

أثر الرافعة المالية في جذب الاستثمارات في ظل حوكمة الشركات في

سوريا

د.حسن أحمد*

مدرس في قسم المحاسبة، كلية الاقتصاد، جامعة حماه

▽ الملخص ▽

اتجهت الحكومات نحو إعادة صياغة النظام الاقتصادي العالمي على أثر انهيار الشركات والبنوك نتيجة الأزمة المالية التي تعرضت لها هذه الشركات نظراً لتركيزها على المبالغة في الأساس المالي وليس على المخاطر المصاحبة لذلك من ارتفاع في أسعار الأصول وزيادة الرافعة المالية وزيادة مخاطر الأوراق المالية المشتقة الأمر الذي أدى إلى ازدياد المطالبة في التوجُّه لاعتماد مبادئ حوكمة الشركات " Corporate Governance للحفاظ على حقوق الأطراف ذات المصالح على المدى الطويل.

وتماشياً مع ما سبق سعى الباحث إلى :

- إبراز أثر الرفع المالي في الإفصاح المالي في إعطاء مؤشرات أقرب إلى الواقع عن الوضع المالي للمؤسسات الاقتصادية.
- إبراز أهمية فهم المستثمرين والدائنين والإدارة في الشركات للقوائم المالية والتعامل معها في تقييم مقدرة الشركة على إدارة النقدية، تحقيق تدفقات نقدية موجبة في المستقبل، سداد المديونية، إدارة توزيع الأرباح، سداد الفوائد، وتقدير مدى حاجة الشركات لتمويل إضافي.

الكلمات المفتاحية: حوكمة الشركات، الرافعة المالية ، الاستثمارات.

Keywords" Corporate Governance, leverage in attracting, investments.

مقدمة

يركز هذا البحث على إلقاء الضوء وبشيء من التحليل على مفاهيم الحوكمة وأهدافها ووسائلها وأنواعها ومراحلها ومبادئها وعلى الرافعة المالية ، ودورها في جذب الاستثمارات من مختلف الجوانب انطلاقاً من وعي الحكومة والحاجة الملحة لتطبيق الحوكمة وذلك لضبط مختلف عمليات الاستثمار منذ البداية، ولتقليل نسب الانحراف عن الغاية المنشودة، ولتطبيق فلسفتها الشهيرة بإشراك القطاع الخاص في عملية التنمية.

أولاً: مشكلة البحث

يُمكن للباحث طرح مشكلة البحث من خلال التساؤلات التالية:

- كيف يؤثر الرفع المالي على الإفصاح المالي .
- كيف تتعكس الرؤية بالنسبة للرفع المالي في اتخاذ القرارات من قبل الأطراف ذات المصلحة بما يضمن حوكمة الشركات ؟
- كيف يتم تقييم أهمية الرفع المالي في الحوكمة ؟
- كيفية إظهار التقارير المتعلقة بالرفع المالي بعدالة ؟

ثانياً: أهمية البحث

تتبع أهمية البحث من خلال تركيز الباحث في إظهار زيادة اهتمام الحكومة السورية بإصدار القوانين التي تشجع على إتباع أسلوب الحوكمة، والتي تُقر من خلالها بأهمية تحديد المركز المالي "Financial Position" من خلال القوائم المالية والافصاحات الأخرى المتعلقة بها وذلك، بما يعزز من فكرة أهمية الرافعة المالية في بناء وجهة نظر للمستثمر وأصحاب العلاقة حول الدور الذي يطالب به الإفصاح في حوكمة الشركات في التكيف مع ضغوط البيئة المحيطة بالشركة. وبيان أهمية وجود دافع للإفصاح يخلق مناخاً حقيقياً، هادفاً، واعياً، يتواءم مع توطين الفكر المؤسسي للشركات.

وهذا لن يتحقق إلا من خلال إظهار موضوعية المعلومات المالية الواجب الإفصاح عنها، ومدى الشفافية التي يجب أن تتحلّى بها، بحيث تكتمل الصورة عند المستثمر وأصحاب المصالح، وتؤثر على قرار الائتمان لديهم بشكل متوائم مع تطلعاتهم.

ثالثاً: أهداف البحث

- انطلاقاً من مشكلة البحث وأهميته فقد سعى الباحث إلى تحقيق الأهداف الآتية:
- (١) توضيح أهمية التقارير المالية والإفصاح المالي للجمهور والمستثمرين في زيادة الائتمان والرغبة للاستثمار في الشركات المطبقة للحكومة.
 - (٢) التركيز على أن تكون الرافعة المالية حقيقية وتشكل الأساس العلمي والعملية في الاستثمار.
 - (٣) إيجاد معايير توضح أثر الرافعة المالية في جذب الاستثمار .

رابعاً : فرضيات البحث :

يعتمد هذا البحث على اختبار الفرضيات التالية:

١. تؤدي زيادة الإفصاح المالي عن الرافعة المالية الى زيادة الاستثمار.
٢. يعطي مؤشر الرافعة المالية مصداقية أكثر للبيانات المصرح عنها .
٣. تزداد أهمية الرافعة المالية بالنسبة للائتمان المصرفي للشركات المفصحة عنها.

خامساً: منهج البحث وأدواتها :

تحقيقاً لأهداف البحث، فإنّ الباحث سيعتمد على المنهجين العلميين التاليين:

- ١- المنهج الاستقرائي: وذلك بهدف دراسة واستقراء بعض الكتابات والدراسات السابقة للبحث عن إطار فكري، يعتمد على الملاحظة والوصف.
- ٢ - المنهج الاستنباطي: ويعتمد على التفكير الاستنباطي الاستنتاجي والاسترشاد المستند بشكل أساسي على التعليمات والدراسات الصادرة عن الهيئات الدولية من منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD، ومركز المشروعات الدولية الخاصة CIPE، وصندوق النقد الدولي IMF، إضافة

إلى الإصدارات المحكمة للدوريات والمواقع الإلكترونية لهيئات تُعنى بهذا الشأن.

سادساً: حدود البحث :

- ١- حدود البحث المكانية : الشركة الصناعية لإنتاج المكيفات الصحراوية.
- ٢- زمان البحث : تبدأ من العام ٢٠٠٨ م وهو تاريخ بدء ظهور انعكاسات الأزمة المالية على المستوى العالمي و المحلي ولغاية نهاية الربع الأول من العام ٢٠١١ م
- ٣- مجتمع وعينة البحث : الشركة الصناعية لإنتاج المكيفات الصحراوية.

المبحث الأول:

أولاً : حوكمة الشركات (مفهوم - تعريف - واقع وآفاق - أهداف)

تعرف الحوكمة بأنها:

- " النظام الذي تُدار وتُراقب به الشركات. ومجلس الإدارة مسؤول عن حوكمة شركاته. ودور المساهمين هو انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والمراجعين. والتأكد من أن هناك هيكل حوكمة ملائم يؤدي الدور المناسب. كما إن مسؤولية المجلس تتضمن وضع الأهداف الإستراتيجية للشركة، وتوفير القيادات التي تحقق هذه الأهداف. ومراقبة إدارة العمل. ورفع التقارير للمساهمين أثناء فترة ولايتهم. والتأكد من أن مجلس الإدارة، يلتزم بالقوانين واللوائح، ويعمل لمصلحة المساهمين أعضاء الجمعية العامة".

(سوليفان ، 2008)

- كما تعرف مؤسسة التمويل الدولية IFC الحوكمة بأنها: " النظام الذي يتم من خلاله إدارة الشركات والتحكم في أعمالها ". (Alamgir , 2007)
- وتعرفها أيضا منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD بأنها: " مجموعة من العلاقات فيما بين القائمين على إدارة الشركة ومجلس الإدارة وحملة الأسهم وغيرهم من المساهمين ". (Freeland,2007)

- كما تعرف بأنها : النظام الذي من خلاله يتم توجيه أعمال المنظمة ومراقبتها عل أعلى مستوى بهدف تحقيق أهدافها والوفاء بالمعايير اللازمة للمسؤولية والنزاهة والشفافية. (حماد طارق، 2005)

- وتعرف بأنها : مجموعة من القوانين والنظم والقرارات التي تهدف إلى تحقيق الجودة والتميز في الأداء الإداري عن طريق اختيار الأساليب المناسبة والفعالة لتحقيق أهداف أي عمل منظم سواء كان خاص أم عام . (غادر ياسين، 2012)

ثانياً : واقع الإفصاح المالي في ظل حوكمة الشركات

حدّد مجلس معايير المحاسبة الدولية بأن الهدف الأساسي من القوائم المالية (FASB, 1976) هو " توفير معلومات تُساعد كلاً من المستثمرين الحاليين والمرتبّين في تقدير مخاطر الاستثمار والعائد المتوقع منه ". إلا أنه ظلّ هيكل الإفصاح المحاسبي يخلو من إطار مُتكامل للإفصاح عن المخاطر التي تتعرّض لها الشركات أو التي من المُمكن أن تتعرّض لها. (Solomon and Joseph, 2000) فالهدف من الإفصاح هو زيادة الدور الإعلامي للقوائم المالية. وهذا سيحفّز الإدارة لمواجهة نتائج القرارات التي تتخذها، ويُعطيها فكرة شفافة عن إمكانيات الحُلول، والترتيبات التي يجب اتّخاذها لإتمام المهام الموكّلة إليها. وبالتالي ستخفّض درجة حساسيّة المستثمرين نحو الدُخول في عمليات استثمار جديدة، ممّا يُتيح ربط حوكمة الشركات ببيئة العمل المحليّة لها.

ثالثاً : أهداف حوكمة الشركات

إن "حوكمة الشركات" والقواعد التي تنظّمها والتي تجري بموجبها إدارة أعمال الشركة وإشراف مجلس الإدارة عليها، وما تهدف إليه من حماية للمصالح والاستثمارات المالية للمساهمين. إنّما يعتبرها الباحث شكل جديد يُعيد بشكلٍ غير مباشر لأصحاب رؤوس الأموال الحقّ بإدارة أموالهم - ولو عن طريق المساهمين الكبار والأعضاء المستقلّين منهم - وبالتالي إعطاء بُعداً جديداً لـ "نظرية الوكالة" Agency Theory . وإتباع معايير الشفافية في التعامل مع المستثمرين والدائنين، ي (Jensen and Smith, 1985) ساعد على منع وقوع الأزمات الدورية في العمل من خلال قيام

حوكمة تضمّن حقوقهم بطرق علمية واضحة وشفافة. إضافة إلى ضمان وجود طرق سليمة للتعامل مع حالات إخفاق وتوقف منشآت الأعمال (إجراءات الإفلاس) ، مما يُضفي عليها سمة العدالة بالنسبة لكافة أصحاب المصالح، من عاملين، ومالكين، ودائنين. (يوسف صبح، 2009)

ويُمكن تلخيص أهداف حوكمة الشركات في عدّة نقاطٍ كما حدّدّها المعهد القانوني للمحاسبين الإداريين CIMA هي: (المعهد القانوني للمحاسبين الإداريين، 2009)

١. تحسين القدرة التنافسية للوحدات الاقتصادية وزيادة قيمتها.
٢. فرض الرقابة الفعّالة على أداء الوحدات الاقتصادية وتدعيم المساءلة المحاسبية.
٣. ضمان مراجعة الأداء التشغيلي والمالي والنقدي للوحدة الاقتصادية.
٤. تحسين القيادة وتقويم أداء الإدارة العليا وتعزيز المساءلة ورفع درجة الثقة فيها.
٥. تعزيز الأداء وتعميق ثقافة الالتزام بالقوانين والمبادئ والمعايير المتفق عليها.

المبحث الثاني:

أولاً : الرّافعة المالية (مفهوم - تعريف - مخاطر التمويل)

أخذ مفهوم الرّفْع المالي Finance Leverage دوره بِدقّة في تحديد الأساس للقرارات الإستراتيجية المالية (التمويلية - الائتمانية - الاستثمارية..) بما يدعّم الشفافية في النتائج المُحتملة لأي قرار. والتعمّق في جزئيات لم تُكُن منظورة لدى أعضاء مجلس الإدارة، ولها التأثير الفعّال في البناء المالي للشركات. (الميداني ، 1999)

٢.١. فالشركة التي ترغب بالاستثمار وتحقيق الأرباح والاستمرارية في هذا الاستثمار، عليها الإلمام بمصادر التمويل، وكيفية الحصول عليه بأفضل الشروط، ويتطلب هذا الأمر أيضاً تحديد المزيج الأمثل من مصادر التمويل (أسهم - قروض) بعد دراسة تكلفة استخدام كل مصدر، بما يؤدّي إلى تحقيق الهدف النهائي وهو تعظيم الأرباح.

- تُعرّف وظيفة التمويل بأنها طريقة الحصول على الأموال و تخصيصها في الشركة بالشكل الأمثل و ذلك بهدف تحقيق رسالة الشركة - تعظيم ثروة المساهمين، رفع سعر أسهمها - .
- " إن العائد المطلوب على الاستثمار هو ذو علاقة طردية من خطر الاستثمار ، فإن العائد المطلوب على الاستثمار في السندات يكون عادة أقل من العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم العادية".(الميداني ، 1999)

٢.٢. وبالتالي فإن الرفع المالي يعمل على تنمية دخل حملة الأسهم تحت ظروف معينة . وبالمقابل تتعرض من خلاله المؤسسة لأخطار مالية، مرتبطة بالقرارات المالية المتخذة فيما يتعلق بتوليفة توزيع رأس مال الشركة بين أسهم (حقوق ملكية) وسندات (اقتراض). فقيام الشركة بتمويل احتياجاتها المالية المختلفة بأموال الملكية بالكامل لا تعرضها للخطر المالي وبالمقابل ينخفض أو يستقر عائد المساهمين. بينما عندما تُصبح القروض - الاقتراض بهدف زيادة الأرباح - جزءاً من هيكل رأس المال ينشأ الخطر المالي، بسبب زيادة التقلبات في عائد المساهمين واحتمال العجز عن الوفاء بالديون .

٢.٣. ووفقاً لافتراض التسلسل في استخدام مصادر التمويل الذي قدّمه MAYERS & HAJFUL، واللذان أوضحا بأنه في حالة عدم تماثل المعلومات لدى الشركة والأسواق المالية، فإن أول وحدة تمويل عمليات الشركة واستثماراتها هو رأس المال، الذي يتم توليده من مصادر داخلية، وإذا لم تكن الأموال التي تم توليدها داخلياً كافية، فإن الشركة ستسعى إلى استخدام الديون الخارجية، يليها بعد ذلك إصدار حقوق الملكية بوصفها آخر مصدر تمويلي تلجأ إليه الشركة، ولا شك أن هناك منفعة من التمويل بالدين، أو ما يُسمّى بـ " الرفع المالي " . والذي يُعدُّ أقل مصادر التمويل كلفة نظراً للوفورات الضريبية المترتبة عليه، وهذا لا ينفى ارتفاع مخاطره. لأن هذا المصدر يزيد من ربحية المساهمين عن طريق زيادة العائد على حقوق الملكية، وزيادة نصيب السهم من الأرباح، ولكن التمويل بالدين سيف ذو حدين وبالتالي فإنه قد يؤدي أيضاً إلى تعظيم خسارة المساهمين في حالة انخفاض الأرباح.

- **الرافعة المالية** : وتعني استخدام الشركة للدين في هيكل التمويل بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين نتيجة الاستفادة من الوفر الضريبي بخفض تكلفة الاقتراض من الأرباح إضافة إلى خفض السيولة اللازمة للتمويل من قبل المساهمين وانخفاض مخاطر الائتمان عن مخاطر الاستثمار بالنسبة للجهة المستثمرة.
- هذا وقد عُرِفَ الإفصاح بشكل عام بأنه " نقل هادف للمعلومات ممن يعلمها لمن لا يعلمها". (عبد الله وآخرون، 2002)

ثانياً : مخاطر الأدوات المالية وفقاً للمعايير الدولية وأثرها على

الرافعة المالية

بيّنت الفقرة ٣١-٣٢ من المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية رقم / ٧ / أنه على الشركة الإفصاح عن المعلومات التي تُتيح لمستخدمي البيانات المالية تقييم المخاطر الناجمة من الأدوات المالية التي تتعرض لها الشركات في فترة إعداد التقارير. وتقتصر على مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة ومخاطر السوق. وركّزت تلك المعايير على أنه " يجب أن يتضمن الإفصاح عن كل نوع من أنواع المخاطر على جانبيين:

١.١. الإفصاح النوعي للمخاطر: على الشركة الإفصاح عن:

- أ- كيفية التعرض للمخاطرة وكيف تتجم.
- ب- أهداف وسياسات وأساليب إدارة المخاطر والطرق المستخدمة لقياس المخاطر.

ت- التغيرات في البندين السابقين عن الفترات السابقة.

١.٢. الإفصاح الكمي للمخاطر: على الشركة الإفصاح عن:

- أ- ملخص للبيانات الكمية حول تعرضها لتلك المخاطرة في نهاية فترة إعداد التقرير
- ب- الإفصاح عن مخاطر الائتمان ومخاطر السوق ومخاطر السيولة.
- ت- حالات تركيز المخاطرة إذا لم تكن ظاهرة في البندين السابقين .

- وبالنسبة لمخاطر الائتمان^١ : بيّنت الفقرة ٣٦ من المعيار الدولي لإعداد التقارير المالية ٧ / بأنه على الشركة الإفصاح عما يلي حسب فئة الأداة المالية:
- أ- المبلغ الذي يُمنّل أقصى درجة تعرّض لمخاطرة الائتمان في تاريخ إعداد التقرير بدون الأخذ في الاعتبار أي ضمان محتفظ به.
 - ب- وصف للممتلكات المحتفظ بها كضمان وتحسينات الائتمان الأخرى.
 - ت- معلومات حول نوعية الائتمان للأصول المالية التي لم تنقُض فترة استحقاقها.
 - ث- المبلغ المسجّل للأصول المالية التي خلافاً لذلك ستنقضي فترة استحقاقها أو تتخفّض قيمتها، والتي أعيد التفاوض بشأن شروطها.

وبناء عليه يعز الباحث أن المعايير الدولية صنّفت المخاطر على أساس التحوط لها واعتبرتها أحد أدوات الإفصاح التي تُعرض على الجمهور. وبالتالي فإن وجود مؤشر الرافعة المالية يمكن دمجها أو مقارنته مع مؤشر مخاطر الائتمان، مما يُعطي بعداً جديداً للتحليل المالي، وبالتالي ستظهر الفروقات بين المؤشرين كهامش يعرض المخاطر الأكثر أثراً نتيجة حدوثها.

ثالثاً : تحديد مزيج التمويل القصير الأجل والطويل الأجل وتأثيره على خطر

أعمال

غالبا ما تعترض الشركات بعض الصعوبات عند تحديد مزيج التمويل الأنسب لاستثماراتها، حيث تعمل على الموازنة ما بين الخطر والعائد أي عرض هيكل استحقاق التمويل أو السياسة التمويلية للشركة. وتقوم رافعة التمويل بتعظيم الأموال و الخسائر وذلك بحسب الأوضاع الاقتصادية السائدة من (ازدهار اقتصادي وبالتالي تعظيم الربح أم كساد اقتصادي تعظيم الخسارة. (الميداني ، 1999)

فعملية اتخاذ قرار التمويل تأخذ بعين الاعتبار :

١ مخاطر الائتمان : وهي المخاطرة الناتجة عن تسبب أحد أطراف الأداة المالية في خسارة مالية للطرف الآخر نتيجة لعدم قيامه بتنفيذ الالتزامات.

١.١. مخاطر التمويل (السيولة): أي خطر عدم توفر السيولة النقدية للشركة ويزداد هذا الخطر كلما ارتفعت نسبة التمويل بالقروض القصيرة الأجل عن القروض الطويلة الأجل أو بمعنى آخر قصرت بنية الاستحقاقات والعكس صحيح .

١.٢. الربحية : فتكلفة التمويل بالقروض القصيرة الأجل أقل من الطويلة الأجل وذلك بسبب انخفاض سعر الفائدة والمرونة في تسديد القروض القصيرة أو تجديدها عند الاستحقاق.

وبالتالي فإنه عند تحديد هيكل التمويل للشركة يجب التمييز بين الموجودات الثابتة وجزئي الموجودات المتداولة (الدائمة - المتقلبة) وتعتمد الشركة على ثلاث سياسات بديلة بمزيج التمويل القصير والطويل الأمد وهي : سياسة معتدلة - سياسة جريئة - سياسة محافظة.

وفيما يلي عرض لكل سياسة منها مع الشكل المعبر عن خطر التمويل المرافق له:

١.٢.١. سياسة معتدلة (مبدأ المطابقة) : تقوم الشركة بجعل بنية استحقاق مطلوباتها يتزامن مع بنية أجل موجوداتها أي تقوم بتمويل الموجودات الثابتة والجزء الدائم من الموجودات المتداولة بمصادر تمويل طويلة الأجل ودائمة أما الجزء المتقلب فيتم تمويله بالديون القصيرة الأجل وهذا ما يجعل خطر التمويل والربحية مقبولين .

١.٢.٢. سياسة جريئة : هنا تقوم الشركة بتمويل قسم من الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة

١.٢.٣. بقروض قصيرة الأجل والباقي بمصادر تمويل طويلة الأجل ودائمة وهذا ما يخفض من تكلفة الفائدة على الشركة ويزيد من أخطار عدم توفر السيولة اللازمة .

١.٢.٤. سياسة محافظة (مستوى عالي من الاستثمارات الموجودات المتداولة) : هنا تقوم الشركة بتمويل قسم فقط من الجزء المتقلب من الموجودات المتداولة بالقروض القصيرة الأجل أما القسم المتبقي

بمصادر التمويل الطويلة الأجل هذا ما يؤدي إلى تخفيض المخاطر إلى أقصى حد وتحمل تكاليف إضافية من الفوائد.

رابعاً : أنواع التمويل :

١. التمويل قصير الأجل :

١. وهو عبارة عن التزامات الدين التي تستحق في فترة زمنية أقل من سنة ومن مصادره : المتأخرات : وتعتبر مصدر تمويل آلي عديمة التكلفة أي تكاليف مستحقة وغير مدفوعة .
٢. القروض المصرفية القصيرة الأجل : كاللجوء إلى المصارف التجارية للحصول على قروض قصيرة الأجل لمواجهة احتياجاتها التحويلية الموسمية.
٣. التسهيلات الائتمانية المحدودة : وهي ترتيبان ائتمانية يعد المصرف بموجبها الشركة بتقديم قروض قصيرة الأجل تصل قيمتها إلى حد أعظم معين.
٤. تسهيلات الائتمانية المتجددة : وهي عبارة عن التزام من المصرف التجاري تجاه الشركة بتقديم قروض قصيرة الأجل لأكثر من سنة وقد تصل إلى ثلاث سنوات .
٥. قروض المقاولين : وهي عندما يقوم المقاولون بالاقتراض من المصارف التجارية تحويل إنجاز أعمال محددة من مشروع البناء والسداد يكون مقابل كشوفات إنجاز لإكمال المشروع.
٦. القروض المصرفية القصيرة الأجل المضمونة : أي اللجوء إلى المصارف للحصول تلك القروض ولكن بشرط تقديم ضمانات لحماية حقوق المقرضين .
٧. التمويل بضمان المخزون : تكلفته مرتفعة ويستعمل المخزون كضمان للقروض قصيرة الأجل بحيث يحدد المصرف نسبة من قيمة المخزون التي سيمنحها كضمان لقرض الشركة .
٨. التمويل بضمانة الحسابات المدينة : حيث تقوم الشركة بتخصيص تحصيلاتها من الحسابات المدينة لصالح البنك وهنا تبقى الشركة المقترضة ملتزمة تجاه المصرف بتحديد أية حسابات المدينة يتخلف أصحابها عن الدفع وهي أقل تكلفة من السابقة .

٩. التمويل باستعمال الأوراق التجارية : أي اللجوء إلى أدوات سوق النقد (أوراق وعد بالدفع غير مضمونة) ويتميز بانخفاض تكلفته الاسمية والفعلية.
١٠. مزيج مصادر التمويل القصيرة الأجل : إن هدف الشركة دوما تخفيض تكلفة التمويل والمزيج الأمثل للتمويل من تلك المصادر المختلفة يتوقف على عدة عوامل يجب الأخذ بها عند انتقاء مصدر التمويل القصير الأجل تكلفة التمويل والمرونة .
١١. الائتمان التجاري : وهو أهمها حيث يمنح الموردون الشركة تسهيلات في الدفع وذلك بأن يكون هناك وقت زمني بين لحظة استلام البضاعة ووقت دفع قيمتها . وبهذا الخصوص فقد طالبت حوكمة الشركات القيام بالإفصاح في كل ما يتعلق بالتمويل .

٢. التمويل المتوسط الأجل :

- ويستعمل لتحويل الجزء الدائم لاستثمارات الشركة في الرأسمال العامل ولتحويل الإضافات على موجوداتها الثابتة .ومن مصادرها :
١. قروض المدة : تتميز تلك القروض بأجلها المتوسطة و التي تستحق خلال فترات زمنية تتراوح ما بين ثلاث إلى سبع سنوات و يمكن الحصول عليها من مصارف التمويل المتوسط الأجل والمصارف المتخصصة ويكون معدل الفائدة أعلى فيها من القروض القصيرة الأجل و تسدد عادة على أقساط دورية و بالتالي تخفيض الخطر على الدائن و المدين .
٢. قروض التجهيزات : عندما تقوم الشركة بشراء آلات أو تجهيزات فإنها تستطيع أن تحصل على تمويل متوسط الأجل بضمانة هذه الموجودات ومنها الشاحنات حيث تمول الجهة المقرضة عادة ٧٠ - ٨٠ % من قيمة التجهيزات التي يمكن تسويقها بسرعة و يبقى للممول ٢٠ - ٣٠ % كهامش أمان و يمكن استخدامها كضمان للحصول على قروض مصرفية والتمويل عن طريق الاستئجار .

التمويل طويل الأجل :

- ١- بنوك الاستثمارات (أسواق الرأسمال الأولي) : وهي البنوك التي تقوم بشراء إصدارات الأوراق المالية الجديدة من الشركات وإعادة بيعها للمستثمرين النهائيين من

أفراد ومؤسسات استثمارية وتقوم بضمان السعر المنفق عليه للشركة المصدرة عند بيع الأوراق المالية الجديدة .

٢- بورصات الأوراق المالية (أسواق الرأسمال الثانوي): وهي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية القائمة.

أ - سندات الدين : وهي أداة الدين تصدرها الشركة وتحمل قيمة اسمية ومعدل فائدة اسمي وتاريخ استحقاق محدد.

ب- أسهم ممتازة : وتعتبر مزيجاً من الاقتراض وحقوق الملكية .

ج - الأسهم العادية: وهي أوراق مالية تحمل قيمة اسمية ولا تعد بتوزيع نسبة أرباح ثابتة تصدرها الشركة للحصول على التمويل اللازم للشركة .

خامساً : تأثير رافعة التمويل عند البدء باستثمارات جديدة ونقطة التعادل التمويلي

هناك طريقتين للتمويل التمويل بالملكية والتمويل بالدين وتعتمد عملية المفاضلة بين كل منهما على علاقة التفضيل ما بين الخطر والمردود لإدارة الشركة أي إذا أرادت الشركة تحقيق أكبر ربح ممكن فإنها ستخضع إلى أكثر خطر وذلك عن طريق التمويل بالدين (السندات) والعكس بالأسهم وتقوم رافعة التمويل بإظهار كيفية المبادلة بين نسب مختلفة من الأسهم والسندات وما هي المخاطر الناتجة عن ذلك ويمكن القول بأن اتخاذ القرار التمويلي الأفضل يعود إلى حضارة الشركة ورسالتها (الإستراتيجية التي تعتمد عليها) .

وهي مستوى المبيعات الذي يحقق الأرباح ذاتها بالسهم بغض النظر عن طريقة التمويل ويتم تحديد نقطة التعادل التمويلي من خلال تقاطع خط التمويل بالدين مع خط التمويل بالملكية ونختار طريقة التمويل وذلك اعتماداً على :

إذا كان مستوى المبيعات أقل من مبيعات التعادل التمويلي يفضل تمويل بالملكية لأنها تحقق أرباحاً بالسهم أعلى من التمويل بالدين أما إذا كان مستوى المبيعات أكبر من مبيعات التعادل التمويلي فإنه يفضل التمويل بالدين لأنها تحقق أرباحاً أعلى بالسهم:

$$EPS = \frac{S - (FC + VU * Q + I) (1 - T)}{N}$$

حيث أن :

| | |
|-----|--|
| EPS | الأرباح بالسهم الناتجة عن التمويل أرباح |
| S | المبيعات خط التمويل بالدين |
| FC | التكاليف الثابتة |
| VU | التكاليف المتغيرة ميزة التمويل بالدين |
| Q | كمية المبيعات خط التمويل بالملكية |
| I | الفائدة على الديون مبيعات التعادل التمويلي |
| T | نسبة ضريبة الدخل |
| N | عدد الأسهم الصادرة المبيعات |

أ- درجة رافعة التمويل (DFL) Degree of Financial Leverage : وهي

نسبة التغير في الأرباح بالسهم نتيجة تغير صغير في نسبة الأرباح قبل الفائدة والضريبة. حيث أن :

$$DFL_E = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

$$(\text{الأرباح قبل الفائدة EBIT}) - I$$

بشكل عام الهيكل التمويلي الأمثل هو الذي يخفض تكلفة رأسمال الشركة إلى الحد الأدنى .

و قد تم حساب الأرقام السابقة اعتمادا على القوانين التالية :

$$\text{أرباح السهم} = \frac{\text{صافي الأرباح}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$\text{العائد على حقوق المساهمين} = \frac{\text{صافي الأرباح}}{\text{رأس المال العامل}} * 100$$

ب- نقطة التعادل التمويلي : وهي مستوى المبيعات الذي يحقق الأرباح ذاتها بالسهم بغض النظر عن طريقة التمويل ويتم تحديد نقطة التعادل التمويلي من خلال تقاطع خط التمويل بالدين مع خط التمويل بالملكية ونختار طريقة التمويل وذلك اعتماداً على :

. إذا كان مستوى المبيعات من السهم أقل من مبيعات التعادل التمويلي يفضل تمويل بالملكية لأنها تحقق أرباحاً بالسهم أعلى من التمويل بالدين أما إذا كان مستوى المبيعات أكبر من مبيعات التعادل التمويلي فإنه يفضل التمويل بالدين لأنها تحقق أرباحاً أعلى بالسهم .

أ- درجة رافعة التمويل : وهي نسبة التغير في الأرباح بالسهم نتيجة تغير صغير في نسبة الأرباح قبل الفائدة والضريبة .

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

حيث أن : EBIT الأرباح قبل الفائدة

حالة عملية : بفرض أن لدى شركة متخصصة بإنتاج المكيفات الصحراوية تسعى إلى دراسة إمكانية إدخال خطوط إنتاج تختلف في هياكل تكاليفها و ذلك لاختيار البديل الذي يحقق لها أكبر ربح ممكن و تستطيع تحمل أكبر أخطار ممكنة وفقاً لسياسات البديلة للاستثمار بعد أن حددت الشركة خط الإنتاج تريد أن تعرف هيكل التمويل المناسب لهذا الخط أي كيف يجب تمويل الاستثمارات (أموال الملكية - أموال الدين) . نقطة التعادل التمويلي - درجة رافعة التمويل - الرافعة المشتركة (التشغيل و التمويل) . بحسب البيانات التالية :

| البيان | سياسة محافظة | سياسة معتدلة | سياسة جريئة |
|-----------------|--------------|--------------|-------------|
| الميزانية | | | |
| موجودات متداولة | 12000000 | 12000000 | 12000000 |
| موجودات ثابتة | 20000000 | 20000000 | 20000000 |
| إجمالي موجودات | 32000000 | 32000000 | 32000000 |

| | | | |
|----------------------|----------------------|---------------------|---|
| 25600000 0 | 10000000 15600000 | 0 25600000 | ديون قصيرة الأجل 10% ديون طويلة الأجل 15% |
| 25600000 4600000 | 25600000 4600000 | 25600000 4600000 | إجمالي الديون حقوق المساهمين |
| 32000000 | 32000000 | 32000000 | إجمالي المطلوبات وحقوق المساهمين |
| | | | حساب الأرباح والخسائر |
| 23400000 2560000 | 23400000 3340000 | 23400000 3510000 | الأرباح قبل الفائدة والضريبة ناقص الفائدة |
| 20840000 10420000 | 20060000 10030000 | 19890000 9945000 | الأرباح قبل الضريبة الضريبة ٥٠% |
| 10420000 | 10030000 | 9945000 | الأرباح بعد الضريبة |
| | | | مؤشرات فقدان السيولة |
| - 14500000 0.45 | 2000000 1.2 | 12000000 ∞ | صافي رأس المال العامل النسبة الجارية (مرة) |
| | | | مؤشرات ربحية |
| 87 227 | 83 218 | 31 216 | العائد على الاستثمار العائد على الملكية |

مما سبق نجد أن السياسة الأولى توفر أكبر قدر ممكن من السيولة للشركة ١٢,٠٠٠,٠٠٠ صافي رأس مال عامل و نسبة جارية لا نهاية مع تخفيض الخطر إلى أدنى حد و ذلك على حساب الربحية.

ثانياً : النتائج والتوصيات

النتائج: أظهرت الدراسة النتائج التالية:

- ١.١. تزداد الاستثمارات كلما زاد الإفصاح عن الرافعة المالية الذي يحقق الثقة المتبادلة بين الإدارة والأطراف ذات العلاقة وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى.
- ١.٢. إن زيادة الإفصاح عن درجة مؤشر الرافعة المالية تزيد من أهمية الإفصاح وتزداد الحاجة لمعرفة الأطراف ذوي العلاقة Stakeholders العالمين لأبسط حقوقهم وواجباتهم من فهم آلية عمل الرافعة المالية ليتمكنوا من اتخاذ القرارات ذات الصلة بهم وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثانية.
- ١.٣. زاد الائتمان المصرفي نتيجة زيادة أهمية الرافعة المالية وهذا ما يثبت الفرضية الثالثة.

(١) التوصيات :

- ٢.١. نشر الوعي الوطني لمبادئ حوكمة الشركات وتحديد الإفصاحات المطلوبة بدقة والكفيلة بتحقيق الشفافية وعدم الاكتفاء بالمقدمات الخجولة في عمليات التطبيق.
- ٢.٢. إن ما يصدر من إفصاح عن الشركات يؤدي إلى تحفيز الإدارة لزيادة الاهتمام بالرافعة المالية وعليه يجب زيادة الاهتمام بالتوعية المالية العملية عن القوائم المالية بشكل تفصيلي والاطلاع على أحدث القضايا المعاصرة وخاصة التشريعية والضريبية الدولية المتعلقة بالشفافية.
- ٢.٣. إن الفكر في المجتمع السوري مرتب ومنفتح بطريقة قادرة على استيعاب كل جديد ونفاذ البصيرة لخلفية كل حدث وخاصة في حال وضعت له الأسس الصحيحة للعمل ولم يتم التطرق لها كونها خارج نطاق البحث لذا اندرجت التوصيات حول إيجاد مشروع وطني يهتم بتأهيل الكوادر لتعمل كأدوات مالية وإدارية لإنفاذ مهام الإفصاح المستحدثة لها.

المراجع

١- المراجع العربية :

- ١- حماد طارق عبد العليم، 2005 - حوكمة الشركات المفاهيم والمبادئ والتجارب، تطبيقات الحوكمة في المصارف، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 3.
- 2- جون سوليفان، 2008- البوصلة الأخلاقية للشركات. المنتدى العالمي لحوكمة الشركات - الدليل السابع ، ٩-١٠.
- 3- يوسف صبح داوود، 2009 - الأزمة المالية سنة وأثرها . ورقة عمل قدمت للمؤتمر السابع عشر ، ٣ .
- 4- المعهد القانوني للمحاسبين الإداريين - بتصرف. <http://www.cima.org.uk>
- 5- الميداني محمد أيمن، 1999 - الإدارة التمويلية في الشركات. مكتبة العبيكات، الرياض، 591.
- 6- عبد الله عبد القادر، الصديق بابكر، 2002- محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية. مجلة الإدارة العامة ، المجلد ٤٢، العدد الرابع، ص723-745.
- 7- الصبان محمد سمير، 1991- أصول القياس وأساليب الاتصال المحاسبي، الدار الجامعية، بيروت، 350.
- ٨- غادر محمد ياسين، 2012 - محددات الحوكمة ومعاييرها، المؤتمر العلمي الدولي ، عولمة الإدارة في عصر المعرفة، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان، 13 .
- ٢- المراجع الأجنبية:

- 1-COLLIER, & Berry, 1992-Cadbury Code Report of the committee on the financial aspects of corporate governance: the code of best practice gee professional Publication. London, 4.
- 2-Alamgir, M., 2007- Corporate Governance: A Risk Perspective, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute Cairo May 7-8.

3- **Freeland, C., 2007- *Basel Committee Guidance on Corporate Governance for Banks***, paper presented to: Corporate Governance and Reform: Paving the Way to Financial Stability and Development, a conference organized by the Egyptian Banking Institute, Cairo, May 7 – 8.

4-1 FASB, 1976, pp3-4

5- **Solomon, J.S., A. Norton, S.D. and Joseph, N. L. 2000 – A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from corporate governance reform**, Vol.32, no.4, December; pp.337-478

6- Michael, J., and Clifford S., –**Stockholder, Manager, And Creditor Interests** ,Applications Of Agency Theory, Harvard Business School 1985

<http://papers.ssrn.com/sol3/results.cfm?RequestTimeout=5000000>

– (03/11/2008), p:02.

**The impact of leverage
in attracting investments
In light of corporate governance in Syria**

Dr: Hasan ahmad*

□□ABSTRACT □

Governments turned to recast the global econo

mic system following the collapse of companies and banks as a result of the financial crisis experienced by these companies due to its focus on over-the financial basis and not on the risks associated with the rise in asset prices and increased leverage and increase the risk derivative securities, which led to the increased demand in the orientation of the adoption of the principles of corporate governance, "Corporate Governance" to preserve the rights of the parties with interests in the long term.

Keywords" Corporate Governance, leverage in attracting, investments.