)$$

اذ ان :

$R_i$  = معدل العائد على الموجودات

$R_f$  = معدل العائد الخالي من المخاطرة

$R_m$  = معدل العائد على محفظة السوق

$B_i$  = المخاطرة النظامية

ب- الاسهم الممتازة :

تعد هذا الاسهم النوع الثاني الذي يتم تصديرها من قبل الشركات الى جانب الاسهم العادية ، الا انها تختلف عن الاخير اذ تعطي لحاملها حق التقدم والأفضلية على حملة الأسهم العادية في الحصول على جزء من الأرباح أو من موجودات الشركة عند تصفيتها . كما انها ايضاً تمثل سند ملكية لحاملها شأنها شأن الاسهم العادية فضلاً عن ذلك انها تجمع ما بين خصائص السندات و الاسهم العادية.



يتضح لنا بان حامل هذا النوع من الاسهم لهم الاولوية في استيفاء حقوقهم من الاصول الثابتة في حال افلاس الشركة ، فضلا عن اولويتهم في استلام الارباح و كذلك انهم لا يفقدون حقهم في استلامها اذا لم تعلن الشركة عن توزيع الارباح في سنة معينة اذ ان ارباح هذه الاسهم تتسم بالتراكمية هذا من جانب وفي المقابل فان حملة هذا النوع الاسهم في الغالب ليس لهم الحق في التصويت على قرارات الجمعية العامة .

ويتم احتساب كلفة الاسهم الممتازة من خلال المعادلة الآتية :

$$Rb = \frac{c}{pv}$$

اذ ان :

$Rb$  = كلفة الاسهم الممتازة

$C$  = مقسوم الارباح

$Pv$  = القيمة الحالية لسعر السهم الممتاز

### ج - الارباح المحتجزة

تعد الارباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل الشركات وتتمثل بالارباح التي تحتفظ بها الشركة بدلا من توزيعها على حملة الاسم العادية على شكل أرباح فبعد أن تقوم الشركة بتسديد كلفة المديونية وكلفة الأسهم الممتازة تقوم باتخاذ القرار المتعلق بالارباح الصافية المتبقية لحملة الأسهم العادية وذلك إما بتوزيع هذه الارباح على المساهمين العاديين على شكل مقسوم أرباح أو القيام باحتجاز هذه الارباح بهدف إعادة استثمارها لتكون بذلك قد حجبت عن المستثمرين الفرصة لاستثمار أرباحهم في مجالات أخرى خارج الشركة لذا فان كلفة الارباح المحتجزة تعبر عن العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية والذي يطلب عليه كلفة الفرصة البديلة والتي

تحتم على الشركة تحقيق عائد يفوق أو يساوي على الأقل العائد الذي يبغي أموال المستثمرين لدى الشركة والمتمثل بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين لتتساوي بذلك كلفة الأرباح المحتجزة مع كلفة الأسهم العادية وذلك لأن المستثمر يطلب ذات معدل العائد المطلوب من الاستثمار في الأسهم العادية وذلك حسب المعادلة الآتية .

$$rr = rn$$

اذ ان :

rr : كلفة الأرباح المحتجزة

Rn : كلفة الاسهم العادية

### ثالثاً: المعدل الموزون لكلفة رأس المال (WACC) weighted average cost of capital

يمثل المعدل الموزون لكلفة رأس المال متوسط التكلفة المستقبلية لرأس المال ، والتي يتم حسابها من خلال ترجيح تكلفة كل نوع محدد من رأس المال حسب نسبته في هيكل رأس مال الشركة . ويحتوي المعدل الموزون لكلف التمويل مزيجاً من الكلف الفردية، والتي تتطلب تحديد هذه الكلف الفردية اعتماداً على هيكل رأس مال الشركة الذي تم اختياره . ليتم بذلك احتساب الكلفة الأجمالية لتمويل الشركة كمتوسط مرجح لحصص كل من حقوق الملكية وكلفة المديونية ، اذ يتم احتساب المعدل الموزون لكلفة رأس المال من خلال متوسط مرجح له حجمان مختلفان تماماً: التكلفة والمتمثلة بتكلفة المديونية ، والعائد المطلوب على الأسهم، وذلك حسب المعادلة الرياضية الآتية .

$$WACC = (w_d * r_d) + (w_p * r_p) + (w_c * r_s) \text{ -----} (1)$$

إذ أن :

$$WACC = \text{المعدل الموزون لكلفة رأس المال}$$

$$r_d = \text{كلفة التمويل المقترض}$$

$$r_p = \text{كلفة الأسهم الممتازة}$$

$$r_s = \text{كلفة الاسهم العادية}$$

$$w_i = \text{الوزن النسبي للقروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال}$$

$$w_p = \text{الوزن النسبي للأسهم الممتازة في هيكل رأس المال}$$

$$w_c = \text{الوزن النسبي للأسهم العادية في هيكل رأس المال}$$

$$1.0 = w_c + w_p + w_i$$

## تطبيقات عملية عن كيفية حساب كلف التمويل

أولاً : احتساب كلفة الأموال المقترضة

بافتراض ان احد شركات صناعة الاجهزة تنتظر في امكانية التمويل عن طريق القروض ، فاذا بلغت كلفة الاقتراض من المصارف التجارية (7.2%) ، في حين كان معدل الضريبة المفروض من الحكومة بمقدار (28%) ، لذا فان كلفة الاموال المقترضة بعد الضرائب يتم احتسابها وفق المعادلة التالية:

كلفة الاموال المقترضة = كلفة القروض قبل الضريبة - (1- مقدار الضريبة )

$$= (0.28-1)-7.2 =$$

$$= 5.2\%$$

ثانياً : احتساب كلفة الأسهم الممتازة

كما تفكر هذه الشركة في التمويل عن اصدار (10%) من الاسهم الممتازة والتي يتوقع بيعها مقابل (87) دولار للسهم ، كما وتبلغ كلفة اصدار الاسهم 5 دولار للسهم . فتكون كلفة اصدار الاسهم الممتازة وفق المعادلة رقم ( ) تساوي :

$$\text{كلفة الاسهم الممتازة} = \frac{\text{التوزيعات السنوية}}{\text{صافي عائدات السهم}}$$

$$= \frac{(0.10*87)}{(5-87)}$$

$$= 10.6\%$$

وعند مقارنة كل من كلفة القروض مع كلفة اصدار الاسهم الممتازة نجد ان كلفة الاسهم الممتازة والبالغة (10.6%) هي أعلى بكثير من كلفة القروض البالغة (5.2%) ، والسبب يعود ان كلفة القروض تخضع للخصم الضريبي وبالتالي تقلل من كلف القروض بينما ارتفاع تكلفة اصدار الاسهم الممتازة الى ارتفاع المخاطرة.

### ثالثاً: كلفة الاسهم العادية

لغرض احتساب كلفة التمويل عن طريق الاسهم العادية يتم تطبيق المعادلة رقم ( ) ، والتي تتألف من شقين ، يضم الشق الأول معدل العائد الخالي من المخاطرة بينما يضم الشق الثاني معدل عائد السوق .

فاذا مارغبت هذه الشركة في حساب كلفة الاسهم العادية وكان المعدل الخالي من المخاطرة (7%) ومعامل بيتا (1.5) وعائد السوق يساوي (11%) فان كلفة الاسهم العادية تبلغ:

كلفة الاسهم العادية = معدل العائد الخالي من المخاطرة + (بيتا \* (عائد السوق - معدل العائد الخالي من المخاطرة))

$$= 7\% + [1.5(11\% - 7\%)]$$

$$= 13\%$$

وهو يمثل مايرغب به المستثمرون للبقاء على استثماراتهم في الشركة فاذا ما اعطوا اقل من هذا المعدل فان المستثمرين في الشركات سيقومون بسحب استثماراتهم وبيع اسهم واللجوء الى طرق اخرى للاستثمار .

رابعاً: كلفة الارباح المحتجزة

كلفة الأرباح المحتجزة تعبر عن العائد الذي يطلبه حملة الاسهم العادية والذي يطلق عليه كلفة الفرصة البديلة والتي تحتّم على الشركة تحقيق عائد أعلى أو يساوي على الأقل العائد الذي يبقى اموال المستثمرين لدى الشركة والمتمثل بععدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين لتتساوى بذلك كلفة الأرباح المحتجزة مع كلفة الاسهم العادية، وبالعودة الى المثال الذ ذكر انفا فان كلفة الأرباح المحتجزة للشركة يتم احتسابها وفق المعادلة رقم ( )

كلفة الأرباح المحتجزة = كلفة الاسهم العادية

$$= 13\%$$

خامساً: كلفة اصدار اسهم عادية جديدة

أما في حال اذا قررت الشركة التمويل عن طريق اصدار اسهم عادية جديدة فإن ذلك يعتبر أكثر مصادر التمويل كلفة وذلك بسبب كلفة اصدار وبيع الاسهم العادية الجديدة، الأمر الذي يحمّل الشركة وجوب استثمار وتوظيف أموالها بشكل ناجح بما يضمن لها تحقيق معدل عائد يفوق هذه الكلف.

فاذا بلغت كلفة اصدار اسهم جديدة (1%) وكانت كلفة الاسهم العادية لهذه الشركة (13%) فان: كلفة اصدار

الاسهم الجديدة = كلفة الاسهم العادية + كلفة الاصدار

$$= 1\% + 13\%$$

$$= \$14.$$

## سادساً: المعدل الموزون لكلف التمويل

يمثل المعدل الموزون لكلفة رأس المال متوسط التكلفة المستقبلية لرأس المال ، والتي يتم حسابها من خلال ترجيح تكلفة كل نوع محدد من رأس المال حسب نسبته في هيكل رأس مال الشركة، فإذا ما كانت نسبة القروض في هيكل رأس مال الشركة (40%)، ونسبة الاسهم الممتازة في هيكل التمويل (10%) ونسبة الاسهم العادية في الهيكل (50) ، فإن المعدل الموزون لكلف التمويل للشركة في المثال اعلاه يتم احتسابه وفق المعادلة التالية:

المعدل الموزون لكلف التمويل = ( الوزن النسبي للقروض في هيكل التمويل \*كلفة القروض )+( الوزن النسبي للاسهم الممتازة في هيكل التمويل \*كلفة الاسهم الممتازة)+( الوزن النسبي لكلفة الاسهم العادية او الارباح المحتجزة في هيكل رأس المال \* كلفة الاسهم العادية).

$$(13.6*50)+(10.16*10)+(5.6*40) =$$

$$= 9.8\%$$