

دراسة حالة 2: قرارات التمويل الاستراتيجي لشركة "الصناعات المبتكرة"

1. مقدمة وخلفية عن الشركة:

"الصناعات المبتكرة" هي شركة مساهمة عامة رائدة في مجال التكنولوجيا والتصنيع المتقدم، تأسست قبل 15 عاماً. تتمتع الشركة بسجل حافل من النمو والربحية، ومنتجاتها مطلوبة بشدة في السوق المحلي والدولي.

في اجتماع مجلس الإدارة الأخير، وبعد تحليل دقيق للسوق، قررت الإدارة ضرورة بناء مصنع جديد ومتطور تقنياً لتلبية الطلب المتزايد على منتجاتها وتوسيع حصتها السوقية. قُدرت التكلفة الإجمالية للمشروع بمبلغ 50 مليون دولار أمريكي.

أنت وفريقك تعملون في القسم المالي للشركة، وقد كلفكم المدير المالي (CFO) بإعداد تحليل شامل وتقديم توصية حول أفضل السبل لتمويل هذا المشروع الاستراتيجي.

2. معطيات الحالة:

- **تكلفة المشروع:** 50 مليون دولار.
- **الوضع المالي الحالي للشركة:**
- تمتلك الشركة سيولة نقدية ومعادلات نقدية (Cash Equivalents) بقيمة 10 ملايين دولار مُستثمرة في أدوات السوق النقدي (Money Market) بعائد سنوي متوسط يبلغ 4.5%. الإدارة تفضل الاحتفاظ بهذا المبلغ لتغطية النفقات التشغيلية الطارئة.
- هيكل رأس المال الحالي: 60% أسهم، 40% ديون.
- سعر سهم الشركة الحالي في السوق الثانوي (البورصة) 25 دولار للسهم.
- عدد الأسهم المصدرة حالياً: 20 مليون سهم.

- **معلومات السوق الحالية (بيانات افتراضية واقعية):**
- **أسعار الفائدة على الديون طويلة الأجل (10 سنوات):** الشركات ذات التصنيف الائتماني المماثل لـ "الصناعات المبتكرة" يمكنها إصدار سندات بعائد سنوي يبلغ 6.5%.
- **تكلفة إصدار الأسهم الجديدة:** يتوقع البنك الاستثماري الذي تتعامل معه الشركة أن إصدار أسهم جديدة (طرح أولي ثانوي في السوق الأولي) سيتطلب خصم إصدار بنسبة 5% على سعر السوق الحالي لجذب المستثمرين، بالإضافة إلى تكاليف إدارية وقانونية.
- **توقعات السوق:** المحللون يتوقعون نمواً اقتصادياً مستقراً، لكن هناك احتمالية لرفع أسعار الفائدة خلال العامين القادمين.

3. المهمة المطلوبة:

بصفتكم فريق التحليل المالي، يجب عليكم دراسة الخيارات المتاحة لتمويل مبلغ 40 مليون دولار المتبقي (50 مليون تكلفة المشروع - 10 ملايين سيولة غير مستخدمة)، وتقديم توصية مدعومة بالأرقام والتحليلات لمجلس الإدارة.

يجب أن يجيب تقريركم على الأسئلة التالية بناءً على مفاهيم المحاضرة:

الجزء الأول: تحليل الأسواق والأدوات المالية (تطبيق المفاهيم)

1. السوق النقدي مقابل سوق رأس المال:

1. لماذا يُعتبر تمويل مشروع طويل الأجل (المصنع) باستخدام أدوات **السوق النقدي** (Money Market) قراراً عالي المخاطر للشركة، على الرغم من أن أسعار الفائدة الحالية قد تكون أقل؟ (اربط إجابتك بمفاهيم السيولة ومخاطر إعادة التمويل المذكورة في المحاضرة).
2. لماذا يُعتبر **سوق رأس المال** (Capital Market) هو الوجهة المنطقية لتمويل هذا النوع من المشاريع؟

2. السوق الأولي مقابل السوق الثانوي:

1. عندما تقرر الشركة إصدار أسهم أو سندات جديدة، في أي سوق سيتم ذلك (الأولي أم الثانوي)؟ ولماذا؟
2. كيف يؤثر أداء سهم الشركة في **السوق الثانوي** (Secondary Market) على قدرتها على جمع التمويل في **السوق الأولي** (Primary Market)؟ (استخدم سعر السهم الحالي كمرجع).

الجزء الثاني: تحليل خيارات التمويل (تطبيق عملي)

1. خيار التمويل بالدين: (Debt Financing)

1. احسب تكلفة الفائدة السنوية إذا قررت الشركة إصدار سندات بقيمة 40 مليون دولار.
2. ما هي مزايا وعيوب هذا الخيار بالنسبة لحملة الأسهم الحاليين؟ (اربط إجابتك بمفهوم "المطالب المتبقي" أو Residual Claimant).

2. خيار التمويل بالأسهم: (Equity Financing)

1. إذا قررت الشركة جمع 40 مليون دولار عبر إصدار أسهم جديدة، فكم عدد الأسهم الجديدة التي يجب عليها إصدارها؟ (خذ بعين الاعتبار خصم الإصدار المتوقع).
2. ما هو الأثر الفوري لهذا الإصدار على نسبة ملكية حملة الأسهم الحاليين) تخفيف الملكية أو Dilution)؟
3. ما هي الميزة الرئيسية للتمويل بالأسهم مقارنة بالدين من حيث الالتزامات المالية الدورية للشركة؟

الجزء الثالث: التوصية الاستراتيجية

1. بناءً على تحليلك، أي خيار تمويل (الدين، الأسهم، أو مزيج منهما) توصي به؟
2. برر توصيتك مع الأخذ في الاعتبار الأهداف طويلة الأجل للشركة، هيكل رأس المال المستهدف، وتوقعات السوق المستقبلية (مثل تغير أسعار الفائدة).

حل دراسة الحالة 2: قرارات التمويل الاستراتيجي لشركة "الصناعات المبتكرة"

مذكرة تحليل مالي موجهة إلى المدير المالي (CFO)

الموضوع: تحليل وتوصية بخصوص تمويل مشروع المصنع الجديد بتكلفة 50 مليون دولار.

مقدمة: يهدف هذا التقرير إلى تحليل الخيارات المتاحة لتمويل مبلغ 40 مليون دولار اللازم لإنشاء المصنع الجديد، مع تقديم توصية استراتيجية تضمن تحقيق أهداف الشركة طويلة الأجل وتعظيم قيمة حملة الأسهم. يستند التحليل إلى المفاهيم الأساسية للأسواق المالية الموضحة في المحاضرة المرجعية.

الجزء الأول: تحليل الأسواق والأدوات المالية (تطبيق المفاهيم)

1. السوق النقدي (Money Market) مقابل سوق رأس المال (Capital Market)

- لماذا لا نستخدم السوق النقدي؟ تمويل مشروع طويل الأجل (بناء مصنع عمره الإنتاجي لسنوات طويلة) باستخدام أدوات السوق النقدي (مثل الأوراق التجارية) هو قرار عالي المخاطر. السبب، كما ورد في المحاضرة، هو أن هذه الأدوات قصيرة الأجل (تستحق في أقل من عام). هذا الأمر سيجبر الشركة على إعادة تمويل الدين بشكل متكرر. إذا ارتفعت أسعار الفائدة في المستقبل—وهو احتمال قائم حسب معطيات الحالة—فستضطر الشركة لإعادة إصدار ديونها بأسعار فائدة أعلى، مما يزيد من تكلفة التمويل بشكل كبير وقد يؤثر سلباً على التدفقات النقدية للمشروع وربحيته. هذا يُعرف بـ **مخاطر إعادة التمويل (Refinancing Risk)**.

- لماذا نستخدم سوق رأس المال؟ سوق رأس المال (Capital Market) هو المكان المناسب لتمويل الأصول طويلة الأجل. الأدوات المالية في هذا السوق، مثل السندات طويلة الأجل (Long-Term Bonds) والأسهم (Stocks)، لها آجال استحقاق تزيد عن عام (أو لا يوجد لها تاريخ استحقاق إطلاقاً في حالة الأسهم). هذا يتيح للشركة مواءمة مدة التمويل مع العمر الإنتاجي للمشروع، مما يوفر استقراراً في تكلفة رأس المال ويقلل من المخاطر المرتبطة بتقلبات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

2. السوق الأولي (Primary Market) مقابل السوق الثانوي (Secondary Market)

- في أي سوق سيتم جمع الأموال؟ عندما تقرر الشركة جمع أموال جديدة من خلال إصدار سندات أو أسهم، فإن هذه العملية تتم في **السوق الأولي (Primary Market)**. هذا هو السوق الذي تبيع فيه الشركة أوراقها المالية للمستثمرين لأول مرة وتتلقى العائدات المالية مباشرة، بمساعدة بنك استثماري. **السوق الثانوي (Secondary Market)**، مثل البورصة، هو المكان الذي يتم فيه تداول هذه الأوراق المالية بين المستثمرين لاحقاً، والشركة لا تحصل على أي أموال من هذه المعاملات.

- كيف يؤثر السوق الثانوي على السوق الأولي؟ أداء السهم في السوق الثانوي له تأثير مباشر وحاسم على قدرة الشركة على جمع التمويل. سعر السهم الحالي (25 دولاراً) (يعكس تقييم المستثمرين لقيمة الشركة وأدائها المستقبلي). هذا السعر هو الأساس الذي يتم بناء سعر الإصدار الجديد عليه في السوق الأولي. كلما كان سعر السهم في السوق الثانوي أعلى، زادت الأموال التي يمكن للشركة جمعها مقابل عدد أقل من الأسهم، والعكس صحيح. سعر السوق المرتفع هو مؤشر ثقة يسهل على البنك الاستثماري تسويق الإصدار الجديد للمستثمرين.

الجزء الثاني: تحليل خيارات التمويل (تطبيق عملي)

1. خيار التمويل بالدين: (Debt Financing)

- حساب تكلفة الفائدة السنوية:
- المبلغ المطلوب: 40,000,000 دولار.
- سعر الفائدة السنوي على السندات: 6.5%.
- تكلفة الفائدة السنوية = 40,000,000 دولار \times 6.5 = 2,600,000 % دولار سنوياً.
- **المزايا والعيوب لحملة الأسهم:**
- **المزايا:**
- 1. **عدم تخفيف الملكية:** لا يتم إصدار أسهم جديدة، وبالتالي يحتفظ حملة الأسهم الحاليون بنفس نسبة ملكيتهم في الشركة.
- 2. **الاستفادة من الرفع المالي:** إذا كان العائد الذي يحققه المشروع الجديد أعلى من تكلفة الدين (6.5%)، فإن الفائض يذهب بالكامل إلى حملة الأسهم، مما يعظم أرباحهم.

• العيوب:

1. **زيادة المخاطر المالية:** يفرض الدين التزاماً قانونياً ثابتاً بدفع الفوائد (2.6 مليون دولار سنوياً) وأصل الدين عند الاستحقاق، بغض النظر عن أداء الشركة.
2. **حقوق حاملي الديون:** كما ذكرت المحاضرة، يجب على الشركة أن تدفع لحاملي الديون أولاً قبل أن يتم توزيع أي أرباح على حملة الأسهم. في حالة التعثر، يكون لحاملي الديون الأولوية في الحصول على أصول الشركة، مما يجعل حملة الأسهم "مطالبين متبقين" (Residual Claimants).

2. خيار التمويل بالأسهم: (Equity Financing)

- حساب عدد الأسهم الجديدة المطلوب إصدارها:
- سعر السهم الحالي في السوق: 25 دولاراً.
- خصم الإصدار: 5%.
- سعر الإصدار للسهم الواحد = 25 دولاراً \times (1 - 0.05) = 23.75 دولار.
- المبلغ المطلوب جمعه: 40,000,000 دولار.
- عدد الأسهم الجديدة = 40,000,000 دولار / 23.75 دولار للسهم = 1,684,211 سهماً (تقريباً).
- **أثر تخفيف الملكية: (Dilution)**
- عدد الأسهم الحالي: 20,000,000 سهم.
- عدد الأسهم الجديد: 1,684,211 سهم.
- إجمالي عدد الأسهم بعد الإصدار = 20,000,000 + 1,684,211 = 21,684,211 سهم.
- نسبة ملكية حملة الأسهم الحاليين بعد الإصدار = 20,000,000 / 21,684,211 = 92.2%.
- هذا يعني أن ملكية حملة الأسهم الحاليين قد **تخففت بنسبة 7.8%** تقريباً.

- **الميزة الرئيسية للتمويل بالأسهم:** الميزة الأساسية هي **المرونة المالية**. الأسهم لا تفرض على الشركة التزاماً قانونياً بدفع توزيعات أرباح منتظمة. يمكن للشركة إعادة استثمار الأرباح بالكامل في نموها دون القلق بشأن التعثر في السداد، مما يقلل من المخاطر المالية بشكل كبير مقارنة بالدين.

الجزء الثالث: التوصية الاستراتيجية

التوصية: تمويل المشروع بمزيج من الدين والأسهم (Hybrid Financing)

بعد تحليل الخيارين، نوصي بعدم الاعتماد على خيار واحد بشكل كامل، بل استخدام مزيج استراتيجي. على سبيل المثال، يمكن تمويل 60% من المبلغ المطلوب عن طريق الدين و40% عن طريق الأسهم.

- دين 24 : مليون دولار (60% من 40 مليون).
- أسهم 16 : مليون دولار (40% من 40 مليون).

مبررات التوصية:

1. **الموازنة بين المخاطر والعائد:** هذا النهج يجمع بين مزايا الخيارين. نستفيد من الرفع المالي للدين (بتكلفة فائدة ثابتة ومنخفضة نسبياً) لتعزيز العائد لحملة الأسهم، وفي نفس الوقت نقلل من تخفيف الملكية مقارنة بالتمويل الكامل بالأسهم.
 2. **الحفاظ على هيكل رأس مال متوازن:** هيكل رأس المال الحالي للشركة هو (60% أسهم، 40% دين). التمويل الكامل بالدين سيخل بهذا التوازن ويزيد المخاطر المالية بشكل كبير. التمويل المختلط يساعد في الحفاظ على هيكل رأس مال صحي وقوي، وهو ما يفضل المستثمرون ووكالات التصنيف الائتماني.
 3. **المرونة في مواجهة تقلبات السوق:** الاعتماد الجزئي على الأسهم يمنح الشركة مرونة أكبر. في حال واجهت الشركة تحديات غير متوقعة، فإن عبء خدمة الدين سيكون أقل مما لو تم تمويل المشروع بالكامل عن طريق الديون.
 4. **إشارة إيجابية للسوق:** استخدام مزيج من التمويل يعكس ثقة الإدارة في المشروع (عبر تحمل ديون جديدة) مع الحفاظ على حيطة وحذر ماليين (عبر تقوية قاعدة رأس المال بالأسهم).
- الخطوات التالية:** نوصي بالبداية فوراً في التواصل مع البنك الاستثماري لهيكلة هذا التمويل المختلط، وإعداد نشرة الإصدار للسندات والأسهم الجديدة، وتقديمها للجهات التنظيمية.