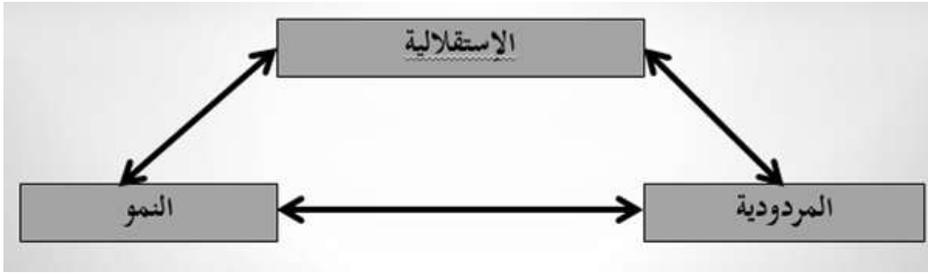


## تحليل الهيكل التمويلي في المؤسسة

### أولاً: السياسة المالية في المؤسسة ومصادر التمويل

**1- مفهوم السياسة المالية في المؤسسة:** تمثل تلك القرارات التي تهدف إلى تخصيص الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف الاستراتيجية (بعيدة المدى) وذلك ضمن القيود المالية التي تفرضها الوضعية المالية والإمكانات المالية المتوفرة للمؤسسة.

**2- متغيرات السياسة المالية:** هي تلك العناصر التي يتعين أخذها بعين الاعتبار أثناء اتخاذ أي قرار يتعلق بالحياة المالية للمؤسسة



**3- مصادر التمويل:** إن إيجاد مصادر تمويل كافية يعد من بين أكبر التحديات التي تواجه المؤسسة، وما يزيد الأمر تعقيدا ليس نقص مصادر الأموال بقدر كثرة القيود المفروضة على هذه العملية.

**-التمويل الذاتي:** يمثل تلك الموارد المتكونة من النشاط الأساسي للمؤسسة (النتائج غير الموزعة والإهلاكات والمؤونات غير المبررة) والمحتفظ بها كمصدر تمويل دائم للعمليات المستقبلية.

**-رفع رأس المال:** سواء بشكل عيني أو من خلال إصدار أسهم تشكل حصصا من رأس المال وتعطي لحاملها ملكية في الشركة بقدر حصته من رأسمالها.

**-الإستدانة:** يعد من المصادر الأكثر استخداما وبخاصة في تغطية الاحتياجات المالية القصيرة، سواء عن طريق المؤسسات المالية كالبنوك أو من خلال إصدار سندات في السوق، ويمكن لهذه القروض أن تكون قصيرة متوسطة وطويلة الأجل

## ثانياً: الرافعة المالية:

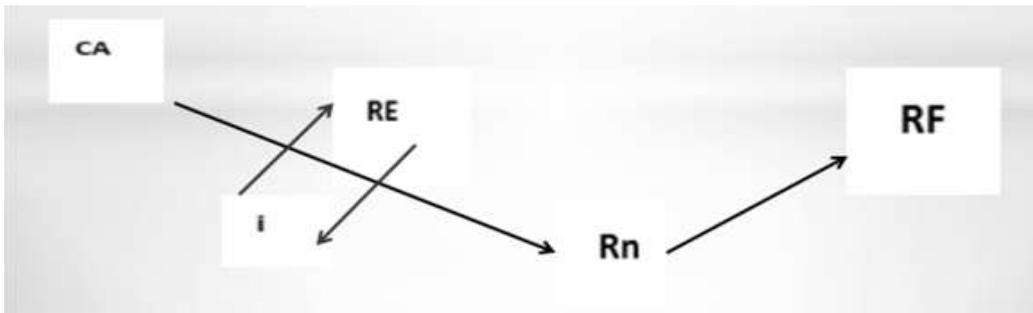
يعد هيكل التمويل من بين العوامل المحددة لمستوى الأداء في المؤسسة، وعلى الرغم كون هذا الدور معقد ومحل جدل فإن تحليل أثر الرافعة المالية يساعد في إعطاء مقارنة أولية لهذه الإشكالية.

يقصد بالرفع المالي مدى استخدام المؤسسة للديون في هيكل تمويلها بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين (مردودية الأموال الخاصة) على اعتبار أن الدين مصدر أقل تكلفة مقارنة بزيادة قاعدة الملكية في المؤسسة (إصدار أسهم)، وذلك للاعتبارات التالية:

- التوفير الضريبي (طرح الفائدة يقلل من قيمة الأرباح الخاضعة للضريبة).
- مخاطرة أقل.
- التمويل بالدين يعظم ثروة المساهمين (أثر الرافعة المالية).

**1- مبدأ أثر الرافعة المالية:** يقوم هذا الأثر على مبدأ بسيط فهي نتاج مرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي (الديون)، فإذا تجاوزت مردودية الأصول (المردودية الاقتصادية RE) التكاليف المالية المدفوعة للمقرضين (i) يكون أثر الرافعة إيجابياً والعكس صحيح.

أي أنه بالإمكان تفسير أثر الرافعة المالية من خلال معدل مردودية الأموال الخاصة (RF) بدلالة معدل مردودية الأصول (RE) وتكلفة الدين (i).



❖ ولمعرفة تأثير التمويل بالدين على الهيكل المالي للمؤسسة نستعمل مؤشرين هما:

$$EPS \text{ (عائد السهم المتوقع)} = \frac{\text{النتيجة الصافية RN}}{\text{عدد الأسهم N}}$$

$$RF = \frac{EPS}{V_n} \quad \text{العائد على حق الملكية-المردودية المالية} = \frac{\text{النتيجة الصافية RN}}{\text{الأموال الخاصة E}}$$

$$E = V_n \times N \quad \text{ديون (D) + أموال خاصة (E) = مجموع الخصوم}$$

$$CA = Q \times P$$

$$CV = Q \times V$$

$$EBIT = CA - CF - CV$$

مثال: تنوي أحد المؤسسات توسيع استثماراتها بقيمة 10.000 دج من خلال الاقتراض من البنك أو إصدار أسهم، الحد الأقصى لإقراض البنك هو 80% من قيمة المشروع، وبإمكان المؤسسة إصدار 1000 سهم بقيمة 10 دج للسهم.

تقدر التكاليف الثابتة التي يتحملها المشروع بـ 2000 دج والمتغيرة تمثل 40% من المبيعات أما سعر الفائدة فهو 10% ومعدل الضريبة على الأرباح 50%.

أمام المؤسسة 3 خيارات:

1- إصدار 1000 سهم دون اللجوء إلى البنك

2- الاعتماد على البنك بنسبة 50%

3- الاعتماد على البنك بنسبة 80%

المطلوب: حساب العائد على السهم والعائد على الأموال الخاصة في الهياكل المالية الثلاث في حالة تحقيق:

1- مبيعات قدرها : 1000 دج

2- مبيعات قدرها : 20.000 دج

## الإجابة:

الهيكل المالي الثالث:  $E + D = 10.000 = E=2.000, N=200$   $D=8.000, Di=800$

الهيكل المالي الثاني:  $E + D = 10.000 = E=5.000, N=500$   $D=5.000, Di=500$

الهيكل المالي الأول:  $E + D = 10.000 = E=10.000, N=1000$   $D=0, Di=0 \times 10\% = 0$

البيان	الحالة الأولى	الحالة الثانية
CA	1.000	20.000
CF	2.000	2.000
CV	400	8.000
EBIT	-1.400	10.000
Di	800	800
EBIT-Di	-2.200	9.200
RN	-2.200	4.600
(N=200) EPS	-11	23
(E=2.000) RF	-110%	230%

البيان	الحالة الأولى	الحالة الثانية
CA	1.000	20.000
CF	2.000	2.000
CV	400	8.000
EBIT	-1.400	10.000
Di	500	500
EBIT-Di	-1.900	9.500
RN	-1.900	4.750
(N=500) EPS	-3.8	9.5
(E=5.000) RF	-38%	95%

البيان	الحالة الأولى	الحالة الثانية
CA	1.000	20.000
CF	2.000	2.000
CV	400	8.000
EBIT	-1.400	10.000
Di	-	-
EBIT-Di	-1.400	10.000
RN	-1.400	5.000
(N=1000) EPS	-1.4	5
(E=10.000) RF	-14%	50%

في الحالة الأولى (الخسارة) فإن زيادة اللجوء إلى الرفع المالي يؤدي إلى تفاقم الخسارة من 14% إلى 110%، في حين أن زيادة اللجوء إلى الرفع المالي في الحالة الثانية (الربح) يرفع من مردودية الأموال الخاصة من 50% إلى 230%، وهذا ما يوضح أثر الرافعة المالية، والذي يعني أنه في حالة تحقيق المؤسسة لعائد يتجاوز سعر الفائدة فسيؤدي اللجوء إلى الرفع المالي إلى تعظيم تلك الأرباح والعكس صحيح، وعليه يمكن القول ان استعمال الدين هو وسيلة مناسبة للتمويل إذا ما أحسن استخدامه في المؤسسة مع ضرورة مراعاة العوامل الأخرى ذات العلاقة والتأثير.

## 2- العوامل المحددة لاختيار الهيكل التمويلي الأنسب للمؤسسة

نمو المبيعات واستقرارها: كلما كانت مبيعات المؤسسة تنمو بمعدلات مقبولة مقارنة بالقطاع الذي تنشط فيه وكلما كانت هذه المبيعات أكثر استقراراً، كلما كان ذلك مناسباً لها للاستفادة من الرفع المالي وتوسيع طاقة استيعاب هيكل المؤسسة المالي للديون، أي أنه أمكنها تمويل استثماراتها بالاعتماد على القروض دون الخوف من مخاطر العجز الناجم عن تراجع المبيعات أو خطر عدم المقدرة على السداد.

**درجة المنافسة:** إن زيادة درجة المنافسة في السوق الذي تنشط به المؤسسة يصعب من إمكانية الحصول على حصص سوقية جديدة ويؤدي إلى انحصار هامش الربح، ما يعني أيضا الحد من قدرة المؤسسة على الاستدانة نظرا لانخفاض قدرتها المالية على خدمة الديون.

**بنية الموجودات:** كلما كانت نسبة الأصول الثابتة في المؤسسة مرتفعة (درجة رفع تشغيلي كبيرة) كلما كانت أرباحها شديدة الحساسية لأي تغير في المبيعات وفي هذه الحالة يكون التمويل بالقروض عاملا مساهما في زيادة تقلب وعدم استقرار أرباح المساهمين ما يجعل المؤسسات المقرضة تتردد في إقراض هذا النوع من المؤسسات إلا في حدود ضيقة جدا وبشروط كبيرة (ضمانات أكبر).

**موقف المؤسسة تجاه الخطر:** تختلف درجة تجنب المخاطرة من مسير إلى آخر حسب طبيعة الشخص ونظام قيمه ونظرته إلى المخاطرة، وعليه فإن اختيار التمويل بالدين سعيا لتحقيق المزيد من الأرباح مع تحمل قدر من المخاطرة المرتبطة بذلك تبقى من الأمور الذاتية لكل مسير.

**موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر:** تقوم هذه المؤسسات بإجراء دراسات مالية معمقة للمؤسسات التي تطلب القروض، وتبعا لدرجة المخاطرة أو قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها المالية وأيضا قدرة استيعاب هيكلها المالي للقروض تتم المفاوضات، وكلما زاد الخطر التمويلي للمؤسسة كلما قلت حظوظها في الحصول على قروض بشروط مناسبة.

### 3- نقطة التعادل التمويلي (نقطة عدم الاهتمام)

**تعريفها:** هي مستوى المبيعات أو رقم الأعمال الذي يحقق نفس عائد السهم بغض النظر عن طريقة التمويل المتبعة (تمويل بالدين أو بإصدار أسهم).

❖ ويتم حسابها بطريقتين:

عائد السهم في التمويل بالأسهم = عائد السهم في التمويل بالدين

$$EPS_E = EPS_D$$

سعر الفائدة يساوي العائد على مجموع الأصول ( المردودية الاقتصادية)

مثال: الميزانية الإفتاحية لمؤسسة صناعات غذائية لعام 2012:

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
تثبيات	1.000.000	أموال خاصة	؟
مخزونات	400.000	ديون	؟
نقدية	600.000		
المجموع	2.000.000	المجموع	2.000.000

التكاليف الثابتة 600.000 دج والمتغيرة 20% من رقم الأعمال، سعر الفائدة 8% والضريبة 50%

أمام المؤسسة خياران:

1- تمويل كامل الاحتياجات عن طريق إصدار أسهم قيمة السهم 2000 دج.

2- تمويل 50% من الاحتياجات عن طريق قرض بنكي والباقي عن طريق الإصدار

المطلوب : حساب نقطة التعادل التمويلي

الحل:

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
تثبيات	1.000.000	أموال	2.000.000
مخزونات	400.000	خاصة	00.00
نقدية	600.000	ديون	
المجموع	2.000.000	المجموع	2.000.000

الهيكل المالي الأول:

$$E + D = \text{مجموع الخصوم} = 2.000.000 =$$

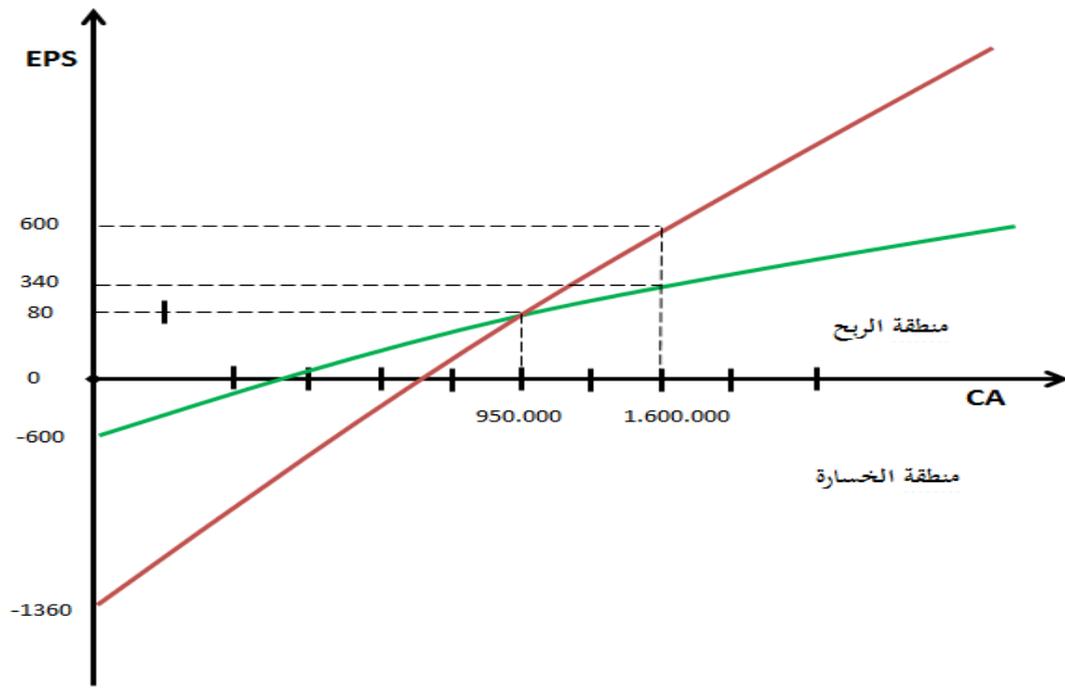
$$\begin{cases} E=2.000.000, N=1000 \\ D=0, Di=0 \times 8\% = 0 \end{cases}$$

الأصول	المبالغ	الخصوم	المبالغ
تثبيات	1.000.000	أموال	1.000.000
مخزونات	400.000	خاصة	
نقدية	600.000	ديون	1.000.000
المجموع	2.000.000	المجموع	2.000.000

الهيكل المالي الثاني:

$$E + D = \text{مجموع الخصوم} = 2.000.000 =$$

$$\begin{cases} E=1.000.000, N=1000 \\ D=1.000.000, Di=80.000 \end{cases}$$



- يمثل  $CA=950.000$ : نقطة تقاطع المنحنيين حيث يتساوى في هذه النقطة  $EPS_E$  مع  $EPS_D$  ما يعني أن طريقة التمويل المتبعة لا تهم (نقطة التعادل التمويلي-عدم الاهتمام)
- قبل هذه النقطة: يقع منحني التمويل بالأسهم فوق منحني التمويل بالقروض في منطقتي الربح والخسارة، ما يعني أن التمويل بالأسهم أفضل للمؤسسة، كما أن القيم السالبة الكبيرة لمنحني التمويل بالدين تعكس مبدأ تعظيم الرفع المالي لخسائر المؤسسة.
- بعد هذه النقطة: يقع منحني التمويل بالأسهم أسفل منحني التمويل بالقروض ما يعني أن التمويل بالقروض أفضل للمؤسسة (مع ضرورة القيود)، كما أن القيم الموجبة الكبيرة لمنحني التمويل بالدين تعكس مبدأ تعظيم الرفع المالي لأرباح المؤسسة.

**4- درجة الرفع المالي:** يمكن تعريفها على أنها هي نسبة التغير في أرباح السهم الناتجة عن نسبة تغير صغيرة في الأرباح قبل الفائدة والضريبة



❖ وتحسب كما يلي:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - Di}$$

### ثالثا: الرافعة التشغيلية:

يقصد بالرفع التشغيلي مستوى التكاليف الثابتة إلى إجمالي التكاليف في المؤسسة، فإذا كانت التكاليف الثابتة تمثل نسبة كبيرة من مجموع التكاليف فهذا يعني أن المؤسسة تتميز برافعة تشغيلية عالية والعكس صحيح، وتظهر هذه النسبة بوضوح في المركبات الصناعية مثل تكرير البترول، صناعة الإسمنت، صناعة السفن، الصناعة الاستخراجية ... إلخ

**1- درجة الرفع التشغيلي:** يمكن تعريفها على أنها نسبة التغير في الأرباح قبل الفائدة والضريبة الناتجة عن نسبة تغير صغيرة في المبيعات



❖ وتحسب كما يلي:

$$DOL = \frac{CA - CV}{EBIT} = \frac{Q (P - V)}{Q (P - V) - CF}$$

مثال: مؤسستان تبيعان منتجاتهما في سوق واحدة بسعر 20 دج للوحدة علما أن سعر الفائدة هو 10% والجدول الموالي يوضح بيانات كل منهما:

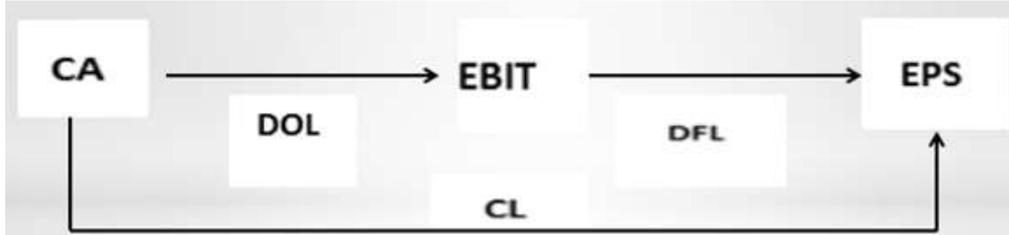
المؤسسة الثانية	المؤسسة الأولى	البيان
12.000	8.400	CA
600	700	CF
16	15	V
16800	5000	D

المطلوب: حساب درجة الرفع المالي

## رابعاً: الرفع المشترك:

1- مفهومه: يعتبر بمثابة محصلة للمؤشرين السابقين وهما مؤشر الرفع المالي ومؤشر الرفع التشغيلي، ويسعى هذا المؤشر لقياس مدى تأثير التمويل بالقروض في المؤسسات التي تعتمد على أسلوب إنتاجي كثيف رأس المال.

2- درجة الرفع المشترك: يمكن تعريفها على أنها نسبة التغير في أرباح السهم الناتجة عن نسبة تغير صغيرة في المبيعات



❖ وتحسب من خلال العلاقة التالية:

$$CL = DFL \times DOL = \frac{EBIT}{EBIT - Di} \times \frac{CA - CV}{EBIT}$$
$$CL = \frac{CA - CV}{EBIT - Di} = \frac{Q(P - V)}{Q(P - V) - CF - Di}$$