



CPAS

مركز الدراسات التخطيطية و المعمارية

ادارة التدريب

هيكل التمويل و تكالفة الأموال

و الاعتبارات المؤثرة على قرار هيكل التمويل

الأستاذ/ عماد حربى

وبالرغم من هذه المزايا فإن هناك عدة عيوب لهذه الطريقة التمويلية منها :

- ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة - من ناحية تكلفة رأس المال - بالمقارنة بالسندات .
- لا تعد توزيعات الأسهم الممتازة من قبيل المصروفات الواجبة الخصم من وعاء الأرباح الخاضعة للضرائب.

٢- السندات : يمثل السند جزء من قرض طويل الأجل . وهناك عدة أنواع للسندات منها :

٠ سندات غير مضمونة برهن أصول معينة وتلك التي يصبح فيها حامل السند دائناً عاماً في حالة التصفية حيث أن هذه السندات ليست لها أولوية على أصول ذاتها وتكون قدرة الشركة على تحقيق أرباح هي الضمان على قدرة الشركة للوفاء بالتزاماتها .

٠ سندات مضمونة برهن أصول معينة ويكون الضمان في الغالب الأصول الثابتة التي تمتلكها المنشاة على أن ينص في السند ذاته على نوع أو أنواع الأصول الضامنة في حالة عدم وفاء الشركة بالتزاماتها . ويمكن تقسيم السندات المضمونة من حيث أولوية دائنية حملة السندات إلى سندات برهن أولى Senior Mortgage وتحتاج بأولوية على الأرباح والأصول وسندات درجة ثانية . وتتأتي في الترتيب بعد السندات برهن درجة أولى .

٠ سندات الدخل وتلتزم الشركة بدفع فوائد هذه السندات فقط في حالة تحقيقها لأرباح كافية لدفع هذه الفوائد بما يعني أن الفوائد نفسها لا تعتبر من قبيل الإلتزامات الثابتة ومن مزايا هذا النوع من السندات عدم تعرض الشركة لخطر الإفلاس في حالة عدم دفعها للفوائد المستحقة على هذه السندات في حالة عدم تحقيقها لأرباح كافية .

وقد تكون هذه السندات مجموعة لفوائد غير محدودة بمعنى تجميع الفوائد عن السندات التي لم تدفع عنها . كما قد تكون محدودة بمدة معينة (الثلاث أو الخمس سنوات الأولى) وبعد ذلك تكون الفوائد غير مجمعة . هذا بالإضافة إلى أن هذه السندات قد تكون قابلة للتحويل إلى أسهم عادي على أن ينص على ذلك في السند ذاته .

* تقييم السندات كمصدر للتمويل :

تتمتع الشركة المصدرة للسندات بعدد من المزايا منها :

- (١) ان تكلفة السندات محدودة بحيث لا يشارك حملة السندات في الأرباح .
- (٢) العائد المتوقع للسند أقل مما هو متوقع للسهم العادي .
- (٣) عدم المشاركة في الرقابة على أعمال الشركة .
- (٤) تخصيص الفوائد المدفوعة لحاملي السندات من وعاء الأرباح الخاضع للضرائب .
- (٥) تحقيق المرونة في الهيكل التمويلي ، عن طريق إمكانية استدعاء حاملي السندات لسداد قيمة سنداتهم في أي وقت على أن ينص ذلك في السند نفسه .

٣- وللإقليم مكوناته الأساسية فهو يشتمل على مناطق متجانسة في طابعها الاقتصادي والاجتماعي ويتتحقق الترابط من المناطق المختلفة من خلال طرق إقليمية تربطها بالطرق في الأقاليم الأخرى ومن ناحية تمثل المراكز الحضرية داخل الإقليم أحد مكوناته الأساسية.

وبناء على ما تقدم يمكن القول بأن المكونات الأساسية للإقليم تمثل في :

مناطق. # مراكز حضرية.

محاور اتصال. # مرافق إقليمية ومحطات مياه وكهرباء على مستوى الإقليم.
من الواضح أن ذلك في مجموعة يعتبر من المحددات الأساسية للمخطط الحضري وتظهر ذلك بوضوح عند إعداده للمخطط العمراني المختلفة التي تستهدف التنمية العمرانية الشاملة للمراكز الحضرية المتواجدة أو إنشاء مدن ومجتمعات جديدة داخلة في نطاق الحيز المكاني للإقليم.

١ / ٦ - قوام المركز الحضري وطاقته الاستيعابية:

١- أخذًا في الحسبان لما تقدم يمكن القول بأن هناك قوام لكل مدينة وتمثل مكونات القوام في العناصر التالية:
• مرافق وخدمات عامة .

• إسكان ويتمثل ذلك سواء في المنشآت الإسكانية أو الأنشطة الخدمية الضرورية لتغطية الاحتياجات المعيشية.
• القاعدة الاقتصادية للمدينة: صناعية - زراعية - خدمية - سياحية .

وترتبط تلك المكونات في مجموعة بطاقة استيعابية للمدينة و التي تعتبر تحريها من أولى اهتمامات المخطط العمراني فهي تعنى مدى إمكانات المدينة لتحقيق النمو في كافة مجالاته. وهو يبدأ أساساً بالنمو السكاني في المدينة. إذ تستنتاج ذلك تغطية احتياجات ذلك النمو من خدمات ومرافق وأنشطة خدمية معيشية وكذلك فيما يتعلق بإمكانات نمو أنشطتها الاقتصادية سواء تمثل ذلك في مناطق صناعية أو سياحية وغير ذلك.

ووصول الطاقة الاستيعابية إلى حد الاستيفاء يعني اتجاه معدل النمو إلى السلبية بمعنى انخفاض ما يتوافر للفرد من احتياجاته المعيشية وأثار سلبية تمثل في التلوث البيئي وانخفاض إنتاجية الأنشطة الاقتصادية المختلفة.

ويظهر ذلك من هذا بوضوح أن تحرى أوضاع الطاقة الاستيعابية للمدينة تعتبر من أولى اهتمامات الخطط العمرانية التي تستهدف تحقيق التنمية الشاملة. وعلى المخطط في هذه الحالة العمل على تمويل معدل النمو السلبي العمراني إلى معدلات إيجابية.

٢- لما تقدم قد يكون من الأهمية التعرف على محددات الطاقة الاستيعابية وعموماً فإنها تمثل في :
الحيز العمراني . # الكثافات السكانية .

وعلى هذا فإن مخطط التنمية الشاملة للمدينة على ماذا كانت هناك طاقات عمرانية غير مستغلة داخل إطار الحيز العمراني من عدمه وعموماً فإن تلك الطاقات تمثل في الأراضي الغير المستغلة والتي يمكن أن يتوافر لها المقومات الضرورية لإضافة طاقات إنتاجية جديدة لأن تهيئ للاستغلال للتخفيف من الكثافات السكانية و البنائية في المناطق التي تجاوزت معدلات الاستغلال العمراني طاقاتها الاستيعابية وقرين بما تقدم أيضاً الارتفاع بمدى

وفي حالة القروض المسوقة فإن المقترض يلجأ إلى البنك الذي يتعامل معه أو أي بنك آخر طالبا منه تدبير مبلغ القرض ، فإذا كانت قدرة البنك الائتمانية لاتسمح بتحمل هذه القروض بمعرفته فإنه يقوم بالاتصال بالبنوك الأخرى وتسويق القروض فيما بينهم ويعمل هذا البنك بإدارة القرض نيابة عن المقترضين وينظم تدفقه مساهماتهم إلى المقترض في مواعيدها ويقوم كذلك بتحصيل أقساط سداد الديون وتوزيعها على البنوك المقرضة المشاركة طبقاً لنسبة مشاركة كل منهم ، هذا ويقوم البنك بإدارة هذا العمل نظير عمولة إدارة .

٤- التمويل الاستثماري :

وطبقاً لهذا المصدر لا يقوم المشروع بشراء الأصل بل يقوم بالانتفاع بحق استخدامه وذلك باستئجاره من مالك هذا الأصل أو مؤجره . وهناك نوعان من الاستئجار :

النوع الأول هو الاستئجار التنفيذي Operating Lease والنوع الثاني هو الاستئجار التمويلي Financial Lease والاستئجار التشغيلي مثل تأجير السيارات ، الحاسوبات الآلية لا يعتبر في الواقع مصدر من مصادر التمويل ومن أهم خصائص هذا النوع من التأجير أنه لا يعطي فترة التعاقد على تأجير الأصل العمر الاقتصادي له وإنما تغطي أجزاء منه ، إن المؤجر يكون عادة مسؤولاً عن صيانة الأصل والتأمين عليه ويتحمل المؤجر مخاطر الأهمال والتقادم للأصل . أما الاستئجار التحويلي فيقوم على أساس قيام المؤجر بتمويل شراء الأصول التي يحتاجها المستأجر ويؤجرها له بعد غير قابل للإلغاء لمدة طويلة بحيث تغطي الدفعات الإيجارية على مدى فترة التعاقد الأموال المدفوعة في شراء الأصل وعائد هذه الأموال وهو ما يعادل ربح مناسب .

ويجب ملاحظة أن منتج الأصل قد يكون هو المؤجر ، فالأخير مهمته تمويل شراء الأصل أي القيام بشرائه والقيام بتأجيره إلى الشركة المستأجر وتلتزم الشركة الأخيرة بأعمال الصيانة الضرورية للحفاظة على الطاقة الإنتاجية لأصل المستأجر والتأمين عليه وذلك طبقاً لشروط التعاقد .

وفي بعض الحالات قد يكون هناك طرفاً آخر بخلاف المؤجر والمستأجر ومنتج الأصل . هذا الطرف قد يكون بنك ويكون دوره هو تقدير جزء من ثمن الأصل كقرض للمؤجر حتى يمكن شراء الأصل وتأجيره للمستأجر وفي هذه الحالة يكون للبنك مقدم القرض حق امتياز على هذا الأصل .

ويمكن للاستئجار التمويلي أن يأخذ عدة صور منها :

أ. التأجير المباشر وفيها يتم إعادة الأصل على حاله إلى المؤجر بعد انتهاء فترة التعاقد .

ب. التأجير مع الاحتفاظ بحق شراء الأصل في نهاية مدة التعاقد وطبقاً لذلك يكون من حق المستأجر أن يشتري الأصل في نهاية فترة التعاقد وحسب أسعار يتفق عليها في بداية العقد .

هذا وتعتبر القروض والأسهم من أهم المصادر الشائعة لاستعمال التمويل للمشروعات الجديدة.

هيكل التمويل وتكلفة الأموال والاعتبارات المؤثرة على قرار هيكل التمويل

مقدمة :

تعتبر قرارات التمويل من اهم القرارات المالية التي تؤثر على اهداف المنشأة بصفة عامة والأهداف المالية بصفة خاصة . فتحديد حجم التمويل المطلوب وأنواع الإلتزامات المالية المكونة لهيكل التمويل ومصادر الحصول على هذه الأموال من أهم القرارات التي تؤثر على قيمة المنشأة . وفي هذا اللقاء سوف نناقش بعض الموضوعات المتعلقة بالوظيفة المالية وهي :

- هيكل التمويل : تعريفه ومكوناته .
- تكلفة رأس المال .
- طريقة التمويل وربحية المشروع بالتركيز على الرافعة المالية .
- الاعتبارات المؤثرة في قرار هيكل التمويل .
- تحليل هيكل التمويل .

هيكل التمويل : تعريفه ومكوناته

يشير هيكل التمويل إلى الطريق الدائري الذي يتم بواسطة تمويل أصول المنشأة . ويتمثل هيكل التمويل إلى جميع مصادر التمويل التي يشتملها الجانب الأيسر من الميزانية (أي جانب الخصوم وحق الملكية) . وهو بذلك يشتمل على مصادر التمويل قصيرة وطويلة الأجل كما يشتمل أيضاً على حقوق الملكية .

أما هيكل رأس المال للمنشأة فهو لا يشير إلى مصادر التمويل الدائمة متوسطة وطويلة الأجل متمثلة في الديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق المساهمين (أسهم عادة ، أرباح مرحلة أح提اطات) . وببناء على ما سبق يمكن القول بأن هيكل التمويل أعم وأشمل من هيكل رأس المال أي أن هيكل رأس المال أكمل جزء من هيكل التمويل .

أخيراً فإن هيكل رأس المال الأمثل هو الهيكل الذي يجعل التكلفة المرجحة لرأس المال أقل مما يمكن وهيكل رأس المال المستهدف هو نسبة الديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة والأسهم العادية التي ترغب المنشأة أن يكون منها هيكل رأس مالها .

وسوف نتناول بشيء من الإيجاز المصادر المختلفة للتمويل وتكلفة كل مصدر من هذه المصادر والتي يمكن المفاضلة بينها لاختيار هيكل التمويل المناسب . هذا ويمكن تقسيم مصادر التمويل على حسب الملكية أو على حسب الأجل .

أ - تقسيم مصادر التمويل حسب الملكية :

وتصنف مصادر التمويل حسب هذا المعيار إلى :

- ١- مصادر تمويل ناتجة عن الملكية ، وهذه تمثل في الأسهم العادية والأسهم الممتازة .
- ٢- مصادر تمويل ناتجة عن المديونية ، وهذه تمثل في القروض والسنادات .
- ٣- مصادر تمويل أخرى في التمويل عن طريق المرابحات والمشاركات والمضاربات والتمويل الإستثماري

ب - تقسيم مصادر التمويل حسب الأجل :

- ١- مصادر تمويل قصيرة الأجل ، وتمثل هذه المصادر أساساً في الائتمان التجاري والائتمان المصرفي .
- ٢- مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل ، وتمثل هذه المصادر أساساً في الأسهم والسنادات والقروض متوسطة الأجل والطويلة الأجل والتمويل الإستثماري .

هذا وسوف نتبع التصنيف الأخير لدراسة وتحليل مصادر التمويل المتاحة أمام المشروعات الجديدة والتي يمكن المفاضلة بينها حسب طبيعة الشكل القانوني الذي سوف يتبعه المشروع الجديد وحسب التشريعات وغير ذلك من العوامل .

١- مصادر التمويل قصيرة الأجل :Short Team Financing

أ- الإنتمان التجارى ويقصد به ذلك الإنتمان الذى يمنحه المورد إلى عميله المشتري وذلك عن طريق البيع له بالأجل لفترة محدودة . وينجح المورد هذا الإنتمان لزيادة مبيعاته وبالتالي أرباحه . هذا وقد جرى العرف على بيع الكثير من السلع على أساس منح فترة إنتمان ولذا لابد من دراسة شروط البيع في النشاط الذى سوف يدخل فيه المشروع الجديد وتقدير مدى استفادة المشروع الجديد بالإنتمان المتعارف عليه في هذا النشاط وذلك بمقارنة تكلفة الإنتمان التجارى وتكلفة الحصول على قروض من جهات أخرى . وتمثل تكلفة الإنتمان التجارى في تكلفة الفرص البديلة وهى الاستفادة من الخصم النقدي فمثلا إذا كان المورد يسمح بإنتمان تجاري لمدة ٣ شهور، فى نفس الوقت يعطى خصمًا نقديا بمعدل ٥٪ فإن ذلك يعني تكلفة فرصة بديلة أو تكلفة إنتمان تجاري قدرها ٢٠٪ سنويا .

$$\frac{٪ ٥}{٣ \text{ شهور}} \times ١٢ \text{ شهر}$$

ب- الإنتمان المصرفي وهذا النوع من الإنتمان تخصص فى منح البنوك وعادة تكون فترة الإنتمان أقل من سنة . وقد تكون هذه القروض مضمونة بضمانتى (بضاعة ، أوراق تجارية) أو مضمونة بضمانتى شخصى . هذا ويقوم البنك قبل منح الإنتمان بأجراء دراسة مستفيضة شاملة لسمعة المشروع ونشاطه وقدرته على السداد . وتمثل تكلفة هذا النوع من الإنتمان في سعر الفائدة الذى يحملها البنك على المشروع . هذا وقد حدد القانون أسعاره فائدة تفصيلية للنشاطات المختلفة كالتالى :

الإنتمان للنشاط الصناعي والتجارى من ١١٪ - ١٣٪ سنويا

الإنتمان للنشاطات الخدمية من ١٣٪ - ١٥٪

الإنتمان للنشاط التجارى ١٦٪ فأكثر

٢- مصادر التمويل طويلة الأجل :Long Team Financing

هناك عدة مصادر لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل ومن بين هذه المصادر :

أ- الأسهم Stock ويمكن تصنيف الأسهم بشكل عام إلى :

- الأسهم العادية . Common stock
- الأسهم الممتازة . Preffered stock

ب- السندات Bonds وتشمل فيما تشمل على :

- السندات غير المضمونة برهن أصول معينة . Debenture bonds
- السندات المضمونة برهن أصول معينة . Mortgage bonds
- سندات الدخل . Income bonds

٣- القروض متوسطة وطويلة الأجل . Intermediate and Long Term Loans

٤- التمويل الإستجاري Lease Financing

و سنناول هذه المصادر بشيء من الإيجاز على النحو التالي :

١- الأسهم :

أ- الأسهم العادية: والأسهم يمثل حصة في رأس مال الشركة المساهمة ، ويتمتع حامل أو مالك السهم العادي ببعض حقوق منها :

- ٦- أولوية شراء أسهم زيادة رأس مال الشركة .
- ٧- حضور «الجمعية العمومية للمساهمين» .
- ٨- التصويت على قرارات زيادة رأس المال .
- ٩- المشاركة بمقدار ما يملكه من أسهم في ناتج تصفية الشركة .
- ١٠- التصويت على قرارات الاندماج .
- ١- انتفاذ « محله ، إدارة الشركة .
- ٢- التصويت في الجمعية العمومية للشركة .
- ٣- الحصول على الأرباح المعلن عن توزيعها .
- ٤- تحويل ملكية ما يملكه من أسهم إلى من يشاء في حدود القوانين المنظمة لذلك .
- ٥- الاطلاع وفحص دفاتر الشركة .

* تقسيم أسلوب التمويل بطرح أسهم عادية :

يمكن تقسيم الأسهم العادية كمصدر للتمويل من وجهة نظر الشركة المصدرة لها ومن وجهة نظر المجتمع ، فمن وجهة نظر الشركة المصدرة نجد أن هناك عدة مزايا يتيحها إصدار الأسهم العادية لتمويل احتياجاتها المالية من بينها :

- ١- إنها لاتنشيء آية التزامات مالية ثابتة ، فلابد التزام قانوني على الشركة لدفع توزيعات بعكس الحال بالنسبة للسندات .
- ٢- لا يتم رد قيمة الأسهم في تاريخ محدد .
- ٣- تدعم الأسهم السمعة الائتمانية للشركة لما يترب عليها من زيادة هامش الأمان ضد الخسائر .
- ٤- سهولة بيعها : يلاحظ أن بيع الأسهم العادية من السهلة بيعها بالمقارنة ببيع السندات حيث تتيح للمستثمرين فرصة أكبر للربح عن تلك التي تتيحها الأسهم الممتازة والسندات ، كما يمكن المستثمر من الاحتياط ضد التضخم بالمقارنة بالسندات والأسهم الممتازة للعائد الثابت الذي يغفله هذين المصادرتين .
- وعلى الرغم من هذه المزايا فإن الأسهم العادية لها عدة عيوب كطريقة من طرق التمويل من وجهة نظر الشركة المصدرة - ومن هذه العيوب :
 - ١. إنها تعطي للمساهمين الحق في التصويت ، الرقابة ، المشاركة في الأرباح بعكس الحقوق التي يتمتع بها حملة السندات مثلاً :
 - ٢. إرتفاع تكلفة إصدار الأسهم العادية بالمقارنة بأعباء طرح المستدات .

٣. فيما يتعلق بالهيكل الأمثل لرأس المال ، فإن زيادة أو نقص حقوق الملكية عن تلك التي يتطلبها هيكل التمويل الأمثل قد تؤدي إلى زيادة متوسط تكلفة رأس المال .

٤. لاتخسم الأرباح الموزعة للأسهم العادية من وعاء الأرباح الخاضعة للضرائب كما هو الحال عند استخدام السندات حيث يمكن خصم أعباء الفوائد على السندات المصدرة من الوعاء الخاضع للضريبة .

ومن وجهة نظر المجتمع تعتبر الأسهم العادية طريقة مرغوبة للتمويل لأنها تجعل الشركات المساهمة (وهي عماد النشاط الاقتصادي بالمجتمع) أقل تعرضاً للهزات الناشئة عن انخفاض حجم المبيعات والأرباح لأنها لا تنشئ التزامات مالية ثابتة واجبة السداد على هذه الشركات والتي قد تؤدي إلى إفلاس الشركات الضطرية إذا ما اتبعت طريقة أخرى للتمويل (كإصدار السندات أو الحصول على قروض طويلة الأجل) .

هذا فضلاً عن أن الاكتتاب في الأسهم العادية يؤدي إلى زيادة المدخرات وإلى احساس الأفراد في المجتمع بمشاركة في خطط التنمية الاقتصادية وإلى دفعهم إلى العمل على الحفاظ على الثروة القوية للبلاد ، بجانب المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي القومي .

ب - الأسهم الممتازة : وهي أسهم تعطى لحاملي مطالب وحقوق تسبق حقوق حاملي الأسهم العادية ولكن بعد استيفاء حقوق حملة السندات بكل أنواعها (إن وجدت) فالأسهم الممتازة لها الأولوية في الأرباح وفي نتائج التصفية قبل حاملي الأسهم العادية من حيث أن الشركة لا تتعرض لخطر الإفلاس متى فشلت في دفع أرباح للأسهم الممتازة كما أن الأسهم الممتازة قريبة الشبه من السندات من ناحية أن أرباحها محددة وثابتة في أغلب الأحوال .

وهناك عدة امتيازات قد تمنح للأسهم الممتازة منها :

١. حق تجميع الأرباح Comulative Dividends بمعنى أن كل أرباح الأسهم الممتازة التي لم تدفع عن سنوات سابقة تجمع وتدفع قبل حصول حملة الأسهم العادية على نصيبهم في الأرباح .
٢. حق التحويل إلى أسهم عادية Convertability بمعنى امكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية .
٣. حق التصويت لاختيار مجلس إدارة الشركة .

* تقييم الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل :

هناك عدة مزايا تحصل عليها الشركات التي تلجأ لإصدار الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل ، ومن هذه المزايا :

١. لا يترتب على اصدارهما أي التزام قانوني بدفع توزيعات الارباح اذا لم تتحقق أرباح كافية .
٢. تفادى المشاركة في الأرباح المحققة بما يجاوز النسبة المحددة لهما .
٣. تجنب المشاركة في الرقابة على اعمال الشركة .
٤. لا يوجد تاريخ محدد لرد قيمة الأسهم الممتازة .