

المحاضرة الثانية: قرار التمويل وتكاليف رأس المال (La décision de financement et coûts de capitaux)

محتويات المحاضرة:

1. مصادر التمويل.
2. تقدير تكلفة رأس المال.
3. محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل.

1. مصادر الرئيسية للتمويل (Principales sources de financement):

إن هدف كل استثمار إنتاجي مرتبط بتعظيم قيمة المؤسسة، أي تعظيم مردودية الأموال الخاصة. لذلك فإن اتخاذ أي قرار استثماري إنما يتوقف على دراسة إمكانيات تمويله من خلال ما هو متاح من مصادر التمويل.

1.1. تعريف قرار التمويل:

يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة المؤسسة اتخاذها كي تضمن استمراريتها والنجاح، كما أن عملية اختيار التمويل المناسب باتت من محددات الإستراتيجية المالية للمؤسسة، وهذا يتوقف بدوره على ضرورة معرفة مختلف مصادر التمويل المتاحة، وللمفاضلة بين المصادر المختلفة للتمويل سعياً وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال المؤسسة إلى الحد الأدنى المناسب لا بد من أخذ بعض العوامل التي تعد من أهم العوامل المؤثرة في قرار التمويل بعين الاعتبار والتمثلة في تكلفة المصادر المختلفة للتمويل أي تكلفة الدينار الواحد من كل المصدر.

وعليه على المؤسسة التعرف على مصادر التمويل المتاحة وشروط الحصول عليها وكذا تكلفة هذه المصادر وهل يستطيع المشروع الالتزام بها وبأجلها وهل تتناسب مع التدفقات النقدية للمشروع. وكذلك المحددات التي تحكم عملية الاختيار فيما بينها.

2.1. مصادر التمويل:

يتاح أمام المؤسسات الاقتصادية للحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها عدة مصادر يمكن تصنيفها حسب معايير مختلفة منها ما هو متعلق بالملكية ومنها ما هو مرتبط بالزمن والمصدر، ويتركز في هذا الإطار على معيار الزمن والذي يقسم هذه المصادر إلى قصيرة، متوسطة وطويل الأجل..

1.2.1. مصادر التمويل قصيرة الأجل: هو ذلك النوع من التمويل الذي تكون فيه مدة إستحقاق القرض أو التمويل سنة أو أقل من سنة ويكون عادة لأجل الإستثمار في الموجودات المتداولة ويتكون التمويل قصير الأجل من: الإئتمان المصرفي، الإئتمان التجاري والأوراق التجارية.

✓ **الإئتمان المصرفي:** تعتمد المؤسسات التجارية والصناعية في ممارسة أنشطتها اعتماد كبير جداً على القروض (مبلغ تمنحه البنك للمؤسسة وتلتزم بسداده في تاريخ محدد، وهذا القرض مشروط بضمان يمكن أن يكون رهناً عقارياً أو كفالة وعادة ما يكون مقابل سعر فائدة)، وذلك في مجالات عديدة منها، تسهيل عمليات الدفع والإستيراد والتصدير إلى جانب توفير الإئتمان اللازم لتمويل احتياجاتها في النمو والتطور.

✓ **الإئتمان التجاري:** تقوم منشأة الأعمال بشكل عام، بشراء ما تحتاجه من مستلزمات تدخل في عملياتها وأنشطتها التشغيلية من منشآت أخرى وتظهر قيمة هذه المستلزمات في سجلات المنشأة تحت عنوان الحسابات أو الذمم الدائنة، ويطلق على هذا النوع من التمويل مصطلح الإئتمان التجاري المكتسب، ويشكل هذا المصدر النسبة الأكبر من إجمالي المديونية قصيرة الأجل.

✓ **الأوراق التجارية:** هي عبارة عن صكوك مكتوبة طبقاً لأوضاع شكلية حددها القانون تمثل نقوداً تستحق الدفع في مكان معين وتقبل التداول بالطرق التجارية، وللأوراق التجارية عدة خصائص تميزها عن غيرها من الأوراق التجارية الأخرى، حيث تمثل حقا نقدياً، وتقبل التداول بالطرق التجارية وهي أوراق قصيرة الأجل وجرى العرف على قبولها كأداة وفاء تقوم مقام النقد.

2.2.1. مصادر التمويل متوسطة الأجل: وتمثل فيما يلي :

✓ **القروض المباشرة متوسطة الأجل:** تمثل هذه القروض نوعاً من القروض التي تلتزم المؤسسة عند الحصول عليها بسداد كل من أصل القرض والفائدة المستحقة في تاريخ معين، وتخضع عملية الإقتراض في هذه الحالة لشروط الإتفاق ما بين المنشأة والمقرض في ما يتعلق بمعدل الفائدة وتاريخ الاستحقاق وأسلوب السداد، وعادة تتراوح فترة الإقتراض ما بين ثلاثة إلى خمسة عشر عاماً.

✓ **الإستئجار:** هو عقد يلتزم بموجبه المستأجر (lessee) بدفع مبالغ محددة بمواعيد متفق عليها للمالك (l'essor) أصل من

الأصول لقاء ارتفاع الأول بالخدمات التي يقدمها الأصل المستأجر لفترة معينة .

3.2.1. مصادر التمويل طويلة الأجل: وهي الجزء المكمل لمكونات الهيكل المالي وتمثل المصادر الطويلة الأجل أساسا في:

✓ الأموال الخاصة: و تتضمن مايلي:

- **الأسهم العادية:** يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية، دفترية و سوقية وتتمثل القيمة الإسمية القيمة المدونة على وثيقة السهم أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة الأسهم أما القيمة السوقية للسهم فتمثل السعر الذي يتداول به السهم في السوق ويعني هذا أن احتمال أن يحصل أصحاب الأسهم العادية على عوائد أكبر من العائد الذي يحصل عليه حاملي السندات وتصاحبها مخاطر للملاك؛

- **الأسهم الممتازة:** هي التي تحظى بمقتضى نظام الشركة التي تصدرها، وهي الأسهم التي يتقرر لحاملها أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها، ومن بين خصائصها حق الأولوية في الحصول على الأرباح وبنسبة محددة؛

- **الأرباح المحتجزة:** هي الجزء غير الموزع من الأرباح على المساهمين خلال السنة المالية السابقة فإذا حققت مؤسسة ما أرباحا بقيمة 10 مليون ليرة واتخذت إدارتها من خلال الجمعية العمومية قرار بعدم توزيع هذه الأرباح على المساهمين وهذه الأرباح تعد أرباحا محتجزة.

✓ الإقتراض طويل الأجل:

تمثل المديونية ما ينبغي على المؤسسة الوفاء بقيمتها في تاريخ لاحق ويؤخذ الإقتراض طويلة الأجل صورتين أساسيتين هما القروض طويلة الأجل، السندات وفي ما يلي الملامح الرئيسية لكل منهما:

- **القروض طويلة الأجل:** هي قروض تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، وقد يصل تاريخ الاستحقاق ثلاثين عام، ومن أهم الخصائص المميزة للقروض انه يتم الاتفاق على شروط (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهانات ،...) بتفاوض بين المقرض والمقترض.

- **السندات:** مستند مديونية تصدره الشركة أو أية هيئة أخرى، وهو بمثابة إنفاق أو عقد بين المستثمر أو المدخر (المقرض) والشركة (المقترض) وبمقتضى هذا الإنفاق يقترض الطرف الأول مبلغا محددًا للطرف الثاني الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض والفوائد المترتبة عليه في تواريخ المستحقات محددة سلفا وتمتد فترة استحقاق السندات عادة من 20 إلى 30 سنة.

تعتبر الإستاندة من أهم مصادر التمويل في المؤسسة إذ يتم اللجوء إليها من أجل تغطية الإحتياجات التي لم تتمكن المؤسسة من تمويلها عن طريق التمويل الذاتي.

و يمكن تعريفها بأنها الديون المالية التي تجمع كل من الديون قصيرة ومتوسطة، وطويلة الأجل المقدمة من طرف مؤسسات مقرضة.

ولأهمية الديون في حساب النسب المالية المتعلقة بالمخاطر والقدرة على السداد في الأجل الطويل فإن المحللون يستخدمون النسب التالية للحكم على مديونية الشركة:

$$1 \text{ _نسبة الرفع المالي} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

$$2 \text{ -نسبة الديون طويلة الأجل إلى إجمالي الموجودات} = \frac{\text{الديون طويلة الأجل}}{\text{إجمالي الموجودات}}$$

$$3 \text{ -نسبة إجمالي الديون إلى حقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{حقوق الملكية}}$$

2. تقدير تكلفة رأس المال (Estimation des Coûts de capitaux):

يقصد بتكلفة رأس المال بأنها كلفة مصادر التمويل الدائمة (الطويلة الأجل) التي يستخدمها المشروع في تمويل استثماراته أي الأموال الخاصة حقوق الملكية والديون المتوسطة والطويلة الأجل. وتمثل تكلفة رأس المال الحد الأدنى (العتبة الدنيا) للعائد المطلوب من استثمار معين. فإذا كان العائد من مشروع استثماري أقل من تكلفة مصادر تمويله،

فيجب عدم تنفيذها لكونه غير مجددي اقتصادياً، وإلا سيتعرض المشروع للخسائر ومن ثم تخفيض لقيمتها. ومن هنا تتضح الأهمية الكبيرة لهذه التكلفة ودورها المحوري في صناعة القرارات الاستثمارية والتمويلية في الشركات.

1.2. تكلفة الائتمان المصرفي: وتقاس بالعلاقة التالية:

$$100 \times \frac{\text{قيمة الفائدة السنوية}}{\text{مبلغ الإقتراض}}$$

مثال: يفرض أن مؤسسة المئاب حصلت على قرض بمبلغ 20000 دج بفائدة سنوية قدرها 1500 دج. أوجد التكلفة الفعلية في حالة طلب البنك من المؤسسة الاحتفاظ بأرصدة نقدية لا تقل عن 5000 دج.

الحل:

$$7,5\% = 100 \times \frac{1500}{20000}$$

2.2. تكلفة الائتمان التجاري: وتقاس بالعلاقة التالية:

$$100\% - \text{نسبة الخصم \%} \times \frac{360}{\text{صافي الفترة - مدة تمتع بالخصم النقدي}}$$

مثال: يفرض أن أحد المشاريع حصل على ائتمان تجاري نظير شراء مواد أولية على الحساب بشروط 2/10 صافي 30، والمطلوب حساب تكلفة الائتمان التجاري في الحالات التالية:

✚ قيام المشروع بالسداد في اليوم العاشر.

✚ قيام المشروع بالسداد في اليوم العشرون

✚ قيام المشروع بالسداد في اليوم الثلاثون.

الحل: يقصد ب 2/10 صافي 30 أن المشروع بإمكانه الاستفادة من خصم نقدي قدره 2% في حالة ما إذا سدد قيمة المواد خلال 10 أيام من تاريخ الشراء، أما إذا تخلف عن السداد فإن أقصى مدة زمنية مسموح بها لتأجيل السداد هي 30 يوم من تاريخ الشراء.

✚ في حالة السداد في اليوم العاشر فإن تكلفة الائتمان التجاري تكون مساوية للصفر.

$$73,47\% = \frac{360}{10-20} \times \frac{2\%}{2\% - 100\%}$$

$$36,73\% = \frac{360}{10-30} \times \frac{2\%}{2\% - 100\%}$$

3.2. تكلفة الأسهم العادية: تعتبر السهم العادية أحد أهم مصادر التمويل بالملكية. ويتم إصدارها بقيمة اسمية، ولها العديد من القيم، القيمة الاسمية، القيمة الدفترية، القيمة السوقية، القيمة التصفوية، القيمة العادلة. وهذه القيم تختلف فيما بينها مما يولد اختلافاً في تكلفة التمويل بإصدار الأسهم العادية بين شركة وأخرى. وتتمثل تكلفة السهم العادية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الأسواق المالية للإقبال على الاستثمار في هذه الأسهم. ويمكن حساب تكلفة الأسهم العادية كما يلي

$$C = [r / p(1-f)] + g$$

حيث:

r : الأرباح المتوقعة للسهم

P: القيمة السوقية للسهم

f: كلفة إصدار السهم

مثال: يبلغ سعر سهم إحدى الشركات في السوق المالي \$200، وترغب الشركة في إصدار أسهم عادية جديدة بهدف زيادة رأس مالها بمقدار \$1000000، و من المتوقع أن يكون العائد لكل سهم مباع يساوي للقيمة السوقية للسهم وبلغت تكاليف الإصدار 4%، وكانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار \$6 وتوقع أن تزيد أرباحها بنسبة 3% سنوياً بعد تنفيذ الاستثمار الجديد.

المطلوب: استخراج كلفة التمويل بالأسهم العادية؟

الحل:

$$C=[r / p(1-f)]+g=6/200(1-0,04)+0.03=6,12 \%$$

4.2. تكلفة الأسهم الممتازة: إن تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر لقاء الاستثمار في هذه الأسهم. وهي مصدر من مصادر التمويل بالملكية لأغراض التحليل قد يتم معاملتها كمصدر من مصادر الدين. حيث أنها تجمع خصائص كل من الأسهم العادية والسندات. يمكن استخراج كلفة السهم الممتاز وفق المعادلة التالية:

$$C_P=D_P/ P_i(1-f)$$

حيث:

C_P : تكلفة السهم الممتاز

D_P : الأرباح السنوية

P_i : السعر السوقي للسهم الممتاز (بعلاوة أو بخصم)

f : تكاليف إصدار السهم الممتاز

مثال: قامت شركة بإصدار أسهم ممتازة وبقيمة اسمية 1000 دج للسهم، تدفع الشركة أرباحاً ثابتة لهذا السهم قدرها 12% من القيمة الاسمية.

المطلوب: حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة في الحالات التالية:

✚ بيع السهم في السوق بقيمته الاسمية.

✚ بيع السهم بسعر 900 دج.

✚ بيع السهم بسعر 1100 دج.

✚ بيع السهم بقيمته الاسمية مع وجود نفقات إصدار 5% من القيمة الاسمية.

الحل:

بيع السهم في السوق بقيمته الاسمية $C_P=D_P/ P_i=120/1000=12\%$

بيع السهم بسعر 900 دج $C_P=D_P/ P_i=120/900=13,33\%$

بيع السهم بسعر 1100 دج $C_P=D_P/ P_i=120/1100=10,91\%$.

بيع السهم بقيمته الاسمية مع وجود نفقات إصدار 5% من القيمة الاسمية.

$$C_P=D_P/ P_i(1-f)=120/1000(1-0.05)=12,63\%$$

5.2. تكلفة الأرباح المحتجزة: الأرباح المحتجزة تمثل ذلك الجزء من الأرباح المحققة أي الإيرادات الحالية الذي لا يوزع على حملة الأسهم العادية بل يحتفظ به و يعاد استثماره في المشروع وقد يعتقد البعض بأن الأرباح المحتجزة لا تكلف لها و لكن هذا الاعتقاد غير صحيح على الإطلاق لان هذه الأرباح هي أصلاً من حق أصحاب الأسهم العادية ولا يتم احتجازها إلا بعد موافقتهم كما أن موافقتهم لا تتم إلا بعد توقعهم الحصول على عائد في السنوات القادمة لا يقل عما يحصلون عليه حالياً على الأقل وبالتالي تمثل ذلك التزاماً على المشروع بتحقيق هذا العائد على الأقل على هذه الأموال المحتجزة لأصحاب الأسهم العادية في السنوات المقبلة.

ولما كانت الأرباح المحتجزة تخضع للضريبة على الدخل فيجب تخفيض مبالغ هذه الأرباح بمقدار الضريبة ولتقدير تكلفة الأرباح المحتجزة تستخدم المعادلة التالية :

$$Cr = r(1-T) / p$$

حيث: T معدل الضريبة على الأرباح

r التوزيعات المتوقعة

P القيمة السوقية للسهم

مثال: إذا كانت القيمة السوقية للسهم 1000 دج والتوزيعات المتوقعة للسهم الواحد في العام القادم 100 دج وكان سعر الضريبة هو 30% فإن:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = 100 / (0,30-1) = 1000 / 0,7 = 1428,57 \text{ دج}$$

6.2. تكلفة التمويل بالسندات: في بعض الأحيان يقوم المشروع بإصدار سندات بقيمة اسمية محددة وبسعر فائدة محدد ، غير أنه عندما يقوم بطرح هذه السندات للبيع يتقاضى قيمة إصدار أقل كوسيلة لتشجيع الجمهور على الشراء على أن يسدد المشروع القيمة الاسمية للسندات عند تاريخ الاستحقاق، ويطلق على الفرق بين القيمة الاسمية للسند وقيمة الإصدار خصم الإصدار، وتحسب تكلفة التمويل بالسندات وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = \frac{\text{قيمة الفائدة} + (\text{خصم الإصدار} \div \text{سنوات الاستحقاق})}{(\text{القيمة الاسمية للسند} + \text{قيمة الإصدار}) \div 2} \times (1 - \text{معدل الضريبة})$$

مثال: أصدر أحد المشروعات سندات بقيمة اسمية 1000 دج للسند الواحد وتم بيع السند للجمهور ب 800 دج، بفائدة 10% ومدة السند 10 سنوات ومعدل الضريبة 20%.

الحل: الحساب تكلفة التمويل بالسندات نحسب أولا:

$$\text{قيمة الفائدة} = 0.1 \times 1000 = 100 \text{ دج} \quad \text{خصم الإصدار} = 1000 - 800 = 200 \text{ دج}$$

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = \frac{(10 + 200) + 100}{2 + (800 + 1000)} \times (1 - 0.2) = 10,7\%$$

7.2. تكلفة التمويل باستخدام القروض المصرفية: تتمثل تكلفة التمويل بالاقتراض في معدل الفائدة على القروض الذي يجب تحقيقه على الاستثمارات الممولة بواسطة الاقتراض حتى يمكن الاحتفاظ بالإيرادات المتوافرة لحملة الأسهم بدون تغيير وتحسب تكلفة التمويل بالاقتراض بطرح قيمة الخفض في الضريبة نتيجة الخصم مدفوعات الفائدة من الوعاء الضريبي، وتحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة الاقتراض} = \text{سعر الفائدة} - \text{الوفر الضريبي}$$

❖ التكلفة الوسطية المرجحة للأموال:

يتم تحديد تكلفة الأموال الخاصة بالهيكل المالي للمؤسسة استنادا إلى ما يسمى بالتكلفة الوسطية المرجحة للأموال التي تمثل المتوسط المرجح لتكاليف مكونات الهيكل المالي للمؤسسة (أسهم عادية، أسهم ممتازة ، قروض، سندات..... حيث يدخل في حساب المتوسط جميع مكونات الهيكل المالي وفقا لأوزانها النسبية قياسا بالحجم الكلي للهيكل ذاته. ويفترض أن يعكس هذا المتوسط الحد الأدنى لمعدل العائد المتوقع تحقيقه على الاستثمار في المشروع الاستثماري. ويحسب هذا المتوسط وفقا للمعادلة التالية:

$$K_0 = K_e \frac{C}{C + D} + K_i \frac{D}{C + D}$$

حيث k_0 : التكلفة الوسطية المرجحة للأموال k_e : تكلفة الأموال الخاصة K_i : تكلفة الأموال المقترضة C : الأموال الخاصة؛ D : الأموال المقترضة

مثال ترغب مؤسسة TISBE المختصة في صناعة الملابس الجاهزة في إقامة مشروع استثماري جديد قدرت تكلفته الاستثمارية بنحو 05 مليون دج يتم تمويله كالتالي:

- ✚ 01 مليون دج عن طريق الأرباح المحتجزة.
- ✚ 02 مليون دج عن طريق إصدار أسهم عادية
- ✚ 01 مليون دج عن طريق إصدار أسهم ممتازة
- ✚ 400 ألف دج عن طريق قرض بنكي طويل الأجل.
- ✚ 350 ألف دج عن طريق إصدار سندات.
- ✚ 250 ألف دج عن طريق قرض إيجاري.

فإذا علمت أن تكلفة المصادر التمويلية السابقة تقدر بـ 10%، 5%، 6%، 7%، 12%، 11% على التوالي. المطلوب إيجاد التكلفة الوسطية المرجحة للأموال.

الحل: لكي نصل إلى التكلفة الوسطية المرجحة للأموال يتعين أولاً تحديد الأوزان النسبية لمصادر التمويل المتاحة من إجمالي التمويل الكلي المطلوب، ثم يتم ترجيح تكلفة هذه المصادر باستخدام الأوزان النسبية وصولاً إلى تحديد المتوسط المطلوب.

مصدر التمويل	قيمة التمويل	الوزن النسبي	تكلفة التمويل	متوسط التكلفة المرجحة
أسهم عادية	02 ملون دج	40%	5%	2%
أسهم ممتازة	01 ملون دج	20%	6%	1.2%
أرباح محتجزة	01 ملون دج	20%	10%	2%
قرض بنكي	400 ألف دج	8%	7%	0.56%
سندات	350 ألف دج	7%	12%	0.84%
قرض إيجار	250 ألف دج	5%	11%	0.55%

$$K_0 = 0.05 \frac{2}{5} + 0.06 \frac{1}{5} + 0.1 \frac{1}{5} + 0.07 \frac{0.4}{5} + 0.12 \frac{0.35}{5} + 0.11 \frac{0.25}{5}$$

$$K_0 = 7.15\%$$

وعليه فإن التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال للمشروع الاستثماري الجديد هي 7.15%، وعند تقييم الربحية التجارية للمشروع الاستثماري يجب التأكد من أنه سوف يحقق معدل عائد لا يقل عن 7.15%.

3. محددات الهيكل المالي الأمثل (Le choix des sources de financement):

يشتمل الهدف من تحديد الهيكل المالي الأمثل تحديد تركيبة الأموال التي تجعل التكلفة المتوسطة أو المرجحة للأموال عند حدها الأدنى وذلك ضمن الظروف أو المعطيات المتوفرة.

ويتحدد الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة بمجموعة من العوامل، حيث لا يمكن تقديم نموذج تمويلي أمثل يتناول بصورة كافية كل العوامل التي تؤثر على قرارات المسير المالي للمؤسسة، إذ أن هذه العوامل على درجة عالية من التعقيد والتنوع ولا تتبع دائماً نظرية محددة وهذا نظراً لأن أسواق المال أصبحت تتميز بظروف المخاطرة العالية. وستتطرق على وجه التحديد لأهم العوامل المحددة للهيكل المالي الأمثل للمؤسسة على النحو التالي:

1.3. المردودية المالية:

تعتبر المردودية عن مدى قدرة المؤسسة في التحكم والاستعداد الجيد لتوظيف الأموال اللازمة لضمان استمرار أشغالها ونشاطاتها. يطلق عليها كذلك "مردودية الأموال المستثمرة" باعتبارها مقياس للعوائد التي يتحصل عليها المساهمون لقاء استثمار أموالهم في المؤسسة. يمكن حساب المردودية المالية من خلال العلاقة التالية:

المردودية المالية = النتيجة الصافية / الأموال الخاصة

كلما كانت نسبة مساهمة الأموال الخاصة في تحقيق عوائد صافية بشكل دائم ومستمر كلما أدى ذلك إلى تعظيم المردودية المالية وبالتالي تعظيم ربحية السهم، ومن ثم زيادة القدرة على التمويل الذاتي.

وباعتبار أن المردودية المالية مرتبطة بهيكل رأس المال، أي بنسبة الديون المالية إلى الأموال الخاصة، فإنه يمكن قياسها بعلاقة أثر الرافعة المالية التي تربط بين معدل المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة والضريبة على الأرباح. كالية لاتخاذ القرار التمويلي، حيث:

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

المردودية الاقتصادية تقيس المردودية الاقتصادية الفعالية الاقتصادية في استخدام الأصول المتاحة للمؤسسة. أي تقيس قدرة الأصول الاقتصادية على تحقيق فوائد في إطار النشاط الاستغلالي (الرئيسي) دون اعتبار لشروط التمويل، سياسات الاستثمار و التوزيع. لذلك، يمكن تعريفها بأنها "العلاقة بين النتيجة الاقتصادية للمؤسسة ومجموع الأموال المستعملة للحصول عليها، فهي تعبر عن الكفاءة في استعمال الموارد المتاحة لجلب الأرباح بعض النظر عن طريقة التمويل. ويمكن حساب المردودية الاقتصادية بالعلاقة التالية:

المردودية الاقتصادية = الفائض الإجمالي للاستغلال / الأصول الاقتصادية

أثر الرافعة المالية يعرف بأنه " نسبة التغير التي تحدث في عائد السهم العادي بسبب تغير بنسبة معينة في الربح التشغيلي قبل الفوائد و الضرائب."

يعرف كذلك بأنه " التأثير المضاعف للديون على المردودية المالية. وبالتالي فهو ترجمة الحساسية للنتيجة الصافية التطور المديونية". بمعنى أن الرفع المالي يقيس الأثر الإيجابي أو السلبي لمديونية المؤسسة على مردوديتها المالية. وبقراءة معمقة يمكن القول أن الرفع المالي يتلخص في العلاقة بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية عند مستوى استدانة معين. يمكن قياسه وفق العلاقة التالية:

أثر الرفع المالي = (1-ض) [المردودية الاقتصادية - (المردودية الاقتصادية - معدل الفائدة) × ديون / أموال خاصة]

معدل المردودية المالية يكون أكبر من معدل المردودية الاقتصادية. وهذا يعني أن المؤسسة استفادت من الأثر الإيجابي للرفع المالي، أو أن الرفع المالي أثر إيجاباً على مردودية المؤسسة. وفي هذه الحالة يمكن للمؤسسة في إطار السعي لتعظيم مردوديتها المالية، اللجوء إلى الاستدانة بدلاً من رفع أموالها الخاصة، والعكس صحيح.

مثال: شاهد الفيديو في الرابط أدناه:

<https://youtu.be/s3EdI74CAGE?si=MAQsnBTayEM73dUR&t=527>

2.3. التسديدات الحقيقية:

يعتبر معيار التسديدات الحقيقية أحد أهم معايير الاختيار بين مصادر التمويل، كما يسمح بمقارنة الأشكال المختلفة للتمويل (المزج بين التمويل الذاتي والاستدانة على سبيل المثال يرتكز هذا المعيار على حساب المبالغ الفعلية المدفوعة عن كل بديل تمويلي محل المقارنة مع الأخذ بعين الاعتبار الوفرة الضريبي المرتبط بكل بديل التمويل.

تتطلب المقارنة بين مختلف مصادر التمويل المنافسة في كثير من الأحيان خصم التدفقات الفعلية الخارجة (التسديدات الحقيقية وفق معدل خصم معطى معدل تكلفة الأموال أو معدل المطبق في السوق المالي، ويتم اختيار البديل التمويلي الذي يحقق أقل قيمة حالية للتسديدات.

3.3 معيار فائض التدفقات الخريزة:

بدلاً من الاعتماد على التسديدات الحقيقية المرتبطة بكل مصدر تمويلي يرتكز هذا المعيار على تقييم تدفقات الخزينة الإضافية التي ترغب المؤسسة في تحقيقها من خلال تنفيذ المشروع الاستثماري وبالوسيلة التي يتم تمويله بها. إن اعتماد هذا المعيار يفترض تجاهل قروض محتملة أو مرتقبة ما بين المؤسسات في الحالة المعاكسة يستحسن استخدام

مفهوم قدرة التمويل الذاتي الباقية (أو المتاحة) بعد تغطية كل احتياجات التمويل.
يعتبر هذا المعيار عشوائيا نسبيا لأنه يتوقف على التنبؤ بعوائد وتدفقات يمكن أن تتحقق خلال مدة حياة المشروع
(كما أنها يمكن أن لا تتحقق)

4.3. معيار صافي القيمة الحالية المعدلة:

إن قرار قبول الاقتراح الاستثماري أو رفضه يتوقف على صافي القيمة الحالية المتدفقات النقدية، أي يتوقف على حجم التدفقات النقدية المتولدة عنه وعلى تكلفة الأموال التي سوف تستخدم في تمويله. غير أن ما يؤخذ على المعادلة التقليدية الصافي القيمة الحالية أنها لا توضح بدقة أثر قرار التمويل على قبول أو رفض الاقتراح الاستثماري، ولتفادي هذا القصور اقترح ستيوارت مايرز سنة 1974 أسلوب صافي القيمة الحالية المعدلة.

أولا: تعريف صافي القيمة الحالية المعدلة صافي القيمة الحالية المعدلة هي القيمة الحالية الصافية مضافا إليها.
القيمة الحالية لجميع منافع التمويل أو آثار أخرى للمدينين.

إن معيار صافي القيمة الحالية المعدلة بقياس القيمة الإجمالية (الثروة الإجمالية التي يمكن تحقيقها من وراء قرار الاستثمار وقرار التمويل في آن واحد، وهي بذلك مجزأة إلى قسمين، هما:

○ احتمالي القيمة الحالية الأساسية (VAN de base) معيار يقيس القيمة التي يمكن تحقيقها من خلال قرار الاستثمار المفترض تمويله كليا بالأموال الخاصة

○ صافي القيمة الحالية التمويلية: (VAN de financement) معيار يسمح بقياس القيمة التي يمكن خلقها

من خلال قرار التمويل.

وبالتالي، فإن VAN المعدلة تعطي للمدير المالي فكرة عن العوامل التي تؤثر على خلق القيمة من عدمه. مثلا: إذا كانت:

$$\left. \begin{array}{l} \text{VAN الأساس} < 0 \\ \text{VAN الأساس} > \text{تكاليف إصدار الأسهم اللازمة لتمويل المشروع} \end{array} \right\} \begin{array}{l} \text{فهل يمكن انقاذ المشروع عن طريق} \\ \text{تبني خطة تمويل بديلة ؟} \end{array}$$

لحساب صافي القيمة الحالية المعدلة الاستثمار أو مشروع يجب حساب أولا صافي القيمة الحالية للمشروع التي تتضمن تكلفة الأموال الخاصة، مدة المشروع، التكلفة المبدئية. للمشروع والتدفقات النقدية المتوقعة، ليتم بعد ذلك إضافة القيمة الحالية للفوائد وتكاليف الاقتراض إلى صافي القيمة الحالية الأساسية، لتكون الصيغة العامة الصافي القيمة الحالية المعدلة كما يلي:

صافي القيمة الحالية المعدلة (VANA) = صافي القيمة الحالية الأساسية + صافي القيمة الحالية التمويلية

ملاحظة: صافي القيمة الحالية التمويلية هي مجموع صافي القيم الحالية المصادر التمويل المستخدمة في المشروع الاستثماري نقيس القيمة المحققة من خلال قرار التمويل والتحسب بالعلاقة التالية:

صافي القيمة الحالية التمويلية (VANF) = مبلغ القرض المحصل - القيمة الحالية للفوائد الصافية من الوفر الضريبي القيمة الحالية للتسديد.

مثال: شاهد الفيديو في الرابط أدناه:

<https://youtu.be/-iZhNw2BEvQ?si=jbLY8ouiz8pDvCzP>