

الفصل السادس

مصادر تمويل الفرصة الاستثمارية

(الهيكل التمويلي للمشروع وتقدير تكلفة التمويل)

بعد القيام بدراسة الجدوى الفنية للمشروع ومن ثم تكاليفه الاستثمارية والتشغيلية تبدأ مرحلة التحليل المالي حيث تحدد مصادر التمويل المتاحة ثم يوضع الهيكل التمويلي وتكاليفه.

اولا :- مصادر تمويل الفرص الاستثمارية وتقدير تكاليفها

يمكن تمويل المشروع من مصادر عديدة فقد يمول من رؤوس اموال مملوكة للجهة المستثمرة او من اموال مقترضة من المؤسسات المالية او بتمويل تجاري او بالاستئجار ، ومن حيث الفقرة الزمنية قد تكون مصادر التمويل هذه طويلة الاجل او قصيرة الاجل .

1- مصادر التمويل قصيرة الاجل

وهي احد مصادر تمويل الفرص الاستثمارية والتي تمثل التزاماً قصير الاجل يتعين الوفاء به خلال مدة لا تزيد عن سنة وينقسم الى

أ- الائتمان التجاري :- وهو الائتمان الذي يوفر للمستثمر شراء مستلزمات الانتاج والمنتجات الوسيطة (قيمة المشتريات الآجلة) تتحد كلفة الائتمان بشروط الاتفاق بين الموردين والمستثمرين وذلك من خلال ما يلي .

- عندما لا يرتبط الائتمان التجاري بارتفاع الاسعار الآجلة عن الاسعار الآجلة فان تكلفته مساوية للصفر ويصبح تمويلا مجانيا (اي الاتفاق على تسديد قيمة السلعة الاسعار وقت البيع وليس على الاسعار الآجلة).

- يصبح الائتمان مكلفا جدا عندما يرتبط بارتفاع الاسعار الآجلة خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي ربما لا تستطيع ان تسدد قيمة الائتمان التجاري في الوقت المحدد مما يسيء لسمعتها ويعيق امكانية الحصول على الائتمان التجاري لاحقا.

ب- الائتمان المصرفي :- هو نوع من القروض والسلف التي يحصل عليها المستثمر من المصارف ويلتزم بسدادها خلال فترة لا تزيد عن سنة وتستخدم في تمويل التكاليف التشغيلية وان يتجنب استخدامها في تمويل الاصول طويلة الامد وتتوقف تكلفة هذا النوع من القروض على الشروط التي تفرضها المصارف على المستثمر وهي :-

- قد يشترط المصرف على المشروع تقديم رهونات او ضمانات شخصية او عينية.
- قد يشترط المصرف على المشروع سداد سعر الفائدة مقدما .

- قد يشترط المصرف على المشروع بالاحتفاظ برصيد مجمد لدى المصرف من قيمة القرض وبالتالي تصبح التكلفة الحقيقية للائتمان المصرفي متمثلة في الفائدة المصرفية مضافا اليها التكلفة الاضافية للمبلغ الذي تم الاحتفاظ به من قبل المصرف

2- مصادر التمويل طويلة الاجل

ويقصد بالأموال طويلة الاجل كمصدر تمويلي تلك التي تكون متاحة للتمويل الفرص الاستثمارية وتمثل التزاما على المشروع كشخصية معنوية ازاء املاك وازاء الغير وتنقسم مصادر التمويل طويلة الاجل الى :-

أ- **الاسهم العادية** :- تمثل الاسهم العادية التزاما دائما على المشروع لا يعاد دفعه وقابل للتفاوض ويتم تداوله على المؤسسة الى مستثمر اخر (بيع او شراء السهم) لذا فان المساهم في المشروع يعتبر مالكا قانونيا له حصة بحسب الاسهم التي يمتلكها فضلا عن حقه في التصويت في الجمعية العمومية للشركة والاطلاع على سجلات الشركة والاهم حق المشاركة في الارباح والخسائر وحق البيع والتداول وتتعدد اسعار الاسهم العادية (والاسهم الممتازة) وهي

- **القيمة الاسمية** :- وهي القيمة المدونة في صك السهم.
- **القيمة السوقية** :- وتتحدد بقوى العرض والطلب على السهم .
- **القيمة الدفترية** :- وتتحدد من خلال قسمة حقوق الملكية على عدد الاسهم.
- **القيمة المصدرة** :- وهي القيمة التي على اساسها يتم اصدار السهم وقد تكون القيمة المصدرة اعلى من القيمة الاسمية حين يتم اصدار الاسهم بعلاوة وقد تكون القيمة المصدرة اقل من القيمة الاسمية حين يتم اصدار الاسهم بخصم الاصدار. وتمتع الاسهم العادية كمصدر تمويلي بالعديد من المزايا من اهمها
- ❖ ان الاعتماد على الاسهم كمصدر تمويلي سوف يؤدي الى زيادة نسبة الملكية الى القروض في الهيكل التمويلي الامر الذي يؤدي الى زيادة قدرة المشروع على الاقتراض
- ❖ لا يجوز لحاملي الاسهم العادية ان يستردوا قيمة اسهمهم من المؤسسة المصدرة الا عند التصفية وبالتالي فانها تمثل مصدرا تمويليا دائما.

يمكن احتساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية من خلال المثال التالي

لنفرض ان القيمة السوقية (p) لاسهم العادية تبلغ \$110 ، وان التوزيعات المتوقعة للسهم (d) في العام المقبل كما تحددها سياسة التوزيع تبلغ (10%) من القيمة الاسمية (نفترض ان القيمة الاسمية للسهم تعادل \$100)، وان نمو التوزيعات يقدر بحوالي (5%) من القيمة الاسمية للسهم، كما ان تكلفة اصدار السهم (I) تعادل (3%) لاحتساب تكلفة اصدار السهم نستخدم القانون التالي

$$k = \sum \frac{d}{P(1-I)} + g \times 100$$

k- تكلفة اموال الاسهم العادية

d- التوزيعات المتوقعة للسهم.

p- القيمة السوقية للسهم.

I- تكلفة الاصدار

g- معدل نمو المتوقع للتوزيعات.

$$k = \frac{10}{110(1-0.03)} + 0.05 \times 100 = \frac{10}{110(0.97)} + 0.05 \times 100 = \frac{10}{106.7} + 0.05 \times 100$$

$$= 0.093 + 0.05 \times 100 = 0.143 \times 100 = \%14.3$$

اي ان تكلفة التمويل بالأسهم العادية تبلغ (14.3%) اي ان على المشروع ان يحقق ارباحا اعلى من تكلفة التمويل (14.3%) لكي يكون هذا المصدر للتمويل مربحاً.

ب- **الاسهم الممتازة** :- السهم الممتاز هو ورقة مالية تدر توزيعات ثابتة. وتكون في حالة الإفلاس في وضع أفضل من الأسهم العادية من حيث حقوقها في أرباح الشركة وأصولها. وتمثل الأسهم الممتازة أيضاً، مثل الأسهم العادية، حقوق ملكية في أية شركة، أن الأسهم الممتازة تدر توزيعات أرباح ثابتة الا ان حملة الاسهم الممتازة ليس لهم حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة ولهم الافضلية في اصول المشروع حال تصفيته كما يمكنهم تحويل اسهمهم الممتازة الى اسهم عادية او اوراق مالية اخرى.

يمكن احتساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة من خلال المثال التالي

لنفرض ان القيمة السوقية (p) لاسهم الممتازة تبلغ \$110 ، وان التوزيعات السنوية لحملة الاسهم الممتازة تبلغ \$10 كما ان تكلفة اصدار السهم (I) تعادل (3%) من القيمة الاسمية التي تبلغ \$100 ، لاحتساب تكلفة اصدار السهم نستخدم القانون التالي

$$k = \frac{D}{P(1-I)} \times 100$$

k- تكلفة اموال الاسهم الممتاز

D- قيمة الكوبون (العائد الموزع الثابت للسهم الممتاز).

p- القيمة السوقية للسهم.

I- تكلفة الاصدار

$$k = \frac{10}{110(1-0.03)} \times 100 = \frac{10}{110(0.97)} \times 100 = \frac{10}{106.7} \times 100 = 0.093 \times 100 = 9.3\%$$

اي ان تكلفة التمويل بالاسهم الممتازة تبلغ (9.3%) اي ان على المشروع ان يحقق ارباحا اعلى من تكلفة التمويل (9.3%) لكي يكون هذا المصدر للتمويل مربحاً.

الفرق بين الاسهم العادية والاسهم الممتازة

ت	الاسهم العادية	الاسهم الممتازة
1.	هي أكثر أنواع الأسهم إصداراً وتداولاً في الأسواق المالية، وتمثل ملكية خاصة للشركات ولها نسبة من أرباحها المالية ، ويكون لكل مستثمر في الأسهم العادية الحق في المشاركة لانتخاب مجلس إدارة الشركة، حيث أن الصوت الواحد يمثل سهم من الأسهم التي يمتلكها المستثمر في الشركة	الأسهم التي تمثل نسبة من ملكية الشركة ورغم ذلك لا تمنح تلك الأسهم من يمتلكها الحق في التصويت للمساهمين
2.	كما أن هناك دور حيوي وفعال للأسهم على المدى الطويل في تنمية رؤوس الأموال وذلك من خلال العمل على زيادة العوائد المالية في مختلف الاستثمارات التي تستثمر فيها الشركة رأسمالها حيث تكون قيمة العوائد أعلى من تكلفة الأسهم الفعلية	وتعتبر أرباح الأسهم الممتازة مضمونة وثابتة بخلاف الأسهم العادية ذات الأرباح المتغيرة
3.	ويجب الإشارة إلى وجود نسبة من المخاطرة خاصة في حالة تعرض الشركة للإفلاس أو تعرضها للتصفية، حيث أن أصحاب الأسهم لا يحصلون في هذه الحالة على قيمة مشاركتهم في رأس المال إلا بعد سداد قيمة الديون	وفي حالة تصفية الشركة لأي سبب من الأسباب يحصل المساهم الذي يملك سهماً ممتازاً على حصته كاملة قبل حصول المساهمين الآخرين على حصتهم، حيث أن الأسهم الممتازة هي دين مترتب على رأس المال

ج- الأرباح المحتجزة:- هي جزء من إيرادات المشروع التي لا توزع على المساهمين والاعتماد عليها كمصدر تمويلي لا يكون متاحاً إلا في ظل فرص استثمارية جديدة مرتبطة بالفرص الاستثمارية القائمة كالفرص الاستثمارية المرتبطة بعملية الإحلال الرسالي أو بعمليات التوسيع بالتالي فإن هذا المصدر التمويلي لا يتم الاعتماد عليه إلا في ظل منشآت قائمة ترغب في تمويل فرص استثمارية جديدة

يمكن احتساب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة من خلال المثال التالي

لنفرض أن القيمة السوقية (p) لآحد لسهم إحدى الشركات تبلغ \$1500 ، ومعدل نمو التوزيعات يقدر (5%)، والعوائد الموزعة المتوقعة في السنة القادمة تقدر \$110، ومعدل الضريبة على دخل الشركات يبلغ (15%) لاحتساب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة نستخدم القانون التالي

$$k = \frac{d(1-T)}{p} + g \times 100$$

k- تكلفة أموال الأرباح المحتجزة

d- التوزيعات المتوقعة للسهم.

p- القيمة السوقية للسهم.

g- معدل نمو المتوقع للتوزيعات

T - معدل الضريبة على أرباح الشركة

$$k = \frac{110(1-0.15)}{1500} + 0.05 \times 100 = \frac{110(0.85)}{1500} + 0.05 \times 100 = \frac{(93.5)}{1500} + 0.05 \times 100$$

$$0.063 + 0.05 \times 100 = 0.1123 \times 100 = \%11.2$$

أي أن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تبلغ (11.2%) أي أن على المشروع أن يحقق أرباحاً أعلى من تكلفة التمويل (11.2%) لكي يكون هذا المصدر للتمويل مربحاً.

د- القروض طويلة الأجل

تعتبر القروض طويلة الأجل أحد المصادر الهامة التي يمكن الاعتماد عليها في تمويل الفرص الاستثمارية وهي عبارة عن الأموال التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر من المؤسسات المالية وهي تمثل التزاماً يتعين على المستثمر الوفاء به خلال فترة زمنية تزيد على السنة وقد تصل إلى ثلاثين سنة وفقاً للشروط التي تم الاتفاق عليها بين المقرض والمقترض ومقابل الحصول على تلك القروض يلتزم المقترض بسداد أقساط سنوية (وأحياناً أقل من سنة) بالإضافة إلى الفائدة السنوية التي الاتفاق على سدادها في شروط القرض.

ويمكن تقدير تكلفة القروض طويلة الاجل من معدل الفائدة الفعلي الذي يدفعه المستثمر لقاء حصوله على القرض بالإضافة الى المصاريف القانونية والادارية والعمولات وغيرها عند ابرام القرض.

ر- السندات

وهي اداة مديونية طويلة الاجل تصدرها المؤسسة بهدف الحصول على اموال لتمويل نفقاتها الاستثمارية والتشغيلية وقيمة السند تمثل الزاما على المؤسسة يتعين الوفاء به في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه ولحامل السند الحق في استرداد القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق وله الحق ايضا في الحصول على معدل فائدة دوري ثابت بصرف النظر عن ربح المؤسسة او خسارتها وحامل السند يتعرض الى خسائر راسمالية عند ارتفاع اسعار الفائدة السوقية اي ان العلاقة بين سعر الفائدة السوقية والسند علاقة عكسية ففي حالة ارتفاع سعر الفائدة السوقية سوف يؤدي ذلك الى انخفاض سعر السند السوقية مما يعرض حامل السند الى خسائر راسمالية والعكس صحيح.

ثانيا:- تقدير متوسط تكلفة الاموال

قد يكون راس مال المشروع عبارة عن اموال مملوكة بالكامل او قد يكون هيكل راس المال خليطا من راس المال المملوك وراس مال مقترض ففي هذه الحالة تبرز امام المستثمر مسالة اختيار الهيكل التمويلي الامثل، وتحديد الاهمية النسبية لكل مكون من مكوناته ويتم ذلك من خلال احتساب متوسط تكلفة المرجحة للأموال لكل مكونات راس المال المستخدم وللتوضيح اكثر نعطي المثال التالي

إذا كان هيكل رأس المال لمشروع مقترح هو

الوزن النسبي	معطيات سؤال		
	تكلفة الاموال	قيمة رأس المال(1000\$)	الفقرات
%50	%14	800	قروض
%18.75	%13	300	اسهم عادية
%12.5	%10	200	اسهم ممتازة
%18.75	%5.4	300	ارباح محتجزة
%100		1600	الاجمالي

المطلوب // ايجاد متوسط تكلفة الاموال المرجحة

الوزن النسبي :- هو قسمة الجزء على الكل بحيث مجموع الوزن النسبي يساوي 100 وكما يأتي

$$1- القروض = \frac{800}{1600} = 50\% \quad 2- اسهم عادية = \frac{300}{1600} = 18.75\%$$

$$3- اسهم ممتازة = \frac{200}{1600} = 12.5\% \quad 4- الارباح المحتجزة = \frac{300}{1600} = 18.75\%$$

متوسط تكلفة الاموال المرجحة

تكلفة الاموال المرجحة للقروض

$$7\% = \frac{700}{100} = 700 = 50 \times 14 = 50\% \times 14\%$$

- تكلفة الاموال المرجحة للاسهم العادية

$$2.4\% = \frac{234.75}{100} = 234.75 = 18.75 \times 13 = 18.75\% \times 13\%$$

- تكلفة الاموال المرجحة للاسهم الممتازة

$$1.25\% = \frac{125}{100} = 125 = 12.5 \times 10 = 12.5\% \times 10\%$$

- تكلفة الاموال المرجحة للأرباح المحتجزة

$$0.8\% = \frac{84.375}{100} = 84.375 = 18.75 \times 5.4 = 18.75\% \times 5.4\%$$

مجموع متوسط تكلفة الاموال المرجحة = $7\% + 2.4\% + 1.25\% + 0.8\% = 11.45\%$

ويعني ذلك ان خليط من رأس مال قدره 1600 \$ يكلف (11.45%) وبناء عليه فان معدل العائد الذي يطلبه المشروع يجب ان لا يقل عن هذه التكلفة.