

جامعة تكريت
كلية الإدارة و الإقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية

مادة

تمويل الشركات الكورس الثاني

مدرس المادة

م . محمد عبد الكريم احمد

الفصل الاول

إدارة رأس المال العامل:

ينظر إلى هذه الإدارة على أنها تلك الإدارة التي تتعامل مع القرارات المتعلقة بالموجودات والالتزامات قصيرة الأجل وأن الهدف منها هو ضمان استمرارية العمليات التشغيلية للشركة وتوفير تمويل كافي لتغطية كل تدفق نقدي من الالتزامات قصيرة الأجل المستحقة والمصاريف التشغيلية المتوقعة

و من الواجبات الرئيسية المالية لأية مؤسسة المحافظة على كم مناسب من السيولة لضمان قيامها بالوفاء بالتزامها في مواعيدها . و من المتطلبات الرئيسية لتحقيق هذه الغاية المحافظة على كمية مناسبة من الأصول المتداولة ذات النوعية الجيدة، و بشكل خاص الحسابات المدينة و البضاعة، اضافة الى السيطرة على الحسابات الدائنة و مراقبتها و التأكد من أن هناك فارقا مناسباً بينها و بين الأصول المتداولة ضمن الحد الذي يضمن عدم تعرض المؤسسة لمخاطر الفشل في الوفاء بالتزاماتها على المدى القصير بالدرجة الأولى اما بالنسبة لإدارة رأس المال العامل تعرف بأنها: عبارة عن مجموعة القرارات الإدارية المتعلقة بالمستويات المستهدفة للاستثمار بكل مكون من مكونات الموجودات المتداولة وكيفية تمويل هذا الاستثمار، من أجل تحقيق التوازن بين السيولة والربحية بما يضمن تعظيم قيمة الشركة.

أهمية إدارة رأس المال العامل:

ينظر المحللون إلى رأس المال العامل كمؤشر على فاعلية الشركة في إدارة سيولتها وعملياتها التشغيلية، فأن قل رأس المال العامل دل ذلك على ضعف قدرة الشركة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل وبالتالي زيادة مستوى مخاطر سيولتها، وبالعكس من ذلك أن زيادة رأس المال العامل بشكل كبير دليل على أن الشركة غير فعالة في إدارة عملياتها التشغيلية، إما بسبب قلة المبيعات، أو أنها لا تقوم بتحصيل ديونها في الوقت المحدد .

ان أهمية رأس المال العامل للمؤسسة تمكنها من العمل و الاستمرار، و يكون رأس المال العامل نسبة هامة من موجودات المؤسسات، و قد تصل في معدلها هذا الى ما يقارب 40 % من هذه الموجودات لدى المؤسسات الصناعية و ما يقارب 60 % من موجودات مؤسسات البيع بالجملة و المفرد

هذا و لا يعتبر صافي رأس المال العامل مهما لغايات المؤسسة الداخلية و حسب، بل هو مهم أيضا لغاياتها الخارجية، لأنه يعبر عن مدى مخاطر المؤسسة و قدرتها على مواجهة التزاماتها، فكلما تعزز صافي رأس المال العامل زادت الثقة في قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها و العكس صحيح . و لأن صافي رأس المال العامل هو أحد مقاييس مخاطر المؤسسة، لذا نجده يؤثر في قدرة المؤسسة على الإقراض . هذا و كثيرا ما تنص اتفاقيات القروض مع البنوك على ضرورة محافظة المؤسسة على حد معين من صافي رأس المال العامل، و يعتبر مخالفة ذلك مبررا للتسارع في استحقاق القرض .

السياسات البديلة للاستثمار في رأس المال العامل:

نظراً لأهمية إدارة رأس المال العامل فالشركات بحاجة لوضع سياسات واضحة لحجم الاستثمار في مكوناته المختلفة ليتسنى لها بعد ذلك تحديد حجم التمويل المطلوب من المصادر قصيرة وطويلة الأجل و قد قسم علم الإدارة المالية مستويات يطلق عليها السياسات البديلة الاستثمارية في الموجودات المتداولة إلى ثلاث مستويات في رأس المال العامل وهي:

1 - السياسة المتحفظة أو المترهلة: تتسم هذه السياسة باستثمار كبيرة في كل من النقد، والاوراق المالية القابلة للتسويق، والمخزون، كما تعتمد الشركة استنادا لهذه السياسة على بيع منتجاتها بالأجل، الأمر الذي يترتب عليه ظهور مستوى عالٍ من الحسابات المدينة، وبمقتضى هذه السياسة يتم تخفيض مخاطر السيولة و عجز المخزون، لكن في المقابل تعمل على تخفيض الربحية

2 - السياسة المقننة: ويطلق عليها اصطلاحاً السياسة الرشيقية، وبموجب هذه السياسة فإن الاستثمار في كل من النقد، الاستثمارات القابلة للتسويق، المخزون والحسابات المدينة يكون في حدوده الدنيا بالنسبة للمبيعات، وبالتالي هذه السياسة تعرض الشركة للمخاطر بسبب العجز الذي يحصل سواء كان في النقدية أو المخزون الذي بدوره يؤدي إلى تعطيل العمل وتذمر الزبائن بالإضافة إلى مشكلات مالية خطيرة على المدى البعيد)

3 - السياسة المعتدلة: تقع هذه السياسة بين كل من السياسة المترهلة والسياسة المقننة، حيث تتسم بالاعتدال عند استثمارها في المكونات المختلفة من الموجودات المتداولة .

ومن ناحية اخرى تتضمن السياسات المتعلقة برأس المال العامل قرارات تتعلق بالموجودات المتداولة، و المطلوبات المتداولة من النواحي التالية :

1- عناصر تكوينها .

2- كيفية استعمالها .

3- أثر تركيبتها على المخاطر و المردود .

و تعتبر سياسات رأس المال العامل الناجحة ضرورية لنمو المؤسسة على المدى الطويل و بقائها . فان لم يتوافر لدى المؤسسة رأس المال العامل اللازم لزيادة الإنتاج و المبيعات، فقد تفوتها فرص زيادة المبيعات و زيادة الأرباح .

تكلفة الاستثمار في رأس المال العامل:

لا يتم الاختيار أو المفاضلة بين تلك السياسات اعتباطاً أو بشكل جزافي، فلكل سياسة استثمارية للموجودات المتداولة تكلفة ومنفعة خاصة . مما يؤثر تبعاً على ربحية الشركة، وهذا يعني ان إدارة الشركة لها حكمة في اختيار سياستها الاستثمارية.

كما ويمكن تقسيم تكايف الاستثمار في رأس

المال العامل إلى ثلاث أقسام وهي:

1- **التكلفة التشغيلية:** وتتمثل في كل ما يضحى به من أجل الحصول والمحافظة على الموجودات المتداولة متمثلة في تكلفة التخزين، تأمين المخزون، تكلفة تحصيل الديون وغيرها.

2- **التكلفة التمويلية:** وهي تكلفة الحصول على الأموال المطلوبة لتمويل الاستثمار في رأس المال العامل، سواء كان هذا التمويل مقترض أو ممتلك، وتتنصر تكلفة التمويل المقترض بمعدل الفائدة، أما تكلفة التمويل الممتلك هو معدل العائد المطلوب للمالك.

3 - **تكلفة الفرصة البديلة:** هي تكلفة الفرصة التي يتم فقدها نتيجة اتخاذ قرار لصالح بديل معين مقابل إهمال قرار بديل منافس له، فعند اتخاذ قرار لصالح بديل معين يتم التخلي عن منافع بديل آخر ومن ثم تخسر المنشأة الفرصة التي يحققها ذلك البديل فلكل بديل صافي محصلة من منافع وتكاليف، وصافي هذه المنافع تمثل تكلفة الفرصة البديلة التي يجب مراعاتها عند اتخاذ القرار

فمن المعروف أن العائد من الاستثمارات قصيرة الأجل كالموجودات المتداولة يتميز بالانخفاض متمثلاً ذلك في العلاقة العكسية بين السيولة والربحية، وبالتالي زيادة استثمار أموال الشركة في الموجودات المتداولة يفقد الشركة فرصة الحصول على العائد المتوقع من الاستثمارات طويلة الأجل ذات العائد المرتفع والتي يمكن للشركة استثمار تلك الأموال بها كفرصة بديلة عن الاستثمارات قصيرة الأجل.

تتضمن قرارات الاستثمار في رأس المال العامل أو ما يعرف أحياناً باسم الاستثمار قصير الأجل على عدة قرارات متعلقة بمستويات الاستثمار في مكونات الموجودات المتداولة للمنشآت من نقد وشبه النقد، بضاعة آخر المدة، الذمم المدينة وموجودات متداولة أخرى، كما ويمثل هذا الاستثمار أهمية قصوى في تشغيل الموجودات الثابتة للشركة

وتغطية احتياجاتها التشغيلية وما لذلك من أثر مباشر في توليد المبيعات ومن ثم تحقيق الأرباح .

إن تحديد مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة يمثل عملية مبادلة ما بين المخاطرة والعائد وبالتالي مثل هذا القرار يعتمد على المفاضلة بين المخاطر والعوائد الخاصة بالإدارة، فعندما يكون مستوى الاستثمار في الموجودات المتداولة كبيراً ، أي أن نسبة الموجودات المتداولة إلى المبيعات أو إلى الموجودات الثابتة عالية، ذلك يعني أن الشركة تتبع سياسة رأس مال متداول تقلل من المخاطر (مخاطر السيولة) ولكنها تقلل من الربحية أيضاً ، وهذه المفاضلة تؤخذ بعين الاعتبار عند تحديد المزيج التمويلي لهذا الاستثمار قصير الأجل وما لذلك أيضاً أثر على سيولة وربحية الشركة.

: عوامل الاستثمار في رأس المال العامل :

يتأثر كل من حجم وطبيعة الاستثمار في الموجودات المتداولة لأية مؤسسة بمجموعة من العوامل المختلفة من ضمنها :

- 1- طبيعة منتجات المؤسسة .
- 2- طول الدورة التشغيلية .
- 3- حجم المبيعات .
- 4- سياسة الاحتفاظ بالبضاعة .
- 5- سياسة الائتمان .
- 6- كفاءة إدارة الموجودات المتداولة .

إجمالي رأس المال العامل:

يعرف إجمالي رأس المال العامل بأنه مجموع استثمارات المؤسسة في الأصول المتداولة، أي تلك الأصول التي يتوقع تحويلها إلى نقد خلال سنة، وهذه الأصول تشمل النقد، الأوراق المالية، الحسابات المدينة والبضاعة)

صافي رأس المال العامل:

هو عبارة عن الفرق الإيجابي بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة، وتكمن أهمية هذا التعريف في كونه يعطي مقياساً كمياً واضحاً لدرجة الثقة في مقدرة الأصول المتداولة على الوفاء بالالتزامات قصيرة الأجل .

وصافي رأس المال العامل ممكن أن يكون سالب في حال أن التزامات الشركة المتداولة أكثر من أصولها المتداولة. كما يرى الباحث بأن قيمة صافي رأس المال العامل الموجبة تعبر عن مقدار التمويل طويل الأجل الذي تستخدمه الشركة في تمويل موجوداتها المتداولة سواء كان هذا التمويل مقترض أو ممتلك، ويحسب صافي رأس المال العامل بالمعادلة التالية:

صافي رأس المال العامل = الموجودات المتداولة – الالتزامات المتداولة

صافي رأس المال العامل التشغيلي:

هو عبارة عن الأصول التشغيلية المتداولة مطروحاً منها الالتزامات التشغيلية المتداولة وتحسب وفق التالية المعادلة :

صافي رأس المال العامل التشغيلي = (النقدية المطلوبة للتشغيل + الذمم المدينة + المخزون -) (الذمم الدائنة + المصاريف المستحقة) .

تعتبر الاستثمارات قصيرة الأجل في الأوراق المالية ليست ضمن الأصول التشغيلية بل هي فائض نقدي تم استغلاله في استثمارات مالية ليتم الاستفادة منه بدلاً من تعطيله.

الفصل الثاني

أساسيات حول تكلفة رأس المال

تعتبر تكلفة رأس المال ذات أهمية بالغة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية للمؤسسة باعتبارها تبرز العائد الناتج عن الأموال المستخدمة .

مفاهيم تكلفة رأس المال :

تعرف على انها متوسط معدل المردودية الأدنى الذي يلتزم به المستثمرين عند الحصول على التمويل المطلوب لمشاريعهم الاستثمارية أي أن تكلفة رأس المال عبارة عن : المتوسط الحسابي المرجح لمختلف مصادر التمويل الدائمة في المؤسسة أو الهيكل التمويلي لها، وهذا يتطلب:

- تحديد تكلفة مختلف مصادر التمويل المستعملة من المؤسسة.

- بعدها يتم تقدير تكلفة رأس المال عن طريق حساب متوسط التكلفة المرجحة ، للحصول على تكلفة التمويل النهائية .

إن تكلفة رأس المال عبارة عن "تكلفة المزيج الذي يتكون منه هيكل رأس المال أي الخليط المكون لمصادر التمويل طويل الأجل، المتمثل في الاقتراض طويل الأجل و السندات و الأسهم الممتازة و حقوق الملكية المتكونة من الأسهم العادية و الأرباح

المحتجزة

انطلاقاً من التعريف السابق نستطيع القول بان تكلفة رأس المال تعتمد على طبيعة مصادر التمويل من جهة و تكلفة كل مصدر من جهة أخرى. و نظراً لان مصادر التمويل المختلفة نادراً ما تكون متساوية لذلك **تعرف تكلفة رأس المال بأنها تكلفة كل عنصر من عناصر التمويل مرجح بوزنه النسبي في القيمة السوقية للمؤسسة .**

أهمية تقدير تكلفة رأس المال

إن اي استثمار يتطلب معرفة التكلفة التمويلة ومقارنتها بمعدل العائد المتوقع ، حيث إن الاستثمار الذي لا يحقق عائد يساوي على الأقل تكلفته يجب رفضه .

وعموماً فإن حساب تكلفة لرأس المال يحقق للمؤسسة عدة فوائد : أهما

1- حساب تكلفة رأس المال لكل عنصر من عناصر التمويل يساعد الإدارة المالية على اختيار المصادر المناسبة والتي تحمل المؤسسة اقل تكلفة واكبر عائد.

2 - تستخدم تكلفة رأس المال كمعيار في المفاضلة بين المشاريع الاستثمارية ، حيث يتم قبول المشروع إذا كان معدل العائد الداخلي يزيد عن تكلفة رأس المال من جهة ويكون اكبر من باقي المعدلات الأخرى للمشاريع .

3- تعتبر تكلفة رأس المال عنصراً هاماً في اتخاذ الكثير من القرارات المالية ، كالقرارات المتعلقة بالاستئجار و استرداد السندات ، وسياسة رأس المال العام .

4- لتعظيم قيمة المؤسسة يجب إن تكون تكلفة مختلف عناصر التمويل في حدودها الدنيا ، بغرض تخفيض تكلفة التمويل و هو ما يتطلب حساب تكلفة رأس المال

ومن اجل الوصول إلى تكلفة رأس المال للمؤسسة ككل لابد من توفر ثلاث شروط:

- إن تكون جميع الاقتراحات الاستثمارية على نفس درجة من المخاطر .

- إن تتماثل من حيث الخصائص .

- إن يكون تنفيذ أي اقتراح من الاقتراحات المعرضة لا يغير من مستوى مخاطر المؤسسة ككل

مما سبق يتضح لنا ان إن تكلفة رأس المال أهمية بالغة في ترشيد قرارات المؤسسة التمويلية ، كما تعتبر معياراً أساسياً في تقييم المشاريع الاستثمارية .

2 - العوامل المؤثرة في تكلفة رأس المال

تتأثر تكلفة رأس المال بالعديد من العوامل ، منها عوامل عامة ، ومنها المتعلقة بكل عنصر من عناصر الهيكل المالي ، بالإضافة إلى بعض العوامل غير نظامية .

العوامل العامة :

إن هدف أي مستثمر من وضع أمواله في المؤسسة هو حصوله على عائد مقابل استثماراته ويمكن تصنيف هذه العوائد على النحو التالي :

- عائد مقابل عنصر الزمن لتعويض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله في منافع حالية ، نتيجة لتوجيه تلك الأموال نحو الاستثمار ، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر إن يحصل عليه .

ولو استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي نوع من المخاطر ، كالأستثمار في السندات الحكومية التي لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة ، وهو ما يطلق عليه معدل العائد من الخطر ، ويتوقف هذا العائد على الحالة الاقتصادية ، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر والعكس صحيح.

- عائد كتعويض عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته ، ويطلق عليه بدل المخاطر إذ تتعلق بالمخاطر المرتبطة بالمؤسسة ذاتها.

ب - العوامل الخاصة بكل عنصر:

ترتبط هذه العوامل بقرار المؤسسة بشأن هيكل رأس المال ، أي تحديد مصادر التمويل الطويلة الأجل التي تلبي احتياجاتها الاستثمارية ، ونظرا للخصائص المميزة لكل مصدر فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها تكون مختلفة ومتفاوتة ، فالمقرضون هم عرضة للمخاطر أكثر من حملة الأسهم إذ، لهم الحق في الحصول على العوائد بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للربح أو الخسارة ، كما لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم في

حالة التصفية أو الإفلاس إما، حملة الأسهم العادية فيتحملون الجزء الأكبر من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة (العائد الذي سيتحصل عليه المستثمرون) يتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل، فمن المتوقع أن يكون الافتراض أقل المصادر التمويل تكلفة والأسهم العادية أكثرها تكلفة .

-ج العوامل غير النظامية :

تتمثل العوامل غير النظامية فيما يلي :

- **هيكل التكاليف** : كلما ارتفعت التكاليف الثابتة ، كلما زادت حساسية المؤسسة للظروف الاقتصادية وهو ما يؤدي لارتفاع تكلفة رأس المال

- **الحساسية للظروف الاقتصادية الكلية** : هناك بعض القطاعات تكون حساسة جدا للظروف الاقتصادية ، كقطاع النقل فتكون تكلفة رأس ماله مرتفعة على خلاف بعض القطاعات الأخرى التي تكون ذات حساسية ضعيفة ، وبالتالي تكون تكلفة رأس المال جد منخفضة .

- **خصوصية النشاط** : تختلف تكلفة رأس المال حسب نوعية النشاط ، فإذا قارنا بين قطاع العقار وقطاع الصناعة ، فيعتبر هذا الأخير أكثر عرضة للمخاطر .

- **معدل نمو الناتج** : تؤدي زيادة النمو إلى زيادة المخاطر من خلال الارتفاع في حساسية تغيرات السوق و إدارة رأس المال العامل هي عملية مستمرة تتضمن العديد من العمليات و القرارات اليومية التي تحدد ما يلي :

1- مستوى استثمار المؤسسة في الموجودات المتداولة .

2- نسبة الدين قصير الأجل و طويل الأجل الذي ستستعمله المؤسسة لتمويل الموجودات .

3- مستوى الاستثمار في كل بند من بنود الموجودات .

4- مصادر التمويل و كيفية توزيعها بين مختلف المصادر .

5- يختلف الاستثمار في الموجودات المتداولة عن الاستثمار في الموجودات الثابتة في مدى الإطار الزمني اللازم لاستعادة الأموال المستثمرة في أصل معين؛ ففي حالة الاستثمار في الموجودات الثابتة مثل الأرض و الأبنية و الآلات، فان المؤسسة تحتاج الى سنوات عديدة لاستعادة ما أستثمر، في حين يتم تصفية المستثمر في الموجودات المتداولة خلال فترة قصيرة تعتمد في طولها على طول الدورة التجارية للمؤسسة .

المستوى الأمثل للاستثمار في رأس المال العامل :

المستوى الأمثل للاستثمار في رأس المال العامل هو ذلك الذي تتعظم في ظلّه ثروة المالكين، أي زيادة القيمة الحالية للمؤسسة، و حيث أن مثل هذه النتيجة هي محصلة لمجموعة من العوامل منها المبيعات و التدفقات النقدية و درجة الرفع المالي و التشغيلي، لذا نستطيع القول بأنه لا توجد سياسة للاستثمار في رأس المال العمل وحيدة و مثلى لجميع المؤسسات .

تمويل رأس المال العامل :

يمول رأس المال العامل عادة من تركيبة مناسبة من الديون قصيرة الأجل و طويلة الأجل، و تعتبر النسبة التي يمزج بها هذان المصدران من أهم الأمور التي تستحوذ على اهتمام الإدارة المالية للمؤسسة، لأنها تتضمن الكثير من المفاضلة بين العوائد و المخاطر .

و مصادر التمويل طويلة الأجل أكثر كلفة من مصادر التمويل قصير الأجل، لكن مخاطر التمويل قصير الأجل أعلى من مخاطر التمويل طويلة الأجل بسبب الحاجة المتكررة الى تسديده و استبداله بدين جديد خلال فترة قصيرة، الأمر الذي يخلق حاجة شبه مستمرة للاقتراض، و هذه الطلبات المتكررة قد تصعب تلبيتها لأسباب تتعلق بالمؤسسة نفسها أو لأسباب تتعلق بظروف السوق.

الفصل الثالث:

الرافعة

(ويشمل مفهوم الرفع ثلاثة مجالات هي الرفع المالي، والرفع التشغيلي والرفع الكلي
أو الرفع المشترك.)

الرافعة المالية

يقصد بالرافعة المالية مدى اعتماد المنشأة على الاقتراض من المؤسسات المالية
والمصرفية في سد احتياجاتها المالية . أي درجة اعتماد المنشأة في تمويل أصولها من
مصادر تمويل ذات دخل ثابت سواء كانت قروض أو سندات وغيرها من طرق التمويل
المتعارف عليها . ما ينعكس على الأرباح التي يحصل عليها الملاك ومن ثم ينعكس على
درجة المخاطرة التي يتعرضون لها من اثر استخدام أموال الغير لتحقيق أكبر عائد ممكن
للمساهمين وتقيس الرافعة المالية اجمالي الالتزامات الطويلة والقصيرة الأجل الى اجمالي
الموجودات وللرافعة المالية ارتباط بهيكل تمويل المنشأة فكلما اعتمدت المنشأة على
مصادر خارجية في التمويل ازدادت الرافعة المالية وتصبح الرافعة المالية فعالة اذا
استطاعت المنشأة استثمار الأموال المقترضة بمعدل أعلى من تكلفة الأموال المقترضة
وإذا لم تتمكن المنشأة من تحقيق ذلك فإنها تتعرض لمخاطر كبيرة وتحقق خسائر في
المستقبل مما يدفعها الى محاولة الحد من الرفع المالي بسبب الانعكاس السلبي على نتائج
الأعمال .

والرافعة المالية هي استخدام كمّية صغيرة من شيء واحد من أجل التحكّم بكمّية أكبر من شيء آخر. كأفراد، نستعمل الرافعة المالية الى حدّ ما في جزء من حياتنا اليومية.

على سبيل المثال، عندما تشتري منزل بواسطة قرض، تكون في الواقع في صدد إخضاع رصيدك الشخصي الى رافعة مالية. لنقل أنّك ترغب بشراء منزل بقيمة 200,000 دولار ولكنك لا تملك هذا المبلغ نقدًا. فنقوم بتسديد دفعة أولى بقيمة \$40,000 أي ما يساوي 20% من سعر المنزل وتقوم بعدها بتسديد دفعات منتظمة الى المصرف. في هذه الحالة، أنت تستخدم مبلغ صغير من النقود (\$40,000) من أجل التحكّم بأصول أكبر (منزل بقيمة \$200,000).

في سوق الأسهم، يسمح لك العديد من حسابات الهامش بإخضاع عمليات شراء الأصول لرافعة تصل الى 2. لذا إذا كنت تملك \$50,000 كوديعة في حساب هامش، يسمح لك التحكّم ب \$100,000 من الأصول.

كيف يتم احتساب الرافعة المالية الفعّالة؟

من أجل تحديد حجم الرافعة المالية الفعّالة، نقوم بكلّ بساطة بقسم الأصول الأكبر على الأداة الأصغر. فعلى صعيد مثال المنزل الوارد أعلاه، قسمنا قيمة المنزل على الأسهم في المنزل، ما يعني أنّ المنزل خضع لرافعة مالية تصل الى 5 مرّات.

$$(\$40,000 / \$200,000 = 5 \text{ مرّات}).$$

في مثال سوق الأسهم، وصلت الرافعة الى مرّتين. ($\$50,000 / \$100,000 = 2 \text{ مرّتين}$).

ثمّة معادلة بسيطة لتحديد الرافعة المالية الفعّالة التي تتماشى مع حسابك. هذه المعادلة هي الآتية:

$$\text{إجمالي حجم الموقع/أسهم الحساب} = \text{الرافعة المالية الفعّالة}$$

مثال:

الآن لنأخذ تاجر افتراضي ونحتسب الرافعة المالية الفعّالة في حساب الفوركس خاصّته. لنعتبر أنّ تاجر يملك في حسابه \$10,000 ولديه ثلاثة مواقع مفتوحة كما هو ظاهر أدناه:

20,000 عقد بيع اليورو/دولار 40,000 عقد شراء الدولار/كندي

10,000 عقد شراء الأسترالي/ين

إنّ الحجم الإجمالي لمواقع التاجر هو 70,000 (10,000+40,000+20,000)

مع استخدام المعادلة الظاهرة أعلاه، تصل الرافعة المالية الفعّالة التي يستخدمها التاجر الى 7 مرّات (70000 حجم الموقع/\$10000 الرصيد في الحساب = 7 مرّات)

كيف أعرف ما هي نسبة الرافعة المالية التي يجب استعمالها؟

ثمّة علاقة بين الرافعة المالية وتأثيراتها على حساب تداول الفوركس. كلّما ارتفعت نسبة الرافعة المالية المستعملة، كلّما برزت أكثر تأرجحات (صعوديه وهبوطيه) في الرصيد. كلّما كانت نسبة الرافعة المالية المستخدمة أصغر، كلّما كانت التّأرجحات في حسابك أدنى (سواء أكانت صعودية أم هبوطية). و نحن ، عادة ما نتحدّث عن استخدام رافعة مالية فعّالة أقلّ من 10 مرّات.

بما أنّك قادر على استعمال نسبة أكبر من الرافعة المالية في حسابك، لا يعني ذلك أنّك ترغب باستخدامها كلّها أو جزء منها. اعتبرها كالسيارة أو الدراجة النارية. فقط لأنّ السيارة تصل سرعتها الى 200 ميل في الساعة، لا يعني ذلك أنّه ينبغي عليك بالضرورة القيادة بهذه السرعة. كلّما زادت سرعتك، كلّما تنامت فرص وقوع حادث. لذلك، تواجه مخاطر أكبر بالإصابة جسدياً عند السرعات الأعلى والرافعة المالية هي شبيهة بهذا الأمر. الرافعة الأعلى تضع حساب تداولك في خطر.

لماذا يشجع البعض الرافعة الأدنى؟

عندما نستخدم رافعة مالية مفرطة، بإمكان بعض التجارات القليلة الخاسرة موازنة العديد من التجارات الرباحة.

مثال

لنبدأ الشرح بمثال توضيحي:

لنفترض انك ترغب بالاستثمار في عقار ما والذي تتوقع ان يرتفع سعره خلال شهرين بنسبة 20% ولكنك لا تملك قيمة هذا العقار وانما تملك مبلغا يعادل 10% من قيمة العقار ما يمكن ان تقوم بعمله في هذه الحالة هو التوجه الى احد البنوك وطلب قرض تغطي به قيمة العقار حيث ستشتري العقار واذا ما ارتفع سعره فستقوم ببيعه لاحقا وسداد قيمة القرض وتحقيق ربح يعادل 20% من قيمة العقار وعمليا يعادل 200% من قيمة رأس المال الذي تمتلكه

لتوضيح اكبر بالأرقام فلنفترض ان رأس مالك هو 10,000 دولار وقيمة العقار هي 100,000 دولار في هذه الحالة انت تشتري العقار بعد حصولك على قرض بقيمة 100,000 دولار وعندما يرتفع العقار 20% تقوم ببيعه بمبلغ 120,000 دولار وتغطي القرض البالغ 100,000 دولار وتكون قد حققت ربحا بقيمة 20,000 دولار اي ما يعادل 200% من قيمة استثمارك الحقيقي وهو 10,000 دولار

ولكن هل سيقوم البنك بمنحك القرض دون تأمين؟ بالطبع لا...

البنك سيطلب منك بداية رهن العقار. كما وسيطلب تأمين في حال انخفاض سعر العقار. وفي هذه الحالة سيكون قيمة رأسمالك البالغ 10,000 دولار هي التأمين الذي سيبقيه البنك لديه كتأمين ان انخفض قيمة العقار ليقوم ببيع العقار المرهون واكمال قيمة القرض من التأمين ورد المتبقي اليك.

وفي زمن اصبحت فيه العملات ايضا يتم التعامل بها تماما مثل التعامل بالعقارات اي انها اصبحت تباع وتشتري ويمكن تحقيق الربح بها بدأت البنوك بمنح تسهيلات على شكل قروض مقابل رهن العملة المشتراة لديها بالاضافة الى التامين وبدأ يظهر لدينا مبدأ الهامش او ما يعرفه الاغلب بالمارجن (Margin) وهو عبارة عن التامين الذي تبقيه لدى البنك مقابل القرض الذي تحصل عليه بعملة معينة لتقوم ببيعها وشراء عملة أخرى ببقائها البنك لديه (يرهنها) حتى تقوم ببيعها اما بربح او بخسارة وفي حال الربح فسيقوم البنك بالإفراج عن تأمينك الذي قمت بوضعه مضافا اليه القيمة التي ربحتها وفي حال الخسارة سيقوم البنك بخصم الخسارة من التامين والافراج عن المبلغ المتبقي.

ويتم العمل بهذه الطريقة بشكل منظم حيث يسمح البنك لك بالحصول على قرض يعادل اضعافا محددة من قيمة التامين الذي تضعه بمعنى آخر اذا قمت بوضع تأمين بقيمة 10,000 دولار يمكنك الحصول على قرض يعادل 100 ضعف تأمينك اي يمكنك الحصول على مليون دولار كقرض ولكن لن يكون بإمكانك الحصول عليه نقدا وانما سيكون هذا القرض مشروطا بشرائك لعملة اخرى يبقياها البنك مرهونة لديه الى ان تقوم ببيعها لتغطي بذلك القرض وعندها يمكنك الحصول على الفرق او دفع الفرق.

في هذه الحالة سيكون المصطلح بأن البنك قد منحك رافعة مالية قدرها 1:100 اي ان البنك سيسمح لك باقتراض مبلغ يعادل 100 ضعف التامين الذي قمت بإيداعه لديه.

ومن هنا نصل الى تعريف مبسط لنظام الرافعة المالية وهو نظام يمنح المستثمر الفرصة للاستثمار بأضعاف محددة من رأسماله.

ويعتبر العديد هذا النظام فرصة ذهبية يمكن للمستثمر تعظيم ارباحه من خلالها ولكن الحقيقة أن استخدام الرافعة المالية يعتبر سلاح ذو حدين ويمكن أن يعتبر كارثة ان تم استخدامه بطريقة غير مدروسة وباستثمار معرض للفشل وهو ما يعرض المستثمر لخطر خسارة كامل رأسماله في هذه الحالة.

أثر الرفع المالي على العوائد المالية و القيمة السوقية

يظهر الأداء الاقتصادي للشركات ممثلاً بالعوائد العادية والعوائد غير العادية من خلال بعض المؤشرات والمقاييس المالية التي تعكس هذا الأداء، وتعتبر العوائد المحاسبية وأهمها.

العائد على الأصول والعائد على القيمة الصافية والعائد على المبيعات من أهم المؤشرات المالية وقد أجريت العديد من الدراسات المستخدمة في هذا المجال. و التي اختبرت العلاقة بين الرفع المالي وربحية المشاريع وتوصلت هذه الدراسات الى وجود علاقة عكسية بين ربحية المشاريع وبين ونسبة الدين (اجمالي الديون طويلة الاجل الى اجمالي الاصول) ، وتظهر الآثار المالية للرفع المالي على أداء منشآت الأعمال مع زيادة حجم التمويل بالدين ، حيث يمكن للرفع المالي أن يؤثر ايجاباً على أداء المشروع حتى حد معين من نسبة المديونية ، وتستخدم مقاييس العوائد المحاسبية التقليدية - مثل

العائد على المبيعات والعائد على حقوق الملكية والعائد على الاصول ومعدل دوران الأصول - كأساس ليعكس أثر الزيادة أو التخفيض في درجة الرفع المالي على أداء وبشكل عام فان نتائج التوسع في الرفع المالي تعتمد على قدرة إدارة المشروع على إستغلال الأموال المقترضة لزيادة العوائد المحاسبية ، لذلك فان الرفع المالي يحقق عوائد قد تكون أكبر من تكلفة الإقتراض أو مساوياً لها أو أقل منها وبالتالي يمكن تصنيف نتائج التوسع في الرفع المالي كالتالي:

1- الرفع المالي الجيد : وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة أكبر من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه إرتفاع العائد للملاك وزيادة نسبة العائد على الاصول وعلى حقوق الملكية

2- الرفع المالي المتوسط : وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الاموال المقترضة مساوي لتكلفة الاقتراض مما يترتب عليه عدم إحداث أي تغير في العائد على الملاك وبقاء نسبة العائد على الأصول وعلى حقوق الملكية كما هي دون تغير .

3- **الرفع المالي العكسي** : وهو الحالة التي يكون فيها العائد على الأموال المقترضة أقل من تكلفة الاقتراض مما يترتب عليه إنخفاض معدل العائد على الاصول وانخفاض معدل العائد على حقوق الملكية .

4- **الرفع التشغيلي** : إن المقصود بالرفع التشغيلي هو تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، حيث تركز الرافعة التشغيلية على التكاليف الثابتة. فلو نجحت الشركة في زيادة تكاليفها الثابتة، كأن تلجأ إلى استخدام المزيد من الآلات، واستطاعت بالمقابل أن تستغني عن عدد كبير من العمال الذين حلت هذه الآلات محلهم (تكاليف متغيرة) فإنها بذلك تكون قد لجأت إلى ما يعرف بالرفع التشغيلي؛ وسوف تكون النتيجة أنها تستطيع تحقيق أرباح أكبر (أو تتعرض في نفس الوقت لخسائر أكبر) عند نفس مستوى المبيعات مما كانت تحقق قبل لجئها إلى الرفع التشغيلي. ومن هنا جاء مفهوم الرافعة التشغيلية، فإنها بإحلال التكاليف الثابتة محل المتغيرة تستطيع وبنفس الجهد (مستوى المبيعات) أن تضخم النتائج (الأرباح أو الخسائر)

ويمكن تعريف **الرافعة التشغيلية** على أنها المدى الذي يصل إليه استخدام التكاليف

الثابتة في النشاط الاقتصادي الذي تمارسه المنشأة .

وتجدر الإشارة هنا أن استعمال الرفع التشغيلي سوف يؤدي إلى زيادة التكاليف الثابتة؛ وهذا سوف يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى أعلى، أي أن المنشأة بحاجة إلى حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة، وهذا ما يعرف بمخاطرة الأعمال وتبقى نقطة التعادل على حالها إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة تساوي النقص في التكاليف المتغيرة الكلية للمنشأة. وتزداد فعالية الرفع التشغيلي إذا كانت الزيادة في التكاليف الثابتة أقل من التخفيض في التكاليف المتغيرة الكلية، وهذا سوف يؤدي إلى تضخيم أرباح المنشأة حيث أن المنشأة سوف تغطي تكاليفها الثابتة عند حجم مبيعات أقل من الحجم السابق (قبل استخدام الرفع) وبالتالي انتقال نقطة التعادل إلى أسفل وهذا يعتبر إنجازاً جيداً بالنسبة للمنشأة .

3- الرفع المشترك

(ويسمى الرفع الكلي) يشمل على كل من الرفع التشغيلي والرفع المالي وحسب يمكن استخراج درجة الرفع المشترك من المعادلة التالية:

$$\text{درجة الرفع المشترك} = \text{درجة الرفع التشغيلي} \times \text{درجة الرفع المالي}$$

و من المعادلة : مما سبق يتضح لنا الرفع بصفة عامة يعكس مدى اعتماد المنشأة على أدوات الإنتاج، ومصادر التمويل ذات التكاليف الثابتة. و للرفع تأثيران متضادان، فهو يسهم في زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية ، إلا أنه يسهم أيضا في زيادة المخاطر التي يتعرضون لها من جرائه، وفي ظل بقاء العوامل الأخرى على حالها ، يتوقع أن يترتب على زيادة العائد ارتفاع في القيمة السوقية للسهم، كما يتوقع أن يترتب على زيادة المخاطر انخفاض في القيمة السوقية للسهم. وهنا يواجه حملة الأسهم بالعلاقة الأزلية بين العائد والمخاطر، نقصد بذلك العلاقة التعويضية فالزيادة في العائد لا بد وأن تكون مصحوبة بزيادة في المخاطر التي يتعرضون لها، وتلقى تلك العلاقة بظلال من المسؤولية الجسيمة على إدارة المنشأة، لكي تعمل على تحقيق التوازن بين النقيضين (العائد والمخاطر)، بما يسهم في النهاية في تعظيم القيمة السوقية للمنشأة. يحدث هذا عندما تصل بقراراتها إلى النقطة التي يتعادل فيها التأثير الإيجابي لزيادة العائد مع التأثير السلبي لزيادة المخاطر، إنها نقطة التعادل.

الفصل الرابع

تأثير الرفع المالي على اختيار هيكل رأس المال

بعد الحديث في ما سبق عن مفهوم وتعريف الرفع المالي، لابد من الحديث عن تأثير الرفع المالي على القيمة السوقية للمنشأة، بمعنى آخر تأثير مصادر التمويل على القيمة السوقية للأسهم العادية، باعتبارها الأساس الذي يقوم عليه اختيار هيكل رأس المال الملائم. ومن الطبيعي أن يكون لانخفاض تكلفة الأموال الأثر الإيجابي على قيمة المنشأة أو القيمة الاسمية لأسهمها العادية وذلك مع ثبات باقي العوامل الأخرى،

ومن المتوقع أن تهتم الإدارة المالية للمنشأة بتأثير مصادر التمويل المستخدمة على القيمة السوقية للأسهم في المدى الطويل، وهذا يعني أن عليها أن تتجنب التوسع في استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة كالاقتراض لتمويل اقتراحات حالية، إذا كان هذا شأنه أن يزيد من المخاطر التي تتعرض لها المنشأة، بما قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال في المستقبل، وما يصحبه ذلك من انخفاض في القيمة السوقية للأسهم العادية.

الرافعة المالية والهيكل التمويلي:

أن الفوائد هي نقطة الارتكاز في الروافع المالية فكلما كانت الفوائد مرتفعة كلما كانت درجات الرفع المالي مرتفعة وبالتالي تزداد مخاطر الشركة في عدم القدرة على تسديد الفوائد في التاريخ المحدد للسداد وتسمى هذه المخاطرة بمخاطر التمويل وهذا الوضع يجعل نقطة التعادل مرتفعة وهذا يحتاج إلى جهد أكبر من الشركة لزيادة المبيعات وبالتالي زيادة الأرباح قبل الفائدة والضريبة للوصول إلى نقطة التعادل الجديدة وتعديلها لتحقيق أرباح صافية بعد الفوائد وقبل الضريبة.

الرافعة المالية والمخاطرة المالية:

يقصد بالمخاطرة المالية تلك المخاطر الإضافية التي يتحملها مالكو المنشأة (أصحاب الأسهم العادية) والناجمة بسبب اعتماد الإدارة على القروض الطويلة الأجل (السندات والأسهم الممتازة) في هيكل تمويل موجودات المنشأة، بسبب ما تتحمله الإدارة من تكلفة ثابتة كالفائدة واحتمالات عدم القدرة على سداد أصل القروض في أوقات استحقاقها أو الفائدة أو كلاهما، فهي مخاطرة مربوطة بالقروض، والمنطق أنه كلما زاد حجم القرض في هيكل تمويل الموجودات كلما زادت درجة المخاطرة. والأصل في هذه المخاطرة ليس الاقتراض بحد ذاته، وإنما احتمالات انخفاض مستويات الأرباح المتوقع تحقيقها دون مستوى الفائدة المدفوعة على تلك القروض، وهذا يعني تعرض الإدارة المالية إلى خسائر بسبب انخفاض دون مستوى ما تتحمله من تكلفة وهذا بحد ذاته مخاطرة مالية .

حدود استخدام القروض في هيكل رأس المال:

عند مقارنة الأسهم العادية بالقروض نجد أن الاستعانة بالقروض في تمويل الأصول قد يترك آثاراً إيجابية ملموسة على ثروة الملاك، إذا ما كانت نسبة القروض إلى مجموعة الأصول أو إلى حقوق الملكية غير مبالغ فيها. غير أن فرص المنشآت في الاعتماد على القروض في التمويل ليست متساوية، فبعض المنشآت لا يمكنها – أو ربما لا ينبغي عليها – الاعتماد بدرجة كبيرة على القروض بعكس البعض الآخر، حيث يتوقف ذلك على نسبة القروض الموجودة في الهيكل التمويلي الحالي، وكذلك على القيود التي تضعها المؤسسات الممولة، وعلى معدل العائد المتوقع من استثمار هذه القروض. وتمثل المتغيرات الآتية أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المنشأة في اعتمادها على القروض في التمويل.

1. هيكل الأصول :

أن المنشأة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين، يكون لديها الدافع لأن تعتمد بشكل أكبر على القروض. ذلك أنها لو عمدت إلى إصدار أسهم وقت أن تكون فيه أسعار الأسهم مرتفعة، فإن المستثمر قد يعتقد - وقد يكون اعتقاده خاطئاً بسبب نقص ما لديه من معلومات عن المنشأة بأن القيمة السوقية للأسهم مغالى فيها، ومن ثم فقد يحجمون عن شرائها، مما يؤدي في النهاية إلى هبوطها

2 الوفورات الضريبية :

تعتبر فوائد القروض من بين المصروفات التي تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم يتولد عنها وفورات ضريبية تترك أثراً إيجابياً على قيمة المنشأة" ونظراً للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة وبين الوفورات الضريبية؛ فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشأة التي تخضع للضريبة على الدخل بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة.

3. إمكانية تحقيق وفورات ضريبية بديلة:

"من المحتمل أن تنخفض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، كلما أتاحت للمنشأة فرصة بديلة لتحقيق وفورات ضريبية من مصادر أخرى غير فوائد القروض (مثل قسط الإهلاك ، والخصومات الضريبية التي تحصل عليها المنشأة نتيجة لتنفيذ استثمارات جديدة تشجعها الحكومة)

4. معدل النمو:

تميل المنشآت التي يسيطر عليها مالك واحد أو عدد محدود من الملاك إلى الاقتراض، وتوجيه الأموال المقترضة إلى استثمارات ما كان يمكن أن تنفذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفة تلك الأموال هذا الاتجاه من شأنه أن يرفع تكلفة الوكالة للقروض، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمنشآت التي تتسم بمستوى عالٍ للنمو، نظراً لتعدد

الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات. ولما كانت تكلفة الوكالة للقروض تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة، فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية. بعبارة أخرى يتوقع وجود علاقة عكسية بين معدل النمو ونسبة القروض طويلة الأجل في هيكل رأس المال .

وفي الحالات التي يمكن فيها استبدال القروض طويلة الأجل بالقروض قصيرة الأجل، التي تنطوي على مخاطرة أقل للدائنين، قد تستطيع المنشأة تخفيض تكلفة الوكالة وزيادة نسبة الأموال المقترضة. بعبارة أخرى يتوقع وجود علاقة طردية بين معدل النمو وبين نسبة القروض قصيرة الأجل.

5. درجة التخصص:

كلما اتجهت المنشأة نحو التخصص كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس، وذلك بالمقارنة مع منشأة مماثلة تتبع سياسة التنويع. ولما كان الاقتراض من شأنه أن يزيد من مخاطر الإفلاس، فإنه يصبح من المتوقع أن تميل المنشآت التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض في هيكل رأس المال تجنباً لمزيد من المخاطر .

6. طبيعة الصناعة:

ترتفع تكلفة الإفلاس للمنشآت التي تنتج سلعاً تحتاج إلى خدمة بعد بيعها، ومن ثم يتوقع أن تميل تلك المنشآت إلى تخفيض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، تجنباً لمزيد من مخاطر الإفلاس

7. حجم المنشأة:

تكشف الدراسات عن وجود علاقة عكسية بين حجم المنشأة وبين مخاطر الإفلاس فالمنشآت الكبيرة التي عادة ما يتسم نشاطها بقدر من التنويع ، تتعرض لتلك المخاطر بدرجة أقل ، ومن ثم يكون لديها الدافع لزيادة نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال

8. مخاطر التشغيل:

كلما اتسمت مبيعات المنشأة بالاستقرار كلما كان ذلك حافزاً على زيادة نسبة الأموال المقترضة، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد فوائد وأصل القرض في المواعيد المحددة، وبذا لا تتعرض لمخاطر الإفلاس. أما إذا اتسمت المبيعات بالتقلب وعدم الاستقرار فقد تفضل المنشأة الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة .

9. مستوى الربحية:

بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة على النحو الذي سبقت الإشارة إليه ، تأتي الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية ، يتبعها القرض التي لها تكلفة وكالة ولكن يقابلها وفورات ضريبية ، وأخيراً يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي قد ينطوي عليها تكلفة وكالة دون وجود للوفورات الضريبية. وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المنشآت التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها - وتتاح لها فرصة احتجاز الأرباح - إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال .

10. طبيعة القرض:

إذا كانت القروض في صورة سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل تاريخ الاستحقاق أو من النوع الذي يمكن استدعاؤه فيما بعد فإن تكلفة الوكالة تنخفض وتنخفض معها تكلفة الاقتراض ، بشكل يحتمل أن يشجع على الاعتماد بدرجة أكبر على الأموال المقترضة في التمويل

11 . تاريخ الاستحقاق:

مع ثبات العوامل الأخرى على حالها ، تنطوي القروض طويلة الأجل على مخاطر بالنسبة للمقرض تفوق القروض قصيرة الأجل . ولما كان الدائنون قادرون على رد المخاطر إلى الملاك يرفع معدل الفائدة أو بوضع شروط أقسى، فإنه يصبح من المتوقع لأن ترتفع نسبة الأموال المقترضة إذا ما كانت في صورة قروض قصيرة الأجل .

12 .تكلفة الوكالة:

توجد تكلفة وكالة لحقوق الملكية، وتكلفة وكالة للقروض ومن ثم يتوقع أن تتجه المنشأة إلى زيادة نسبة الأموال المقترضة، عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من مثيلتها للاقتراض ، والعكس صحيح .

نلاحظ مما سبق بأنه بالرغم من مزايا التمويل بالقروض إلا أنه هناك العديد من المحددات أو العقبات التي قد تقف أمام اللجوء إلى هذا النوع من مصادر التمويل. وكذلك يجب ألا نغفل الجانب الشرعي المتعلق باللجوء للاقتراض المصحوب بالفائدة .

الفصل الخامس :

تعثر الشركات (افلاس الشركات) اعادة تنظيمها

أولاً - النسب المالية المستخدمة كمؤشرات للتنبؤ بإفلاس الشركات وهي:

1- رأس المال العامل / مجموع الموجودات: تقيس هذه النسبة حجم رأس المال العامل من اجمالي الموجودات، هو مقياس لصافي الموجودات المتداولة للمنظمة نسبة إلى رأس مال المنظمة الإجمالية. يتم تعريف رأس المال العامل على أساس هو مجموع الموجودات المتداولة. والمنظمة التي تعاني من خسائر تشغيلية ثابتة سوف تقلص موجوداتها المتداولة فيما يتعلق بإجمالي الموجودات. وان ارتفاع هذه النسبة مؤشر جيد لأداء المنظمة التشغيلي. وان صافي رأس المال العامل هو الفرق ما بين الموجودات المتداولة والمطلوبات المتداولة، وان مميزات السيولة والحجم تعطي الاهتمام الكبير للمنظمة وبشكل واضح

2- الأرباح المحتجزة / مجموع الموجودات. وتقاس هذه النسبة حجم الأرباح المتراكمة (المحتجزة) الى اجمالي الموجودات، وكذلك هي المبالغ الاجمالية للأرباح المعاد استثمارها / او خسائر المنظمة على مدى عمرها كله. وهي نسبة المبالغ المعاد استثمارها (الأرباح والخسائر) والتي تعكس مدى فائدة المنظمات، وهذا يعني مدى منفعة الموجودات التي تمتلكها المنظمة من خلال الأرباح التي تحصل عليها وتستخدم الشركة الأرباح المحتجزة لديها لتمويل موجوداتها

3- الأرباح قبل الفوائد والضرائب / إجمالي الأصول. وتحسب هذه النسبة من خلال قسمة الأرباح قبل الفوائد والضرائب على إجمالي موجودات الشركة. بل هو القدرة الإنتاجية الحقيقية لموجودات الشركة، بغض النظر عن أي عوامل أخرى. حيث الوجود المطلق للشركة يستند على قدرتها على الكسب من موجوداتها. وكذلك هي قياس اداء المنظمات العاملة والتي تبين كذلك طاقة ارباح الشركة بالإضافة الى قابلية زيادة موجودات المنظمة، وان الظهور النهائي للمنظمة يعتمد على طاقة موجوداتها

4- القيمة السوقية لحقوق المساهمين / القيمة الدفترية للمطلوبات الكلية. تقاس هذه النسبة بقسمة القيمة السوقية لحقوق المساهمين على القيمة الدفترية للمطلوبات الكلية، (قياس من حيث القيمة السوقية للأسهم بالإضافة إلى الديون) قبل ان تتجاوز المطلوبات على الموجودات وتصبح الشركة مفلسة. وكذلك هي قياس للإفلاس طويل الامد للشركة، بينما يشمل الدين كل المطلوبات المتداولة وطويلة الامد وان هذا القياس يبين كم من الموجودات للاستثمار يمكن ان تتدهور قبل ان تزداد المطلوبات على الموجودات

5- المبيعات / مجموع الموجودات. وهي نسبة المعيار المالي للمبيعات وقدرة توليد موجودات الشركة. وهي أحد مقاييس قابلية الإدارة في التعامل مع الظروف التنافسية. هذه النسبة الأخيرة هي مهمة جدا لأنها نسبة أقل أهمية على المستوى الفردي. في الواقع، ومبنية على أساس القياسات الإحصائية وبسبب علاقتها مع المتغيرات الأخرى في النموذج وهو يكتف قابلية توليد المبيعات لموجودات المنظمة وقياس قابلية الإدارة للتعامل في الحالات التنافسية. وكذلك لقياس قدرة موجودات الشركة على توليدها للأرباح من خلال مبيعاتها.

طبيعة الفشل و الإفلاس:

تواجه منظمات الأعمال في اقتصاد معين مجموعة من المشكلات والمعوقات بعضها ناتج عن عوامل وأسباب اقتصادية كالتغيرات في العرض والطلب أو الأسعار أو التضخم، وذلك فإنها تتعرض الى الفشل الذي قد يؤدي إلى الإفلاس والتصفية أحيانا . وأن بيئة الأعمال تتغير بسرعة وبعض المنظمات قد إعادة هيكلها بشكل غير متوقع، مما يؤدي إلى ركود أسعار الأسهم وانخفاض في أداء الأعمال الخاصة بها . للاستعداد للكارثة، ويصبح من المهم وعلى نحو متزايد لمديري المشاريع استخدام البيانات المالية الحالية للتنبؤ المالي على المدى القصير. ويتزايد قلق المستثمرين مع المديرين بدقة التنبؤ بالأزمات المالية للشركة وباستخدام كمية محدودة من البيانات المالية وأن التنبؤ بإفلاس الشركات هو ظاهرة الاهتمام المتزايد من قبل المستثمرين/ الدائنين وشركات الاقتراض والحكومات على حدٍ سواء. وتحديد الوقت المناسب لفشل الشركات هو أمر مرغوب فيه في الواقع، وان احد المواضيع الرئيسية التي تركز على مخاطر الائتمان . أصبحت الاقتصاديات العالمية حذره من المخاطر التي تنطوي عليها التزامات الشركات وخاصة بعد زوال بعض المنظمات العملاقة وتقليل المنافسة. وبدا الاهتمام بهذا الموضوع منذ الثلاثينات من القرن الماضي اذ قام عدد من الباحثين باستخدام بعض النسب المالية بصورة فردية للتنبؤ بفشل الشركات، وازداد الاهتمام بهذا الموضوع ولاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية منذ بداية 1960 ،اذ نشط عدد من الباحثين في إجراء دراسات تهدف الى تحديد المؤشرات التي يمكن الاسترشاد بها في التنبؤ باحتمالات الإفلاس، وذلك في أعقاب حوادث الإفلاس التي حدثت في عدد من الشركات الأمريكية التي أخذت بالتزايد ملحقة إضرارا كبيرة ،بالمساهمين والمقرضين والمستثمرين، ومدى مسؤولية الإدارة المالية عن هذه الحوادث .وقد ظهرت بعض النماذج التي قامت بتطوير بعضها لتكون لها قدرة عالية على التنبؤ.

مفهوم الفشل والإفلاس:

الفشل أو الإفلاس هو شيء بغيض ولكنه الحقيقة الواقعية لحياة التجارة أو الإدارة. هنالك أكثر من 50000 عمل تجاري تفلس أو تفشل في كل سنة بضمنها بعض الشركات القوية أو الرصينة. سيتم بدأ النقاش للموضوع بتعريف ماذا يعني بالإفلاس أو الفشل التجاري بالضبط. حيث سنورد مفهومين، أحدهما اقتصادي والآخر مالي، إذ ينصب الأول على قياس النجاح أو الفشل اعتماداً على مقدار العائد على رأس المال، وتعد الشركة فاشلة عند عجزها عن تحقيق عائد مناسب على رأس المال المستثمر والذي يتناسب مع المخاطر المتوقعة، ويؤشر الثاني عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها المستحقة في مواعيدها المقررة.

و يرى آخرون بان الفشل يحدث عندما تكون هناك عمليات أو أعمال للمؤسسة يتبعها تنازل عن ممتلكات أو الموجودات لصالح الدائنين أو الإفلاس، أو حدوث خسارة للدائنين بعد عمليات فاشلة، أو عدم قدرة على استرجاع العقار المرهون والحجز على ممتلكات المنظمة قبل إصدار الحكم عليّة،

أما الإفلاس فيطلق على الشخص أو الأعمال التجارية الغير قادرة على تسديد ديونها المستحقة، وعندما تقع الشركة المفلسة تحت طائلة الإفلاس، ستقوم المحكمة بحمايتها من الدعاوى التي سترفع ضدها من قبل الدائنين وتقوم كذلك المحكمة بنفس الوقت بالقرار فيما إذا ستستمر الشركة في أعمالها أو ستغلق حيث إن الشركة ممكن ان تكون اصطلاحاً مفلسة عندما لا تفي بالتزاماتها قصيرة الأمد عندما تأتي استحقاقاتها. فهي قانونياً مفلسة اذا كانت مطلوباتها أو مديونياتها تفوق أو تزيد على موجوداتها.

أن إفلاس المشروعات يعني عدم توفر السيولة أو التصفية لصالح دائني المشروع أو الفشل المالي أو هو نتيجة لعدم مقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها وتوالي الخسائر التي تحققها وضياع رأسمالها فان الدائنين يقومون بتقديم الطلب الى محكمة الافلاس بإفلاس الشركة نتيجة لتوقفها عن الدفع.

هناك بعض الشركات تهتم بنماذج التنبؤ بالفشل المحسن لعدة أسباب وهي:

- 1- تعتقد بان ذلك الفشل يمكن ان تتجنبه (تتفاداه) .
- 2- او تقلل من كلف الإنقاذ .
- 3- من خلال الكشف المبكر لأي حالة مضطربة للشركة ،تتدخل السلطات الرقابة او التنظيمية. أن نموذج التنبؤ بالفشل يساعد على معرفة أسباب الفشل وفهم أفضل لعمليات الشركة، وهناك خمسة أصناف من النسب التي استعملت وهي (السيولة - الربحية - نسبة النشاط - الرافعة المالية - القدرة على الإيفاء) ،وهذه النسب الخمسة مثال جيد للتنبؤ بالإفلاس المتعلق بالشركات .

مظاهر الفشل المالي وهي:

1- فشل اقتصادي -

في هذه الحالة لا تستطيع الشركة ان تحقق عائد معقول او معتدل على استثماراتها ،او عندما يكون صافي رأس المال سالب وذلك تكون القيمة الدفترية للمطلوبات وخصوم الشركة أكثر من القيمة الدفترية لأصولها

- فشل مالي:

في هذه الحالة لا تستطيع الشركة سداد التزاماتها للدائنين والوفاء بديونها المستحقة عليها. وذهب البعض الى التفرقة بين التعثر المالي والفشل المالي على اعتبار ان التعثر المالي حالة تسبق الفشل المالي وقد لا تؤدي بالضرورة إليه واستند في هذه التفرقة الى استخدام معيار المرونة المالية وعلية فان التعثر المالي والفشل المالي يعنيان ما يلي:

وهناك نوعين من الفشل المالي وهي :

- 1- الفشل الزاحف: ويرجح لعدة أسباب داخلية وهي (كعدم كفاءة الإدارة وزيادة الاعتماد على الديون والتوسع غير المدروس والإسراف في استخدام الموارد).
- 2- الفشل المفاجئ: ويحدث فجاء نتيجة للتغيرات السياسية او الاقتصادية او القانونية او الاجتماعية .

ويرى البعض بان هناك اختلاف ما بين التعثر المالي والفشل المالي وهي

التعثر المالي يعني نقص العوائد او توقفها ،وعدم القدرة على سداد الالتزامات في مواعيدها .

الفشل المالي: يعني توقف كلياً عن سداد الالتزامات مما يؤدي الى الإفلاس وتوقف النشاط ويعد الفشل المالي اقل وطأة من الفشل الاقتصادي وهو على نوعين هما:
أولاً:- الفشل أو الإفلاس التكنولوجي تواجه المنشأة الإفلاس عندما لا تستطيع مواجهه الالتزامات المالية، رغم ان موجوداتها تزيد على مطلوباتها .

ثانياً الفشل او الإفلاس القانوني ويحصل هذا الفشل عندما لا تستطيع المنشأة مواجهة التزاماتها المالية ومطلوباتها اكبر من موجوداتها، تصبح في حالة الإفلاس والفشل

3- وينقسم الإفلاس الى نوعين:

النوع الأول طوعي (إرادي) :أي عندما تبدأ المنشأة المفلسة بتقديم طلب الى محكمة الإفلاس بإشهار إفلاسها واتخاذ الإجراءات اللازمة. واحتمال الإفلاس الطوعي يزيد مع ارتفاع مستويات السيولة النقدية، وانخفاض الضغط، وعقد أي دين مضمون .

النوع الثاني هو غير طوعي (لا إرادي) : وهذه الحالة تحدث عندما يضغط الدائنون على المدراء لتقديم طلب إلى محكمة الإفلاس .

ان مشكلة التشخيص الكفؤ للإفلاس أصبحت من الاهتمامات الكبيرة لدى العلماء والمهنيين .المالكين، المدراء ، والمستثمرين وشركاء العمل والدائنين ،بالإضافة الى المؤسسات الحكومية لها اهتمام في تقييم الوضع المالي للشركات وميلها للإفلاس .وان التنبؤ بإفلاس الشركات يمكن ان يكون خطوة متوسطة في حل المشاكل الأكثر عمومية .

4- التنبؤ بالإفلاس والأزمة المالية:

تعتبر الولايات المتحدة من أكثر دول العالم تقدماً ولاسيما في المجال الاقتصادي الذي يدر عليها الموارد الكثيرة بأرباح طائلة تجنيها من مجالات الاقتصادية والصناعية على الرغم من كبر حجم هذا الاقتصاد وضخامة إيراداته المختلفة وتصديراته المتنوعة ،نرى حالياً فقدان مصداقيته عند بعض الدول والمستثمرين وتراجع قليلاً إلى الوراء وخلف ورائه أزمة مالية كبيرة للاقتصاد الأمريكي فأصابته بالشلل، وبسبب هذا الشلل انعكس الأمر سلباً على بعض الشركات المختلفة وأصابتها بالفشل المالي وبالإفلاس اما التنبؤ هو اذا كانت

التجارة او العمل يعمل بصورة جيدة او يتجه نحو الافلاس، وأن بعض الباحثين قاموا بالتنبؤ مسبقاً اذا كانت الاعمال او التجارة قادرة على الايفاء بالتزاماتها ام لا. **وهناك خمس مراحل** ممكن ان تقود الى فشل الاعمال وافلاسها وهي: **1- الحضانة .**

2- الاضطراب المالي . 3- الافلاس المالي . 4- الافلاس الكلي . 5- تأكيد الافلاس . وسيتم مناقشة لكل مرحلة وهي كالآتي:

ونعني الحضانة: عندما تكون اموال الشركة تحت التطور . اما الاضطراب المالي: عندما تصبح ادارة الشركة مدركة عن حالة المخاطرة المالية . اما الافلاس المالي: وهو عندما تكون الشركة غير قادرة على الحصول على تمويل ضروري للإيفاء بالتزاماتها . اما الافلاس الكلي: فهو يحدث عندما تكون المطلوبات اكثر من الموجودات وفي النهاية فان تأكيد الافلاس يحدث عندما تكون هناك خطوات قانونية متخذة لحماية مقرضي الشركة او حدوث السيولة بعد دراسة متأنية لطبيعة المشكلة

5- الإفلاس وإعادة تنظيم الشركة:

تستخدم الشركات المتعثرة إعادة التنظيم بهدف زيادة فاعلية أنشطتها وتخفيض التكاليف غير المناسبة لأعمالها وإعادة هيكليتها أصولها ومصادر تمويلها بالاتجاه الذي يدفعها إلى تحقيق الاستقرار والنمو وتتضمن عملية إعادة التنظيم إعادة هيكليتها لرأسمال الشركة بهدف استخراج المعدل المرجح المثالي لهيكل التمويل باستخدام مفهوم الكلفة المرجحة للأموال واستبدال الأوراق المالية التي تحمل كلفة مرتفعة بأخرى ذات تكاليف منخفضة، وتعتمد قرار إعادة التنظيم على الربحية المتوقعة للشركة وبالتالي عما إذا كانت قيمة الشركة كمؤسسة مستمرة اكبر من قيمتها عند التصفية في حالة الإفلاس، يطالب أصحاب الدين بدخل للشركة والموجودات على ما يدعيه كل من أصحاب الأسهم العاديين والممتازة. يتم التعامل مع مزيد من فئات مختلفة من الدائنين في حالة الإفلاس. حيث أن الإفلاس يؤثر على كل من الشركة مفلسة والزبائن والمجهزين والدائنين قد يبدو أن معظم حالات إعادة التنظيم يجب التعامل معها بصورة غير رسمية لان إعادة التنظيم الغير رسمية أسرع، وقل تكلفة من الإفلاس الرسمي. لكن عادة ما تظهر مشكلتان للوضع

الحرص لإعادة التنظيم غير الرسمي وبالتالي إجبار الشركات المدينة على الدخول في الإفلاس. وهناك مشكلتان وهما: مشكلة التجميع المشترك ومشكلة الإجماع. ان مشكلة التجميع المشترك، هي ان في غياب الحماية تحت قانون الإفلاس، يكون للمقرضين الأفراد حافز للاستثمار بالشركة رغم أنها تستحق أكثر كقيمة لاستمرارية الشركة. ويمكن ان يكون لدى المستثمر الفرد حافزاً للاستثمار لأن يمكن ان يجبر الشركة بعد ذلك على تصفية جزء من أصولها لدفع مطالبة المقرض لأموالهم كاملاً، ويمكن ان يتطلب الدفع الى المقرض كتصفية موجودات، مما يمكن ان يتسبب في إغلاق أبواب الشركة وبالتالي يقود الى التصفية. ويقدم الفصل الحادي عشر من قانون الإفلاس الأمريكي حلاً لمشكلة التجميع المشترك من خلال فقرة البقاء التلقائي يقيد البقاء التلقائي، والذي يفرض على كل المقرضين في مرحلة الإفلاس، أي مقدرة المقرضين على الاستئثار لتحصيل مطالبهم الفردية. إلا أن المقرضين يمكنهم ان يستأثروا كمجموعة مع بعضها البعض على الشركة المدينة، ويجبروها على الإفلاس.

6- اتخاذ قرارات الإفلاس:-

عندما تواجه الشركة تعثراً مالياً، هناك احتمال كبير بأنها في مرحلة ما، يتم إغلاق الشركة نفسها ويعاد النظر في استخدام موجوداتها. وإعادة التنظيم والحجم السوقي والتعهد باتخاذ قرار الإيقاف الى محكمة الإفلاس التي تفتقر الى المعلومات والخبرة، فضلاً عن القدرة على التحكم في توقيت القرارات. متحملة لتكاليف قرار الإغلاق لمحكمة الإفلاس التي تركز على تقييم أي قانون إعادة تنظيم الشركات وان هناك أربع مكونات جاهزة لنجاح قرارات الإفلاس وهي:

(أ) استعداد وقدرة الإدارة على إدراك المشاكل المالية .

(ب) استعداد وقدرة الإدارة على توظيف المهنيين خاصتاً (المحامين والمستثمرين بالمصارف والمحاسبين) لوضع خطة لإعادة التنظيم.

(ج) صياغة قابلة للتطبيق وواقعية لاستراتيجيات الخروج.

7- التصفية كنتيجة للإفلاس:

إذا كانت الشركة قد ذهبت بعيداً عن إعادة التنظيم فيجب تصفيتها. يجب إن تحدث التصفية عندما تستحق الأعمال الإنهاء أكثر من الاستمرار، او عندما تكون إمكانية استعادتها والازدهار المالي بعيدة، ويعرض مقرضوها لمخاطر مرتفعة بخسائر اكبر اذا استمرت عملياتها، وان قانون تعديل الإفلاس يهدف الى ما يأتي:

(أ) يقدم حماية ضد الاحتيال من جانب الشركة المدينة.

(ب) يقدم توزيعاً منصفاً لأصول الشركة المدينة على المقرضين.

يسمح للشركات المدينة المعسرة بعدم تحمل كل التزاماتها، وبالتالي تستطيع ان تبدأ أعمالاً جديدة دون ان تكون مقيدة بأعباء الدين السابق، إلا أن التصفية الرسمية تكون مهلكة للوقت، كما أنها تخدم الأعمال.

8- التنبؤ بإفلاس الشركات :

الكثير من المقرضين المحتملين يستخدمون التسجيل الائتماني لتقييم الجدارة الائتمانية للمقرضين المحتملين، ان الفكرة العامة هي إيجاد العوامل التي تمكن المقرضين على التمييز بين المخاطر الائتمانية الجيدة والسيئة. لوضعها على نحو أدق، يريد المقرضين تحديد سمات للمقرض والتي يمكن استخدامها للتنبؤ الافتراضي أو الإفلاس في الوقت الحاضر للتعرف على للصعوبات المالية للشركات، وان الأوساط الأكاديمية لا يصل إلى معايير موحدة، ومعظم الباحثين يحددون الخسائر لسنتين متتاليتين "للتعبير عن الصعوبات المالية للشركة، ووفقاً لخصائص بعض الشركات العالمية، الصعوبات المالية للشركات غالباً ما تعتمد على سلسلة تدهور أو (تناقص) رأس المال، وليس مشكلة الربحية.

9- تكاليف الإفلاس: أحد العوامل التي تؤثر على الحد من مقدار الدين التي قد تستخدمه

الشركة في شكل تكاليف الإفلاس. مع ارتفاع نسبة الدين إلى حق الملكية، لذلك احتمال أن تكون الشركة غير قادرة على الدفع لحاملي السندات في موعدها المحدد. عندما يحدث هذا في نهاية المطاف يتم نقل ملكية الأصول للشركة من المساهمين لحملة السندات. من حيث المبدأ، تصبح الشركة مفلسة عندما قيمة أصولها تساوي قيمة ديونها، عندما يحدث هذا فان قيمة حق الملكية تصبح صفراً، ويُسلّم أصحاب الأسهم سيطرة الشركة إلى حاملي

السندات. ويحتفظ حاملوا السندات بقيمة الأصول التي قيمتها تساوي بالضبط ما هو مستحق من الدين

9- تكاليف الإفلاس المباشرة: التكاليف التي ترتبط مباشرة مع الإفلاس، مثل النفقات القانونية والإدارية. عندما قيمة موجودات الشركة تساوي قيمة ديونها، إذا الشركة مفلسة اقتصاديا، بمعنى أن حق الملكية ليس لها قيمة. ومع ذلك، فإن التسليم الرسمي للموجودات إلى حملة السندات هي عملية قانونية، وليس قضية اقتصادية. وهناك التكاليف القانونية والإدارية نحو الإفلاس

تكاليف الإفلاس غير المباشرة: تكاليف تجنب الإفلاس التي تكبدتها الشركة المتعثرة ماليا، لأنها تكاليف تذهب نحو الإفلاس، وسوف تنفق الشركة الموارد لتجنب ذلك. عندما الشركة تواجه مشاكل كبيرة في تلبية ديونها، ونحن نقول أنها تعاني من أزمة مالية. بعض الشركات المتعثرة ماليا في نهاية تقدم طلب بإعلان الإفلاس، لكن أكثرهم غير قادرين على التعافي أو بطريقة أخرى البقاء على قيد الحياة. ويشكل الإفلاس حدث مهم بحياة الشركة وله نتائج على العديد من الأطراف المشاركة بشكل مباشر أو غير مباشر بإهمال الشركة. وان قيمة الأسهم منخفضة بسبب التكاليف المباشرة وغير مباشرة للضيق المالي ويترتب على الإفلاس تحمل المنشأة لبعض التكاليف التي يطلق عليها تكاليف الإفلاس. ولا يقتصر مفهوم هذه التكاليف على المصروفات الإدارية والقانونية التي تصاحب عملية الإفلاس، بل يمتد ليشمل الانخفاض في قيمة الموجودات، اذ من المتوقع ان تكون متحصلات بيع موجودات الشركة اقل من القيمة الدفترية لها. ليس هذا فقط بل ان مفهوم تكاليف الإفلاس يتضمن أيضا الخسائر – او الهبوط المحتمل في الأرباح – نتيجة لانخفاض كفاءة عمليات المنشأة قبيل وقوع الإفلاس.

وكلما زاد الاقتراض كلما زادت كلفة الإفلاس وعلية يحصل ارتفاع في كلفة الأموال المرجحة الأمر الذي يسبب انخفاض في القيمة السوقية للشركة، وبما ان العلاقة عكسية بين كلفة الأموال المرجحة والقيمة السوقية للشركة، لذلك ان القيمة السوقية للشركة

المقترضة سوف تنخفض بمقدار القيمة الحالية لكلفة الإفلاس وعلية فكلما زادت القروض كلما زادت كلفة الإفلاس ويسبب استمرار الانخفاض في القيمة السوقية للشركة

10- التحليل الفردي للشركات: ان المخاطر المالية عادتاً تنقسم الى نوعين مخاطر قصيرة الامد ومخاطر طويلة الامد، تتطلب المخاطر قصيرة الامد الى ان الشركات تحتاج الى تعزيز القابلية المكتشفة والمسماة بسيولة الموجودات وعادتاً تقاس بالنسبة المتداولة، وبينما المخاطر المالية طويلة الامد تعكس قابلية اعادة دفع المطلوبات طويلة الامد وتقاس بصورة رئيسية من قبل نسبة المطلوبات والموجودات. وكلما كانت السيولة المالية كبيرة كلما كان الافلاس قصير الامد اقوى او اشد وهكذا تسمى بان الشركة لديها الوفرة من التمويل المالي وبالعكس كلما كان قدرة دفع الديون للشركة قصيرة الامد كلما كان التمويل المالي غير كافي.

الفصل السادس :

الإندماج والاستحواذ

كلاً منهما يعتبر أحد إستراتيجيات الشركات لتمويل وإدارة التعامل من خلال بيع أو شراء أو تقسيم أو الجمع بين الشركات المماثلة والتي يمكن أن تساعد أي مؤسسة لتنمو بسرعة في قطاعها أو في مكان المنشأ، أو في حقل جديد، دون خلق فرعيات، كيانات جديدة أو استخدام مشروع مشترك. ولقد أصبح التمييز بين “الاندماج” و “الاستحواذ” غير واضح بشكل متزايد في مجالات مختلفة (ولا سيما من حيث النتيجة النهائية الاقتصادية)، على الرغم من أنها لم تختف تماماً في جميع الحالات. فمنذ ظهور الشركات المساهمة واستقرارها بشكلها القانوني الحالي في العالم وهي تسعى إلى السيطرة على بعضها البعض بحثاً عن زيادة الحجم لتوسيع النشاط، واكتساب الأسواق، وزيادة القدرة على المنافسة، وتحقيق الأرباح لإغراء المستثمرين. ومع منتصف القرن العشرين ظهر ذلك جلياً فيما يعرف بعمليات الاندماج والاستحواذ.

إندماج الشركات:

الاندماج بصفة عامة هو اتحاد للمصالح بين شركتين أو أكثر ينتج عنه ظهور كيان جديد أو قيام أحد الشركات، فثلاً اندماج الشركة يعني دخول كلي لكيانها في شركة أخرى وبالتالي يزول كيانها القانوني وتدخل في كيان الشركة الأخرى المندمجة معها، وهذا يختلف عن تحول الشركات حيث تبقى الشركة قائمة وإنما يتغير كيانها القانوني، كما أن الاندماج ليس

بالضرورة أن يكون بين الشركات من ذات النوع، فيجوز أن تندمج شركة مع أخرى من نوع آخر، سواء كان الاختلاف من حيث الأغراض أو من حيث الكيان القانوني
كيف يحدث الإندماج:

والاندماج إما يكون بطريق الضم بحل الشركة ونقل أموالها إلى شركة أخرى قائمة أو بطريق المزج وهو حل شركتين قائمتين أو أكثر وتأسيس شركة جديدة تنتقل إليها حقوق والتزامات كل من الشركات المنحلة،

أنواع الإندماج:

هناك ثلاثة أنواع من الاندماج :

1- الإندماج الأفقي وهو اندماج يحدث بين مؤسستين تعملان في نفس النشاط الاقتصادي لتحقيق اقتصاديات الحجم، ويخلق قوى احتكارية للشركة المدمجة، مثل اندماج مؤسستين لصناعة الأدوية.

2- الاندماج الرأسي هو اندماج يحدث بين مؤسسات تعمل في أنشطة اقتصادية مكملة، لتحقيق اقتصاديات التقنية الحديثة مثل تجنب تكاليف معينة مثل تكلفة النقل أو تكلفة التعاقد، ويخلق هذا النوع من الإندماج التكامل في الإنتاج مثل اندماج شركة محاجر مع مصنع أسمنت.

3- الاندماج المتنوع وهو إندماج يتم بين شركات لها أنشطة اقتصادية مختلفة، فقد يكون بغرض زيادة تنوع المنتجات أو الامتداد الجغرافي للسوق أو بغرض التنويع البحث بأنشطة غير مرتبطة ببعضها.

إستحواذ الشركات

يعني إستحواذ الشركات، السيطرة المالية والإدارية لأحد الشركات على نشاط شركة أخرى، وذلك عن طريق شراء كل أو نسبة من الأسهم العادية التي لها حق التصويت في الجمعية العامة للشركة المستحوذ عليها سواء تم شراء الأسهم بالاتفاق مع الإدارة الحالية أو بدون، لأن المهم أن تسمح النسبة المشتراة للشركة المستحوذة بالهيمنة على مجلس إدارة الشركة المستحوذ عليها.

أسباب الإندماج و الإستحواذ:

ظهرت هذه الإستراتيجية نتيجة للتغيرات السريعة في النظام الاقتصادي العالمي والمتمثلة في العولمة والحرية الاقتصادية وإزالة العوائق أمام فتح الأسواق وإقامة التكتلات الاقتصادية وزيادة المشكلات الاقتصادية والمالية التي تواجه الدول النامية والمتقدمة أدت إلى زيادة حدة المنافسة بين الشركات وزيادة التحديات التي تواجهها العديد من الشركات والمؤسسات في العالم،

الفرق بين الاندماج والاستحواذ

على الرغم من تشابه الإستراتيجية عقود الاندماج و الاستحواذ، من حيث دور الوسطاء، ومعايير تقييم الأصول، وإعداد الترتيبات الخاصة بتحديد مصير العقود المرتبطة بتلك الشركات، وحصص المساهمين، إلا أن هناك معياران للتفريق بين الاندماج والاستحواذ

هما:

1- **المقابل الممنوح:** إذا كان المقابل المدفوع لمالكي أسهم الشركة مال أي ثمن وليس حصة اعتبرت العملية استحواذ وليس اندماج، أما إذا كان المقابل حصة فهو اندماج وليس استحواذ.

1- **مال الشركة:** إذا لم تنقضي الشركة بعد شراء شركة أخرى لأسهمها تكون العملية استحواذ، أما إذا تم إنشاء شركة جديدة فالعملية اندماج.

فوائد اندماج واستحواذ الشركات:

هناك الكثير من الفوائد التي تنتج عن اندماج الشركات و الكيانات الإقتصادية ومنها:

- 1- تخفيف تكاليف الإنتاج والخدمات
- 2- زيادة القدرات المالية والكفاءة
- 3- تحسين نوعية الإنتاج والخدمات المقدمة
- 4- زيادة القدرات التنافسية
- 5- القدرة على الحصول على التمويل من المؤسسات المصرفية العالمية بشروط مواتية.
- 6- يعتبر الحل المثالي للشركات المتعثرة والمهددة بالإفلاس .

مخاطر الاندماج والاستحواذ :

وهناك أيضاً يوجد بعض السلبيات الناتجة عن إندماج أو إستحواذ الشركات

1- احتكار قطاعات اقتصادية وصحية وتعليمية

2- تقييم الأصول بأقل من قيمتها لغياب الشفافية والإفصاح

3- قد يكون هدفها القضاء على المنافسة

إزمة تراجع أسعار النفط مثال حي على إندماج وإستحواذ شركات النفط لقد أدت أزمة هبوط أسعار النفط إلى توجيه شركات البترول وخاصة الصغيرة إلى عمليات الإستحواذ والإندماج من أجل مواجهة هذه الأزمة بأقل خسائر ممكن عن طريق الإستفادة من مميزاتها التي تم ذكرها سابقاً، فحالة هبوط اسعار النفط يرفع من نسب مخاطر الاستثمار بكافة القطاعات ذات العلاقة، نظراً لحالة التداخل والتأثير المباشرة لقطاع النفط على كافة القطاعات الانتاجية والخدمية، فعلى سبيل المثال شركة امبريال اينرجي المسجلة في لندن ولديها موجودات في روسيا قد اشترتها شركة أو إن جي سي فايدش الهندية بمبلغ 1,4 مليار جنيه استرليني (مليار دولار). أما شركة اورالز للطاقة التي تعمل أيضاً في روسيا فقد دخلت في مفاوضات بشأن إمكانية الإستحواذ عليها من قبل شركة سينوبك ثاني أكبر شركة نفطية صينية مدرجة في البورصة، كما استمرت شركة اينبي (MILAN:ENI) الإيطالية الأكثر نشاطاً مؤخراً في عمليات الإستحواذ ضمن كبريات الشركات عندما تمكنت من شراء شركة بورين في عام 2007 ثم شركة فيرست في عام 2008.

ومن أمثلة عمليات الاندماج والاستحواذ الناجحة و الأكثر شهرة حالياً: شركتي اكسون

موبيل وديزني بيكسار

ومن أمثلة عمليات الاندماج والاستحواذ الغير ناجحة الأكثر شهرة والاستحواذ حالياً:
أمريكا أون لاين / تايم وارنر وشركة ديملر بنز / كرايسلر

في النهاية نستطيع القول أن الاندماج في الغالب يكون بين الشركات الصغيرة والمتوسطة وهو خيار استراتيجي لهذه الشركات نحو التكتل والتحالف لخلق كيان جديد و عملاق ذات تقدم تقني ورأسمالي وتكنولوجي يمكنه استغلال حدة المنافسة العالمية لصالحه، ويكون له القدرة على تحقيق الأهداف التي لا تستطيع أن تحققها كل شركة بمفردها، أو للتغلب على مشاكل قائمة أو متوقعة في المستقبل لهذه الشركات؛ ومن المفترض أن يكون اندماج الشركات معاً في كيان أكبر هو الطريق الأمثل لتحقيق العديد من الإيجابيات، أما الاستحواذ فغالباً ما تقوم به الشركات العملاقة ذات رؤوس الأموال الضخمة والتي تستخدم التكنولوجيا المتقدمة في أعمالها، وليست بحاجة إلى الاندماج لأن مراكزها المالية قوية، وصناعاتها متطورة وقادرة على الصمود والمنافسة؛ وهذه الشركات العملاقة تقوم بعمليات الاستحواذ لتحقيق أهدافها في الدخول إلى أسواق جديدة أو التحكم في منتج معين أو السيطرة على الأسواق بالاستحواذ على الشركات الأصغر، وخاصة التي تعمل في نفس المجال

الفصل السابع

تحديد نقطة التعادل التمويلي

يمكن تحديد نقطة التعادل التمويلي بطريقتين هما الطريقة الرياضية والطريقة البيانية

أولاً : يستخدم فيها المعادلة التالية: الطريقة الرياضية

$$\text{حيث إن : } N = \frac{M}{\frac{E}{E-1}}$$

N : هي مستوى الأرباح قبل الفوائد والضرائب الذي يحقق التوازن بين بدائل التمويل.

M : مبلغ القرض في حالة استعمال الرفع المالي.

F : سعر الفائدة على القرض.

E : عدد الأسهم العادية في حالة عدم الإقتراض (عدم استعمال الرفع المالي).

E : عدد الأسهم العادية في حالة استعمال أموال الإقتراض .

للوصول إلى نقطة تعادل واحدة يشترط ثبات سعر الفائدة،(ف) لجميع البدائل وثبات سعر بيع السهم العادي لجميع البدائل أيضاً وبالعدم فإنه من المتوقع أن تكون هناك أكثر من نقطة توازن. يمكن أيضاً تحديد نصيب السهم العادي من الأرباح ربحية (ربحية السهم)

باستخدام المعادلة التالية:

$$\text{ربحية السهم} = \frac{(1 - \text{ض}) (\text{ن} - \text{م} - \text{ف})}{\text{ع او ع} \quad \text{حسب البديل المستعمل}}$$

حيث إن:

ض : هي معدل الضريبة.

ن : مستوى الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

م : مبلغ القرض.

ف : سعر الفائدة أو تكاليف الأموال المقترضة.

ع : تستعمل إذا كان البديل يخلو من أموال الإقتراض.

ع: تستعمل إذا كان البديل يحوى على أموال الإقتراض.

مثال (1)

إذا كان عدد الأسهم العادية في إحدى الشركات مائة ألف سهم وحقوق المساهمين مائتين ألف دينار، منها 40 ألف دينار أسهم ممتازة، تبلغ أرباحها 10%. فالمطلوب حساب نصيب السهم من الأرباح إذا كان صافي الربح بعد الضرائب 60 ألف دينار.

الحل : نصيب الأسهم الممتازة من الأرباح = $40,000 \times 10\% = 4 \text{ آلاف دينار}$

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح} = \frac{4000 - 60,000}{100,000} = 0,56 \text{ دينار}$$

مثال (2)

ترغب إحدى الشركات في الحصول على تمويل لاستثماراتها قدره مليون وخمسمائة ألف

دينار، وأمامها بدلين للحصول على هذا المبلغ هي:

أ. بيع أسهم عادية بسعر 15 دينار للسهم العادي الواحد

ب. بيع سندات تحمل فائدة 10%.

وإذا علمت أن رأسمال الشركة المدفوع 4 ملايين دينار، والقيمة الاسمية للسهم عشرة

دنانير، والأرباح المتوقعة من هذا الاستثمار 800 ألف دينار قبل الفوائد والضرائب

ومعدل الضريبة 40 %.

المطلوب

أ. حساب نقطة التعادل.

ب. حساب نصيب السهم العادي من الأرباح.

ج. التوصية بأي من البدلين.

الحل

$$\text{أ. نقطة التعادل} = \frac{\text{م ف}}{\text{ع} - 1}$$

$$م = \text{المبلغ المقترض في حالة البديل ب} = 1,500,000$$

$$ف = \text{سعر الفائدة} = 10\%$$

$$ع = \text{عدد الاسهم} = \text{عدد الاسهم القديمة} + \text{عدد الاسهم الجديدة}$$

$$ع = \frac{1,500,000}{15} + \frac{4,000,000}{10} = 500,000 \text{ سهم في حالة البديل (أ)}$$

$$ع = \frac{4,000,000}{10} + \text{صفر} = 400,000 \text{ سهم في حالة البديل (ب)}$$

$$ن = \frac{10\% \times 1,500,000}{400,000 - 1} = \frac{150,000}{1} = 150,000$$

$$750,000 = \frac{5 \times 150,000}{1} =$$

أي أن نقطة التعادل = 750,000 دينار

ب. حساب نصيب السهم العادي من الأرباح (ربحية السهم) عند مستوى التوازن لكل بديل:

$$\text{نصيب السهم العادي من الأرباح (ربحية السهم)} = (1 - ض) (ن - م - ف)$$

* نصيب السهم العادي من الأرباح في حالة البديل (أ)

$$0.9 = (1 - 0.4) (500 - 750 - \text{صفر})$$

500 الف

* نصيب السهم العادي من الأرباح في حالة البديل (ب)

$$(\text{ربحية السهم}) = (1 - 0.4) (1500,000 - 750,000 \times 0.10)$$

400,000

$$\text{ربحية السهم} = (0.6) (150,000 - 750,000) = 0.9 \text{ دينار}$$

400,000

يلاحظ أنه عند مستوى 750,000 دينار من الأرباح قبل الفوائد والضرائب لا يختلف حجم (ربحية السهم) باختلاف طريقة التمويل.

ج. التوصية بأي من البديلين:

تبين لنا من الحل أن نقطة التعادل هي 750 ألف دينار وينص المثال على أن

الأرباح المتوقعة بعد التمويل هي 800 ألف دينار قبل الفوائد والضرائب وتقول القاعدة إذا كانت الأرباح قبل الفوائد والضرائب المتوقعة بعد التمويل أكبر من نقطة التعادل فإن أفضل بديل هو البديل الذي يحتوي على أكبر قدر ممكن من أموال الإقتراض أي البديل (ب) في هذا المثال، وذلك لأنه سيؤدي إلى زيادة (ربحية السهم) أكثر من غيره ولإ ثبات ذلك نستخرج (ربحية السهم) لكل بديل عند مستوى أرباح 800 ألف دينار قبل الفوائد والضرائب كما يلي:

(ربحية السهم) في حالة البديل (أ)

$$(\text{ربحية السهم}) = (1 - 0.4) (800 \text{ الف} - \text{صفر}) = 0.96 \text{ دينار}$$

500 ألف

(ربحية السهم) في حالة البديل (ب)

$$0.98 = \frac{(0.10 \times 1,500,000 - 800,000) (0.4 - 1)}{400,000} =$$

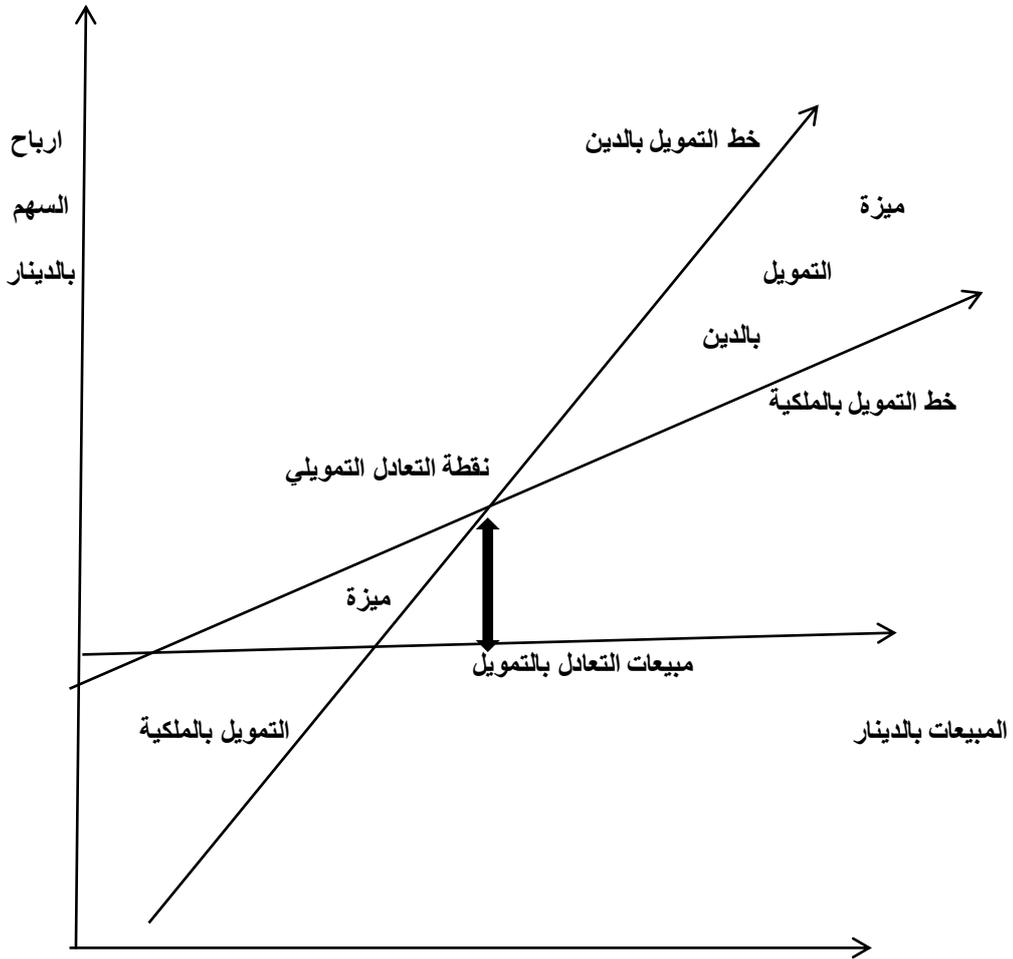
يلاحظ أن (ربحية السهم) الناتج عن استعمال البديل (ب) هو أكبر من

(ربحية السهم) الناتج عن البديل (أ)

ثانياً الطريقة البيانية

يتم في هذه الطريقة تمثيل المبيعات على المحور الأفقي، وأرباح السهم، على المحور العمودي. وتعتبر النقطة التي يتقاطع فيها هذان الخطان هي نقطة التعادل التمويلي.

كما هو موضح بالشكل (1) التالي:



نقطة التعادل التمويلي بيانياً

يوضح الشكل بأن عند مستوى مبيعات أقل من مبيعات التعادل، يتم التمويل بالأسهم لأنها تحقق أرباحاً للسهم أعلى من أرباح التمويل بالاقتراض،

أما في حالة ارتفاع المبيعات عن مستوى التعادل، فإنه يفضل التمويل عن طريق الإقتراض لأنه يحقق أرباحاً أعلى للسهم.

