

جامعة البصرة
كلية الادارة والاقتصاد
قسم العلوم المالية والمصرفية

دراسات الجدوى المالية
المرحلة الثالثة
الدراسات الصباحية

المحاضرة الرابعة
قياس كلفة التمويل

استاذ المادة
المدرس المساعد
حسن حيدر عبد الكريم المبارك

اولا : قياس كلفة التمويل

إن تكلفة التمويل من المتغيرات الأساسية التي يجب أن تحدد بدقة قبل استخدام أي طريقة من طرق تقييم الاستثمارات، وذلك على اعتبار أن تكلفة التمويل تستخدم عمليا كمعدل خصم لإيجاد القيمة الحالية للتدفقات النقدية من المشروع الاستثماري المقترح باعتبارها الحد الأدنى من معدل العائد على الاستثمار الواجب أن يحققه الاستثمار لكي يصبح مقبولا بصفة مبدئية.

وتعرف **كلفة التمويل** " بمعدل العائد المطلوب من المشروع الاستثماري من اجل زيادة قيمة المشروع السوقية أو الحفاظ عليها " ، وبمعنى آخر فان تكلفة التمويل عبارة عن معدل عائد الذي يجب على المشروعات أن تحققه على الاستثمارات محل الدراسة. والذي يمكن حسابه عن طريق قياس تكلفة مكونات الهيكل التمويل المقترح إلا أنها في الواقع تمثل الحد الأدنى للعائد لابد من تحقيقه.

وقبل الخوض في طرق وكيفية قياس وتحديد تكلفة التمويل ،يجب توضيح النقاط التالية:

- دائما ما يعبر عن تكلفة التمويل في صورة نسبة مئوية ولا يعبر عنها في صورة تدفق نقدي خارج أو مصروف مستحق يستوجب الدفع.
- أن تكلفة التمويل ترتبط ارتباطا مباشرا بسعر الفائدة السائد في السوق والذي يعد المحور الأساسي للمنافسة بين المشروعات في اجتذاب مصادر التمويل المطلوبة.
- أن مصادر التمويل المتنوعة تختلف فيما بينها عن حيث مفاهيم وطرق قياس التكلفة التمويلية لكل منها.
- أن جميع المناهج و الطرق المستخدمة في قياس تكلفة التمويل تعتمد بدرجات متفاوتة نسبيا على التنبؤات و التصورات المستقبلية .

وفيما يلي استعراض لاهم طرق قياس كلف تمويل المشروعات ولكل مصدر تمويلي :

١ . تكلفة التمويل باستخدام اموال الملكية

تعددت وجهات النظر و تضاربت الآراء حول موضوع التمويل بالأموال الخاصة ، حيث ان البعض ذهب بالقول الى ان هذا النمط من التمويل مجاني كونه لا يترتب عليه التزامات ثابتة في صورة توزيعات نقدية في سبيل الحصول عليها، في حين نجد ان بعض الآراء في الفكر المالي المعاصر ركنت الى ان الاموال المقدمة من المساهمين ترتبط بكلف تمويلية لا يمكن اغفالها والتي يمكن قياسها و التوصل اليها من خلال الاتي

- التمويل باستخدام الاموال الخاصة ومن وجهة نظر اقتصادية ومالية لا بد ان ينظر اليها كشخصية اعتبارية مستقلة عن شخصية ملاكه، وعلى ذلك لا بد قياس تكلفة الأموال الخاصة كأحد مصادر التمويل المتاحة للمشروع.
- ان العائد و الكلفة هما وجهان لعملة واحدة في واقع الامر، اذ يمثل هذا الشيء كلفة من وجهة نظر الفرد الدافع لها وفي ذات الوقت يمثل عائد (ايراد) من منظور الشخص

الحاصل عليه، ولذلك فإن تكلفة التمويل لأي مصدر تمويلي سوف يعكس العائد الذي يحصل عليه مقدمه.

- الاستثمار في الاموال الخاصة هو اكثر انواع الاستثمارات تعرضا للمخاطر من حيث عدم ارتباطها باي اجراء تعاقدى يحدد العائد و استنادا الى واقعية العلاقة الطردية بين العائد و درجة المخاطرة يتوجب ارتفاع عائد الاستثمار المرتبط بالملكية بالمقارنة مع العائد الذي يحصل عليه كل من المقرضون وحملة الأسهم الممتازة وذلك لانخفاض درجة مخاطرتهم أو انعدامها في حالة الإقراض الذي يقدم الأموال المستثمرة في صورة ديون مضمونة العائد أو إمكانية إشهار إفلاس المشروع في حالة عدم الوفاء بمستحقاتهم، الامر الذي يؤكد في النهاية الام أن تكلفة التمويل بالأموال الخاصة هي أعلى مصادر التمويل تكلفة لأنها أكثرها طلبا للعائد.

٢ . تكلفة التمويل بأستخدام الاسهم العادية

يتوقف هذا النمط من التمويل على احتمالية وجود تكاليف اصدار الاسهم تتحملها المشروعات او لا

الحالة الاولى : عدم وجود تكاليف الاصدار

في مثل هذه الحالة تتمثل كلفة التمويل في الحد الادنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك على استثماراتهم اي ان

كلفة التمويل بالسهم العادي (في حال عدم وجود تكاليف) = الحد الادنى لمعدل العائد الذي يطلبه ملاك الاستثمارات

ويتوقف احتساب هذا المعدل على مدى ثبات او نمو توزيعات الارباح ففي حال ثبات توزيعات الارباح المتوقعة يتم التوصل الى الحد الادنى لمعدل العائد بالعلاقة ادناه

$$\text{الحد الادنى لمعدل العائد الذي يطلبه ملاك الاستثمارات} = \frac{\text{قيمة توزيعات الارباح المتوقعة للسهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}}$$

$$ع = \frac{ت}{س}$$

اما في حال نمو توزيعات للأرباح المتوقعة فيتم احتساب معدل العائد بالعلاقة ادناه

$$\text{الحد الادنى لمعدل العائد الذي يطلبه ملاك الاستثمارات} = \frac{\text{قيمة توزيعات الارباح المتوقعة للسهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} + \text{معدل النمو المتوقع في قيمة توزيعات الارباح}$$

$$ع = \frac{ت}{س} + و$$

ويمكن ايضاح احتساب كلفة التمويل بالأسهم العادية (عدم وجود كلفة اصدار)

من خلال الامثلة الاتية

مثال : اصدرت احدى الشركات سهما جديدا قيمته السوقية تعادل 200 دولار و على افتراض ان قيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام تساوي 20 دولار فما هو الحد الادنى لمعدل العائد الذي يطلبه الملاك على استثماراتهم ؟

الحل : الحد الادنى لمعدل العائد الذي يطلبه ملاك الاستثمارات = $\frac{\text{قيمة توزيعات الارباح المتوقعة للسهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}}$

$$\frac{ت}{س} = ع$$

$$\frac{20}{200} =$$

$$0,1 = 10\%$$

مثال : اصدرت احدى الشركات سهما حديثا بقيمة سوقية تساوي 100 دولار و على افتراض ان قيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام تساوي 15 دولار و ان معدل النمو السنوي المتوقع لتوزيعات الارباح 5% المطلوب : حساب كلفة التمويل بالسهم العادي

الحل :

كلفة التمويل بالسهم العادي = الحد الادنى لمعدل العائد الذي يطلبه ملاك الاستثمارات

الحد الادنى لمعدل العائد الذي يطلبه ملاك الاستثمارات = $\frac{\text{قيمة توزيعات الارباح المتوقعة للسهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم العادي}} + \text{معدل النمو السنوي المتوقع في توزيعات الارباح}$

$$ع = \frac{ت}{س} + و$$

$$0,05 + \frac{15}{100} =$$

$$0,2 =$$

$$= 20\%$$

الحالة الثانية : وجود تكاليف الاصدار

في مثل هذه الحالة يتزامن مع اصدار الشركة للاسهم العادية تكاليف متنوعة تسمى تكاليف الاصدار مثل رسوم الاعلان و الدعاية رسوم التسجيل وعمولة سماسة البيع الى اخره، وفي مثل هذه الحالة تحتسب كلفة التمويل بالأسهم العادية في حال ثبات توزيعات الارباح المتوقعة وفقا للمعادلة ادناه

$$\text{كلفة التمويل بالأسهم العادية (وجود التكاليف)} = \frac{\text{قيمة توزيعات الارباح المتوقعة للسهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{كلفة اصدار السهم}}$$

$$ع = \frac{ت}{س-ك}$$

اما في حال نمو توزيعات الارباح المتوقع تحقيقها يتم احتساب كلفة التمويل من هذا النمط بالمعادلة ادناه

$$\text{كلفة التمويل بالأسهم العادية (وجود التكاليف)} = \frac{\text{قيمة توزيعات الارباح المتوقعة للسهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{كلفة اصدار السهم}} + \text{معدل النمو السنوي المتوقع في توزيعات الارباح}$$

$$ع = \frac{ت}{س-ك} + و$$

مثال : قامت احدى الشركات العاملة في القطاع المصرفي بإصدار سهم جديد بقيمة سوقية تعادل 100 دولار وكلفة اصدار السهم تعادل من نسبته 10 % من القيمة السوقية للسهم فاذا علمت ان قيمة توزيعات الارباح المتوقعة في نهاية السنة تساوي 12 دولار فما هي كلفة التمويل بالأسهم العادية لتلك الشركة ؟

الحل :

من خلال منطوق السؤال نجد ان الشركة تتحمل كلفة اصدار للسهم وبنسبة 10 % من قيمته السوقية

$$\text{اذن كلفة الاصدار} = 0,1 \times 100 =$$

$$= 10 \text{ دولار}$$

$$\text{كلفة التمويل بالأسهم العادية (وجود التكاليف)} = \frac{\text{قيمة توزيعات الارباح المتوقعة للسهم العادي}}{\text{القيمة السوقية للسهم} - \text{كلفة اصدار السهم}}$$

$$ع = \frac{ت}{س-ك}$$

$$= \frac{12}{10-100}$$

$$= 0,133$$

$$= 13,3 \%$$