

دراسة الجدوى التمويلية

يتناول هذا الفصل المصادر المختلفة للتمويل التي يتعين البحث عنها والتكاليف المرتبطة بكل مصدر سواء كانت هذه المصادر مملوكة أو مقترضة، ويتمكن القارئ بعد مطالعة الفصل من الاختيار بين هذه المصادر بما يؤدي إلى تعظيم الربحية التجارية للمشروع وتعظيم قيمة المشروع، كما يبين الفصل الظروف الأفضل لكل مصدر من مصادر التمويل. وبعد الانتهاء من استيعاب الفصل يكون قد توافر للقارئ قدر من الأدوات والمعايير الذي يمكن من المفاضلة بين المصادر التمويلية المختلفة واختيار أفضلها أو أقلها تكلفة. بعد أن تنتهي الدراسة التسويقية وبعد أن يتم تقدير التكلفة الاستثمارية للمشروع المزمع إنشاؤه يتم البحث عن مصادر لتدبير هذه الأموال ويعالج الفصل الحالي المصادر المختلفة للتمويل وتكلفة كل مصدر وقضية التمويل الأمثل للمشروعات كما يتناول بالإضافة إلى ذلك الطرق المختلفة لتقييم الربحية التجارية للمشروعات.

1-4 مفهوم وأهمية الدراسة التمويلية

يقصد بالدراسة التمويلية تلك التي تدور حول تخطيط وتوجيه وتنظيم ومتابعة تأمين احتياجات المشروع من الأموال من خلال أفضل خليط تمويلي من مصادر التمويل المختلفة وإدارة وتوظيف وتشغيل هذه الأموال في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة الخاصة بالمشروع وبما يعظم ناتجها ويعطي أعلى مردود وعائد اقتصادي ممكن في ظل الظروف والبيئة المحيطة بالمشروع. ومعنى هذا، أنه لا بد أن يعتبر ما يلي قاعدة لا يمكن التخلي عنها وهي أنه لا يمكن الحصول على أي أموال من أي مصدر تمويلي إلا إذا كان العائد المتحقق من هذه الأموال أعلى من تكلفة الحصول على الأموال من هذا المصدر.

وتتبع أهمية الدراسة التمويلية من أنها تساعد المستثمرين على تحديد كافة الاحتياجات المالية اللازمة لإنشاء وتشغيل المشروع كما أنها تساعد على تحديد أفضل مصادر التمويل المتاحة وأعباء أو تكلفة كل مصدر بما يساعد على اختيار أفضل المصادر وبما ينعكس إيجاباً على رأس المال المستثمر. كما أنها تساعد على إعداد تقديرات للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة والتي تمكن من تحديد الربحية التجارية للمشروع والتي يتقرر في ضوءها قبول المشروع أو رفضه.

4-2 مصادر التمويل

تتنقسم مصادر التمويل إلى مصادر تمويل مملوكة وأخرى مقترضة، وتنقسم مصادر التمويل المملوكة بدورها إلى المصادر التالية:

1. رأس المال

وهي المبالغ التي يقدمها ملاك أو أصحاب المشروع (غالبا في صورة أسهم عادية Common Stocks أو أسهم ممتازة Preferred Stocks) والتي ترتب لهم حقوقا في الحصول على نصيبهم في الأرباح وفقا لمشاركتهم كما يترتب لهم حق الحصول على أموالهم في حالة تصفية المشروع. ولا تقتصر مساهمة الملاك في رأس المال على الحصص النقدية فقط بل تمتد لتشمل كذلك الحصص العينية مثل ما يقدمونه للمشروع من أراضي وآلات ومباني وسيارات أو بضاعة وغيرها من صور المشاركة العينية. كما تشمل المشاركة في رأس المال ما يسمى بحصص التأسيس وهي الحصص التي تقدم للأفراد الذين يمتلكون الدراية أو الخبرة الفنية والإدارية والتسويقية وتعتبر خبراتهم مساهمة منهم في رأس المال بدلا من دفع مقابل نقدي لهم عن هذه الخبرة. كما يشمل رأس المال أيضا حصص الملكية التي تقابل المعرفة الفنية أو الهندسية مشاركة في رأس المال.

2. الأرباح المحتجزة Retained Earnings

وهي تمثل الأرباح غير الموزعة وهي جزء من الأرباح التي تم تحقيقها خلال الفترة ولم يتم حسابها بعد، وهي من مصادر التمويل الذاتي للمشروعات القائمة بالفعل لتمويل الإنفاق على التوسعات أو زيادة رأس المال العامل. وحجم هذا المصدر يعتمد على سياسات توزيع الأرباح في المنشأة وعلى حجم الأرباح المتحققة خلال الفترة.

3. الاحتياطات

وتمثل جزءا من الأرباح تم تجنيبها خلال السنوات الماضية لدعم المركز المالي للمشروع ومواجهة الأخطار التي يمكن أن تهدد استمراره في المستقبل مثل ارتفاع التكاليف الاستثمارية في المستقبل عما هو مخطط ومقدر أثناء فترة الإنشاء. ويمكن أن يكون هذا الاحتياطي جزءا من أموال الشركاء لمقابلة مثل هذه الظروف.

4. قروض الشركاء في شركات الأشخاص

وهو أسلوب يُلجأ إليه لمواجهة بعض الصعاب القانونية التي يتطلبها زيادة رأس مال المشروع، وهنا يقدم أصحاب المشروع قروضا للمشروع تعتبر إضافة إلى رأس المال ويتم استهلاكها تدريجيا بالسداد من إيرادات المشروع.

أما مصادر التمويل المقترضة فيرد تحتها ما يلي:

أ- القروض طويلة الأجل Long Term Financing

وهي القروض التي يحصل عليها المشروع من البنوك وشركات التأمين ويلتزم بردها في مدة تزيد عن عام. وغالبا ما يتم استخدام هذه الأموال في تمويل الإنفاق الاستثماري أو التكاليف الرأسمالية. وتتميز القروض طويلة الأجل خاصة المقدمة من البنوك المتخصصة بشروط ميسرة في أجل السداد وأسعار الفائدة، كما يمكن أن تقدم من بنوك محلية أو بنوك دولية. وتعتبر السندات شكلا من أشكال القروض طويلة الأجل التي تستخدم في تمويل النفقات الاستثمارية والتشغيلية، ويمثل السند التزاما على المشروع أو المؤسسة التي تصدره يتعين الوفاء به في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه، كما يحصل صاحب السند على الفائدة المحددة بشكل دوري بغض النظر عن ربحية أو خسارة المشروع كما هو الحال في القرض.

ب- القروض قصيرة الأجل Short Term Financing

وهي القروض التي لا تزيد مدتها عن عام وغالبا ما تستخدم لتمويل رأس المال العامل اللازم للدورة الأولى من التشغيل. وتضاف إلى هذا مصادر أخرى قصيرة الأجل مثل الائتمان التجاري Trade Credit والائتمان المصرفي Bank Credit. ويقصد بالائتمان التجاري قيمة المشتريات الآجلة التي يحصل عليها المشروع من الموردين في مدة لا تزيد في الغالب عن سنة، ويتم تنفيذ هذا الائتمان من خلال الحسابات المفتوحة وبدون أي ضمان أو من خلال الكمبيالات والسندات الإذنية، وتلجأ المشروعات إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس المال العامل لمقابلة الاحتياجات والمطلوبات التشغيلية. أما الائتمان المصرفي فيتمثل في القروض والسلفيات التي يحصل عليها المشروع من البنوك ويلتزم بسدادها في أقل من سنة في الغالب، وهي موارد نقدية يمكن استخدامها بحرية من قبل المشروع وإن كان من الأفضل استخدامها في الأغراض التشغيلية وليس في تمويل الأصول الثابتة، وإن كان من الممكن استخدامها في تمويل شراء الأصول الثابتة في حالة صعوبة الحصول على قروض طويلة الأجل وضمان جدوى الاستثمار.

4-4 تكاليف المصادر التمويلية

لكل مصدر من المصادر التمويلية السابق الإشارة إليها تكلفة معينة يتحملها المشروع، وترجع أهمية تقدير هذه التكلفة في أنها تمثل الحد الأدنى للعائد المتوقع على الأموال المستثمرة في المشروع، وقد أشرنا من قبل إلى أن العائد المتحقق يجب ألا يقل عن تكلفة الأموال المستثمرة وإلا رفض المشروع حتى لا يتم إلحاق الضرر بالملاك أو أصحاب المشروع، وفيما يلي سوف يتم استعراض تكلفة المصادر التمويلية المختلفة:

4-4-1 تكلفة التمويل بالأسهم العادية

وتتوقف تكلفة التمويل بالأسهم العادية على وجود تكاليف إصدار يتحملها المشروع أم لا.

الحالة الأولى: عدم وجود تكاليف إصدار:

وهنا تتمثل تكلفة السهم في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك على استثماراتهم، ويتوقف حساب هذا المعدل على مدى ثبات أو نمو توزيعات الأرباح من سنة إلى أخرى. ويتم حساب المعدل وفقاً للمعادلة التالية في حالة تبني سياسة ثابتة لتوزيع الأرباح:

الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك = قيمة توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم العادي في نهاية السنة الأولى ÷ القيمة السوقية للسهم العادي

أما في حالة تبني سياسة توزيعية للأرباح تنمو بمعدل ثابت من فترة لأخرى فتستخدم المعادلة التالية:

الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك = [قيمة توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم العادي في نهاية السنة الأولى ÷ القيمة السوقية للسهم العادي] + معدل النمو الثابت المتوقع في قيمة توزيعات الأرباح

ويتضح ذلك من الأمثلة التالية:

مثال (4-1): أصدرت إحدى المنشآت حديثاً سهماً قيمته السوقية 100 جنيه وبفرض أن قيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول من الإصدار 15 جنيه. فما هو الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاح على استثماراتهم.

الحل:

$$ع = \frac{ت}{س} = \frac{15}{100} = 0.15 = 15\%$$

وبالنسبة لتوزيعات الأرباح التي ستنمو بمعدل ثابت من فترة زمنية لأخرى فيمكن قياس معدل العائد باستخدام المعادلة الآتية:

$$ع = \frac{ت}{س} + و$$

حيث و = معدل النمو الثابت المتوقع في قيمة توزيعات الأرباح.

مثال (4-2): أصدرت إحدى المنشآت حديثاً سهماً قيمته 100 جنيه، وبفرض أن قيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول من الإصدار 13 جنيه، وأن معدل النمو السنوي المتوقع لتوزيعات الأرباح 5%. **المطلوب:** حساب تكلفة التمويل بالسهم العادي.

الحل:

تكلفة التمويل بالسهم العادي = الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك على استثماراتهم.

$$ع = \frac{1}{س} + و = \frac{13}{100} + 0.05 = 0.18 = 18\%$$

الحالة الثانية: وجود تكاليف إصدار:

في هذه الحالة يصاحب إصدار الأسهم العادية تكاليف متنوعة تسمى بتكاليف الإصدار مثل عمولة السمسرة ورسوم التسجيل ورسوم القيد في البورصة وتكاليف طباعة الأسهم وتكاليف الإعلان عنها في وسائل الإعلام المختلفة وغيرها.

ولا يمثل الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك على استثماراتهم تكلفة التمويل بالنسبة للمنشأة لأنه يكون أقل من التكلفة الفعلية التي تتكبدها المنشأة من جراء الاعتماد على هذه الأسهم في التمويل، وذلك لأن المبلغ الذي يتم تحصيله فعلاً من بيع السهم العادي يكون أقل من قيمته السوقية التي يباع بها وذلك بمقدار تكاليف الإصدار، وبناء على ذلك يمكن حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية كما يلي:

عند ثبات توزيعات الأرباح:

$$تكلفة التمويل بالسهم العادي = \frac{1}{س - ك}$$

س - ك

حيث ك = تكلفة إصدار السهم العادي.

مثال (4-3): أصدرت إحدى المنشآت حديثاً سهماً بقيمة سوقية قدرها 100 جنيه، وتكلفة إصدار 10% من قيمته السوقية، فإذا علمت أن قيمة توزيعات الأرباح المتوقعة في نهاية العام الأول من الإصدار 12 جنيه. **فالمطلوب:** حساب تكلفة التمويل بالسهم العادي.

الحل:

$$= \frac{12}{90} = \frac{12}{100 - 10} = \frac{\text{ت 1}}{\text{س - ك}} = \text{تكلفة التمويل بالسهم العادي}$$

$$0.133 = 13.3\%$$

أما في حالة وجود تكاليف لإصدار الأسهم (عمولة السمسرة ورسوم القيد في البورصة وتكاليف الإعلان في الصحف وطباعة الأسهم) فيتم حساب الحد الأدنى لمعدل العائد وفقاً للمعادلة التالية:

الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك = قيمة توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم العادي في نهاية السنة الأولى ÷ القيمة السوقية للسهم العادي - تكلفة إصدار السهم.

وفي حالة نمو توزيعات الأرباح بمعدل ثابت تستخدم المعادلة التالية:

الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك = قيمة توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم العادي في نهاية السنة الأولى ÷ القيمة السوقية للسهم العادي - تكلفة إصدار السهم + معدل النمو الثابت المتوقع في قيمة توزيعات الأرباح.

ويتميز الاعتماد على الأسهم في التمويل بالمزايا التالية

زيادة حقوق الملكية في الهيكل التمويلي للمشروع مما يزيد من قدرة المشروع على الاقتراض. تشكل قيمة الأسهم مصدر تمويلي دائم للمشروع لا يحق لأصحابه استرداده إلا في حالة تصفية المشروع.

غير أن للأسهم العادية تكلفة - كما سبقت الإشارة - وهي العائد الذي يحصل عليه صاحب السهم بالإضافة إلى تكاليف الإصدار، وتعتبر تكلفة الأسهم أعلى من تكلفة القروض خاصة في حالة تحقق أرباح، ومن ناحية أخرى فإن تكلفة الاقتراض تعد أقل من تكلفة الأسهم العادية بسبب أن الاقتراض كعنصر تمويلي سوف يترتب عليه وفورات ضريبية نتيجة لخصم الفوائد من وعاء ضريبة الأرباح في حين أن توزيعات الأسهم لن يصاحبها ظهور مثل هذه الوفورات الضريبية.

4-4-2 تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة

تتمثل تكلفة هذا المصدر في الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه الملاك عن استثماراتهم، ويتم حساب هذا المعدل وفقاً للمعادلة التالية:

في حالة ثبات التوزيعات:

$$\text{ع} = \text{ت (1-هـ)} \div \text{س}$$

حيث:

ع = الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه الملاك عن استثماراتهم

ت = قيمة توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم العادي في نهاية السنة الأولى

هـ = معدل الضريبة

أما في حالة نمو التوزيعات بمعدل ثابت فيتم استخدام المعادلة التالية:

ع = ت (1-هـ) ÷ (س + و) حيث:

و = معدل النمو الثابت المتوقع في قيمة توزيعات الأرباح.

وتتميز الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي بأنها لا تترتب عليها تكاليف خاصة مثل تكلفة إصدار الأسهم، كما يحقق هذا التمويل وفرا ضريبيا يتمثل في مقدار الضريبة على هذه الأموال التي كان سوف يتحملها المستثمر لو تم توزيع هذه الأرباح بدلا من احتجازها وإعادة استثمارها. ويكون اللجوء إلى هذا المصدر التمويلي مبررا عند استقرار معدلات الأرباح المتوقعة وعند استقرار المؤسسات بشكل عام، كما يعد التمويل من خلال هذا المصدر مرحبا به إذا كان غالبية الملاك من أصحاب الدخل المرتفعة ويخضعون لنظام ضرائب تصاعدي.

4-4-3 تكلفة التمويل من خلال الأسهم الممتازة

يتمتع حامل السهم الممتاز بكل المزايا التي يتمتع بها حامل السهم العادي ما لم ينص على غير ذلك في عقد الإصدار، غير أن حملة هذه الأسهم ليس لهم حق التصويت في الجمعية العمومية، كما يمكن في حالة انخفاض أسعار الفائدة السوقية أن تشتري الإدارة الأسهم الممتازة من المساهمين مقابل علاوة للتخلي عن هذه الأسهم (تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي) ويتم ذلك من خلال طرح أسهم ممتازة جديدة بمعدل عائد أقل أو من خلال إصدار سندات تكلفتها أقل.

وتختلف الأسهم الممتازة عن العادية في أن الممتازة تعطي لحاملها الحق في عائد دوري ثابت بغض النظر عن أرباح المشروع أما العادية فإن ربح السهم متغير ويتوقف على مدى تحقق ربح من عدمه بالإضافة إلى مقدار الأرباح الموزعة، كذلك فعند التصفية يكون لحملة الأسهم الممتازة الأولوية عن أصحاب الأسهم العادية في الحصول على قيمة أسهمهم. وتتشابه الأسهم الممتازة مع القروض في أنها ترتب لحاملها الحق في الحصول على عائد دوري، وتختلف عنها في أن عدم قدرة المشروع على سداد أقساط وفوائد القروض يعرضه للإفلاس وهذا لا يحدث في حالة الأسهم الممتازة.

وعموما فإن تكلفة إصدار سهم ممتاز هي معدل العائد الذي يتعين تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالأسهم الممتازة بما يحافظ على الإيرادات المتحققة لأصحاب الأسهم العادية، ويتم حساب التكلفة وفقا للمعادلة التالية:

$$ع = ت \div ق (1 - \text{تكلفة الإصدار}).$$

حيث :

ع = تكلفة التمويل بالسهم الممتاز .

ت = التوزيعات السنوية لحملة الأسهم الممتازة.

ق = القيمة السوقية للسهم الممتاز .

فإذا كانت التوزيعات السنوية لحملة الأسهم الممتازة تبلغ 10 جنيهات للسهم الواحد بينما تبلغ القيمة السوقية للسهم 100 جنيه، وتبلغ تكلفة الإصدار 2% من قيمة السهم السوقية فإنه بناء على المعادلة السابقة يمكن حساب تكلفة التمويل بالسهم الممتاز على النحو التالي:

$$\text{تكلفة التمويل} = 10 \div 100 (1 - 2\%) = 10 \div (100 \times 98\%) = 10.3\%.$$

4-5 الهيكل التمويلي المناسب

يقع على عاتق إدارة المشروع اختيار هيكل التمويل المناسب لأن ذلك سوف يؤثر على مستوى العائد المتحقق والمخاطر التي يمكن أن يواجهها المشروع في المستقبل ونظرا لخطورة هذا القرار فإن على المشروع أن يأخذ في الاعتبار أن اختيار مصدر معين يتوقف على عديد من الاعتبارات التي تختلف من مشروع إلى آخر بل تتفاوت بالنسبة للمشروع الواحد من وقت لآخر، ورغم ذلك فإنه يمكن رصد العوامل التالية:

1. لابد أن يتلاءم مصدر الأموال مع استخداماتها، حيث يتعين استخدام الأموال قصيرة الأجل في استخدامات قصيرة الأجل (دفع أجور العمال أو شراء مواد خام) بينما تستخدم الأموال طويلة الأجل في شراء الآلات والمعدات (استخدامات طويلة الأجل).

2. يجب مراعاة تكلفة المصدر، فالمصدر المناسب هو الذي يحقق معدل عائد أكبر من تكلفة الحصول عليه.

3. في حالة توافر سيولة كافية أو ارتفاع قدرة المشروع على تدبير هذه الأموال، يكون من الأفضل تدبير الاحتياجات المالية عن طريق القروض.

4. يلعب حجم المشروع القائم وقابلية أوراقه للتسويق في البورصة بالإضافة إلى حسن المركز المالي ودرجة الثقة التي يتمتع بها المشروع دورا كبيرا في تحديد مصادره التمويلية.
5. لا بد أن يراعي المشروع المخاطر وأولوية الحصول على الدخل أو العائد حيث يحظى الدائنون بأولوية على أصحاب أو ملاك المشروع في الحصول على الدخل أو ناتج التصفية. وهذا الاعتبار يتوجب معه على المشروع أن يستشعر الخطر عند زيادة الالتزامات الثابتة مثل الفوائد والأقساط، وما يترتب على ذلك من أثر سلبي على عوائد الأسهم.
6. لكل مصدر من مصادر التمويل أثر على درجة استقلالية إدارة المشروع ودرجة استقلال قراراتها، فزيادة رأس المال من خلال الأسهم العادية يؤثر على قرارات الإدارة لأنه يؤدي إلى زيادة عدد أعضاء الجمعية العمومية بإدخال أعضاء جدد وذلك على عكس الأسهم الممتازة أو إصدار سندات.
7. من العوامل التي يجب مراعاتها اختيار التوقيت المناسب في الحصول على المصادر التمويلية بأقل تكلفة ممكنة.
8. تلعب الظروف الاقتصادية السائدة من تضخم أو ركود، وكذلك معدلات العائد على الأوراق المالية، ومعدلات الفائدة الدائنة والمدينة وغيرها دورا في تحديد المصدر المناسب وتكلفة المصادر المختلفة.
9. بشكل عام فإن الخليط التمويلي المناسب هو الذي يمكن المشروع من تحقيق ربح مناسب على الأصول الممولة عن طريق الديون أكبر من معدلات الفوائد (على القروض) أو توزيعات أرباح الأسهم الممتازة حيث ينعكس ذلك على زيادة عائد السهم العادي أو تعظيم قيمته. كما يجب اختيار الهيكل التمويلي الذي يحقق التوازن بين الأرباح والمخاطر المرتبطة بهيكل التمويل.
10. يجب اختيار المصدر التمويلي الذي يحقق أكبر ربح ممكن ورفع القيمة السوقية للسهم إلى أكبر قدر ممكن.