

أثر هيكل التمويل على ربحية السهم العادي ومعدلات نمو الوحدات الاقتصادية

بقلم الأستاذ: علي قابوسة - المركز الجامعي بالوادي -

- هيكل التمويل الأمثل ،،

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

إن طريقة التمويل المختارة يجب أن تؤدي إلى تخفيض كلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن (6) ، لأن طريقة التمويل تؤثر على ربحية المشروع وبالتالي على ربحية أسهمه لذا فإنه من الأهمية أن يؤدي اختيار 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 تأثيرها بالرافعة التمويلية للوحدة الاقتصادية التي هي علاقة بين إجمالي الخصوم إجمالي الأصول والتي تكون مرغوبة عندما يكون العائد المتحقق على الأصول أكبر من تكلفة الديون .

- 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 .

أولاً: مصادر الأموال الداخلية ،،،

هي الأموال التي تستطيع الوحدة الاقتصادية الحصول عليها من إمكانياتها الذاتية وتمثل المصادر الداخلية المتاحة أمام الوحدة الاقتصادية بالفقرات الآتية ،،،
* رأس المال ،،

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

والأسهم نوعان ،،

أ- أسهم ممتازة : وهي أسهم لها قيمة اسمية محددة على أصل السهم وأسبقية في الحصول على الأرباح (وفقاً لنسبة عائد من القيمة الاسمية للسهم الممتازة محددة 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)، وتمثل 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 مثبتة على أصل السهم تمثل حق المالكين في رأس المال ، ويتالي في الحصول على الأرباح عن الإعلان عن توزيعها وبعد منح حملة الأسهم الممتازة حصتهم من الأرباح . وكما وان الأسهم العادية قيمة سوقية تحدد بناء على العرض والطلب عليها في سوق الأوراق المالية والذي يعكس مدى الوحدة الاقتصادية في تحقيق الأرباح وقدرتها على النمو والتوسع على تحقيق أهدافها ، وتعد الأسهم العادية أكثر الأسهم المصدرة شيوعاً واستخداماً عند تأسيس الوحدات الاقتصادية.

إن الأسهم التي تصدرها الشركة مقابل حصولها على رأس المال تمثل مصدر التمويل الوحيد المرتبط بحياتها من البداية وحتى نهاية عمرها الاقتصادي وبغض النظر عن شخصية حامل السهم ، لذا فإنه هذا المصدر من التمويل يعد مصدر تمويل طويل الأجل .

كما إن الوحدة الاقتصادية عند الحاجة إلى أموال إضافية خلال حياتها الاقتصادية تستطيع تمويل تلك الحاجة عن طريق زيادة رأس المال بإصدار أسهم لتمويل الزيادة، علي أن تحمل الأسهم المصدرة لتمويل هذه الزيادة نفس القيمة الاسمية للاسهم الاصلية مع إمكانية إصدارها بعلاوة إصدار أو خصم إصدار (8) .

*الأرباح المتراكمة 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 المتراكمة والاحتياطيات تعد مصدرا داخليا وذاتيا لتمويل توسع ونمو الوحدة الاقتصادية .

ثانيا : مصادر الاموال الخارجية ،،

وهي الأموال التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية من مصادر مختلفة خارج الوحدة الاقتصادية والتي تمكن تحديدها بما يأتي ،،

*مصادر التمويل قصيرة الاجل ،،

وتمثل المصادر التي يتم الحصول منها علي الاموال لغرض تمويل الحاجات الموسمية أو قصيرة الاجل والتي ترتبط باستخدام راس 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 علي القروض قصيرة الأجل أسهل من الحصول علي القروض الطويلة الاجل نظرا لقلة الأخطار والقدرة على توقع تلك الأخطار وبالتالي تجنبها .
- ب- عدم توفر مصادر تمويل بديلة .

ت- إمكانية الحصول علي الاموال بدون فائدة .

ويمكن تقسيم مصادر التمويل قصيرة الاجل إلى نوعين هما ،،،

أولاً: الائتمان التجاري ،،

هو ذلك النوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه الوحدة الاقتصادية من خلال حصولها علي

المواد الأولية أو نصف المصنعة أو تامة الصنع بالأجل أو علي الحساب وبدون فوائد لغرض

تصنيعها أو إعادة بيعها ضمن الدورة التشغيلية للوحدة الاقتصادية أو ضمن مدة محاسبة واحدة .

ويستبعد من الائتمان التجاري شراء الأصول الثابتة علي الحساب لأنه يمثل متوسط أو طويل

الأجل .

ويعتبر الائتمان التجاري أكثر أنواع التمويل قصير الاجل استخداما في الوحدات الاقتصادية

وخاصة تلك الوحدات الاقتصادية الصغيرة التي تجد صعوبة في التعامل مع المؤسسات المالية

للحصول علي الاموال .

ويتمتع الائتمان التجاري بالعديد من المزايا منها (10)

أ- الكلفة ،،

حيث إن ليس للائتمان التجاري أعباء إضافية تتحملها الوحدة الاقتصادية عند حصولها

علي الاموال من خلال حصولها علي المشتريات الآجلة لأن الموردين يحددون سعر البيع

لمنتجاتهم لا يتغير بتغير شروط الدفع .

ب- المصدر الوحيد المتاح ،،

إن العديد من الوحدات الاقتصادية تستطيع الحصول علي الاموال من الائتمان التجاري

عندما لا يتوفر مصدر بديل للتمويل ، وعندما يعمل الموردين علي تشجيع عمليات الشراء

بالأجل من خلال منح الخصومات ومنح مدد مناسبة للتسديد .

ت- السهولة،،

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

ث- المرونة ،،

إن الائتمان التجاري مصدر مرن للحصول علي الاموال خاصة للوحدات الاقتصادية ذات النشاط الموسمي ، حيث يمكن زيادة الحصول علي الاموال في أوقات مناسبة لمواجهة طلبات موسمية تساهم في تسديد هذه الأموال وخدمتها . ويوجد ثلاثة أنواع من الائتمان التجاري هي الحساب الجاري والحساب المفتوح والكمبيالات والسندات ، حيث يعد النوع الأول أكثر الأنواع شيوعا واستخدامها في الحياة الاقتصادية وذلك لأنه يقوم علي اتفاق شفهي معززا بفاتورة توضح نوع البضائع وأسعارها وشروط التسديد ومدته

أما إذا تم تعزيز عملية الحصول علي البضائع (الشراء) بالتوقيع علي كمبيالة يسحبها المورد علي الوحدة المشتري 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 المكدور أو من ينوب عنه (11) .

ثانيا : الائتمان المصرفي قصير الأجل ،،

يعد الائتمان المصرفي الذي تمنحه المصارف مصدرا مهما لتمويل المشروعات الاقتصادية التي تحتاج إلي الاموال خلال دورة حياتها الاقتصادية ، والتي تكون فيها الحاجة الاموال في مرحلتي التأسيس والتوسع مرتفعة ثم تبدأ بالانخفاض في مراحل الاستقرار والركود ، حيث تلجأ الوحدات الاقتصادية إلي المصارف للحصول علي الاموال 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 (12)

* الائتمان المصرفي متوسط او طويل الاجل .

ويعرف الائتمان المصرفي قصير الأجل بأنه القروض التي تمنحها المصارف والتسهيلات المصرفية كالسحب علي المكشوف ، والتي لا تتجاوز مدتها السنة الواحدة وتستخدم في تمويل النشاط الإنتاجي وتكون بفائدة سنوية محددة بالاتفاق بين المصرف والوحدة الاقتصادية ، وغالبا ماتحصل الوحدات الاقتصادية علي القروض قصيرة الأجل لتمويل النقص الحاصل في السيولة او تمويل المخزون وخاصة في الوحدات الاقتصادية الصغيرة أو ذات النشاط الموسمي التي تعمل علي سداد القرض وفوائده في مواعيد الاستحقاق باستخدام التدفقات 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 الا أنه هذه القروض تتصف بالتصفية الذاتية حيث يتم تحصيل قيمة القرض وفوائده من خلال التدفقات النقدية التي تتحقق من استخدام القرض في نشاط الوحدة الاقتصادية.

ب- القروض المصرفية المضمونة ،،

وهي القروض التي تحصل عليها الوحدة الاقتصادية بضمان محدد ، يقدم إلي 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 احد الموجودات الثابتة التي تمتلكها الوحدة الاقتصادية ، وغالبا 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 علي الاموال النقدية التي

تستخدم في تمويل المخزون ، وبالتالي الحصول علي 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 الإئتمان المصرفي كما هو الحال في الائتمان التجاري
الذي يرفع حجمه بارتفاع مشتريات الوحدة الاقتصادية (13) .
*مصادر التمويل طويلة الأجل ،،

هي المصادر الخارجية للحصول علي الاموال والتي تمتاز بطول مدة التمويل التي تكون أكبر
من دورة تشغيلية أو مدة محاسبة ، وتستخدم في تمويل الموجودات الاستثمارية طويلة الاجل
.

ويمكن تقسيمها إلى ،،

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 علي الموجودات طويلة
الأجل (الرأسمالية) التي تحتفظ بها الوحدة الاقتصادية لأغراض مزاولة النشاط وليس
للمتاجرة بها.

إن 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 ن أي ان عمر الائتمان الافتراضي أكثر من سنة واحدة ليصل في بعض الأحيان
إلى عشر سنوات أو عشرون سنة كما إن نسبة الفائدة علي الائتمان الافتراضي أكثر من
سنة واحدة ليصل إلى بعض الأحيان إلى عشر سنوات أو عشرون سنة ، كما أن نسبة
الفائدة علي الائتمان طويل الاجل

تكون أكبر من نسبة الفائدة علي الائتمان المصرفي قصير الأجل ، والبعض يقسم الائتمان
المصرفي طويل الاجل إلى ائتمان متوسط الأجل وائتمان طويل الاجل ن علي الرغم من ان

مفهوم كلا النوعين من الائتمان هو واحد باختلاف المدة الزمنية ، حيث تكون المدة الزمنية للأول من أكثر من سنة إلى 5 أو 7 سنوات ن في حين إن المدة الزمنية للنوع الثاني هي أكثر من 7 سنوات .

ثانيا : المستندات ،،،

يعرف المستند بأنه ورقة مالية لها قيمة اسمية ومعدل عائد سنوي أو نصف سنوي وتاريخ استحقاق مثبت علي اصل الورقة ، وأن هذه الورقة تمثل التزام الشركة المصدرة واعترافها بمديونية القيمة الاسمية للورقة والتزامها بتسديد الفوائد المتحققة علي تلك المديونية بتواريخ محددة مع التزامها بسداد قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق .

ولما كان للسند قيمة إسمية فإنه لا بد أن تكون له قيمة سوقية تقل أو تزيد عن القيمة الاسمية للسند ، وتستخدم للتداول في سوق الأوراق المالية (14)

أنواع السندات ،،،

يوجد نوعان من السندات هما ،،،

أ- السندات المضمونة ،

وهي سندات تمنح من يملكها حقا أو امتيازاً معيناً يتمتع به مالك السند ، مثال علي ذلك أولوية السداد قبل الديون الأخرى ، أو حق الرهنية علي احد الموجودات التي تمتلكها الشركة ، بالإضافة إلي حق الحصول علي قيمة السند وعوائده .

ب- السندات غير المضمونة ،

وهي سندات لا تتمتع بأية حقوق أو امتيازات سوى حق الحصول علي قيمة السند وعوائده بتواريخ الاستحقاق .

والسندات يمكن ان تصدر بالقيمة الاسمية مع الخصم أو علاوة إصدار ، أي إصدارها بأقل من القيمة الاسمية للسند والفوائد المترتبة علي تلك القيمة الاسمية قبل الإصدارها 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 ،،

هنالك العديد من العوامل التي تؤثر علي 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 علي 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،

إن ثبات إيرادات الشركة المصدرة للسندات يعد عامل مهم في تحديد قدرات الشركة علي مقابلة التزامها الثابتة نحو حملة السندات.

لأن عدم ثبات الإيرادات يجعل الشركة في وضع قد تعجز به عن سداد تلك الالتزامات مما قد يعرضها إلى إشهار إفلاسها .

ب- تكلفة الاقتراض ،،

إن الإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة مما يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة المدفوعة مما قد يؤدي إلى عدم قدرة الشركة علي قبوله .

ت- القيد القانوني ،،

ويعني خضوع الشركة للقوانين تحد من قدرتها علي إصدار السندات .

ث- قيود ملزمة اتجاه المقرضين ،،

أي وجود التزامات للشركة اتجاه أطراف أخرى مقترضة تحد من قدرتها علي إصدار السندات.

2- العوامل المشجعة لإصدار السندات .

أ- المتاجرة بالملكية ،،

حيث ان عملية التمويل بإصدار السندات يمكن ان تؤدي إلي المتاجرة بأموال الغير عندما تستطيع الشركة تحقيق عائد أكبر من سعر الفائدة المدفوعة علي السند .

ب-الميزة الضريبية ،،

حيث أن سعر الفائدة المدفوع علي السند يعد من المصاريف التي يجوز خصمها من الإيرادات الخاضعة للضريبة .

ت-التكلفة ،،

عادة تكون تكلفة إصدار السندات اقل من تكلفة إصدار الأسهم ، لان هذه التكلفة تتمثل بالفائدة المحددة مسبقا علي السند وهي اقل مما يرغب المستثمرين في الحصول عليه كعائد .

ث-قرار التمويل وربحية السهم العادي ،،

بعد أن استعرضنا أهم مصادر تمويل المتاحة امام الوحدة الاقتصادية خلال دورة حياتها ، فان علي 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، فان تنفيذ قرار التشغيل المناسب يتطلب من الوحدة الاقتصادية دراسة قرارات التمويل التي تحقق أكبر قدر من الربحية للسهم العادي الذي يتأثر بدرجة المخاطرة التمويلية التي ترغب بها الوحدة الاقتصادية، وبناءا علي ذلك ، فإن اختيار مصدر التمويل المناسب يجب أن يدرس علي أساس تأثير ذلك في القرار علي ربحية السهم

العادي عندما لا يتأثر العائد المتوقع من قرار التشغيل بنوع التمويل المطلوب ، وكذلك تأثير ذلك القرار علي معدل نمو الوحدة الاقتصادية .

ولتوضيح ذلك نفترض أن المعلومات الآتية تخص إحدي الشركات الاقتصادية ،،،

1- تتكون حقوق الملكية من رأس المال البالغ (200000) دينار يمثل (10000)

سهم عادي قيمة اسمية (20 دينار) للسهم الواحد .

2- لا يوجد لدي الشركة ديون للغير ، أي أن الرافعة التمويلية للشركة

(إجمالي المطلوبات- إجمالي الموجودات) تساوي صفر .

3- الضريبة علي الدخل (30%) من الدخل الخاضع للضريبة .

4- إن الشركة بصدد توسيع نشاطها ، ولتحقيق ذلك إلي مبلغ (50000) دينار وأمام الشركة بديلين هما ،،

أ- اقتراض المبلغ من المصرف بفائدة (12%) .

ب- إصدار أسهم عادية تحمل نفس القيمة الاسمية للأسهم المصدرة.

5- إن التوسع أعلاه يحقق للشركة أرباح إضافية قبل الضريبة والفوائد بنسبة (30%) من قيمة التوسع (أرباح تشغيلية)

إن اتخاذ الشركة قرار التوسع في نشاطها وهو قرار تشغيلي يحتاج إلي قرار تمويلي لتنفيذه ، وهذا القرار التمويلي متاح أمام الشركة من مصدرين إحدهما خارجي (الاقتراض) والثاني داخلي (إصدار أسهم عادية) .

ولاتخاذ القرار المناسب يجب المفاضلة بين البديلين علي أساس أي البديلين سوف يحقق

ربحية أعلي للسهم العادي وبالتالي زيادة العوائد للمالكين أو المستثمرين في الشركة .

ولتحقيق المفاضلة يجب أولاً إعداد كشف الدخل لتوسيع في ضل الديلين المتاحين وكما يأتي

““

كشف الدخل في ضل البدلين

إصدار أسهم عادية	الاقتراض	البيان
صفر	25 %	الرافعة التمويلية
15000	15000	الأرباح قبل الضريبة والفوائد (50000*30 %)
-	6000	تطرح الفوائد علي الديون (50000*12 %)
15000	(9000)	الأرباح قبل الضريبة وبعد الفوائد
(6000)	(3600)	تطرح الضريبة 40%"
9000	5400	الأرباح القابلة للتوزيع

مما تقدم نلاحظ ان البديل أصدر أسهم عادية أدي إلي تحقيق دخل أكبر من البديل الثاني وهو الاقتراض ، وأن هذا سوف يؤدي إلي زيادة ربحية السهم العادي في ظل إصدار أسهم عادية علي 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 العادي) .

= (10000/5400) 0.54 دينار نصيب السهم الواحد .

عدد الأسهم المصدرة في بديل إصدار أسهم عادية هو .

12500 * (20/50000 + 10000)

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 البدلين والاقتراض أعلاه .

كشف الدخل في ظل البدلين

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

إن انخفاض سعر الفائدة ادي إلى زيادة ربحية السهم العادي في ظل بديل الاقتراض وبالتالي أصبح هذا 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 المحتملين، مع ملاحظة أن مؤشر الربحية هو احد أدوات المفاضلة وليس الأداة الوحيدة .

ج- قرار التمويل ومعدل نمو الوحدة الاقتصادية ،،

إن احدي أهداف الوظيفة المالية هي تعظيم قيمة الوحدة الاقتصادية في الاستمرار بعملها (البقاء) وقدرتها علي التطور، ولتحقيق ذلك يجب أن تنمو حقوق الملكية بشكل مستمر مما يؤدي غلي تعظيم الثروة .

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

1- التوزيعات النقدية للمستثمرين من الأرباح المتحققة .

2- الفوائد المحققة علي الديون الواجبة السداد .

3- الضرائب المفروضة علي الدخل القابل للتوزيع .

وباستخدام المعلومات الواردة في المثال السابق ، فإن معدل نمو الشركة في ظل البديلين يمكن احتسابه من خلال المعادلة الآتية ،،

$$ن = أ (1 - ض) \{ ع + (ع - ف) م / ح \}$$

حيث أن : ن = معامل النمو .

ع = العائد علي الاستثمار (نفترضه 15%)

أ = نسبة المحول من الأرباح المحتجزة (نفترضه 60 %)

ف = الفوائد علي 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 أسهم عادية

$$ن = 0.60 (1 - 0.40) \{ 0.15 + (0.15 - \text{صفر}) / 200000 \} = 0.054 = 5.4\%$$

وهذا يعني في ظل البديلين حققت الشركة معدل النمو متقارب إلا ان هذا المعدل كان اكبر في ظل بديل الاقتراض عنه في بديل غصدار أسهم عادية علي الرغم من ان ربحية السهم العادي في ظل بديل الاقتراض كانت أقل عنها في بديل إصدار الاسهم .

أما إذ كان سعر الفائدة السائد في سوق هو (5 %) فان معدل النمو في ظل بديل الاقتراض يكون.

$$ن = 0.60 (1 - 0.40) \{ 0.15 + (0.05 - 0.15) / 50000 \} = 0.063 = 6.3\%$$

أما في ظل بديل إصدار أسهم فهو لم يتأثر (5.4 %) وهذا يعني ان انخفاض الفوائد علي القروض يؤدي إلي تفضيل بديل الاقتراض لأنه يحقق ارتفاع معدل النمو بالاقتراض لأنه يحقق ارتفاع ربحية السهم العادي .

الخاتمة

بعد دراستنا لهيكل تمويل الوحدة الاقتصادية وبيان مدى تأثير مصادر التمويل علي تركيبه ذلك الهيكل ، تبين لنا انه في ظل انخفاض معدلات الفوائد المتحققة علي الديون تحقق الوحدة الاقتصادية ارتفاعا في ربحية الأسهم العادية ومعدلات النمو عندما يكون اختيارها

لمصادر التمويل الخارجي كبديل مناسب للتمويل الداخلي هو البديل الأفضل علي الرغم من الانخفاض النسبي في معدلات النمو مع افتراض ان معدل العائد علي الاستثمار والأرباح التشغيلية لن تتأثر بنوع مصدر التمويل .

إن اختيار المصدر التمويل المناسب يفرض علي الوحدة الاقتصادية الاهتمام بتركيبة هيكل التمويل التي تحقق لها افضل معدل للنمو وفي نفس الوقت تزيد من العوائد المتحققة علي اسمها المصدرة مما يؤدي إلي إقبال المستثمرين علي أسهم الوحدة الاقتصادية ، وينعكس ايجابيا علي القيمة السوقية لأسهمها ، وعلي ثقة المقرضين والجهات المتعاملة معها .

المراجع المعتمدة :

-
- 1- Weston and BRIGHAM /MANAG ERIAL
FINA NCE . HOLT RI NCHART AND
WINSTON . INC . 4ND. ED .NY .1975. P 251
 - 2- ROPERT W . GOHNSON /FINANCIAL MANAGEMENT
ALLYN AND BACON IND. 3RD . ED . N.Y .1970 .
 - 3- MEIGS . GOH SON AND MEIGS / ACCOUNTING . THE
BASIS FOR BUSIN ESS DECISION . 4 TH ED .MC GRAW
– HILL BOOK CO .NY. 1977 .
 - 4- VISCIONE AND OTH ERS / CONTEMBORATY
FINANCIAG MANAGEMENT . MC GRAW –HILL BOOK
CO . N Y .1987.

5- جميل احمد توفيق : أساسيات الإدارة المالية ، دار النهضة العربية ، بيروت ، ص 301 .

- 6- عبد الحميد مصطفى أبو ناعم : أساسيات الإدارة المالية (1) ، الدار العربية للنشر والتوزيع ، القاهرة ، 1992 ، ص 195 .
- 7- سمير منير عبد الملك الشماع : تحليل القوائم المالية ، مسودة كتاب غير منشور ، بغداد ، 1996 .
- 8- محمود عبد الحفيظ المغيوب : أساسيات الإدارة المالية ، منشورات كلية المحاسبة / غريان ، 1991، ص ، 217 .
- 9- د ، خير علي الجزيري : التخطيط المالي ومصادر تمويل المشروعات ، القاهرة ، 1994 ، ص 270 .
- 10- محمود عبد الحفيظ المغيوب ، مرجع سابق ص 221
- 11- جميل احمد توفيق ، مرجع سابق ص 364 ص 367 .
- 12- خير علي الجزيري مرجع سابق ص 191 .
- 13- عدنان هاشم رحيم السامرائي مرجع سابق ص 25 .
- 14- محمود عبد الحفيظ المغيوب مرجع سابق ص 209 .
- 15- جميل أحمد توفيق . مرجع سابق ص 394.
- 16 - عدنان هاشم رحيم السامرائي مرجع سابق ص 45 .