

المحور الثاني	المحاضرة الثالثة	أهداف الدرس
<p>التحليل المالي للقوائم المالية:</p> <p>(الميزانية المالية، حسابات النتائج، جدول تدفقات الخزينة، جدول تغيرات الأموال الخاصة)</p>	<p>عرض وتحليل الميزانية: المالية، الوظيفية</p> <p>التحليل الكلاسيكي للميزانية:</p> <ul style="list-style-type: none"> • مفهوم الميزانية المالية؛ • أهمية الميزانية المالية؛ • أهداف الميزانية المالية؛ • الميزانية المختصرة؛ • مؤشرات التحليل الكلاسيكي. <p>التحليل الوظيفي للميزانية:</p> <ul style="list-style-type: none"> • مفهوم الميزانية الوظيفية؛ • الفرق بين الميزانية الوظيفية والميزانية المالية؛ • أهمية الميزانية الوظيفية؛ • إعداد الميزانية الوظيفية؛ • مؤشرات تحليل الميزانية الوظيفية؛ • شروط التوازن المالي. 	<p>تمكين الطالب من:</p> <ul style="list-style-type: none"> • التمييز بين الميزانية المالية والميزانية الوظيفية؛ • فهم مكونات كل ميزانية وطبيعة العلاقات بين عناصرها؛ • تحليل الوضعية المالية للمؤسسة من خلال التوازنات المالية الأساسية؛ • تفسير نتائج التحليل من حيث السيولة، المديونية، والاستقلالية المالية.
<p>المكتسبات القبلية</p> <p>المعارف الأساسية في المحاسبة المالية، تمكنه من فهم طبيعة الميزانية وكيفية تحليلها. كالإلمام بمبادئ النظام المحاسبي المالي (SCF) والتعامل بجدولة الحسابات (Plan des comptes)؛ وكذا اكتساب القدرة على تصنيف الحسابات إلى أصول، خصوم، حقوق ملكية، أعباء، ومداخيل.</p>		

تمهيد: تمهيد درس: تكلفة التمويل ورأس المال

تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تحقيق أهدافها التنموية والاستثمارية من خلال توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل نشاطها وضمان استمراريتها في السوق. غير أن هذه الموارد مكلفة بالنسبة لها، أي تكون مقابل تكلفة تتحملها المؤسسة تعرف بتكلفة التمويل أو تكلفة رأس المال. وتختلف هذه التكلفة باختلاف مصادر التمويل، سواء كانت حقوق ملكية أو ديون، كما تتأثر بطريقة مزج هذه المصادر فيما يعرف بهيكل رأس المال.

يكتسي اختيار الهيكل المناسب أهمية بالغة، لأنه لا يهدف فقط إلى توفير الأموال، بل إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن وتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، الأمر الذي ينعكس مباشرة على سعر السهم في السوق المالي. فكلما كان هيكل رأس المال متوازنا وفعالاً، انخفضت تكلفة التمويل، وزادت ثقة المستثمرين، وارتفعت قيمة السهم، مما يساهم في تعزيز القدرة التنافسية للمؤسسة وتحقيق أقصى منفعة للمساهمين.

أولاً: مفهوم هيكل رأس المال

يقصد بهيكل رأس المال التركيبية أو المزيج الأمثل لمصادر التمويل طويلة الأجل التي تعتمد عليها المؤسسة (حقوق الملكية + الديون طويلة الأجل)، بهدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وتعظيم ثروة المساهمين.

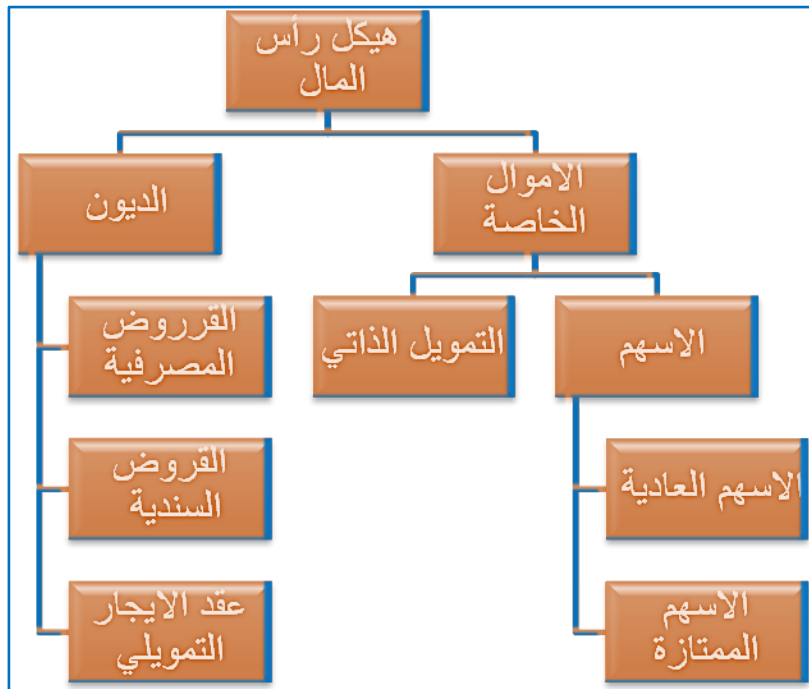
ويعرف كذلك بأنه:

المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى أدنى مستوى ممكن، بما يحقق الاستخدام الكفء للأموال ويعزز القدرة التنافسية للمؤسسة.

الفرق بينهما: الهيكل المالي يتمثل في جميع مصادر التمويل المستعملة في المؤسسة والتي تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية المالية.

أما هيكل ارس المال: يمثل عنصرين أساسيين من الهيكل المالي وهما الاموال الخاصة + الخصوم غير الجارية.

ثانياً: مكونات الهيكل المالي ورأس المال: عموماً كما تمت الإشارة سابقاً، يتكون الهيكل المالي من جميع عناصر جانب الخصوم في الميزانية المالية، بينما تظهر عناصر رأس المال في الشكل التالي:



ويمكن توضيح جميع العناصر في الجدول التالي:

نوع التمويل	الهيكل المالي	هيكل رأس المال	الشرح
رأس المال (الأسهم)	X	X	<p>تمثل الأسهم التي تكون أموال المالكين أو المساهمين في المؤسسة بنسب معينة. (حقوق الملكية) يوجد نوعان من الأسهم:</p> <p>العادية: هي أوراق مالية تمثل حصة ملكية في رأس مال المؤسسة، ويعد حاملها شريكا في المؤسسة، يتمتع بحقوق التصويت في الجمعيات العامة، ويستفيد من الأرباح عند توزيعها، كما يتحمل المخاطر المرتبطة بنشاط المؤسسة.</p> <p>المتأخرة: هي أيضا عبارة عن أوراق مالية ولكن تمثل شكلا وسطا بين الأسهم العادية والسندات، حيث تمنح حاملها حق الحصول على توزيعات أرباح ثابتة أو مضمونة قبل الأسهم العادية، أي يستفيد من عائد</p>

ثابت مثل السندات حتى في حالة الخسارة مع أولوية الحصول عليه.			
مخصص مالي بنسبة من الأرباح يتم حجزه لدعم النشاط.	X	X	الاحتياطات
نسبة من الأرباح التي لم توزع وسيتم إعادة استثمارها.	X	X	الأرباح المحتجزة
قروض أو سندات تسدد بعد أكثر من سنة. القروض المصرفية: تمثل شكل من أشكال التمويل بالديون، فهي أموال تحصل عليها المؤسسة من البنوك أو الهيئات المالية مقابل الالتزام بسدادها خلال مدة محددة مع دفع فوائد متفق عليها تكون المدة طويلة الأجل. القروض السندية: السندات هي أوراق مالية تمثل ديناً على المؤسسة لصالح حملة السندات، تصدرها المؤسسة للحصول على تمويل طويل الأجل، وتلتزم بموجبه بدفع فائدة دورية وإرجاع القيمة الاسمية عند الاستحقاق.	X	X	الديون طويلة الأجل
التمويل طويل الأجل وهو استثمار أصل منتهى بالتملك.	X	X	التمويل الإيجاري (الإيجار التمويلي)
قروض مصرفية قصيرة الأجل لا تتعدى مدتها السنة تمنحها البنوك التجارية بصفة مؤقتة لتغطية احتياجات الخزينة.	-	X	القروض البنكية قصيرة الأجل
شراء آجل من الموردين يسمى ائتمان تجاري لأن عملية التمويل لا تكون نقدا وإنما في شكل سلع، ويتم تسديد قيمتها نقدا بعد انقضاء مدة الدين المتفق عليها.	-	X	التمويل التجاري (الموردون)
تسهيلات ائتمانية قصيرة الأجل.	-	X	التسهيلات البنكية
ديون قصيرة الأجل لسير النشاط اليومي مثل السحب على المكشوف.	-	X	السلف والاعتمادات القصيرة

الهيكل المالي الأمثل: تسعى المؤسسة الاقتصادية إلى تعظيم ثروة الملاك وتعزيز قيمتها السوقية من خلال اتخاذ قرارات مالية رشيدة تتعلق بجاني الاستثمار والتمويل. ويعد اختيار مصادر التمويل المناسبة وتحديد كيفية مزجها من أهم هذه القرارات، سواء تعلق الأمر بالتمويل الذاتي أو التمويل الخارجي. حيث يهدف اختيار المزيج المناسب أو التوليفة الملائمة من مصادر التمويل إلى تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، بما يضمن تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر، ومن ثم الوصول إلى أقصى قيمة للمؤسسة.

إن مسألة تعظيم قيمة المؤسسة وتخفيض تكلفة التمويل مرتبطة بالتوفيق في اختيار **الهيكل المالي الأمثل** الذي يمثل إشكالية جوهرية تواجه المسير المالي بعد تحديده للاحتياجات المالية، فقد شكلت هذه الإشكالية محور اهتمام كبير في حقل مالية المؤسسة، حيث ظهرت العديد من النظريات والتفسيرات منذ عقود محاولة تحليلها وتوضيحها، من أبرزها: النظرية التقليدية، نظرية موديليان وميلر (Modigliani & Miller)، نظرية التوازن، والنظرية الحديثة للمشروع.

الهيكل المالي الأمثل هو اختيار مزيج أو توليفة من مصادر التمويل (ملكية، ديون) لتمويل المؤسسة بحيث تكون هذه الطريقة أو أسلوب التمويل هو الأفضل، أي بما يحقق ربح أكثر وخطراً أقل، ويعظم قيمتها في السوق المالي.

نظريات الهيكل المالي: يمكن شرحها بإيجاز لفهم الفكرة بكل وضوح في الجدول التالي:

النظرية	الفكرة الأساسية	أثرها على قيمة المؤسسة	ملاحظات
نظرية موديليان وميلر بدون (M&M) (ضرائب)	قيمة الشركة لا تتأثر بتركيب رأس المال؛ التمويل بالدين أو حقوق الملكية لا يغير القيمة الكلية.	لا يوجد فرق بين تمويل الشركة بالديون أو الأسهم.	تفترض كفاءة السوق وعدم وجود ضرائب أو تكاليف إشهار مالية.
نظرية موديليان وميلر مع الضرائب	بسبب خصم الفوائد الضريبية، استخدام الديون يزيد من قيمة الشركة ويخفض تكلفة رأس المال الكلي.	تمويل أكبر بالديون → زيادة القيمة → تقليل تكلفة رأس المال المتوسط.	الإفراط في الديون قد يزيد من المخاطر المالية ويقلل من القيمة.
نظرية الإفراط في الدين (Trade-off Theory)	الموازنة بين فوائد الديون (الوفورات الضريبية) ومخاطر الإفلاس والتكاليف المالية.	يوجد هيكل مالي مثالي يحقق أعلى قيمة للشركة عند نقطة التوازن بين الفوائد والمخاطر.	تساعد على تحديد نسبة الدين المثلى.

نظرية الإشارات (Pecking Order Theory)	الشركات تفضل التمويل الداخلي أولاً، ثم الديون، وأخيراً إصدار الأسهم لتجنب الإشارات السلبية للسوق.	قيمة الشركة تتأثر بالسياسات التمويلية والتواصل مع السوق، وليس بتركيب رأس المال فقط.	تركز على سلوك الإدارة وتفضيل التمويل التدريجي.
نظرية المرونة المالية (Market Timing Theory)	الشركات تصدر الأسهم عندما تكون أسعار الأسهم مرتفعة، وتزيد الديون عندما تكون تكاليف التمويل منخفضة.	قيمة الشركة تعتمد على توقيت التمويل وليس على هيكل رأس المال الثابت.	تعكس تأثير الظروف السوقية على قرارات التمويل.

مثال تطبيقي لاختيار الهيكل المالي الأمثل:

ترغب شركة "الفتح" في توسيع نشاطها فقامت بدراسة مشروع توسعه يتطلب تمويلاً إضافياً بقيمة 4.000.000 ون فتوفرت لديها ثلاثة بدائل للتمويل موضحة كالتالي:

- البديل الأول (تمويل بالكامل من حقوق الملكية): إصدار أسهم عادية جديدة.
- البديل الثاني (تمويل مختلط): 50% ديون و 50% حقوق ملكية.
- البديل الثالث (تمويل بالديون بشكل أكبر): 80% ديون و 20% حقوق ملكية.

المعطيات الإضافية:

- الأرباح قبل الفوائد والضرائب (EBIT) المتوقعة بعد التوسع 3.000.000 ون.
- القيمة الاسمية للسهم الواحد: 10 ون.
- معدل الفائدة على الديون: 8%.
- معدل الضريبة: 26%.

المطلوب:

- حساب عائد السهم (EPS) لكل بديل من بدائل التمويل.
- تحديد التوليفة المثلى لقرار التمويل.

