



إدارة مصادر التمويل

مطبوعة محكمة موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تخصص إدارة
مالية

إعداد:

سمير بو عافية

الصفحة	محتوى المطبوعة
15-7	السياسات التمويلية للمؤسسة
32-16	إدارة مصادر التمويل قصيرة الأجل
37-33	إدارة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الداخلية
65-38	إدارة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الخارجية
70-66	عوامل إختيار مصادر التمويل
79-71	آليات إختيار المزيج التمويلي
89-80	تكلفة التمويل والقرارات المالية
105-90	تمارين محلولة

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	المحور الأول: السياسات التمويلية للمؤسسة
8	1- الإطار المفاهيمي لتمويل المؤسسة
8	1-1 تعريف تمويل المؤسسة
8	2-1 احتياجات التمويل
10	3-1 خصائص التمويل
11	2- أنواع السياسات التمويلية
11	1-2 السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية)
13	2-2 سياسة التمويل المتحفظة
14	3-2 سياسة التمويل المغامرة (الجريئة)
	المحور الثاني: إدارة مصادر التمويل قصيرة الأجل
17	1- تعريف التمويل قصير الأجل
17	2- أهمية التمويل قصير الأجل
18	3- أهم مصادر التمويل قصير الأجل
18	1-3 الائتمان التجاري
23	2-3 الائتمان المصرفي
30	3-3 أوراق سوق النقد
31	4-3 مصادر أخرى للتمويل قصير الأجل
	المحور الثالث: إدارة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الداخلية
34	1- التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة
34	1-1 تعريف الأرباح المحتجزة
35	2-1 أسباب حجز الشركة للأرباح
36	3-1 مزايا وعيوب التمويل بالأرباح المحتجزة
36	4-1 تكلفة الأرباح المحتجزة
	المحور الرابع: إدارة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الخارجية
39	1- مفاهيم حول الاستئجار التمويلي
39	1-1 ماهية الاستئجار التمويلي
40	2-1 أطراف و مراحل تكوين عقد الاستئجار التمويلي



42	3-1 أنواع الاستئجار التمويلي
43	4-1 مزايا و عيوب عقد الاستئجار التمويلي
47	2- السندات
47	1-2 - تعريفها
47	2-2 - حساب تكلفة التمويل بالسندات
49	3-2 - تقييم السندات
52	3- الأسهم
52	1-3 - الأسهم العادية
52	1-1-3 قيم الأسهم العادية
55	3-1-3 - حقوق حملة الأسهم العادية
55	3-1-3 - تكلفة الأسهم العادية
56	3-1-4 - تقييم الأسهم العادية
59	3-1-5 مزايا و عيوب التمويل بالأسهم العادية
60	3-2 - الأسهم الممتازة
60	1-2-3 خصائصها
61	3-2-2 - تكلفة الأسهم الممتازة
62	3-2-3 تقييم الأسهم الممتازة
62	3-2-4 مزايا و عيوب التمويل بالأسهم الممتازة
63	4- القروض المصرفية الطويلة الأجل
63	1-4 تعريف القروض المصرفية طويلة الأجل
63	2-4 شروط القروض المصرفية الطويلة الأجل
63	3-4 تكلفة التمويل بالقروض الطويلة الأجل
	المحور الخامس: عوامل اختيار مصادر التمويل
67	1- العوامل المؤثرة في حجم التمويل المطلوب
68	2- العوامل المحددة لنوع التمويل
	المحور السادس: آليات إختيار المزيج التمويلي
72	1- تعريف المزيج التمويلي
72	2- خصائص المزيج التمويلي
73	3- العوامل المؤثرة في بناء المزيج التمويلي
74	4- مناهج إختيار المزيج التمويلي

75	5- مداخل صياغة المزيج التمويلي الأمثل
78	6- معايير اختيار المزيج التمويلي
	المحور السابع: تكلفة التمويل والقرارات المالية
81	1-تكلفة التمويل
81	1-1- مفهوم تكلفة التمويل
81	1-2- متطلبات دراسة تكلفة التمويل
83	1-3- العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل
84	1-4- افتراضات تكلفة التمويل
85	1-5- التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل
87	2- القرارات المالية
87	2-1- تعريف القرار المالي
87	2-2- أهداف القرارات المالية
88	2-3- قرار التمويل
88	2-3-1- تعريف وأهمية قرار التمويل
88	2-3-2- أهمية القرارات التمويلية
89	2-3-3- العوامل المؤثرة في قرارات التمويل
90	المحور الثامن : تمارين محلولة

مقدمة:

يعد قرار التمويل قرار أساسي في الإدارة المالية بالإضافة إلى القرار الاستثماري، ويتضمن هذا القرار اختيار المزيج المناسب لمصادر التمويل المختلفة، التي تتشكل من الأموال المملوكة والاموال المقترضة، وإن اختيار هيكل رأس المال يعتمد بشكل كبير على هدف تعظيم ثروة الملاك. وأن المزيج التمويلي الذي يقود الى تعظيم ثروة الملاك يطلق عليه هيكل رأس المال الأمثل. ويمكن للمؤسسة استخدام مصادر مختلفة من التمويل وذات تكاليف متباينة، وهذه المصادر قد تصنف ضمن المصادر ذات العوائد الثابتة وتلك التي تكون ذات عوائد متغيرة، هو ما يرتب على المؤسسة التزامات متنوعة.

تسعى المؤسسة، للحصول على الأموال ، وللقيام بذلك امامها مصدرين مختلفين هما اللجوء إلى اقتراض الأموال، والذي يطلق عليه التمويل بالدين ، أو عن طريق بيع نسبة من الحصص في المؤسسة، والذي يطلق عليه التمويل الممتمك أو حقوق الملكية، أو كلاهما معا.

جاءت هذه المطبوعة والخاصة بمقياس إدارة مصادر التمويل وهي موجهة لطبة السنة الثانية ماستر تخصص إدارة مالية، والتي نسعى من خلالها إلى تمكين الطالب من معرفة مختلف آليات اختيار مصادر التمويل المناسبة، وذلك بهدف تشكيل المزيج التمويلي الأمثل والذي يتميز بانخفاض التكلفة والمخاطر ويعمل على الرفع من العائد على الاستثمار وفي نفس الوقت يرفع من القيمة السوقية للمؤسسة.

تتكون هذه المطبوعة من سبعة محاور نتناول في المحور الأول السياسات التمويلية للمؤسسة والعائد والتكلفة والمخاطرة التي تتحملها المؤسسة في ظل مختلف السياسات التمويلية، اما المحور الثاني والثالث والرابع فنتناول بالتفصيل إدارة مختلف المصادر التمويلية التي تعتمد عليها المؤسسة، سواء كانت داخلية أو خارجية وسواء كانت طويلة أو متوسطة الأجل أو قصيرة الأجل. أما المحور الخامس فسوف نتناول فيه مختلف العوامل المحددة والمؤثرة في اختيار المصادر التمويلية، أما المحور السادس فسوف نتناول فيه آليات اختيار المزيج التمويلي وذلك بالتركيز على المفهوم والعوامل المحددة والنظريات المفسرة للمزيج التمويلي بالإضافة إلى مختلف المعايير المستعملة في اختيار المزيج التمويلي الأمثل. أما المحور الأخير فسوف نتناول فيه تكلفة التمويل والقرارات المالية من خلال دراسة كيفية تقدير تكلفة الاموال والمصادر المختلفة للتمويل بالإضافة إلى نظرة حول مختلف القرارات المالية في المؤسسة وآليات اتخاذها.



المحور الأول:

السياسات التمويلية للمؤسسة

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول؛ التعرف على مفهوم التمويل وخصائصه.
- ◉ الهدف الثاني؛ التعرف على مختلف أنواع السياسات التمويلية.
- ◉ الهدف الثالث؛ المفاضلة بين السياسات التمويلية من حيث التكلفة والعائد.



المحور الأول: السياسات التمويلية للمؤسسة

تمهيد:

تسعى المؤسسة الى توفير الأموال التي تحتاجها عن طريق مصادر متعددة ومن خلال استخدام أدوات مالية متنوعة، منها ما هو قصير الأجل ومنها ما هو متوسط وطويل الأجل، ومنها ما هو مقترض ومنها ما هو ممتلك، وتحاول المؤسسة تشكيل هيكلها المالي الامثل باعتماد سياسة تمويلية تضمن لها عائد أكبر وتكلفة أقل، وفي هذا الصدد توجد ثلاث سياسات تمويلية يمكن ان تنتهجها المؤسسة في سبيل تغطية التزاماتها المالية في وقتها المحدد، وهي السياسة المعتدلة والسياسة المتحفظة والسياسة الجريئة في التمويل وسوف نتطرق في هذه المحاضرة الى هذه السياسات بالتفصيل.

1- الإطار المفاهيمي لتمويل المؤسسة

1-1 تعريف تمويل المؤسسة:

يكتسب نشاط التمويل في المؤسسة أهمية كبرى ويعتبر من بين العناصر المتحركة في نشاط المؤسسة ومحدد من محددات التوجهات الاستراتيجية، فكثيرا ما تتحكم القيود التمويلية في الخيار الاستراتيجي للمؤسسة ولذلك قد يسبق التشخيص المالي والتشخيص الاستراتيجي فب العديد من الحالات خاصة عندما تعاني المؤسسة من صعوبات مالية ، ومن هذا المنطلق يمكننا تعريف التمويل بأنه البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات المؤسسة المالية¹. ويعتبر التمويل النواة الأساسية التي تعتمد عليها المؤسسة في توفير مستلزماتها الإنتاجية وتسديد جميع مستحققاتها، وبالتالي فإن التمويل يعني توفير المبالغ النقدية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع خاص أو عام، وهي تمثل نظرة تقليدية للتمويل أما النظرة الحديثة للتمويل فهي تركز على تحديد أفضل مصدر للأموال عن طريق المفاضلة فيما بين عدة مصادر متاحة من خلال دراسة التكلفة والعائد².

2-1 احتياجات التمويل:

احتياج التمويل في المؤسسة ينقسم إلى قسمين تمويل الاستثمار (دورة الاستثمار) وتمويل الاستغلال (دورة الاستغلال)، وهما يمثلان النشاط العادي للمؤسسة، كما قد تأتي ظروف غير عادية واستثنائية تفرض على المؤسسة اللجوء إلى زيادة الحاجة إلى التمويل.

¹ هيثم محمد الزغبي، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر، عمان، الاردن، 2000، ص77.

² مليكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة، الجزائر، 2019، ص51.

1-2-1 تمويل النشاط العادي للمؤسسة:

ينقسم الى قسمين تمويل دورة الاستثمار، وتمويل دورة الاستغلال كما يلي¹:

✚ دورة الاستثمار: تعرف دورة الاستثمار بأنها التخلي عن نقود متوفرة حاليا على امل زيادتها في المستقبل أو بتعبير آخر تحويل طبيعة الملكية النقدية للأموال إلى ملكية أصول من طبيعة متميزة، مخصصة لاستعمالها في عدة دورات إنتاج، وهي تلك الأصول الثابتة التي تستعمل في دورة الاستغلال لعدة سنوات ليتم في نهاية حياتها التنازل عنها أو التخلي عنها.

✚ دورة الاستغلال: يطلق عليها كذلك دورة الانتاج وهي دورة قصيرة الأجل لا تتجاوز في الغالب السنة المالية الواحدة وتعرف بأنها عملية التبادل والانتاج والتي تضمن سير عمل المؤسسة وتشغيل رأس المال الانتاجي الذي تم حيازته بواسطة دورة الاستغلال.

1-2-2 تمويل النشاط الاستثنائي:

قد تواجه المؤسسة ظروفًا معينة واحتياجات خاصة خارجة عن نطاق احتياج التمويل العادي تفرض عليها ضرورة مواجهة هذه الظروف والبحث عن التمويل اللازم لتغطية الاحتياجات التي تنتجها هذه الظروف الخاصة ونذكر منها:

✚ استغلال فرص متاحة: حيث قد تتاح للمؤسسة العديد من الفرص المواتية من أجل استغلالها وزيادة نشاطها ورفع حصتها السوقية كظهور أسواق جديدة، رفع الاحتكار عن قطاع معين.

✚ مواجهة تهديدات محتملة: قد تبرز أمام المؤسسة العديد من التهديدات والمخاطر التي تهدد حصتها السوقية أو تهدد وجودها مما يجبرها على انتاج استراتيجيات لمواجهة هذه التهديدات وهو ما يعني الحاجة للاستثمار وبالتالي التمويل.

✚ الوصول إلى مرحلة الزوال: من المتعارف عليه أن المنتجات تمر بأربعة مراحل وهي الانطلاق، النمو، النضج، الزوال، فعند وصول المنتج إلى مرحلة الزوال لا بد على المؤسسة أن تجدد في هذا المنتج لتطويره.

¹ هيثم محمد الزغبى، مرجع سابق، ص77.



1-3- خصائص التمويل:

لكل مصدر من مصادر التمويل مجموعة من الخصائص التي تميزه عن باقي المصادر الأخرى، وتكم هذه الخصائص فيما يلي¹:

✚ **الاستحقاق:** الاستحقاق يعني الموعد الذي يتوجب فيه على المقترض رد الدين إلى الدائن، هذا وتختلف أموال الاقتراض عن أموال أصحاب المشروع المقدمة منهم على شكل رأسمال أو على شكل أرباح محتفظ بها حيث نجد في هذا الشأن أن للقروض آجال محددة ينبغي السداد عندها، بخلاف أموال الملكية التي لها صفة الاستثمار الدائم.

✚ **الحق على الدخل:** توجد ثلاث مظاهر تميز أموال الاقتراض عن أموال الملكية في مجال الحق على الدخل، وأولها أولوية الدائنين في الحصول على أصل قروضهم وفوائدها قبل حصول مالكي المشروع على أي من حقوقهم، كما أن للدائنين أصحاب الامتياز والحكومة والعمال أولوية على الدائنين. والمظهر الثاني هو تأكد الدائنين العاديين في الحصول على ديونهم وفوائدها في المواعيد المتفق عليها من قبل بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للأرباح أو الخسائر، أما المالكون فهم لا يستطيعون الحصول على الأرباح إلا بعد تحقيقها واتخاذ قرار بتوزيعها وبعد دفع التزاماتهم للمقترضين. أما المظهر الأخير الذي يميز الدائنين عن الملاك هو أن مقدار الدخل الذي يحصل عليه الدائنون من المؤسسة عادة ما يكون مقداره محددًا وثابتًا بغض النظر عن النتائج المتحققة، أما المالكون فإن ما يحصل عليه من ربح أو خسارة غير محدد.

✚ **الحق على الموجودات:** إذا واجهت المؤسسة مشكلات وتمت تصفيتهما يتجه الاهتمام نحو أصولها وأولوية حصول كل من الدائنين والمستثمرين على حقوقهم منها، وهناك قواعد تحكم عملية توزيع حصيلة التصفية حيث تعطى الأولوية للدائنين ثم حملة الأسهم الممتازة وأخير حملة الأسهم العادية و لا يمكن أن تستوفي فئة من تلك الفئات أيًا من حقوقها قبل أن تستوفي الفئة التي قبلها على حقوقها كاملة، وإن كانت حصيلة التصفية غير كافية للتسديد حقوق الدائنين العاديين فإنه سوف يتم توزيع المبلغ المتوافر لهم بشكل نسبي بينهم.

✚ **الإدارة والسيطرة:** إدارة الشركة تعتبر حقا من حقوق المالكين العاديين (حملة الأسهم العادية) ولا يملك الدائنون ولا المالكون الممتازون هذا الحق، وذلك لكون الدائنون ليس لهم أي صوت مباشر في إدارة المؤسسة، لكن لا يمكن تجاهل تأثيرهم غير المباشر في هذه الإدارة الذي يمكن أن يظهر من خلال وضعهم لبعض الشروط في عقود الاقتراض، كالمحافظة على نسب مالية معينة طوال حياة القرض، أو

¹ المرجع نفسه، ص ص: 53-56.

عدم توزيع الأرباح أو تخصيص مبالغ محددة لأجل الوفاء للدائنين. كما أن حملة الأسهم الممتازة ليس لهم أي صوت مباشر في إدارة المؤسسة، لكن قد يكون لهم صوت محدود إذا تهددت مصالحهم بشكل أو بآخر.

المرونة: يوفر الاقتراض للمؤسسة مرونة في التمويل أكثر من المرونة التي يوفرها الممتلك، فالاقتراض متوافر بأنواع متعددة ومواعيد متفاوتة وبكميات تتناسب والحاجة، في حين أن التمويل عن طريق زيادة رأس المال لا تتوفر فيه مثل هذه المزايا لا سيما أن التمويل بالأموال المملوكة يتطلب أن يكون حجم الإصدار بمستوى يبرر حجم الإجراءات والتكاليف.

الأثر على العوائد: الاقتراض أقل أثرا في تآكل العوائد بالمقارنة مع زيادة رأس المال، لأن حق المقترض يقتصر على الفوائد التي سيتم استيعاب جزء منها من خلال الضريبة (الوفر الضريبي) على النقيض من زيادة رأس المال التي تؤدي بالضرورة إلى زيادة حقوقها في الأرباح الخاضعة للضريبة.

2- أنواع السياسات التمويلية:

توجد مجموعة من السياسات التمويلية التي تتبعها المؤسسة كمنهج لتمويل احتياجاتها، وذلك وفقا -هيكل أصولها، وتعتمد في ذلك على مدى تقبلها لحجم المخاطر والعوائد الناتجة عن اتباعها لأي سياسة تمويلية. وتوجد ثلاث سياسات تمويلية أساسية هي¹:

1-2 السياسة المعتدلة في التمويل (مبدأ التغطية).

وفقا لمبدأ التغطية فإنه يجب موازنة توقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل، مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه. وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة؛ من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل وحقوق الملكية. فليس من الحكمة في شئ أن يتم تمويل الأصل الدائم من مصادر تمويل قصيرة الأجل كالقروض قصيرة الأجل، إذ أن هذا يعني أن تتعهد المؤسسة بسداد القرض المستخدم في تمويل الأصل، ب معدل أسرع من المعدل الذي يتحول به هذا الأصل إلى نقدية.

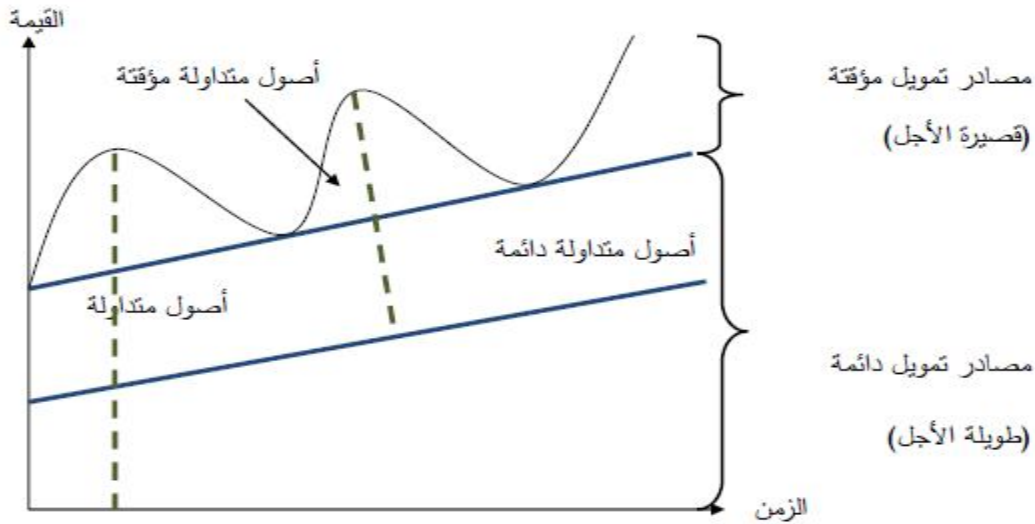
أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة المؤقتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة، فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل. فكما سبقت الإشارة فإن تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل يترك أثارا سلبية على الربحية.

¹ منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999، ص ص: 224-227.

يبرز مبدأ التغطية نقطه مهمة، وهي أن قرار المفاضلة بين مصادر التمويل القصير الأجل وبين مصادر التمويل الطويل الأجل، لا تتوقف فقط على مدى ميل إدارة المؤسسة للمخاطرة، بل يتوقف كذلك على هيكل الأصول المتداولة. فتطبيقا لمبدأ التغطية كلما زادت الأصول المتداولة المؤقتة، كلما زاد الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر قصيرة الأجل) في التمويل.

يتجاهل مبدأ التغطية مدى ميل إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر، إذ من غير المتوقع أن تتبع المؤسسة التي تهيمن على مقاليد الأمور فيها إدارة محافظة، نفس سياسة التمويل التي تتبعها مؤسسة أخرى تهيمن عليها إدارة تتسم بالجرأة. لذا يصبح من المنطقي إدخال متغير جديد في قرار تمويل الأصول هو مدى استعداد المؤسسة لتحمل المخاطر. والشكل التالي يوضح تمويل الأصول وفقا للسياسة المعتدلة (المثالية):

الشكل رقم(1): السياسة المعتدلة في التمويل (المثالية)



يتضح من الشكل السابق أن الأصول (الثابتة والمتداولة الدائمة) قد تم تمويلها بالكامل من خلال مصادر طويلة الأجل، في حين استعمل مصدر التمويل قصير الأجل لتمويل الاحتياجات الاستثمارية القصيرة الأجل (أصول متداولة مؤقتة)

← ان اتباع هذه السياسة يخفف المخاطرة الى أقصى حد، كما أنه يضمن عائدا مقبولا ويحافظ على ربحية معتدلة.

2-2 سياسة التمويل المتحفظة

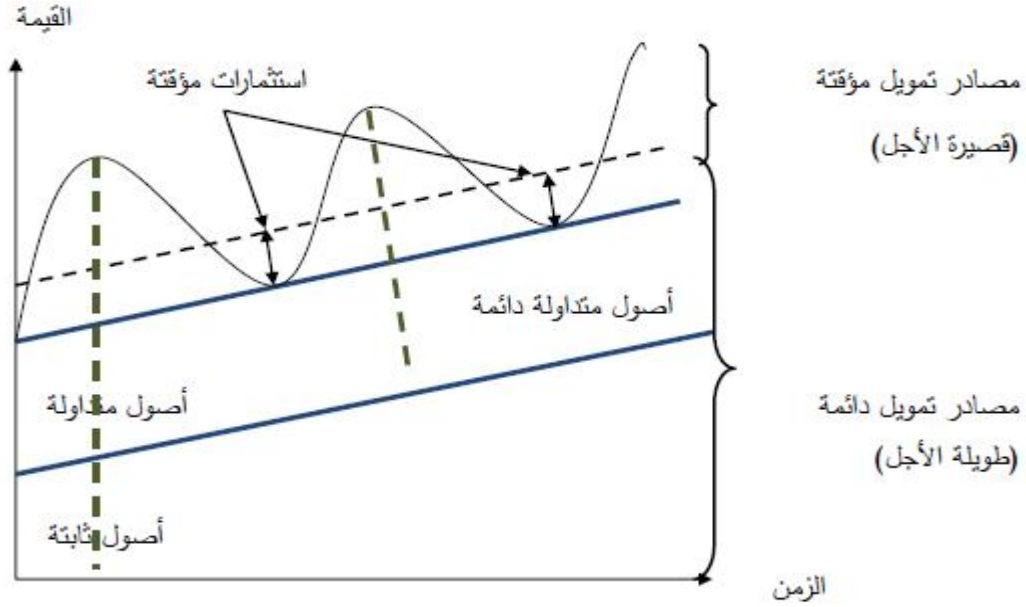
ان المبدأ الذي تقوم عليه سياسة التمويل المعتدلة (مبدأ التغطية) نادر الحدوث. فقد تكون ادارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب في الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، في محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد، ويوضح الشكل رقم (2) تطبيقا لهذه السياسة، حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع وبين الخط المائل الذي يليه، حجم الأصول المؤقتة التي يتم تمويلها من مصادر طويلة الأجل.

حيث نلاحظ من الشكل أنه حتى في حالة تراجع الاحتياجات المؤقتة إلى الصفر، فإن المؤسسة تظل محتفظة بأصول مؤقتة لا تحتاج إليها مموله من مصادر طويلة الأجل، وعادة ما تتمثل هذه الأصول في صورة نقدية يجب توجيهها إلى استثمارات مؤقتة يتولد عنها بعض العائد، إلا أن هذا الرصيد من الأصول المؤقتة غير ضروري في بعض الشهور من السنة، وهو ما يشير قلة المرونة التي يتصف بها هذا النوع من التمويل طويل الأجل.

واذا ما حاولنا المقارنة بين الشكل رقم (1) والشكل رقم (2)، نجد أن حجم الأصول المتداولة لم يتغير، بينما انخفض حجم الاعتماد على الخصوم المتداولة (مصادر التمويل قصير الأجل) لحساب الخصوم غير المتداولة. وهذا من شأنه أن يؤدي إلى تحسين مركز المؤسسة من حيث السيولة، أي يؤدي إلى تخفيض مخاطر العسر المالي. ومن ناحية أخرى فإن زيادة الإعتماد على مصادر التمويل طويل الأجل لتعويض الانخفاض في حجم الخصوم المتداولة، من شأنه أن يؤدي إلى تخفيض معدل العائد على الإستثمار، نظرا لأن تكلفة التمويل طويلة الأجل تفوق تكلفة التمويل قصير الأجل.

ويمكن توضيح السياسة المتحفظة في التمويل وفقا للشكل التالي:

الشكل رقم(02): السياسة المتحفظة في التمويل



← إن إتباع هذه السياسة التمويلية يؤدي الى تخفيض المخاطرة الى حدودها الدنيا، مع انخفاض العائد بسبب الارتفاع في تكاليف القروض طويلة الاجل.

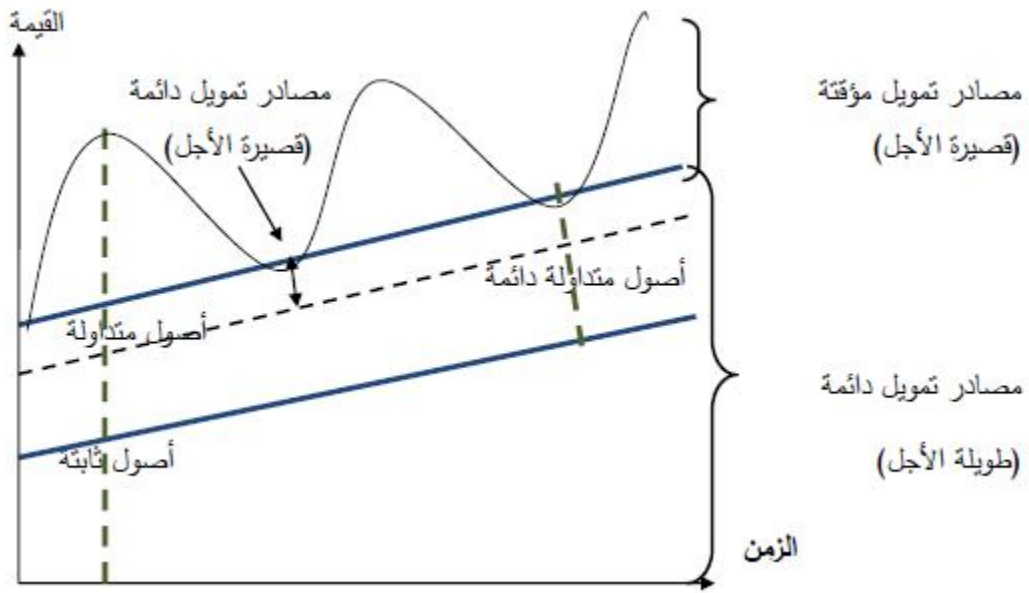
2-3 سياسة التمويل المغامرة (الجريئة)

إذا تميزت إدارة المؤسسة بقدر من الجرأة، فإنها ستلجأ الى اعتمادها على مصادر التمويل قصير الأجل الى حد استخدامه في تمويل جزء من الأصول الدائمة، وذلك بهدف زيادة العائد على الاستثمار رغم ما يترتب على ذلك من زيادة في المخاطر. ويوضح الشكل (3) تطبيقاً للسياسة الجريئة في التمويل، حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع المائل والخط غير المتقطع المائل - الذي يظهر أعلى الخط المتقطع - حجم الأصول الدائمة التي يتم تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل.

وبمقارنة الشكل رقم(3) مع الشكل رقم(1) نلاحظ أن حجم الأصول المتداولة لم يتغير، بينما ازداد حجم الاعتماد على الخصوم المتداولة على حساب الخصوم غير المتداولة. وهذا من شأنه أن يؤدي إلى إضعاف مركز المؤسسة من حيث السيولة، أي يؤدي إلى زيادة مخاطر العسر المالي. ومن ناحية أخرى، فإن زيادة درجة الاعتماد على الخصوم المتداولة لتعويض انخفاض درجة الاعتماد على الخصوم غير المتداولة وحقوق الملكية، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة العائد، نظراً لانخفاض تكلفة التمويل قصير الأجل (الخصوم المتداولة).

والشكل الموالي يوضح السياسة المغامرة في التمويل.

الشكل رقم(03): السياسة المغامرة في التمويل



← يؤدي اتباع السياسة التمويلية الجريئة الى ارتفاع المخاطر وارتفاع العائد في نفس الوقت.

المحور الثاني:

إدارة مصادر التمويل قصيرة الأجل

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول؛ التعرف على مختلف المصادر التمويلية قصيرة الأجل
- ◉ الهدف الثاني؛ التعرف على أهمية المصادر التمويلية قصيرة الأجل
- ◉ الهدف الثالث؛ التعرف على تكلفة المصادر التمويلية قصيرة الأجل

المحور الثاني: إدارة مصادر التمويل قصيرة الأجل

تمهيد:

تلجأ المؤسسات إلى البحث عن مصادر تمويل خارجية نتيجة عدم كفاية المصادر الداخلية للتمويل لمواجهة مختلف احتياجاتها المالية. ومن بين أهم أشكال مصادر التمويل نجد التمويل قصير الأجل الذي يستعمل بشكل رئيسي لأجل الاستثمار في الأصول المتداولة. لكونها تتناسب من حيث سرعة تحويلها إلى نقد مع طبيعة هذه القروض

1- تعريف التمويل قصير الأجل

يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن سنة. ويستخدم هذا النوع كمصدر لتمويل الاحتياجات الضرورية كأجور العمال، شراء المدخلات اللازمة للعملية الانتاجية والتي يفترض أن تسدد من إيرادات نفس الدورة الانتاجية.

ويقع التمويل قصير الأجل ضمن صنفين هما:

- ❖ التمويل التلقائي: وهي الأموال التي تحصل عليها المؤسسة تلقائيا ولا تتطلب اتفاقات رسمية، ومن أمثلتها المستحقات والحسابات الدائنة.
- ❖ التمويل غير التلقائي: وهو التمويل الذي يحصل عليه عن طريق التفاوض مع الجهات المانحة للأموال كالقروض المصرفية قصيرة الأجل.

2- أهمية التمويل قصير الأجل:

يمكن تلخيص أهمية التمويل قصير الأجل في العناصر التالية¹:

- الحاجة الموسمية للأموال: إن استخدام التمويل قصير الأجل لتلبية الاحتياجات الموسمية، يعني وجود أموال عاطلة عن العمل لفترات زمنية متفاوتة مما يؤثر سلبا على ربحية المؤسسة. وللحد من هذه الآثار السلبية، يجب أن تقوم المؤسسة بتمويل هذه الاحتياجات من خلال التمويل قصير الأجل.
- انخفاض المخاطر: قد يكون التمويل قصير الأجل أقل خطرا من التمويل متوسط وطويل الأجل عندما يتغير سعر الفائدة بشكل مستمر.

¹ غزوان علي، مبادئ الإدارة المالية، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2020، ص110.

➤ **سهولة الحصول عليه:** يعد الحصول على التمويل قصير الأجل أكثر سهولة من بقية المصادر التمويلية الأخرى، لأن قيمة التمويل قصير الأجل تكون عادة أقل من قيمة التمويل متوسط أو طويل الأجل، وهذا يعني ضمانات أقل بالنسبة للمؤسسة طالبة الائتمان، كما يعني مخاطر أقل بالنسبة لمناح الائتمان باعتبار أن المخاطر بالنسبة له تزداد بازدياد فترة الائتمان.

➤ **انخفاض التكلفة:** باعتبار أن قيمة التمويل قصير الأجل أقل من قيمة التمويل متوسط وطويل الأجل، وباعتبار أن مخاطره أقل تكون تكلفته أقل من تكلفة بفقية مصادر التمويل المتوسط والطويلة الأجل، كما أن هناك بعض المصادر التمويلية قصيرة الأجل مجانية.

وبالرغم من الأهمية التي يحظى بها التمويل قصير الأجل يجب على المؤسسة عدم المبالغة في استخدامه، فهو يولد عبئا ماليا على المؤسسة باعتبار أن المؤسسة مطالبة بسداد الالتزامات المترتبة عليه خلال فترة زمنية قصيرة، كما أنها لا تستطيع توظيفه في استثمارات طويلة الأجل، انطلاقا من مبدأ ملاءمة مصادر الأموال لاستخداماتها.

3- أهم مصادر التمويل قصير الأجل:

تتمثل أهم مصادر التمويل قصير الأجل في الآتي:

- ✓ الائتمان التجاري؛
- ✓ الائتمان المصرفي؛
- ✓ أوراق سوق النقد.

1-3 الائتمان التجاري

3-1-1- تعريف الائتمان التجاري: الائتمان التجاري عبارة عن تمويل يمنحه المورد الى المشتري عند شراء بضاعة بقصد إعادة البيع أو استخدامها كمادة أولية لإنتاج بضاعة مصنعة، أي أنه يمثل القيمة الآجلة للمشتريات.

ويمكن تعريف الائتمان التجاري من وجهة نظر الادارة المالية بأنه: "تسهيلات قصيرة الأجل يحصل عليها المشتري من المورد مقابل شراء بضاعة لغرض المتاجرة بها، وأحيانا يحصل عليها بدون تكلفة إذا ما تم منح الائتمان بدون شروط دفع".

يهدف الائتمان التجاري لتلبية احتياجات المؤسسة من مصادر خارجية في حالة عدم إمكانية الحصول على القروض المصرفية مع توفر الرغبة عند المورد لبيع البضاعة بالأجل أو لانخفاض تكلفة هذا الائتمان¹.

3-1-2- عوامل منح الائتمان التجاري: يرتبط منح الائتمان التجاري بعدة عوامل تتمثل فيما يلي:

- ✚ قوة وملاءة المركز المالي للمورد الذي يحدد مقدار الائتمان التجاري الممنوح للمشتري وفترة هذا الائتمان.
- ✚ رغبة البائع في تخفيض حجم المخزون والتخلص منه واعتبار منح الائتمان إحدى الوسائل الاقتصادية لتخفيض تكلفة المخزون وتنشيط المبيعات والحصول على رضا المستهلك وكسب عملاء جدد.
- ✚ درجة خطر الائتمان أي درجة احتمال تحول الديون إلى ديون معدومة، وهذا الأمر مرتبط بنوعية البضاعة وطبيعة العملاء، ودرجة نشاطهم والفترة الزمنية اللازمة لتسويق البضاعة والتي تؤثر على تحديد حجم الائتمان وتكرار الحصول عليه.
- ✚ طبيعة السلعة المباعة أي مدى كونها بضاعة جديدة أو موسمية.
- ✚ اشتداد المنافسة في السوق بين الموردين، والسعي لتحقيق عنصر الرضا لدى العملاء إضافة إلى معالجة حالة الكساد السائد في السوق.

3-1-3- مزايا الائتمان التجاري: يتمتع الائتمان التجاري بعدة مزايا من أهمها:

- ❖ التوافر: باستثناء المؤسسة التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي لأنه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات للحصول عليه، وتزداد هذه الميزة عند المؤسسة الصغيرة التي لا تستطيع الحصول على التمويل من المصادر الأخرى.
- ❖ المرونة: تبدو المرونة من خلال صور عدة على سبيل المثال عندما ترغب المؤسسة في زيادة المبيعات لمواجهة الطلب الموسمي يمكنها الحصول على مزيد من الائتمان، وبعد انتفاء الحاجة إليه يمكن تصفيته من خلال تحصيل قيمة مبيعاتها وتسديد التزاماتها.
- ❖ قلة القيود أو عدمها: إن شروط الائتمان التجاري بشكل عام هي أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها مصادر التمويل الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض مع الجهات المانحة.

3-1-4- أشكال الائتمان التجاري: للائتمان التجاري عدة أشكال سنتطرق إلى أهمها، وهي:

¹ مليكاوي مولود، مرجع سابق، 77-80.

- ❖ الحساب الجاري: أهم أشكال الائتمان التجاري، وهو الأكثر تفضيلاً لدى المشتريين والأقل تفضيلاً لدى البائعين، وذلك لكونه لا يضاع وثيقة رسمية بيد البائعين من شأنها أن تسهل عليهم القيام باتخاذ الاجراءات القانونية ضد المشتريين عند مواجهتهم لأية صعوبات مالية.
- ❖ الكمبيالات: وهي تعهد مكتوب وموقع من المشتري بالدفع في الوقت المحدد، وهي الأقل تفضيلاً لدى المشتريين والأكثر تفضيلاً لدى البائعين، وذلك لكونها تضع وثيقة رسمية بيد البائعين من شأنها أن تسهل عليهم القيام باتخاذ الاجراءات القانونية ضد المشتريين عن مواجهة صعوبات مالية.
- ❖ الشيكات المؤجلة: وهي وسيلة مفضلة لدى البائعين لكونها تحفظ حقوقهم بدرجة أكبر من الشكليات السابقين، لكنها غير مفضلة لدى المشتريين لارتفاع مخاطرها وانعدام مرونتها.

3-1-5- شروط الائتمان التجاري:

يمكن فهم شروط الائتمان التجاري من خلال الامام بالعوامل التي قد ينطوي عليها هذا الائتمان وهي:

- ✚ الخصم المسموح به أو الخصم النقدي: الخصم الذي يمنح غذا قام المدين بالسداد النقدي خلال فترة زمنية معينة.
- ✚ فترة السداد: وهي الفترة الزمنية التي ينبغي السداد خلالها حتى يمكن الحصول على الخصم النقدي. وهذه المدة تكون قصيرة في العادة وتتراوح بين 10 و20 يوم.
- ✚ فترة السماح: وهي الفترة الزمنية التي يمكن أن تمر قبل سداد الفاتورة وذلك في حالة عدم الحصول على الخصم النقدي.

3-1-6- تكلفة الائتمان التجاري:

لتحديد تكلفة الائتمان التجاري، يجب أن نميز بين حالتين:

حالة عدم وجود خصم نقدي:

تحصل المؤسسة في هذه الحالة على الائتمان التجاري بدون أن يقدم لها المورد خصماً نقدياً، ويعبر عن الائتمان التجاري مثلاً بالشكل التالي: حصلت مؤسسة ما على ائتمان تجاري صافي 40، أي أن المؤسسة يجب أن تسدد قيمة البضاعة التي اشترتها بالأجل خلال مدة أقصاها 40 يوم. ولا يكون للائتمان التجاري في هذه الحالة أية تكلفة، وذلك بفرض أن سعر البيع الأجل يساوي سعر البيع النقدي. أما إذا كان سعر البيع النقدي لا يساوي سعر البيع الأجل يصبح للائتمان التجاري تكلفة يمكن حسابها بالعلاقة التالية:

تكلفة الائتمان التجاري = (قيمة الشراء الآجل - قيمة الشراء النقدي) / قيمة الشراء النقدي * 360 / مدة
الائتمان التجاري.

مثال:

حصلت مؤسسة على ائتمان تجاري قيمته 1000000 و.ن صافي 40 . أحسب تكلفة الائتمان التجاري في الحالتين
التاليتين:

- ◆ المورد باع البضاعة للمؤسسة بسعرها النقدي.
- ◆ السعر النقدي للبضاعة هو 950000 و.ن.

الإجابة:

حساب تكلفة الائتمان التجاري في حالة بيع البضاعة بسعرها النقدي:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{1000000 - 1000000}{1000000} \times \frac{40}{360} = 0$$

حساب تكلفة الائتمان التجاري في حالة السعر النقدي 950000 و.ن.

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{1000000 - 950000}{950000} \times \frac{40}{360} = 47.37\%$$

حالة وجود خصم نقدي

يمكن أن يمنح المؤسسة طالبة الائتمان التجاري خصما نقديا بنسبة معينة من قيمة البضاعة إذا سددت هذه
القيمة خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي في هذه الحالة سياسة الائتمان التجاري يحكمها عاملين هما الخصم
النقدي وفترة الائتمان. وهذا ما يجعل تكلفة الائتمان التجاري تعرف حالتين.

✚ الحالة الأولى: الاستفادة من الخصم الممنوح وتسديد الالتزامات في المهلة المحددة في شروط الائتمان،
فإذا كان شرط الائتمان 20/3 صافي 30 فذلك يعني أن المؤسسة ستستفيد من خصم نقدي بنسبة 3%
من قيمة المشتريات إذا قامت بالسداد خلال فترة 20 يوم فتحصل بذلك المؤسسة على ائتمان تجاري
دون تكلفة.

✚ الحالة الثانية: الاستفادة من فترة الائتمان التجاري كاملة وعدم الاستفادة من الخصم النقدي، فإذا
لم تسدد المؤسسة التزاماتها في 20 يوم (المثال السابق) فإنها تسدد قيمة المشتريات كاملة في أجل أقصاه

30 يوم، فتكون بذلك قد حصلت على ائتمان تجاري مرتفع التكلفة، حيث أن تكلفة عدم الاستفادة من الخصم النقدي عالية جدا.

وتحسب هذه التكلفة وفق العلاقة الرياضية التالية:

$$AR = \frac{D\%}{100 - D\%} \times \frac{360}{CP - DP}$$

حيث:

AR : التكلفة الفعلية لعدم الاستفادة من الخصم.

$D\%$: نسبة الخصم، CP : فترة الائتمان، DP : فترة الخصم.

مثال: مؤسسة تشتري من موردها مواد خام بتسهيلات ائتمانية وفق الآتي: شرط الائتمان (10/3 صافي 30)، مبلغ المشتريات 100000 د.ج.

المطلوب:

- اشرح معنى شرط الائتمان.
- إذا استفادت المؤسسة من الخصم النقدي، ما هو المبلغ المدفوع.
- أحسب التكلفة السنوية في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي.

الإجابة:

- معنى شرط الائتمان: الاستفادة من خصم نقدي 3% في حالة السداد خلال مهلة 10 أيام أو تسديد المبلغ كاملا بعد فترة 30 يوم.
- حساب المبلغ المدفوع في حالة الاستفادة من الخصم:
مبلغ الخصم = $0.03 * 100000 = 3000$ د.ج
المبلغ المدفوع = $100000 - 3000 = 97000$ د.ج
- حساب التكلفة السنوية في حالة عدم الاستفادة من الخصم.

$$AR = \frac{D\%}{100 - D\%} \times \frac{360}{CP - DP} = \frac{3}{100 - 3} \times \frac{360}{30 - 10} = 55.67\%$$

وهذا يدل على أن المؤسسة بقرارها عدم الاستفادة من الخصم النقدي تتحمل فرصة ضائعة (تمثل تكلفة) وقدرها 55.67%

3-1-7- مزايا وعيوب الائتمان التجاري:

- المزايا: يتميز الائتمان التجاري كمصدر تمويل قصير الأجل بالمزايا التالية:

- ◆ يساعد المؤسسات التي لا تستطيع الحصول على الائتمان المصرفي في الحصول على التمويل؛
- ◆ المشتري الذي يحصل على جميع الخصومات النقدية التي يمنحها البائع فإنه يكون قد حصل على تمويل دون تكلفة؛
- ◆ سهولة الحصول على التمويل (عدم وجود اجراءات كتقديم الطلبات، دراسة المركز المالي، وتقديم الضمانات).

العيوب:

- ◆ قد يفشل المشتري بسبب ظروف البيع في الحصول على خصم تعجيل الدفع عند تجاوز فترة الائتمان، فتكون تكلفة الائتمان مرتفعة؛
- ◆ هناك فرق بين سعر الشراء نقدا وسعر الشراء بالأجل.

3-2- الائتمان المصرفي

3-2-1- تعريفه: هو عبارة عن المبالغ التي تحصل عليها المؤسسات من القطاع المصرفي لمدة لا تزيد عن سنة، وهذا النوع من الائتمان يهدف عادة الى تمويل الأنشطة قصيرة الأجل.

3-2-2- محددات منح الائتمان المصرفي: يقوم البنك باتخاذ قرار منح الائتمان بعد الوقوف على مجموعة من العناصر أهمها:

- القدرة على التسديد: من خلال التأكد من وجود مصدر وفاء مؤكد لدى المقترض.
- قدرة المقترض على ادارة المشروع: التأكد من خبرة المقترض وقدرته على اتمام المشروع في نهاية الدورة.
- سمعة المقترض.
- الضمانات: والتي يجب أن تتصف بما يلي: سهولة التسويق، استقرار القيمة نسبيا، عدم القابلية للتلف.

3-2-3- صور الائتمان المصرفي: توجد عدة صور للائتمان المصرفي نذكر منها:

أ. الخصم التجاري: قيام البنك بشراء الورقة التجارية من حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، ومن ثم فهو يحل محل الدائن في تحصيل قيمتها عند هذا التاريخ، بمعنى آخر يقوم البنك بتقديم سيولة آنية لحامل الورقة التجارية قبل موعد استحقاقها مقابل عمولة يتحصل عليها، ويتولى هو تحصيل قيمتها الاسمية عند تاريخ استحقاقها.

ب. تسبيقات على الحساب الجاري: ويأخذ صورتين:

✚ الحساب الجاري للمؤسسة لدى البنك: تتمثل في قيام البنك بالسماح للمؤسسة صاحبة الحساب الجاري بتجاوز رصيدها الدائن لدى البنك الى حد متفق عليه دون أن يرتب ذلك على المؤسسة أضرارا، أي أن رصيد المؤسسة لدى البنك ممكن أن يكون دائن وممكن أن يكون مدين الى حد معين.

✚ السحب على المكشوف: وهي طريقة تمويلية يمنحها البنك للمؤسسة التي عادة ما تكون من عملائه الدائنين، يسمح من خلالها لهذه المؤسسة القيام باستخدام أموال أكبر مما هو موجود برصيداها لدى البنك، بعبارة أخرى أن يصبح رصيدها لدى البنك مينا لمدة زمنية متفق عليها عادة ما تتراوح بين 15 يوم وسنة، ويستعمل السحب على المكشوف لتمويل نشاط المؤسسة والاستفادة من بعض الظروف الاقتصادية التي قد يتيحها السوق كسواء بعض السلع بكميات كبيرة نتيجة لانخفاض أسعارها.

ج. تسهيلات الصندوق: هي عبارة عن قروض تمنح من قبل البنك للمؤسسات التي تعاني من صعوبات في السيولة المؤقتة أو القصيرة الأجل، والتي ممكن أن تنتج عن تأخر الإيرادات عن النفقات، وهدفها تغطية الرصيد المدين الى حين أقرب فرصة تتم فيها عملية التحصيل لصالح المؤسسة.

د. قروض موسمية: قروض تتحصل عليها المؤسسة من البنك في بعض المواسم التي تزيد فيها احتياجاتها للتمويل المؤقت، نظرا لزيادة الطلب مثلا على منتجاتها وإلزامية الانتاج بكميات كبيرة.

هـ. الاعتمادات المستندية: تستعمل في مجال تمويل العمليات التي تقوم بها المؤسسة مع الخارج على المدى القصير، وهي مرتبطة أساسا بشراء المواد الأولية من مورد خارج الوطن، ويكون البنك بمثابة الوسيط بين المؤسسة والمورد.

4-2-3- أنواع الائتمان المصرفي:

قد يمنح الائتمان المصرفي بكفالة ضمان معين وفي هذه الحالة يطلق عليه الائتمان المصرفي المكفول بضمان، وقد يمنح الائتمان المصرفي بدون ضمان و سنستعرض ادناه خصائص كل نوع من أنواع الائتمان المصرفي¹.

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص ص: 358-362.

-الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان معين:

يعتبر الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان معين المصدر الأول لمنشآت الأعمال خاصة تلك التي يتسم نشاطها بالموسمية. كما أن القروض التي تأتي من هذه المصادر تعتبر ذاتية التسيير؛ لأن البنك التجاري يقوم بتقديم هذه القروض للمؤسسات التي تحتاج إلى تمويل إضافي لمقابلة الزيادة التي تطرأ على حجم الذمم المدينة أو المخزون، وعليه يتوقع أن تقوم المؤسسة بسداد هذه القروض عندما يتم تصريف المخزون أو تحصيل الذمم المدينة، ويتم الائتمان المصرفي على أسس تفاوضية بين البنك التجاري والمؤسسة، ويأخذ شكل تسهيلات إئتمانية محدودة أو ملزمة. وسوف نستعرض كل شكل على حدى.

✚ **التسهيلات الائتمانية المحدودة:** هي ترتيبات إئتمانية بين البنك التجاري والمؤسسة المقترضة، يتم بموجبها موافقة البنك على تقديم قروض قصيرة الأجل لمدة لا تتجاوز سنة، ولا تعتبر التسهيلات الائتمانية المحدودة ملزمة للبنك التجاري من ناحية قانونية، فإذا لم تتوفر لدى البنك السيولة الكافية أو تدنى الترتيب الإئتماني للمؤسسة، فإن البنك غير ملزم بتقديم القرض ولا يترتب على ذلك أية إجراءات. ويتوقف حجم التسهيلات المقدمة على عدة عوامل أبرزها المركز المالي، الترتيب الائتماني بين المؤسسات في القطاع نفسه، التدفقات النقدية المستقبلية للمؤسسة وأوضاع أسواق النقد والمال.

✚ **التسهيلات الائتمانية الملزمة:** يمكن النظر إلى التسهيلات الائتمانية الملزمة على أنها خطوط ائتمان ملزمة للبنك بتوفير التمويل المتفق عليه مع المؤسسة طالبة الائتمان، وهنا نجد تسهيلات ائتمانية متجددة، وتسهيلات ائتمانية غير متجددة هذه الأخيرة تمثل اتفاقا غير رسمي يسمح للمؤسسة بالاقتراض في حدود المبلغ المتفق عليه في الماضي دون الحاجة إلى إتباع الإجراءات الروتينية التي مرت بها من قبل من أجل الحصول على الائتمان. أما التسهيلات الائتمانية المتجددة فهي عبارة عن تسهيلات ائتمانية محدودة؛ إذ يلتزم البنك بتحديد مبلغ معين لمقابلة احتياجات المؤسسة المقترضة. وتخضع شروطه للتفاوض بين البنك والعميل كما في حالة التسهيلات الإئتمانية المحدودة. وبما أن البنك يلتزم بتخصيص مبلغ معين للعميل، فإنه في هذه الحالة يفرض البنك بعض الشروط مثل سداد المؤسسة ما عليها من التزام نحو البنك خلال شهر معين من السنة. وقد يعمد البنك إلى فرض رسم ارتباط على المبالغ غير المسحوبة من المبلغ المخصص بالإضافة إلى الفائدة على المبالغ التي يسحبها العميل من المبلغ المخصص.

تكلفة الائتمان المصرفي الغير مكفول بضمان:

يتم حساب معدل الفائدة الحقيقي (تكلفة الائتمان المصرفي) من خلال العلاقة التالية:

$$AR = \frac{I}{L}$$

حيث: AR : معدل الفائدة الفعلي، I : مبلغ الفائدة (قيمة القرض مضروباً في معدل الفائدة الإسمي)، L : المبلغ المستفاد منه (ليس بالضرورة قيمة القرض).

وتختلف تكلفة الائتمان المصرفي غير المكفول حسب ثلاث حالات هي:

🚩 الحالة الأولى: دفع الفائدة في نهاية الفترة وهنا يكون سعر الفائدة الفعلي هو نفسه سعر الفائدة الإسمي.

🚩 الحالة الثانية: خصم الفائدة مقدماً من قيمة القرض، وهنا يكون معدل الفائدة الفعلي أكبر من معدل الفائدة الإسمي، لأن المؤسسة تستلم في البداية قيمة القرض مخصوماً منه قيمة الفائدة على القرض، وبالتالي فإن المبلغ الذي تستفيد منه المؤسسة أقل من قيمة القرض الذي تحسب عليه الفائدة.

🚩 الحالة الثالثة: في بعض الحالات يشترط البنك على المؤسسة أن تبقي في حسابها الجاري مع البنك رصيد يسمى رصيد معوض يمثل 10% أو 20% من قيمة القرض. والهدف من هذا الشرط يتلخص في رغبة البنك في رفع معدل الفائدة الفعلي وبالتالي زيادة إيرادات البنك. وهذا الشرط من شأنه رفع تكلفة الائتمان المصرفي بالنسبة للمؤسسة.

مثال 01:

ترغب مؤسسة باقتراض 100000 د.ج لمدة سنة واحدة من بنك، معدل الفائدة الإسمي 20%، أحسب تكلفة التمويل في الحالات التالية:

- دفع الفائدة في نهاية السنة.
- خصم الفائدة مقدماً من القرض.

الإجابة:

- حساب قيمة الفائدة التي تدفعها المؤسسة:

$$I = 0.20 * 100000 = 20000 \text{ D.A}$$

- حساب معدل الفائدة الفعلي (تكلفة التمويل) عند دفع الفائدة في نهاية السنة:

$$AR = \frac{I}{L} = \frac{20000}{100000} = 0.2 = 20\%$$

- حساب معدل الفائدة الفعلي (تكلفة التمويل) عند خصم الفائدة مقدما :

$$L = 100000 - 20000 = 80000 D.A$$

$$AR = \frac{I}{L} = \frac{20000}{80000} = 0.25 = 25\%$$

نلاحظ أن تكلفة التمويل في حالة خصم الفائدة مقدما مرتفع مقارنة بتكلفة التمويل في حالة دفع الفائدة في نهاية السنة.

عند خصم الفائدة مقدما لابد للمؤسسة من الحصول على كامل المبلغ والاستفادة منه لمدة سنة، فعلمها اقتراض أكثر من (100000 دج) حتى تتمكن من دفع الفائدة مقدما. وفي هذه الحالة فإن المبلغ الذي يجب على المؤسسة اقتراضه يمكن حسابه بالمعادلة التالية:

$$TL = \frac{L}{1 - IR}$$

حيث:

TL : قيمة المبلغ الذي يجب اقتراضه؛

L : المبلغ المستفاد منه؛

IR : معدل الفائدة.

بالرجوع إلى المثال السابق فإن المبلغ الذي يجب اقتراضه هو:

$$TL = \frac{L}{1 - IR} = \frac{100000}{1 - 0.2} = 125000 D.A$$

مثال 02:

اقتضت مؤسسة مبلغ 1000000 دج لمدة سنة واحدة بسعر فائدة إسمي 15% تدفع في نهاية السنة، وكانت المؤسسة ملزمة بإبقاء رصيد تعويضي في البنك بنسبة 25% من قيمة القرض. أحسب سعر الفائدة الفعلي (تكلفة التمويل) في الحالات التالية:

- لا تملك المؤسسة حاليا رسيدا في حسابها لدى البنك.

- تحتفظ المؤسسة حاليا بمبلغ 250000 دج في حسابها لدى البنك.
- تحتفظ المؤسسة حاليا بمبلغ 150000 دج في حسابها لدى البنك.

الإجابة:

الحالة الاولى:

$$I = 0.15 * 1000000 = 150000$$

حساب قيمة الفائدة:

$$\text{قيمة الرصيد التعويضي} = 1000000 * 0.25 = 250000 \text{ دج}$$

$$L = 1000000 - 250000 = 750000 \text{ دج}$$

حساب المبلغ الذي تستلمه المؤسسة:

$$AR = \frac{I}{L} = \frac{150000}{750000} = 20\%$$

حساب معدل الفائدة الفعلي:

يتضح من هذه النتيجة أن الاحتفاظ برصيد تعويضي قد رفع معدل الفائدة من 15% إلى 20%.

الحالة الثانية: في هذه الحالة المؤسسة تحصل على كامل المبلغ وهو مليون دينار لأن لديها رصيد تعويضي بنسبة 25% من قيمة القرض (250000 دج)، وبالتالي يكون معدل الفائدة الفعلي هو:

$$AR = \frac{150000}{1000000} = 0.15 = 15\%$$

الحالة الثالثة: المؤسسة لديها مبلغ 150000 دج في حسابها لدى البنك، فإنها ستضطر إلى إضافة مبلغ 100000 دج من قيمة القرض وتستفيد من 900000 دج لمدة عام وعليه تكون معدل الفائدة الفعلي هو:

$$AR = \frac{150000}{900000} = 0.167 = 16.7\%$$

مثال 03: تم الاتفاق بين مؤسسة وبنك تجاري على أن يقوم البنك بتوفير مبلغ 4 مليون دينار في شكل تسهيل ائتماني متجدد بمعدل فائدة اسمي قدره 20% بالإضافة إلى 0.5% كرسوم ارتباط (التزام)، إذا قامت المؤسسة خلال السنة بسحب 3 مليون دينار من إجمالي المبلغ المخصص؛ ما هي تكلفة هذا التمويل.

الإجابة:

- المبلغ غير المسحوب من التسهيلات الائتمانية = 4000000 - 3000000 = 1000000 دج
- قيمة الفائدة على المبلغ المسحوب = 0.2 * 3000000 = 600000 دج

- قيمة رسوم الارتباط = $0.005 * 1000000 = 5000$ دج

- قيمة تكلفة التمويل = $5000 + 600000 = 605000$ دج

الائتمان المصرفي المكفول بضمان معين:

قد يتعذر على المؤسسة في بعض الحالات الحصول على كامل احتياجاتها المالية من القروض المصرفية غير المكفولة بضمان. وفي هذه الحالات عليها تقديم بعض الضمانات للبنك من أجل الحصول على التمويل اللازم وهو ما يعرف بالقروض المصرفية المكفولة بضمان. وتتنوع الضمانات التي تقدمها المؤسسات فتشمل الضمانات الشخصية، أوراق القبض، الذمم المدينة والمخزون وغيرها. وتوفير هذه الضمانات يصب في مصلحة البنك والمؤسسة. ففي حالة أن المقرض يتمتع بدرجة من المخاطرة فإن البنك يسعى إلى حماية حقوقه بطلب ضمانات مقابل منح القرض. وإن المؤسسة بتقديمها لبعض الضمانات تسعى إلى تقليل الفوائد على القروض. وتتضمن اتفاقية القرض بين البنك والمؤسسة تحديد شروط منح القرض، وطرق حساب الفوائد، ونوعية الضمانات.

خصائص الضمانات: من أجل قبول الضمان من قبل البنك يجب أن يتمتع ببعض الخصائص منه:

- ◆ توافق عمر الضمان مع طبيعة وشروط الائتمان. وبصفة عامة يجب أن تمنح القروض المصرفية قصيرة الأجل بضمان الأصول المتداولة كالذمم المدينة أو المخزون أو الاستثمارات المؤقتة، وتمنح القروض الطويلة الأجل عن طريق رهن الأصول الثابتة.
- ◆ سهولة تحويل الضمان إلى نقدية؛ فبالرغم من أن الأصول المتداولة هي التي تستخدم كضمان للحصول على التمويل المصرفي قصير الأجل فإنها ليست على درجة واحدة من السيولة؛ فالذمم المدينة أكثر سيولة من المخزون، والأوراق المالية أكثر سيولة من الذمم المدينة.
- ◆ قيمة الائتمان الممنوح يجب أن تكون أقل من قيمة الضمان، لأن بعض أنواع الضمان تتأثر بعوامل قد تؤدي إلى انخفاض قيمتها السوقية.
- ◆ إن الفوائد على القروض المكفولة بضمان قد تكون في بعض الحالات أعلى من الفوائد على القروض غير المكفولة بضمان معين؛ ويرجع السبب إلى عاملين: الأول أن القروض المصرفية غير المكفولة بضمان تمنح للعملاء الذين يتمتعون بترتيب ائتماني جيد، والسبب الثاني هو أن القروض المصرفية المكفولة بضمان يترتب عليها بعض المصروفات الإدارية المتعلقة بالعقد وشروطه، وهذا يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة.

ومن أكثر الضمانات استخداما في الحصول على الائتمان المصرفي قصير الأجل هي الذمم المدينة والمخزون.

التمويل بضمان الحسابات المدينة: تستخدم الحسابات المدينة كضمان للحصول على القروض المصرفية أو التسهيلات الائتمانية، إما عن طريق رهن الذمم المدينة للبنك، وتبقى مسؤولية تحصيل هذه الأرصدة من العملاء تقع على المؤسسة. وحتى يتمكن البنك من تحديد المبلغ الذي يقرضه للمؤسسة فإنه يقوم بتحليل الذمم المدينة إما مجتمعة في حالة أن أحجامها صغيرة، أو يركز على الذمم المدينة ذات الأحجام الكبيرة، وفي العادة فإن البنك لا يقرض المؤسسة أكثر من 90% من قيمة الذمم المدينة، أما إجراءات رهن الذمم المدينة؛ فيقوم البنك بتحليل الذمم المدينة لتحديد إمكانية استخدامها كضمان، ووضع قائمة بالحسابات التي تعتبر مقبولة من وجهة نظر البنك مع توضيح حجم كل حساب وتاريخه. كما يمكن بيع الذمم المدينة للبنك للحصول على التمويل قصير الأجل، وفي هذه الحالة تنتقل مسؤولية تحصيل الذمم المدينة من المؤسسة إلى البنك في مقابل حصوله على الحق القانوني للحجز على الذمم المدينة الخاصة بالمؤسسة. ومن مزايا بيع الذمم المدينة للمؤسسة أنها تسمح لها بتحويل الذمم المدينة إلى نقدية في الحال دون تحمل تبعات كيفية السداد، وتضمن لها أيضا نمطا معيناً من التدفقات النقدية، أما أهم عيوبه فتتمثل في ارتفاع تكلفة هذا المصدر، وانخفاض التدفقات النقدية في المستقبل، علاوة على ذلك فإن البيع يدل على ضعف المركز المالي للمؤسسة.

التمويل بضمان المخزون: يأتي استخدام المخزون كضمان للحصول على التمويل قصير الأجل في المرتبة الثانية بعد الذمم المدينة، ويعود استخدام المخزون كضمان لأنه يتمتع ببعض المزايا، إذ أنه يسجل في دفاتر المؤسسة بقيمة التكلفة في حين أن قيمته السوقية قد تكون أعلى بكثير من القيمة الدفترية، ولا بد للمخزون أن تتوفر فيه مجموعة من الشروط والتي من بينها عدم قابليته للتلف، وليس على درجة عالية من النمطية أو التخصص، وأن يكون لها سوق واسع، ويتميز بسهولة تسويقه.

3-3-أوراق سوق النقد

هي تلك الأوراق التي يتم تداولها في السوق المفتوح، من أهمها:

3-3-1- الأوراق التجارية: يمكن لبعض المؤسسات الحصول على تمويل قصير الأجل باللجوء إلى أدوات سوق النقد كالأوراق التجارية (عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها المؤسسات الكبيرة المعروفة ذات المراكز المالية الكبيرة، وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون البنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق الاستثمار). والورقة التجارية تتضمن قيمة اسمية ومعدل فائدة وتاريخ استحقاق محدد، وفترة استحقاقها عادة لا تتجاوز 9 أشهر.

وتحسب تكلفة التمويل بالأوراق التجارية كما يلي:

$$AR = \frac{I}{V - (E + I)} \times \frac{360}{270}$$

حيث: AR : معدل الفائدة الفعلي على الورقة التجارية، I : مبلغ الفائدة (قيمة الورقة * معدل الفائدة الإسمي)،
 V : قيمة الأوراق التجارية، E : المصاريف الإدارية.

مثال: تقوم مؤسسة بإصدار أوراق تجارية للحصول على تمويل قصير الأجل حيث قيمة الورقة المصدرة 100000 دج فترة الاستحقاق 9 أشهر، سعر الفائدة السنوي 12%، تدفع المؤسسة مصاريف للوسيط 1% (1000 دج).

حساب تكلفة التمويل (معدل الفائدة الفعلي)

$$AR = \frac{I}{V - (E + I)} \times \frac{360}{270} = \frac{12000}{100000 - (1000 + 12000)} \times \frac{360}{270} = 0.1834 = 18.34\%$$

3-3-2- القبولات المصرفية: هي التزام من طرف البنك لضمان طرف آخر يدفع مبلغ معين وبتاريخ محدد الى طرف آخر بموجب هذا القبول فإن البنك يتعهد بالدفع في تاريخ الاستحقاق المثبت في حالة عدم قدرة المصدر على الدفع وأجال هذه القبولات لا يتعدى 9 أشهر، وتمثل تكلفة القبولات رسوم مقابل الالتزام الذي يقدمه البنك، ومعدل الفائدة على القرض في حالة قيام البنك بالدفع بدلا عن مصدر القبول المصرفي.

4-3 مصادر أخرى للتمويل قصير الأجل

تتمثل هذه المصادر في القروض الخاصة والمدفوعات التي تتسلمها المؤسسة مقدما من العملاء والمتأخرات، وهي مصادر عديمة التكلفة ومن أهمها¹:

✚ القروض الخاصة: هي الترتيبات الإئتمانية التي يمكن الحصول عليها من الأفراد كالملاك وغيرهم ممن لهم الرغبة والمصلحة في تمويل المؤسسة ومقابلة احتياجاتها قصيرة الأجل؛ حتى تخرج المؤسسة من أزمته الطارئة وحتى لا تتأثر مصالح هؤلاء الملاك.

✚ المدفوعات المقدمة من العملاء: هي عبارة عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من عملائها مقابل تسلمهم لاحقا وهذه تساعد المؤسسة في شراء المواد الخام الضرورية لإنتاج السلع.

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلوي، الإدارة المالية، الطبعة الخامسة، مطابع السراوات، السعودية، 2017، ص ص: 377-378

المتأخرات: تشمل المتأخرات الاجور المتأخرة والضرائب، واقتطاعات الضمان الاجتماعي، وتمثل هذه البنود تكاليف مستحقة غير مدفوعة؛ وبالتالي يمكن اعتبارها مصدرا للتمويل قصير الأجل الذي تتوفر فيه خاصية الألية أو التلقائية؛ لأنه يزداد مع الزيادة في حجم نشاط المؤسسة من حيث المبيعات. وتمثل المتأخرات مصدرا للتمويل عديم التكلفة؛ لأن الأموال الناتجة عن الضرائب وغيرها تمثل تكاليف مستحقة للغير. ولكن طبيعة إجراءات دفعها تلزم المؤسسة بالاحتفاظ بها لفترة معينة قبل الشروع في تسديدها للجهات صاحبة الشأن. وكلما طالت فترة الدفع فإن المؤسسة يمكن لها الاستفادة من هذه الأموال في تمويل العمليات قصيرة الأجل.

المحور الثالث:

إدارة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الداخلية

الأهداف التعليمية

- الهدف الأول؛ التعرف على مختلف المصادر التمويلية الداخلية
- الهدف الثاني؛ التعرف على أهمية الاعتماد على المصادر الداخلية في التمويل
- الهدف الثالث؛ التعرف على تكلفة المصادر الداخلية في التمويل

المحور الثالث: إدارة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الداخلية

تمهيد:

بغرض الحد من المخاطر وتقليل التكلفة وتحقيق الاستقلالية في التسيير تلجأ المؤسسة الى مواردها المالية الذاتية والتي تتماشى وهذه العوامل، فالموارد المالية الذاتية تلعب دورا هاما في تنمية المؤسسة وتطويرها من حيث أنها تضمن زيادة الأصول الاقتصادية دون اللجوء الى مصادر خارجية للحصول على الموارد المالية لاقتنائها، ومن بين أهم المصادر الداخلية في التمويل الأرباح المحتجزة، وهو ما سيتم التطرق اليه في هذه المحاضرة.

1- التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة

1-1 تعريف الأرباح المحتجزة

عبارة عن تلك الأرباح التي حجت عن التوزيع على المساهمين في الشركة، وتعتبر من أموال الملكية (حقوق المساهمين).

تعرف الأرباح المحتجزة بأنها ذلك الجزء من صافي الدخل الذي يحتجز لإعادة استثماره من قبل المؤسسة، أي أنها الأرباح المتبقية في المؤسسة بعد دفع مقسوم الأرباح للمساهمين، أي أن¹:

$$\text{الأرباح المحتجزة} = \text{صافي الدخل} - \text{التوزيعات}$$

❖ نسبة الاحتجاز: النسبة المئوية للأرباح المحتجزة وهي النسبة المكملة لنسبة التوزيع التي تشير إلى النسبة

المئوية من أرباح المؤسسة التي تحتجزها لأغراض إعادة استثمارها، وهذه النسبة تتغير مع الوقت، مما

يعني أن ارتفاع نسبة الاحتجاز يتيح نمو الأرباح. وتتمثل نسبة الاحتجاز بالآتي:

$$\text{نسبة الاحتجاز} = 1 - \text{نسبة التوزيع}$$

¹ مليكاوي مولود، مرجع سابق، ص118.

2-1 أسباب حجز الشركة للأرباح:

1-2-1 أسباب خاصة بالشركات:

✚ احتجاز الأرباح أوفر على الشركة من إصدار أسهم عادية جديدة وهذا يوفر يتمثل بالمصاريف المدفوعة لبنك الاستثمار مثل مصاريف الدعاية والإعلان والوساطة (الإصدار) ومصاريف إجراء الدراسات اللازمة... الخ.

✚ توفير الأموال الكافية في الشركة واللازمة للنمو بمعدلات عالية، فقد تحتاج الشركات لأموال أخرى بعد استعمال المصادر التمويلية كافة لذا تجد في احتجاز الأرباح المصدر الذي يساعد على ذلك أو قد تحتجز الشركة أرباحا في فترة معينة بسبب الظروف الاقتصادية السيئة في تلك الفترة والتي تؤدي إلى نقص في السيولة.

✚ توفير الأموال اللازمة للتوسع والنمو عند عدم إمكانية الحصول على قروض إضافية من المصارف لوصول تلك الشركات إلى سقف الائتمان المسموح به ، أو في حالة حصول الشركات على قروض معينة والالتزام بجدول سداد معين عندها قد تلجأ الشركات إلى توفير السيولة لسداد أقساط القروض عن طريق احتجاز الأرباح.

✚ تلجأ الشركات إلى احتجاز أرباح في حالة رغبة الشركات بإتباع سياسة توزيع أرباح مستقرة على المساهمين وذلك عند وجود أرباح متقلبة ومتغيرة من سنة لأخرى.

✚ ارتفاع عائد استثمار الأموال في الشركات التي تحتجز الأرباح بسبب التوسع والنمو وهذا بدوره سوف يؤدي إلى ارتفاع عائد السهم مستقبلا وارتفاع سعره في السوق المالي.

1-2-2- الأسباب التي تجعل المساهمين يفضلون احتجاز الأرباح:

✚ احتجاز الأرباح يعتبر أوفر من إصدار أسهم عادية جديدة بالنسبة للأفراد المساهمين وقيامهم بشرائها بسبب الضريبة المفروضة على الأرباح الموزعة والغير مفروضة عند احتجاز الأرباح. فبدل أن يقوم المساهم بالحصول على أرباحه السنوية من الشركة ودفع الضريبة المستحقة عليها باعتبارها زادت من دخل المساهم، تبقى الأموال كأرباح محتجزة لدى الشركة بحيث يمكن الحصول على أسهم مجانية بدلا منها. والتوفير هنا يعود أيضا إلى عدم دفع عمولات الوساطة في حالة قيام المساهمين بشراء الأسهم الجديدة المصدرة من قبل الشركة فالمساهم هنا قام بتوفير مقدار الضريبة على الأرباح + عمولات الوساطة والتوفير = (الأرباح الموزعة × نسبة الضريبة المفروضة) + عمولات الوساطة.

✚ إذا كان العائد من إعادة استثمار الأرباح المحتجزة في الشركة أعلى من العائد الذي يحققه المساهم عن طريق استثماره للأرباح في حالة توزيعها في أدوات استثمار أخرى من نفس درجة المخاطرة.

✚ رغبة المساهمين الحاليين في الشركات بعدم دخول شركاء (مساهمين) جدد على الشركة حتى لا يخسروا سيطرتهم على الشركة وذلك في حالة رغبة الشركة بزيادة رأسمالها وبالتالي إصدار أسهم جديدة الذي يؤدي بدوره إلى زيادة عدد الأسهم المكتتب بها من قبل الشركة ودخول مساهمين جدد.

✚ إذا كانت سياسة احتجاز الأرباح في الشركات المساهمة تؤدي إلى رفع القيمة السوقية للأسهم فإن المساهمين سيحصلون على أرباح من خلال حصولهم على أسهم مجانية وبيعها في سوق رأس المال بسعر مرتفع بدلاً من توزيع أرباح عليهم .

3-1 مزايا وعيوب التمويل بالأرباح المحتجزة.

- المزايا:

✚ التكلفة المنخفضة نسبياً، والتي تعادل تكلفة الفرصة البديلة لاستثمار تلك العوائد في فرص استثمارية أخرى.

✚ السهولة في الحصول عليها وإستعمالها وذلك لأن الإجراء يكون داخلي، مما يعني لا تكاليف ولا معاملات.

✚ يتم إستعمال الأرباح المحتجزة دون الحاجة إلى أي ضمانات أو رهن لأصول المؤسسة، مع الحيلولة دون تدخل أي طرف.

- العيوب:

✚ قد لا تتوافر الأرباح المحتجزة أمام المؤسسة خاصة في بداية حياتها، أو في المؤسسات التي لا تحقق أرباح.

✚ قد يترتب عن إستعمال الأرباح المحتجزة إصدار أسهم مجانية للمساهمين، مما يرفع تكلفة إستعمال هذا المصدر.

✚ لا يكون بإمكان المؤسسة إستخدام الأرباح المحتجزة بشكل متكرر، مما يفرض ضرورة إنتظار عدة سنوات حتى تكثر الأرباح المحتجزة، الأمر الذي يفرض عليها التوجه إلى مصادر أخرى.

4-1 تكلفة الأرباح المحتجزة.

لا تستطيع المؤسسة احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها دون موافقة المساهمين، وأن المساهم لن يوافق على احتجازها إلا إذا كان معدل العائد على الأموال المحتجزة مساوياً على الأقل للعائد الذي يحصل عليه هؤلاء المساهمون في حالة أخذ أرباحهم واستثمارها في مشروعات خارج المؤسسة، ويمكن النظر الى تكلفة الأرباح

المحتجزة على أنها مساوية لتكلفة الفرصة البديلة الناتجة عن عدم توزيع الأرباح على المساهمين. وإذا لم يكن في استطاعة المؤسسة تحقيق عائد يساوي ذلك العائد الذي تحققه المؤسسات الأخرى في درجة المخاطرة نفسها، فإن المساهمين في هذه الحالة سوف يطالبون بتوزيع الأرباح بدلا من احتجازها ومن ثم استثمارها خارج المؤسسة.

من جهة أخرى إذا تم النظر الى الأرباح المحتجزة على أنها إصدار أو إكتتاب بالكامل لأسهم عادية إضافية، ففي هذه الحالة يمكن اعتبار تكلفة الأرباح المحتجزة مساوية لتكلفة السهم العادي، ولكن بنظرة عملية يمكن القول بأن تكلفة الأرباح المحتجزة قد تكون أقل من تكلفة التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية خاصة إذا كانت الأرباح الموزعة تخضع لضريبة الدخل وأن المؤسسة تدفع تكاليف إصدار وأن السهم قد يباع بأقل من سعره. وأن احتجاز الأرباح في هذه الحالات يوفر على المؤسسة نفقات الإصدار. ويمكن أن نعبر عن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة وفقا للعلاقة التالية¹:

$$K_{re} = K_e(1 - T)(1 - Z)$$

حيث: K_{re} : التكلفة الفعلية للتمويل بالأرباح المحتجزة، K_e : تكلفة التمويل بالسهم العادي، T : معدل الضريبة، Z : تكلفة الإصدار أو نفقات الإصدار.

مثال: إذا كانت تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية لإحدى الشركات تساوي 16%، وأن معدل الضريبة على الدخل يعادل 40%، وأن تكلفة الإصدار لأسهم جديدة تمثل 5%، فما هي تكلفة التمويل في حالة احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها.

$$K_{re} = K_e(1 - T)(1 - Z) = 0.16(1 - 0.4)(1 - 0.05) = 9.12\%$$

نلاحظ من خلال هذا المثال أن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة أقل بكثير من تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية، لأن استخدام الأرباح المحتجزة في التمويل يوفر على الشركة نفقات الإصدار المصاحبة للسهم العادي والعمولات، كما يوفر على المساهم ضريبة الدخل التي سيدفعها إذا أقبل على إعادة استثمار الأرباح بدلا من الحصول عليها كأرباح موزعة.

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص 424.

المحور الرابع: إدارة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الخارجية

الأهداف التعليمية

- الهدف الأول؛ التعرف على المصادر التمويلية الخارجية
- الهدف الثاني؛ التعرف على أهمية المصادر الخارجية في تمويل المؤسسة
- الهدف الثالث؛ التعرف على تكلفة المصادر الخارجية للتمويل

المحور الرابع: إدارة مصادر التمويل متوسطة وطويلة الأجل الخارجية

تمهيد:

تحتاج المؤسسة الى موارد مالية للتوسع في نشاطها أو من اجل اقامة استثمارات جديدة، وهو ما يتطلب منها موارد مالية كبيرة وطويلة الاجل نسبيا، أو التمويل بطريقة غير مباشرة عن طريق استئجار الأصول الثابتة على المدى الطويل والمتوسط، وفي هذا الصدد نجد الاستئجار التمويلي كمصدر خارجي للتمويل، كما يمكن أن يتم التمويل عن طريق مصادر خارجية بالدين مثل السندات والقروض الطويلة الأجل، أو التمويل بالملكية عن طريق الأسهم.

1- مفاهيم حول الاستئجار التمويلي

يعتبر الاستئجار التمويلي من أهم الأساليب المستحدثة لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، خاصة مع تزايد الاهتمام بتجديد الآلات وتطويرها، وكذلك قدرته على توفير الأموال بالنسبة للمستأجر وبتيح التنوع التمويلي بالنسبة للشركات والمؤسسات المالية.

1-1 ماهية الإيجار التمويلي

1-1-1 تعريف الاستئجار التمويلي

التعريف الأول: يمكن تعريف الإيجار التمويلي بأنه أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول (المؤجر) بشراء أصل رأسمالي يتم تحديده ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم أداء قيمة إيجاربه محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل¹.

التعريف الثاني: عقد إيجار يبرم بين مؤجر و مستأجر لأصل معين لمدة محدودة من الوقت، يقوم خلالها المستفيد من استخدام الأصل مقابل دفع إيجار محدد لمالك هذا الأصل، و من الممكن أن يكون هذا الأصل منقولاً مثل المعدات أو المركبات، أو أن يكون غير منقول مثل المباني².

التعريف الثالث: عرفه مجلس معايير المحاسبة الأمريكية بأنه اتفاق تعاقدى بين المؤجر والمستأجر ينتقل بمقتضاه إلى المستأجر حق استخدام ملكية معينة متمثلة في أجهزة، أو معدات، أو آلات إنتاجية مملوكة للمؤجر مدة محددة من الزمن مقابل العائد المتعاقد عليه³.

2-1-1 خصائص الإيجار التمويلي

يمكن أن نلخص خصائص الإيجار التمويلي فيما يلي:

¹ سمير محمد عيد العزيز: التأجير التمويلي و مداخله المالية المحاسبية الاقتصادية التشريعية التطبيقية، ط1، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص80

² عبير الصفدي طوال: التأجير التمويلي مستقبل صناعة التمويل، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2015، ص 14

³ منصور حمادة فريد: مقدمة في اقتصاديات النقل، مركز الإسكندرية لكتابة، الإسكندرية، 1998، ص 456.

- عملية الإيجار التمويلي تهدف إلى تمويل الأصول الرأسمالية للمشروعات الإنتاجية أو الخدمية وليس تمويل شراء منتجات أو مستلزمات.

- الإيجار التمويلي ائتمان عيني وليس نقدي أي لا يمنح في صورة نقدية أو فتح اعتماد وإنما يقوم على انتفاع المستأجر بأصول تحصل عليها من المؤجر الذي اقتناها من موردها

- المؤجر هو المالك القانوني للأصل خلال فترة العقد في حين يملك المستأجر حق الانتفاع به مقابل دفع أجرة.

- مدة العقد غير قابلة للإلغاء يعمل خلالها المؤجر على استعادة تكلفة تمويله للأصل المؤجر، وهي تحدد عادة بمدة الاستهلاك أو مدة الحياة الاقتصادية المتوقعة للأصل محل العقد

- بما أن عقد الإيجار التمويلي غير قابل للإلغاء فلا يمكن فسخه لأي سبب كان إلا في حالة إفلاس المستأجر أو إعساره، في هذه الحالة يحق للمؤجر استرجاع الأصل.

- يكون المستأجر في نهاية العقد أمام ثلاث خيارات: شراء الأصل مقابل قيمة متبقية معينة، أو تمديد فترة العقد مقابل إيجار منخفض عن فترة الإيجار الأولى التي تم فيها تسديد الجزء الأعظم من قيمة الأصل، أو رده لانتهاء حاجته به.

2-1 أطراف ومراحل تكوين عقد الإيجار التمويلي

1-2-1 أطراف عقد الإيجار التمويلي

تنشأ عملية عقد الإيجار التمويلي بين ثلاثة أو أربعة أطراف وتتمثل في المؤجر و المستأجر، المورد (المنتج) والمقرض¹:

• المورد: وهو الطرف الذي يسلم الأصل المطلوب من طرف المؤجر وفقا للمعايير والمقاييس المتفق عليها بينه وبين المستأجر أما عن الأصل موضوع الإيجار يمكن أن يكون أصولا عقارية أو منقولة معنوية أو مادية.

• المؤجر: أي مؤسسة القرض الإيجاري التي تقبل بتمويل العملية والتي تتميز بالملكية القانونية للأصل موضوع العقد هذه المؤسسة تقوم بنشاط مالي متخصص بما أن المستأجر هو الذي يتحمل كل الالتزامات التقنية المتعلقة بالأصل المؤجر.

¹ نور الدين عاد و آخرون: الاعتماد الإيجاري في البنوك الجزائرية و ارتباطه بالمعايير الشرعية ، الملتقى الدولي حول تحديات تمويل الاستثمار في بيئة الأعمال المعاصرة - رؤية إسلامية -، كلية العلوم التجارية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، يومي 12/13-11-2019، ص234.

- المستأجر: يمثل المستأجر الطرف الذي تتم عملية التأجير لصالحه بحيث يقوم بتحديد مواصفات الأصل الذي يرغب في تأجيره بالتفاوض مع المورد حول السعر والتكلفة والمدة...، حسب احتياجاته ويقوم باستخدامه مقابل تسديد دفعات إيجاريه وفقا للاتفاق الذي عقده مع المؤجر.
- المقرض: إن عملية العقد الإيجار التمويلي بإمكانها أن تتضمن طرف رابع وهو المقرض والذي يقدم خدماته المصرفية والمتمثلة في منح القروض إلى المستأجر أو المؤجر أو يشارك في إقامة شركة الائتمان الإيجاري.

1-2-2 مراحل تكوين عقد الاستئجار التمويلي

كما تم التنويه عنه سلفا، فإن عملية الإيجار التمويلي تتطلب تدخل عدة أطراف و تتم عملية الإيجار التمويلي عبر ثلاثة مراحل أساسية¹:

- أولا: شراء الأصل من المؤسسة المؤجرة: ففي مرحلة أولى تقوم المؤسسة المستأجرة باختيار الأصل المراد تمويله بتقنية القرض الإيجاري حيث يبقى اختيار الأصل من اختصاص المستأجر (المستخدم المستقبلي) فالمؤسسة تحدد طبيعة احتياجاتها وتشترع في عملية البحث والمفاوضات التجارية مع المورد، بحيث تصل، في الإطار العام، حق تحديد سعر اقتناء الأصل ثم بعد ذلك، وبعد إمضاء عقد القرض الإيجاري مع المؤسسة المالية المتخصصة، تقوم هذه الأخيرة بشراء الأصل ودفع ثمنه وتصبح بذلك مالكة له.
- ثانيا: تأجير الأصل للمستخدم: حيث يقوم المؤجر (مالك الأصل) بتأجير الأصل للمستخدم ومنحه حق الاستخدام والانتفاع بالأصل، وعملية الإيجار هنا تختلف عن الإيجار العادي بحيث أن التأجير هو الهدف الأساسي لعملية الشراء مع حتمية تضمن عقد التأجير على وعد بمنح الحق في تملك الأصل في نهاية مدة العقد بما أن هذه المدة تحدد بطريقة حرة بين المؤجر والمستأجر، إلا أنها عادة لا تتعدى مدة إهلاك الأصل.
- ثالثا: انتهاء قرض الإيجار: عند انتهاء مدة العقد، تجد المؤسسة المستأجرة نفسها أمام ثلاثة اختيارات، وهي:

- استعمال حق الشراء المنصوص عليه في العقد، وبالتالي تصبح مالكة للأصل.
- تجديد العقد مع المؤسسة المالية المؤجرة، وبالتالي التفاوض على مدة عقد جديدة، أقساط إيجارية جديدة وشروط خيار الشراء.

¹ طالبي خالد: دور القرض الإيجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010-2011، ص 85.

- إرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة.

ولا شك أن المؤسسة المستأجرة سوف تستخدم الخيار الأنسب لها والذي يتلاءم مع أهدافها كمدى حاجتها الفعلية للأصل أو دخول معدات وأصول جديدة في السوق أكثر تقنية وتطور.

3-1 أنواع الاستئجار التمويلي

يمكن تليخيص أنواع الاستئجار التمويلي في أربعة أنواع هي¹:

• **الاستئجار التمويلي العملي أو التشغيلي:** حسب المادة الثانية من المرسوم 96-09، "يعتبر اعتمادا إيجاريا عمليا إذا لم يتم تحويل كل الحقوق، الالتزامات، المنافع، المساوي والمخاطر المترتبة عن ملكية الأصل إلى المستأجر، وهذا ما يسمح بالقول بأن جزء من كل هذا يبقى على عاتق المؤجر، و بالتالي فإن فترة العقد غير كافية لكي يسترجع المؤجر كل نفقاته وهذا يؤدي إلى انتظاره لفترة أخرى لاستعادة ما تبقى من النفقات سواء بتجديد العقد أو بيع الأصل".

وتعتبر الحاسبات الآلية، آلات لتصوير المستندات، السيارات، وما شابهها من أهم أنواع المعدات التي يتم استئجارها في ظل هذا النوع من الإيجار الذي يسمى أحيانا باستئجار الخدمات، ويتميز الإيجار التمويلي العملي بالخصائص التالية:

1- يلتزم مالك الأصل بصيانة وخدمات الأصل للمؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن الدفعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها.

2- يستمر هذا النوع من الإيجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا تكون عادة اقل من الحياة الإنتاجية للأصول، وبالتالي فإن قيمة الإيجار لا تغطي تكلفة الأصل ومن ثم يتوقع مالك الأصل استعادة قيمة الاستثمارات الموظفة في هذا الأصل من خلال تكرار عمليات تأجيرها، إما لنفس المؤسسة أو لأخرى.

3- تشمل عقود الإيجار التمويلي التشغيلي عادة ما يفيد بإمكانية إيقاف عملية الاستئجار قبل المدة المتفق عليها، ومن الواضح أن هذا الشرط يتقابل مع مصلحة المستأجر إلى حد كبير حيث يمكنه في هذه الحالة إعادة الأصل إلى المؤجر طالما انتهت الحاجة إليه أو في حالة ظهور معدات أحدث وبصفة خاصة في حالة الأصول والمعدات التكنولوجية التي تتطور بشكل سريع كالحاسب الآلي مثلا.

الاستئجار التمويلي المالي: و يعتبر الإيجار التمويلي مالي إذا تم تحويل كل الحقوق و الالتزامات و المساوي و المخاطر المرتبطة بملكية الأصل المعني إلى المستأجر، ويعني ذلك أن مدة عقد الإيجار التمويلي كافية لكي تسمح للمؤجر باستعادة كل نفقات رأس المال مضاف إليه مكافأة هذه الأموال المستثمرة، ويتميز الإيجار التمويلي المالي عادة بالخصائص التالية:

¹ بودالي مخطر: "تقييم سوق الإيجار التمويلي في الجزائر للفترة 2007-2013"، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد الثالث، مارس 2016، المركز الجامعي لغليزان، الجزائر، 2016، ص 115-116.

1- تقع الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على عاتق المؤسسة التي تقوم بالاستئجار
2- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار وإنما عليه الاستمرار في سداد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد.

3- يستمر عقد الإيجار المالي لفترة زمنية طويلة نسبياً، تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة فيحصل مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل.

البيع وإعادة التأجير: البيع وإعادة التأجير هو عقد بين مؤسسة مالكة لبعض الأصول كالأراضي والتجهيزات وغيرها، تقوم ببيع أصولها إلى مؤسسة مالية كشركات التأمين أو شركات الوساطة المالية أو شركات التأجير، بشرط أن يقوم الطرف الشاري بإعادة تأجير الأصل إلى المؤسسة التي باعتها، و بمقتضى هذا الاتفاق على قيمة الأصل بغرض استعماله في مجالات أخرى، و حسب الاتفاق لها الحق أن تنتفع بهذا الأصل خلال فترة التأجير، لذا فالمؤسسة تتخلى عن ملكية بعض أصولها عندما تقوم بدفع أقساط الإيجار دورياً للمؤسسة التي اشترته منها، ثم قامت بتأجيره لها و هذا المالك الجديد له الحق بأن يسترد الأصل عند انتهاء عقد الإيجار، و هذه الدفعات المحصلة مع القيمة المتبقية من الأصل كافية لشراء أصل جديد و تحقيق عائد على هذا الاستثمار.

التأجير الرفعي: هذا النوع من التأجير خاص بالأصول الثابتة مرتفعة القيمة، و في هذا النوع من العقود هناك ثلاثة أطراف و هم المستأجر، المؤجر، و المقرض، و في هذا النوع يقوم المستأجر بدفع أقساط الإيجار خلال مدة العقد، أما المؤجر فيقوم بتمويل هذا الأصل من أمواله بنسبة معينة والباقي يتم تمويله بأموال مقرضة، و في هذه الحالة فإن الأصل يعتبر رهن لقيمة القرض، وللتأكيد على ذلك فإن عقد القرض يوقع من الطرفين المؤجر و المستأجر باعتبار أن المؤجر هو المقرض الحقيقي والمستأجر هو الذي يستعمل الأصل يوقع باعتباره ضامناً للسداد.

4-1 مزايا و عيوب عقد الاستئجار التمويلي

1-4-1 مزايا عقد الاستئجار التمويلي

بناء على المبادئ التي تحكم العقد الإيجار التمويلي و بخاصة المبدأ الذي يفرق بين حق الملكية القانونية الذي يبقى قائماً للمؤسسة المالية (المؤجر) طوال مدة الإيجار وحق استعمال الأصول (الملكية الاقتصادية) الذي تنفرد به المشاريع الاقتصادية (المستأجر) تنشأ العديد من المزايا، نذكرها فيما يلي:

1- بالنسبة للمستأجر:¹

- يقدم التأجير التمويلي للمستأجر نسبة تمويل تصل إلى 100% من قيمة الأصل المراد استئجاره.
- أقساط التأجير مناسبة و تتلاءم مع التدفق النقدي الناتج عن استخدام الأصل المؤجر، فالأصل المؤجر.

¹ عبير الصفدي طوال: مرجع سابق، ص ص:40-42

يتم دفع قيمته من إيراده حيث يتم ربط حجم الائتمان بالعائد الناتج عن الآلات أو الأصول المؤجرة. - يتم شمول أقساط التأجير على مصاريف التأمين و الصيانة و أية مصاريف أخرى. - مدد و فترات التمويل مختلفة بما يتناسب مع العمر الافتراضي للأصل المؤجر، والتدفقات النقدية الناتجة عن الأصل المؤجر، إذ تتراوح هذه المدد ما بين القصيرة، المتوسطة و طويلة الأجل. - يبقى المستأجر حائزا للأصل و منتفعا به طيلة مدة العقد، دون الحاجة لشرائه مع إمكانية امتلاكه إن رغب بذلك.

- يقوم المستأجر منفردا باختيار مصدر الشراء و الأصل المراد تمويله و بمواصفات و التفاصيل التي يرغب بها - توفير المال على المستأجر، بما أن شركات التأجير تقدم تمويلا يصل إلى 100 % من الأصل المراد استئجاره، وتدفع التكلفة الكاملة للأصل المؤجر مقدما، فإن هذا الأمر يسمح للمستأجر بتوفير السيولة النقدية لاستخدامها في مجالات أخرى. - تفادي مشاكل تقادم الأصول المراد تمويلها، إذ يمكن للمستأجر استبدال الأصول القديمة كالألات والمعدات بأخرى حديثة، و ذلك عن طريق التأجير التمويلي و دون الحاجة إلى شرائها. - إمكانية الاستفادة من المزايا الضريبية.

2- بالنسبة للمؤجر: إن المؤسسات المؤجرة تتمثل في البنوك والمؤسسات المالية وشركات الاعتماد الإيجاري المصرحة قانونيا الذين يمولون المشروعات الاقتصادية من خلاله وتستفيد المؤسسات المختصة من عدة.

فوائد وامتيازات تتمثل في الحقوق والأولويات التي حولها القانون وهي كالآتي:

- الفائدة الأساسية التي تحظى بها المؤسسات المؤجرة هي حق الملكية التي تعتبر ضمانا لها وتأمينا حقيقي للاستثمار المؤجر هذا ما يميزها عن المؤسسات القرض الأخرى بحيث تستطيع استيفاء حقوقها كاملة من قبل المستأجر أو حالة إفلاسه إن كان تاجرا أو إعساره إن كان صاحب مهنة غير تجارية.

- يحرص المؤجر على صيانة وتأمين الاستثمار التي تكون في عاتق المستأجر وهذا خوفا من تعرضه إلى مخاطر السوق كحالة عدم خيار الشراء من هذا الأخير وبالتالي يستفيد المؤجر من صيانة تأمين التجهيز لأنه بمثابة ضمان استرجاع بحالة جيدة.

- عندما يقرر المستأجر شراء الاستثمار في نهاية مدة العقد يتحمل هذا الأخير انخفاض القيمة بفعل التقادم بالإضافة إلى تحمله لمخاطر تكنولوجية وهذا على عكس المؤجر الذي يتجنب هذه المخاطر.

- زيادة عن هذه الفوائد يحصل المؤجر على ميزة ضريبية وهي نسبة من قيمة الأصول المستثمرة وتتفاوت هذه الأخيرة حسب نوع الأصل وعمره الإنتاجي¹.

¹ نور الدين علا و آخرون : مرجع سابق ، ص 235.

-سهولة التوثيق، حيث يمكن اتخاذ قرارات الاستئجار بسرعة مقارنة بالتسهيلات المصرفية و هذا بطبيعة الحال يسمح بالاستغناء عن التعقيدات المرتبة بالقروض و الترتيبات اللازمة لزيادة رأس المال، لهذا فإن التوثيق في حالة الاستئجار بسيطة و سهلة.

-مرونة كبيرة في تخطيط تواريخ الاستحقاق مما يسهل تسيير السيولة و بالتالي تسيير الخزينة¹.

1-4-2 عيوب عقد الإيجار التمويلي

1- بالنسبة للمؤجر:

- انخفاض القيمة المتبقية للأصل المؤجر عن قيمته السوقية بعد استرجاعه، سواء بسبب انقضاء مدة العقد دون رفع خيار الشراء من طرف المستأجر أو في حالة إفلاسه أو إعساره، وينتج عن ذلك صعوبة إعادة تسويق هذا الأصل، والذي يخضع كذلك لوضعية السوق الثانوي ومدى اتساعه ومدى أهمية الأصل في حد ذاته.
- صعوبة إيجاد مستأجرين جدد يطلبون خدمات الأصل المؤجر المسترجع بعد انقضاء فترة الإيجار الأولى، والذي يتميز بصفات نوعية اختارها المستأجر الأول تبعاً لخصائص نشاطه، والتي قد لا تتناسب مع احتياجات مستأجرين آخرين، إلى جانب احتمال تقادمه تكنولوجياً، الأمر الذي يعرض المؤجر إلى الخسارة.
- بالرغم من أن المستأجر هو الذي يختار الأصل ليقوم المؤجر بشرائه من المورد، إلا أن سمعة هذا الأخير وجودة منتجاته ترتبط بالمؤجر وهو مما قد يؤثر سلباً عليه.
- ارتفاع تكاليف الوكالة المرتبطة بمتابعة استخدام الأصل المؤجر، خاصة إذا ثبت سوء استخدام هذا الأخير من طرف المستأجر.

2- بالنسبة للمستأجر:

- التكلفة المرتفعة ممثلة في مبلغ القسط الإيجاري الذي يضم جزء من رأس المال المستثمر وهامش الربح.
- تحمل تكاليف الصيانة الناتجة عن تشغيل الأصل أو نتيجة للعيوب الخفية التي قد تظهر في الأصل المؤجر، إضافة إلى استمراره بسداد أقساط دورية تتعلق بأصل لم يكن على مستوى التوقع.
- الملكية الاقتصادية للأصل لا تحوّل إمكانية تحسينه خلال مدة العقد لزيادة إنتاجيته خلافاً للمؤجر مالكة القانوني الذي يحق له التصرف في الأصل بما يراه مناسباً.
- في حالة عدم دفع المستأجر لقسط إيجاري لأي سبب كان فإن المؤجر يسترجع أصله وهو ما يؤثر على نشاط المؤسسة، كما قد يلجأ المؤجر إلى الأموال الخاصة للمستأجر لاستيفاء حقوقه منه.

¹ بن عزة هشام : مرجع سابق ، ص 113.

- عدم الاستفادة من الوفر الضريبي المرتبط بأقساط الإهلاك والمتاحة فقط للمالك القانوني، وذلك بالرغم من التدابير المحاسبية الجديدة التي تنص عليها المعايير المحاسبية الدولية والتي تقر بالتسجيل المحاسبي لقرض الإيجار ضمن أصول المستأجر باعتباره مالكة الاقتصادي
- عدم الاستفادة من المزايا الجبائية المرتبطة بإهلاك أصل مملوك إذ يتم اهتلاكه طوال مدة الإيجار التي تغطي كامل العمر الافتراضي للأصل، وفي حالة قيام المستأجر برفع خيار الشراء وتملك الأصل بقيمة متبقية غالبا ما تكون ضعيفة فلن يستفيد من ملكية الأصل من الجانب الجبائي.
- تسجيل الأصول المستأجرة ضمن أصول المستأجر إلى جانب ظهورها ضمن خصومه يؤثر على قدرته الإقتراضية ويقلل من فرص حصوله على تمويل إضافي كالقروض الممنوحة من طرف البنوك، التي تأخذ ذلك بعين الاعتبار عند دراسة طلب الحصول على القروض وموافقها على منحها من عدمه.
- ارتفاع تكاليف الوكالة بين المؤجر والمستأجر بسبب سوء استعمال الأصل محل العقد إذ يهدف كل منهما إلى تعظيم منفعته وهو ما قد يدفع المستأجر إلى استعمال الأصل بشكل مكثف مما يؤدي إلى اهتلاكه بشكل سريع، وهو ما يدفع بالمؤجر إلى وضع بنود تنص على ذلك في العقد أو ملاحقة المستأجر قضائيا وهي كلها من تكاليف الوكالة.

2- السندات.

1-2 - تعريفها:

السند هو صك مديونية، تصدره المؤسسات أو الحكومات وهو بمثابة اتفاق بين طرفين، بمقتضاه يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً للطرف الأول (الجهة المصدرة للسند) الذي يتعهد برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. فالسند يعطي الحق لحامله في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق بالإضافة الى عائد دوري يتمثل في معدل الفائدة.

القيمة الاسمية: القيمة المحددة على صكوك السندات.

قيمة الاصدار: قيمة الاصدار قد تأخذ أحد الأشكال التالية:

⇐ اصدار السند بنفس القيمة الاسمية وعليه: قيمة الاصدار = القيمة الاسمية

⇐ اصدار السند بأعلى من القيمة الاسمية وعليه: قيمة الاصدار = القيمة الاسمية

بعلاوة الاصدار

⇐ اصدار السند بأقل من القيمة الاسمية قيمة الاصدار = القيمة الاسمية مع خصم

الاصدار

اصدار السندات بخصم اصدار: هي تلك السندات التي يدفع المكتتب فيها قيمة أقل من قيمتها الاسمية للحصول عليها وقت اصدارها، أي أنها تصدر بأقل من قيمتها الاسمية للحصول عليها، وفي هذه الحالة سعر الفائدة أكبر من سعر الفائدة في السندات العادية، ولكن عند استرداد قيمة السند فإنه يسترد كامل القيمة الاسمية للسند.

اصدار السندات بعلاوة اصدار: تصدر السندات بقيمة اسمية أقل من القيمة الحقيقية التي يدفعها المكتتب وفي المقابل يحصل على معدل فائدة أقل من السندات العادية.

2-2- حساب تكلفة التمويل بالسندات:

يتم حساب تكلفة السندات في حالتها الاصدار بعلاوة الاصدار، وبخصم الاصدار¹.

الحالة الأولى: في حالة اصدار السندات بقيمة أقل من القيمة الاسمية (خصم)

يتم حساب تكلفة التمويل بالسندات وفقا للعلاقة التالية:

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص: 415-416.

$$k_i = \frac{I + \frac{D}{n}}{P + P_0/2}$$

حيث: k_i : تكلفة السند. n : عدد سنوات الاستحقاق.

I : قيمة الفائدة. P : القيمة الاسمية للسند.

D : قيمة الخصم. P_0 : القيمة السوقية للسند.

الحالة الثانية: في حالة اصدار السندات بقيمة أكبر من القيمة السوقية (علاوة).

يتم حساب تكلفة التمويل بالسندات وفقا للعلاقة التالية:

$$k_i = \frac{I - \frac{A}{n}}{P + P_0/2}$$

حيث: A : قيمة العلاوة.

مثال:

قامت مؤسسة باصدار سندات بقيمة 1000 و.ن

- معدل الفائدة الاسمي 8%.
- فترة الاستحقاق 10 سنوات.
- نسبة الضريبة على الأرباح 40%.

المطلوب: حساب تكلفة السند في الحالات التالية:

- السند يباع بقيمته الاسمية.
- السند يباع بخصم 5%.
- السند يباع بعلاوة 6%.

الحل:

- في حالة بيع السند بقيمته الاسمية:
تكلفة السند = $8\% (1 - 0.4) = 4.8\%$.
- في حالة بيع السند بخصم 5%:

لدينا: قيمة الفائدة $(I) = 0.08 * 1000 = 80$ و.ن

قيمة الخصم $(D) = 0.05 * 1000 = 50$ و.ن

عدد سنوات الاستحقاق (n) : 10 سنوات.

القيمة الاسمية للسند $(P) = 1000$ و.ن

القيمة السوقية للسند $(P_0) = 1000 - 50 = 950$ و.ن

اذن تحسب تكلفة السند قبل الضريبة كما يلي:

$$k_i = \frac{80 + \frac{50}{10}}{1000 + \frac{950}{2}} = 8.72\%$$

تكلفة السند بعد الضريبة $= 8.72\% (1 - 0.4) = 5.23\%$.

• حالة بيع السند بعلاوة 6%:

قيمة العلاوة $(A) = 0.06 * 1000 = 60$

القيمة السوقية للسند $(P_0) = 1000 + 60 = 1060$ و.ن

$$k_i = \frac{80 - \frac{60}{10}}{1000 + \frac{1060}{2}} = 7.18\%$$

تكلفة السند بعد الضريبة $= 7.18\% (1 - 0.4) = 4.31\%$

3-2- تقييم السندات:

تتميز السندات بسهولة تقييمها مقارنة بالأوراق المالية الأخرى وذلك لسهولة تقدير التدفقات النقدية المرتبطة بها، ولتحديد قيمة السند لابد من توفر العناصر التالية¹:

✓ عدد الفترات المتبقية لانقضاء أجل السند.

✓ القيمة الاسمية للسند.

✓ معدل الفائدة الاسمي.

¹ بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الاسهم والسندات، دار علي بن زيد، الطبعة الأولى، بسكرة، الجزائر، 2019، ص 203-204.

ويمكن حساب قيمة السند بالصيغة التالية:

$$PVB = \sum_{i=1}^n \frac{I}{(1+R)^t} + \frac{P_n}{(1+R)^n}$$

حيث:

PVB : القيمة الحالية للسند.

I : قيمة الفائدة الاسمية (معدل الفائدة الاسمي * قيمة السند الاسمية)

P_n : القيمة الاسمية للسند.

R : معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند

n : عدد الفترات حتى الاستحقاق.

t : الفترات وتتراوح من 1 حتى n .

مثال: ترغب مؤسسة في الحصول على مبلغ تمويلي باستخدام السندات وقدره 1000 ون، حيث معدل الفائدة الاسمي على السندات 10%، فترة الاستحقاق لهذه السندات هي 10 سنوات، معدل العائد المطلوب 10%.

المطلوب: أحسب القيمة الحالية لهذا السند.

الحل:

لدينا: قيمة الفائدة الاسمية $I = 0.1 * 1000 = 100$ ون، $n = 10$ ، $R = 0.1$ ، $P_n = 1000$

$$PVB = \frac{100}{(1+0.1)^1} + \frac{100}{(1+0.1)^2} + \dots + \frac{100}{(1+0.1)^{10}} + \frac{1000}{(1+0.1)^{10}}$$

$$PVB = 100 \left[\sum_{i=1}^{10} (1+0.1)^{-i} \right] + 1000(1+0.1)^{-10}$$

$$PVB = 100(6.144) + 1000(0.3855) = 1000$$

أما في حالة دفع الفائدة كل ستة أشهر فيمكن حساب قيمة السند بالعلاقة التالية:



$$PVB = \sum_{i=1}^{2n} \frac{I}{2} \left[\frac{1}{\left(1 + \frac{R}{2}\right)^t} \right] + P_n \left[\frac{1}{\left(1 + \frac{R}{2}\right)^{2n}} \right]$$

مثال:

سند قيمته الإسمية 1200 و.ن، معدل الفائدة الإسي السنوي 12% تدفع كل 6 أشهر، معدل العائد هو 14%،
مدة استحقاق السند 8 سنوات، احسب القيمة الحالية للسند.

لدينا:

$$\frac{I}{2} = \frac{1200 \times 0.12}{2} = 72$$

$$\frac{R}{2} = \frac{14}{2} = 7\%$$

$$2n = 8 \times 2 = 16$$

$$\begin{aligned} PVB &= \frac{72}{(1 + 0.07)^1} + \frac{72}{(1 + 0.07)^2} + \dots \dots \dots + \frac{72}{(1 + 0.07)^{16}} \\ &+ \frac{1200}{(1 + 0.07)^{16}} = 72 \left[\sum_{i=1}^{16} (1 + 0.07)^{-i} \right] + 1200(1 + 0.07)^{-16} \\ &= 1086.6 \end{aligned}$$

ملاحظات:

- ❖ معدل العائد المطلوب = معدل الفائدة الاسمي < قيمة السند الحالية = قيمة السند الاسمية.
- ❖ معدل العائد المطلوب < معدل الفائدة الاسمي < يباع السند بخصم (القيمة الحالية > القيمة الاسمية).
- ❖ معدل العائد المطلوب > معدل الفائدة الاسمي < يباع السند بعلاوة (القيمة الحالية > القيمة الاسمية).



3- الأسهم

السهم عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية، وهي ورقة ملكية تعطي لحاملها صفة الشريك وأحيانا الحق في تسيير الشركة.

3-1- الأسهم العادية:

3-1-1 قيم الأسهم العادية:

يأخذ السهم العادي أكثر من قيمة منها¹:

القيمة الإسمية: هي القيمة التي يصدر بها السهم وينص عليها عقد التأسيس كما تستخدم في حساب رأس مال الشركة، حيث

رأس مال الشركة = عدد الأسهم العادية × القيمة الإسمية للسهم

القيمة الدفترية: المقصود بالقيمة الدفترية بأنها القيمة المحاسبية المقيدة في دفاتر الشركة. وتعكس هذه القيمة ما قدمه المساهم لتمويل استثمارات الشركة. أما فيما يتعلق بالقيمة الدفترية للسهم فهي تمثل القيمة المسجلة في دفاتر الشركة وسجلها المحاسبية. ويمكن استخراج معادلة القيمة الدفترية للسهم عن طريق قسمة حقوق المساهمين بعد استبعاد الأسهم الممتازة على عدد الأسهم العادية القائمة. ويتكون حساب حقوق المساهمين من رأس المال المدفوع – علاوة الإصدار – الاحتياطات – الأرباح المحتجزة + المخصصات.

$$BVCS = \frac{EQ - PS}{NCS}$$

حيث:

$BVCS$: القيمة الدفترية للسهم العادي.

EQ : حقوق الملكية

PS : الأسهم الممتازة.

NCS : عدد الأسهم العادية

¹ أحمد العلى، الإدارة المالية للشركات، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2020، ص ص: 152-155.

وبالنسبة إلى القيمة الدفترية للشركة فهي تساوي إلى صافي حقوق الملكية، أي إجمالي الموجودات مطروحا منها الالتزامات

القيمة السوقية: عبارة عن سعر السهم في سوق الأوراق المالية وهو غير ثابت وتتحدد قيمته بناء على المعطيات التالية:

- ◆ ظروف العرض والطلب في السوق المالي.
- ◆ الظروف الاقتصادية العامة، وخصوصا تلك المتعلقة بالتضخم والانكماش.
- ◆ تنبؤات وتوقعات المحللين الماليين لمستقبل الشركة.
- ◆ المركز المالي للشركة والقدرة على تحقيق الأرباح في المستقبل.
- ◆ سياسة توزيع الأرباح في الشركة.
- ◆ القيمة الدفترية للسهم. حيث أن سعره في السوق ممكن أن يساوي القيمة الدفترية أو قد يكون أكبر أو أقل منها. وهذا يتعلق بربحية الشركة.

القيمة التصفوية: هي عبارة عن القيمة المتوقع الحصول عليها في حال كانت الشركة مفلسة ويجري عرض موجوداتها للبيع. وذلك بعد سداد كافة الالتزامات التي على الشركة (سداد المقرضين أو حملة السندات وأيضا سداد حملة الأسهم الممتازة). وغالبا فإن تصفية الشركة وإنهاء نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة بالنسبة للمساهمين (حملة الأسهم العادية) حيث لا يحصلون إلا على جزء صغير جدا من القيمة الإسمية لأسهمهم وقد لا يحصلون على شيء أبدا. ويحدد نصيب السهم العادي من القيمة التصفوية وفق المعادلة التالية:

$$LV = \frac{MA - L - PS}{NCS}$$

حيث:

LV : القيمة التصفوية للسهم العادي.

MA : قيمة الموجودات في السوق.

L : الالتزامات.

القيمة الحقيقية (القيمة العادلة): ويدل على القيمة الحقيقية أو العادلة لسهم ما. وهناك مجموعة من العوامل التي يتم على أساسها تحديد هذه القيمة نذكر منها: موجودات الشركة، إنتاجية هذه الموجودات، مبيعات وأرباح الشركة، سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، معدلات النمو المستقبلية للشركة وأرباحها.

قدرات الشركة ومستوى أداء وكفاءة إدارتها. ويهتم المستثمر بهذه القيمة بشكل كبير نظرا لأنها تمثل القيمة التي يجب أن تكون للسهم. وبناء على هذه القيمة يقوم المستثمر بإجراء مقارنة بين القيمة العادلة للسهم وبين قيمته السوقية وذلك وفق ما يلي:

♦ إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الحقيقية فهذا يعني أن السهم مغالى في تقييمه، وبالتالي فهناك مبالغة في تقييمه، وفي هذه الحالة فإنه ينصح بعدم الاستثمار بهذه الأسهم، وإن كان المستثمر مالكا لهذه الأسهم فإنه يتوجب عليه بيع هذه الأسهم.

♦ إذا كانت القيمة السوقية أقل من القيمة الحقيقية للسهم، فهذا يعني أن السهم مقيم بأقل مما ينبغي، وفي هذه الحالة فإنه ينصح بالاستثمار في هذه الأسهم، وذلك لأن سعر السهم يجب أن يرتفع مستقبلا ليصل إلى القيمة الحقيقية، مما يسمح بتكوين أرباح رأسمالية للمستثمر، إذا القرار المناسب هنا هو الشراء.

♦ إذا كانت القيمة السوقية مساوية للقيمة الحقيقية، فهذا يعني أن السهم مقيم كما ينبغي.

وغالبا ما تختلف القيمة الحقيقية عن القيمة السوقية للسهم. ويمكن ذكر أهم أسباب عدم تساوي القيمة الحقيقية للسهم مع القيمة السوقية إلى: الإشاعات، المضاربات، الإفراط في التشاؤم والإفراط في التفاؤل، التلاعب في أسعار الأسهم في البورصة، النقص في الإفصاح، عدم توفر أو تماثل المعلومات.

قيمة السهم حسب العائد: هي القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها مقابل حيازته للسهم العادي، وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{P \times D}{K_d}$$

حيث: P_0 : قيمة السهم حسب العائد.

P : القيمة الإسمية.

$D\%$: نسبة توزيع الأرباح من القيمة الإسمية.

K_d : معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون

مثال:

يرغب أحد المستثمرين الاستثمار في أسهم إحدى الشركات، وقد تبين أن العائد المتوقع 10%، والقيمة الإسمية للسهم هو 120 ون. وتوزع الشركة أرباحا بنسبة 15%. ما هي القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها مقابل سهم الشركة.

$$P_0 = \frac{P \times D}{K_d} = \frac{120 \times 0.15}{0.1} = 180 \text{ و.ن.}$$

3-1-2- حقوق حملة الأسهم العادية:

يتمتع حملة الأسهم العادية بحقوق تفوق حملة السندات والدائنين الآخرين، وهي:

✚ الحق في التصويت والمشاركة في الاجتماعات التي تدعو إليها الشركة والتأثير في القرارات التي يتخذها مجلس الإدارة.

✚ الحق في الأرباح الموزعة، وذلك في توزيع أرباح حملة الأسهم الممتازة والالتزامات الأخرى.

✚ يحق لحملة الأسهم العادية بيع وشراء أسهم المؤسسة في السوق المالي بالسعر الذي يرغبون فيه، وكذلك الأولوية بشراء الأسهم الجديدة التي تصدرها المؤسسة.

3-1-3- تكلفة الأسهم العادية:

تشتمل تكلفة الأسهم العادية الجديدة على عمولات الاصدار، مصاريف التسجيل والاكنتاب، ومن الممكن أن يتم طرح هذه الأسهم في بداية الأمر بسعر أقل من قيمتها لضمان نجاحها، والفرق بين سعر البيع الحقيقي وسعرها الإسمي يعتبر جزءاً من تكلفتها. ضف إلى ذلك توزيعات الأرباح التي يطالب بها حملة الأسهم العادية متى حققت المؤسسة نتائج إيجابية.

ولإيجاد تكلفة الأسهم العادية نتبع الخطوات التالية:

❖ إيجاد معدل نمو توزيعات الأرباح (g)، والتي تحسب وفقاً للعلاقة التالية:

$$g = r \times R_f$$

حيث أن: r : معدل الأموال المعاد استثمارها من قبل المؤسسة.

R_f : المردودية المالية المتوقعة للسهم.

❖ حساب تكلفة الأسهم العادية وفقاً للعلاقة التالية:

$$K_e = \frac{D}{P_0(1-Z)} + g$$

حيث: K_e : تكلفة السهم العادي، D : الأرباح الموزعة المتوقعة، P_0 : القيمة السوقية للسهم، Z : تكلفة الإصدار، g : معدل نمو الأرباح الموزعة.

مثال: تريد شركة حساب تكلفة الأسهم العادية لديها حيث:

السعر السوقي للسهم العادي = 1000 ون، الأرباح الموزعة المتوقعة = 80 ون للسهم، معدل نمو الأرباح الموزعة = 8%، تكلفة الإصدار = 5%.

المطلوب: حساب تكلفة السهم العادي لهذه الشركة.

$$K_e = \frac{D}{P_0(1 - Z)} + g = \frac{80}{1000(1 - 0.05)} + 0.08 = 0.1642$$

$$= 16.42\%$$

4-1-3 - تقييم الأسهم العادية:

يقصد بتقييم الأسهم تحديد القيمة الحقيقية للسهم، والتي من خلالها يستطيع المستثمر أن يقرر فيما إذا كان السهم مقيم باكبر مما يجب أو أنه يتم تداوله بالسعر العادل لهذا السهم أو أنه مقيم بأقل مما يجب. وهناك ثلاث نماذج لتقييم السهم العادي وفقا لسياسة توزيع الأرباح وهي¹:

- ✓ نموذج النمو الصفري.
- ✓ نموذج النمو الثابت.
- ✓ نموذج النمو المتغير.

- نموذج النمو الصفري: يستخدم هذا النموذج في الأسهم التي تتصف بتوزيعات الأرباح فيها بعدم النمو (مثل الأسهم الممتازة)، وتحسب القيمة الحقيقية للسهم وفقا للعلاقة:

$$P_0 = \frac{D_t}{K_d}$$

حيث: P_0 : القيمة الحقيقية للسهم، D_t : نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة سنويا، K_d : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر.

¹ شيماء شاكر محمد المياح، قياس متطلبات التمويل ودورها في تحسين القيمة السوقية للمصرف، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء العراق، 2019، ص 51-54.

مثال: أحسب القيمة الحقيقية لسهم عادي قيمته الإسمية 100 و.ن وتتبع الشركة المصدرة له سياسة توزيع أرباح بقيمة ثابتة للسهم الواحد يبلغ 50 و.ن سنويا، إذا علمت أن معدل العائد السوقي على الاستثمار هو 20%.

$$P_0 = \frac{D_t}{K_d} = \frac{50}{0.20} = 250 \text{ و.ن}$$

نموذج النمو الثابت: يستخدم هذا النموذج في الأسهم التي تتصف بتوزيعات الأرباح فيها بمعدل نمو ثابت، وتحسب القيمة الحقيقية للسهم وفقا للعلاقة:

$$P_0 = \frac{D_T}{K_d - g}$$

حيث: P_0 : القيمة الحقيقية للسهم، D_T : توزيعات الأرباح المتوقعة ($D_T = D_t(1 + g)$)، K_d : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، g : نسبة نمو توزيعات الأرباح (ثابتة).

مثال: أحسب القيمة الحقيقية لسهم عادي قيمته الإسمية 100 و.ن تتبع الشركة المصدرة سياسة توزيع أرباح تنمو بمعدل ثابت مقداره 3% سنويا، إذا علمت أن الشركة وزعت أرباحا بمبلغ 50 و.ن للسهم الواحد، وأن معدل العائد السوقي المطلوب على الاستثمار هو 20%.

$$P_0 = \frac{D_T}{K_d - g} = \frac{50(1 + 0.03)}{0.2 - 0.03} = 302.94 \text{ و.ن}$$

يستخدم نموذج النمو الثابت في الشركات الكبيرة، ولكنه غير صالح للشركات الناشئة التي هي في طور النمو.

على الرغم من بساطة نموذج النمو الثابت وشيوع استخدامه بين المحللين الماليين إلا أنه يعاني من بعض المحددات أهمها:

- ♦ يطبق فقط على الشركات التي تتسم بأرباحها بالاستقرار.
- ♦ معدل النمو ثابت إلى أمد بعيد في المستقبل.
- ♦ يجب أن يكون معدل العائد أكبر من معدل نمو الأرباح.

وفي كل الأحوال إذا تم التسليم بالمحدد الأول والثاني، فإن مشكلة النموذج تبقى قائمة في المحدد الثالث، فإذا كان معدل العائد أقل من معدل نمو الأرباح في هذه الحالة نتيجة النموذج سالبة، وتصبح قيمة السهم سالبة وهي نتيجة غير منطقية، لذلك تم معالجة هذا المحدد رياضيا وفق العلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{D_T}{K_d - g} \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + K_d} \right)^n \right]$$

مثال:

توزع شركة أرباح بمبلغ 2 و.ن للسهم الواحد ، ويتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل 10% سنويا ولمدة 20 سنة قادمة، ما هي قيمة السهم إذا علمت أن معدل العائد المطلوب هو 8%.

$$P_0 = \frac{D_T}{K_d - g} \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + K_d} \right)^n \right] = \frac{2(1 + 0.1)}{0.08 - 0.1} \left[1 - \left(\frac{1 + 0.1}{1 + 0.08} \right)^{20} \right]$$

$$= -110[1 - 1.4434] = 48.8$$

- نموذج النمو المتغير: يستخدم في تقييم أسهم الشركات التي تمتاز توزيعات الأرباح فيها بعدم الاستقرار، وتحسب القيمة الحقيقية للسهم كما يلي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1 + g_1)^t}{(1 + K_d)^t} + \left[\frac{D_n(1 + g_n)}{K_d - g_n} \right] \left[\frac{1}{(1 + K_d)^n} \right]$$

حيث: P_0 : القيمة الحقيقية للسهم، D_0 : توزيعات الأرباح المحققة في المرحلة الأولى، D_n : توزيعات الأرباح المحققة في مرحلة النضج، K_d : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر، g_1 : نسبة نمو توزيعات الأرباح في المرحلة الأولى، g_n : نسبة نمو توزيعات الأرباح في مرحلة النضج.

مثال:

قامت شركة بتوزيع أرباح على المساهمين بقيمة 3 و.ن للسهم الواحد في العام الماضي، ويتوقع أن تنمو الأرباح بنسبة 21% سنويا لمدة 5 سنوات، ثم تعود لتستقر عند 6%.

أحسب القيمة الحقيقية للسهم علما أن العائد المطلوب للاستثمار هو 14%.

حساب القيمة الحالية للسهم في المرحلة الأولى (معدل نمو الأرباح 21% سنويا ولمدة 5 سنوات).

$$\sum_{t=1}^5 \frac{D_0(1+g_1)^t}{(1+K_d)^t}$$

$$= \frac{3(1+0.21)^1}{(1+0.14)^1} + \frac{3(1+0.21)^2}{(1+0.14)^2} + \frac{3(1+0.21)^3}{(1+0.14)^3}$$

$$+ \frac{3(1+0.21)^4}{(1+0.14)^4} + \frac{3(1+0.21)^5}{(1+0.14)^5} = 17.97$$

✚ حساب القيمة الحالية للسهم في المرحلة الثانية (معدل نمو الأرباح 6%).

$$\left[\frac{D_n(1+g_n)}{K_d - g_n} \right] \left[\frac{1}{(1+K_d)^n} \right] = \left[\frac{7.77(1+0.06)}{0.14 - 0.06} \right] \left[\frac{1}{(1+0.14)^5} \right] = 53.4$$

ملاحظة: $D_n = 3(1+0.21)^5 = 7.77$

✚ حساب القيمة الحقيقية للسهم:

$$P_0 = 17.97 + 53.4 = 71.37 \text{ و.ن.}$$

ملاحظة: قيمة السهم في ضوء النمو في التوزيعات الأولى والثانية كانت 71.37 و.ن. فإذا كان سعر سهم هذه الشركة يتداول في السوق بمبلغ أكبر من هذه القيمة (مثلا 80 و.ن) معنى ذلك أن هذا السهم مقيم بأكبر مما يجب وبالتالي يجب التخلص منه. وإذا كان يتداول بمبلغ أقل من هذه القيمة (مثلا 65 و.ن) معنى ذلك أن السهم مقيم بأقل مما يجب وبالتالي فإنه جيد للاستثمار.

3-1-5 مزايا وعيوب التمويل بالأسهم العادية:

المزايا:

- ✚ لا يمثل إصدار الأسهم العادية التزام على الشركة بدفع مبالغ محددة أو تحديد تاريخ استحقاق لها، إذ أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم يكون بعد أن تحقق الشركة الأرباح ويتخذ القرار بتوزيعها.
- ✚ إن المؤسسة غير ملزمة برد قيمة السهم في تاريخ محدد مما يعطي مرونة للمؤسسة بعدم الدخول في التزامات محددة، بالإضافة إلى انخفاض درجة المخاطر مقارنة بمصادر التمويل الأخرى.
- ✚ إن التمويل بإصدار الأسهم يعد توسع لحقوق الملكية وهذا يخفف من مخاطر الرافعة المالية ويعطي ضمانات إضافية للدائنين ويعزز من القدرة الائتمانية للمؤسسة في السوق المالي.

العيوب:

يؤدي التوسع في إصدارها الى زيادة قاعدة المالكين وقد يؤدي ذلك الى تأثر سلطة المالكين المسيطرين حاليا.

توسيع قاعدة توزيع الأرباح، وبالتالي تدني العوائد نتيجة لانخفاض الأرباح المحتجزة لإعادة الاستثمار.

قد تكون تكلفة إصدارها عالية من حيث الاجراءات.

الأرباح الموزعة تخضع للضريبة الأمر الذي يزيد من تكلفتها بالمقارنة مع الدين.

2-3- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية تصدرها الشركات لتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، وتعتبر الأسهم الممتازة نوع آخر من الأسهم التي يتم التعامل بها في السوق المالي، إلا أنها أقل استخداما كأداة للتمويل مقارنة بالأسهم العادية، وتقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية فهي تجمع في خصائصها بين النوعين، فهي تشبه السندات في أن لها توزيعات الأرباح ثابتة دوريا، وتشبه الأسهم العادية في أنها لا تحمل فترة استحقاق محددة، وأصحابها يعتبرون من مالكي الشركة.

1-2-3 خصائصها: تتميز الأسهم الممتازة بعدة خصائصها منها ما تشترك فيها مع الأسهم العادي، ومنها ما تشترك فيها مع السندات.

❖ الخصائص المشتركة مع السهم العادي:

أموال ملكية.

ليس لها موعد استحقاق.

تحصل على نصيبها من الأرباح.

❖ الخصائص المشتركة مع السند:

الربح محدد سلفا.

ليس لها الحق في الإدارة والتصويت.

ليس لها حق في الأرباح المحتجزة.

2-2-3- تكلفة الأسهم الممتازة:

إن الهدف من حساب تكلفة الأسهم الممتازة هو إيجاد معدل العائد الذي يجب أن تحققه الشركة على استثمارات الأسهم الممتازة حتى تتمكن من الحصول على معدل العائد المطلوب من قبل أصحاب هذه الأسهم. وبما أن الأسهم الممتازة لا تحمل تاريخ استحقاق محدد ولكنها تحمل توزيعات ثابتة توزع على أصحابها، وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم الممتاز تحسب وفقا للعلاقة التالية¹:

$$P_0 = \frac{D_p}{K_p}$$

حيث: P_0 : القيمة السوقية للسهم الممتاز، D_p : الربح الموزع للسهم، K_p : معدل العائد الذي يطلبه المستثمر.

وبما أننا نبحث عن k_p فيمكن حسابها من المعادلة السابقة كما يلي:

$$K_p = \frac{D_p}{P_0}$$

وبما أن إصدار الأسهم الممتازة يتم عن طريق بنوك الاستثمار فيترتب عليه بعض نفقات الإصدار والعمولات، وفي هذه الحالة يصبح معدل العائد على السهم الممتاز (تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة) كما يلي:

$$K_p = \frac{D_p}{P_0(1 - Z)}$$

حيث: Z : تكاليف أو نفقات الإصدار.

مثال: تقوم شركة بإصدار أسهم ممتازة بقيمة إسمية 1000 و.ن. للسهم، ويبيع السهم في السوق بهذه القيمة، وتدفع الشركة أرباحاً ثابتة لهذا السهم مقدارها 12% من القيمة الإسمية.

- أحسب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.
 - أحسب التكلفة الفعلية للأسهم الممتازة، في حالة ما إذا كانت الشركة تتحمل مصاريف إصدارها بنسبة 5% من القيمة الإسمية للسهم الممتاز.
- ✓ حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

نحسب أولاً الأرباح الموزعة من السهم سنوياً وتساوي (120 = 1000 × 0.12 و.ن.)

¹ عبد الكريم قننوز، محاضرات إدارة مالية 2، جامعة الملك فيصل، السعودية، ص: 76-77.

$$K_p = \frac{D_p}{P_0} = \frac{120}{1000} = 0.12 = 12\%$$

أي أن التكلفة الفعلية للأسهم الممتازة تساوي التكلفة الاسمية للأسهم الممتازة.

✓ حساب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة في حالة وجود نفقات إصدار:

$$K_p = \frac{D_p}{P_0(1 - Z)} = \frac{120}{1000(1 - 0.05)} = 12.63\%$$

3-2-3 تقييم الأسهم الممتازة:

تمتاز الأسهم الممتازة بسهولة تقييمها (مثل السندات) وذلك لأن لها تدفقات نقدية ثابتة. وتتشابه الأسهم الممتازة مع السندات في أنها تحمل عائدا ثابتا. غير أنها تختلف في أمر جوهري وهو أن ليس لها موعد استحقاق، أما فيما يتعلق بتقييم الأسهم الممتازة فيتم ذلك عن طريق خصم الأرباح التي تدفع عليها. وتحسب قيمتها وفقا للعلاقة التالية:

$$PVP = \frac{D}{R}$$

مثال: تدفع شركة 8 و.ن كريح موزع للسهم الممتاز، فإذا علمت أن معدل العائد المطلوب على هذه السهم هو 10%، فما هي القيمة الحالية لهذا السهم.

$$PVP = \frac{D}{R} = \frac{8}{0.1} = 80 \text{ و.ن}$$

4-2-3 مزايا وعيوب التمويل بالأسهم الممتازة:

المزايا:

- ✚ إصدار هذه الأسهم لا يؤثر على السيطرة في الشركة وذلك لانعدام حقها في التصويت.
- ✚ لا تحتاج المؤسسة الى رهن أصولها عند إصدار الأسهم الممتازة، وبالتالي يمكن المحافظة على هذه الأصول لاستخدامها كضمان عند التمويل بالديون.
- ✚ لا تحمل موعد استحقاق محدد.

العيوب:

- ✚ تعتبر تكلفة إصدار الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة إصدار السندات.
- ✚ التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي أي وفر ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.

4- القروض المصرفية الطويلة الأجل:

1-4 تعريف القروض المصرفية طويلة الأجل:

هي قروض تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، ومن أهم خصائص هذه القروض أنه يتم الاتفاق على شروطه وذلك من خلال التفاوض بين المقرض والمقترض. وهي التزامات على المؤسسة يجب الوفاء بها خلال فترة معينة متفق عليها يضاف إليها فوائد وخدمات الاقتراض (خدمة الدين). وغالبا ما تفوق مدة استحقاق هذه القروض سبع سنوات وتمتد حتى عشرين سنة، وتخصص عادة لتمويل العقارات والتجهيزات والمعدات الكبيرة، كما أن المؤسسات المانحة لها عادة ما تكون متخصصة نظرا للمبلغ الضخم والمدة الطويلة والتي لا تقوى على تحملها البنوك التجارية العادية.

2-4 شروط القروض المصرفية الطويلة الأجل:

يتضمن عقد القرض شروطا تتعلق بالجوانب التالية:

- ✚ قيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليها وتاريخ استحقاقه.
- ✚ الرهونات أو الضمانات المرتبطة بالقرض.
- ✚ فترة السماح المرتبطة بالقرض والجدول الزمني لسداد أعباء القرض.
- ✚ أوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض.

3-4 تكلفة التمويل بالقروض الطويلة الاجل:

تعرف تكلفة الدين على أنها معدل العائد الذي تحققه المؤسسة على استثماراتها من أجل تحقيق معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين. وتعطي القروض إعفاء ضريبيا مما يعني أن تكلفة القروض تخضع للضريبة

$$\text{تكلفة القرض بعد الضريبة} = \text{تكلفة القرض قبل الضريبة} (1 - \text{معدل الضريبة})$$

من الجدير بالذكر أن استخدام تكلفة الدين بعد الضريبة يعود إلى أن قيمة الأسهم العادية، التي تسعى المؤسسة إلى تعظيمها، تعتمد بشكل كبير على التدفقات النقدية بعد الضريبة، إضافة لكون الفوائد تعد من بين

التكاليف التي تطرح من الإيرادات للوصول إلى الربح الصافي أو الدخل الصافي، مما يؤدي إلى تحقيق المؤسسة وفورات ضريبية وبالتالي تكليف تكلفة الدين.

حساب تكلفة القرض قبل الضريبة¹:

في حالة سداد الدين دفعة واحدة عند استحقاق الدين:

يتم حساب تكلفة القرض من خلال المساواة بين طرفي العلاقة التالية:

$$P_0 = \sum_{i=1}^n \frac{I_i}{(1+r)^i} + \frac{B_n}{(1+r)^n}$$

حيث:

P_0 : قيمة القرض (الدين).

I_i : قيمة الفائدة للسنة i .

r : معدل العائد المطلوب من قبل المقرض (التكلفة الفعلية للقرض).

B_n : قيمة أصل القرض عند الاستحقاق.

n : عمر القرض (عدد سنوات الاستحقاق).

في حالة السداد على شكل دفعات متساوية:

في حالة سداد القرض على دفعات متساوية يتم حساب تكلفة القرض من خلال المساواة التالية:

$$P_0 = \frac{I_1}{(1+r)^1} + \frac{L_1}{(1+r)^1} + \frac{I_2}{(1+r)^2} + \frac{L_2}{(1+r)^2} + \dots \dots \dots + \frac{I_n}{(1+r)^n} + \frac{L_n}{(1+r)^n}$$

حيث:

P_0 : قيمة القرض.

L : قيمة الدفعة.

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص ص: 417-418.

I_i : قيمة الفائدة للسنة i .

r : معدل العائد المطلوب من قبل المقرض (التكلفة الفعلية للقروض).

n : عمر القرض (عدد سنوات الاستحقاق).

كما يمكن التعبير عن الصيغة السابقة بالعلاقة التالية:

$$K_i = \frac{2 \times t \times F}{P_0(n + 1)}$$

حيث:

K_i : تكلفة التمويل بالدين.

t : عدد الأقساط في السنة.

F : إجمالي الفائدة المستحقة.

P_0 : قيمة الدين.

n : عدد الدفعات.

مثال: تقترض شركة مبلغ 100000 ون، بفائدة سنوية مقدارها 8% ويجب عليها تسديد المبلغ على دفعات شهرية متساوية على فترة 5 سنوات. أحسب التكلفة الفعلية للدين، علماً أن نسبة الضريبة تبلغ 40%.

الإجابة:

عدد الأقساط في السنة يساوي 12.

إجمالي الفائدة المستحقة تساوي $5 \times 8000 = 40000$ ون.

إجمالي عدد الدفعات $= 5 \times 12 = 60$

ومنه تكلفة الدين قبل الضريبة هي:

$$K_i = \frac{2 \times 12 \times 40000}{100000(60+1)} = 15.74\%$$

تكلفة الدين بعد الضريبة $= 15.74\% \times (1 - 0.4) = 9.44\%$



المحور الخامس: عوامل إختيار مصادر التمويل

الأهداف التعليمية

- ◉ الهدف الأول؛ التعرف على العوامل المؤثرة في حجم التمويل
- ◉ الهدف الثاني؛ التعرف على العوامل المؤثرة عن نوع التمويل

المحور الخامس: عوامل اختيار مصادر التمويل

1- العوامل المؤثرة في حجم التمويل المطلوب

من اهم العوامل التي تؤثر في حجم التمويل المطلوب للمؤسسة سواء من مصادر خارجية أو داخلية ما يلي¹:

- ✚ **معدل النمو المتوقع في المبيعات:** فكلما كان معدل النمو المتوقع أكبر تزداد الحاجة إلى توسع أكبر في نشاط المؤسسة و بالتالي إلى أموال أكبر لتمويل التوسع المرتقب.
- ✚ **سياسات توزيع الأرباح:** فكلما توسعت إدارة المنشأة في توزيع الأرباح كلما ازدادت حاجتها لتوفير النقدية اللازمة لتسديد هذه التوزيعات و من ثمة تزداد الحاجة للأموال و على العكس من ذلك إذا كانت سياسة الإدارة في توزيع الأرباح متحفظة تزداد نسبة احتجاز الأرباح فتقل حاجتها إلى التمويل الخارجي.
- ✚ **كثافة رأس المال:** تختلف المؤسسات في كثافة رأس مالها المستثمر و تزداد هذه الكثافة في المنشآت التجارية، و يقصد بكثافة رأس المال العلاقة بين قيمة موجودات المؤسسة و مبيعاتها و التي تمثل بالنسبة: جملة الموجودات / صافي المبيعات، أي نسبة مقلوب معدل دوران الموجودات، و كلما ارتفعت كثافة رأس المال ترتفع الحاجة للتمويل الخارجي و العكس بالعكس، ذلك لأن ارتفاع هذه النسبة يعني ان نموا بسيطا في المبيعات يحتاج إلى استثمار كبير في الموجودات و العكس بالعكس.
- ✚ **سياسات تسعير المنتج:** مع أن حرية ادارة المؤسسة في تسعير المنتج ليست مطلقة بحكم خضوعها لظروف المنافسة السوقية و عوامل العرض و الطلب إلا أن بإمكانها (أي الإدارة) أن توفر لنفسها قدرا من المرونة يتيح سعر البيع، و ذلك إما عن طريق تنشيط سياسات الترويج و الإعلان، أو عن طريق تحسين جودة المنتج بالتركيز على مواصفات مميزة له، و مع بقاء العوامل الأخرى على حالها يمكننا القول بأن احتياطات التمويل الخارجي تقل كلما زاد الهامش المضاف في سعر البيع و العكس بالعكس و يتوقف الأسلوب المتبع في تقدير الإحتياجات التمويلية الخارجية على المنهج المتبع في التنبؤ، أي على ما إذا كانت عملية التنبؤ تقوم على افتراض وجود علاقة طردية بين المبيعات المتوقعة و بقية أنشطة المنشأة أو إذا كانت عملية التنبؤ لا تشترط دائما وجود هذه العلاقة.

¹ محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول، السعودية، 1993، ص ص 576-578.

محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2009، ص 340.

ففي الحالة الأولى أي بافتراض وجود تلك العلاقة الطردية يمكن تقدير الاحتياجات التمويلية الخارجية مباشرة باستخدام معادلة رياضية محددة تربط بين تلك الاحتياجات كمتغير تابع و مجموعة من التغيرات الأخرى كمتغيرات مستقلة ، أما في الحالة الثانية أي عند عدم اشتراط وجود العلاقة الطردية المشار إليها ، يمكن تقدير الاحتياجات التمويلية بطريقة غير مباشرة أي عن طريق إعداد الميزانية العمومية المتوقعة من خلال قيمة التمويل الخارجي المطلوب كمتعم حسابي.

2-العوامل المحددة لنوع التمويل:

يتأثر النوع التمويل بمجموعة من العوامل يمكن ذكرها فيما يلي¹:

✚ الملاءمة : إن القاعدة العامة في التمويل هي أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من خلال مصادر التمويل طويلة الأجل (حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل) والموجودات المتداولة من خلال مصادر التمويل قصيرة الأجل (قروض قصيرة الأجل...) وتعتبر عملية المواءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام عملية بالغة الأهمية ، وذلك من أجل إيجاد ارتباط وثيق بين التدفقات النقدية للوفاء بالالتزامات والتدفقات النقدية الداخلة من الأصول ذات العلاقة وتحاشي الانزلاق إلى عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات أو التعرض لخسائر تشغيلية متتالية ومن ثم الافلاس.

✚ الدخل: الدخل هو العائد المتحقق للمؤسسة جراء استخدام الأموال المتاحة لها، فعندما تقدم المؤسسة على الاقتراض لتمويل عملية معينة ، فإنها تقارن بين معدل الفائدة التي ستدفعها للممول و معدل العائد الذي ستحصل عليه ، فإذا كان الفرق إيجابيا و مرضيا يتم اعتماد القرض وسيلة لتمويل تلك العملية و إلا فلا و المدير المالي يعمل بكل وسيلة لرفع معدل العائد على الاستثمار ، عن طريق استخدام أموال الغير ، حيث يطلق على هذه العملية مفهوم المتاجرة بالملكية أو الرافعة المالية ، و نظرا لأن أصحاب المشروع يكون حقهم في الدخل المتحقق غير محدد فإن عملية الرفع المالي تحدث كلما حصل المشروع على أموال مقابل دفع عائد محدد ، سواء كان هذا العائد فائدة على قرض أو على أسهم ممتازة ، و رغم أن المحللين الماليين يستبعدون القروض قصيرة الأجل عند الحديث على المتاجرة بالملكية (الرافعة المالية) إلا أن هذه القروض لها نفس تأثير القروض طويلة الأجل ، و لذلك أحد الأهداف

¹ مليكاوي مولود، مرجع سابق، ص ص 207-213.

أحمد العلي، مرجع سابق، ص ص: 12-14.

مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، ط2، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2009 ، ص ص: 42-43.

الرئيسية لتخطيط أنواع الأموال التي ستستخدم في الهيكل المالي هو تحقيق دخل مرتفع للملاك الباقين.

+ درجة المخاطرة: تمثل هذه الدرجة احتمال حصول أصحاب المؤسسة على نسبة معينة من العائد المتحقق، فأصحاب المؤسسة يأتون في المؤخرة حتى يتم توزيع الدخل أو الأصول، لذا فإن المالكين هم أول من يتحسس للمال عند فشل المشروع مثلا أو تصفيته، إذ يتم توقيف كافة مسحوبات المالكين وتوزيع الأرباح لضمان وفاء الالتزامات الخارجية للدائنين أولا، و عليه فهم أول من يتحمل أي مخاطرة تنجم عن عمليات الاستثمار للأموال، وهذا يوجب على الإدارة المالية دراسة درجة المخاطرة التي تتوقع حدوثها من جراء استخدام مصادر الأموال المتعددة والمتاحة، قبل اتخاذ القرار المالي الخاص باستخدام هذه الأموال لضمان استمرارية المشروع من ناحية واستمرارها في النشاط لتحقيق نسب معدلات العائد المخططة و بالتالي ضمان حقوق المالكين من ناحية أخرى، و عليه كانت خطوة القرار المالي في نوع الاستثمار و الموازنة بين درجة المخاطرة المتوقعة و بين العائد المتوقع تحقيقه من ذلك الاستثمار مهمة جدا.

+ المرونة: يشير هذا العامل إلى المقدرة على تعديل أموال التمويل، إما بزيادتها أو تخفيضها أو حتى ارجاعها إلى اصحابها تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة للأموال. و عليه نجد ان القروض قصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال حتى تتمشى والتقلبات الموسمية في الأصول المتداولة، و توفر المرونة للمؤسسة عدة مزايا منها: امكانية الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع او الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها. القدرة على استخدام أنواع الأموال المتاحة أكثر من غيرها في وقت معين. زيادة قدرة المؤسسة في المساومة عند التعامل مع مورد محتمل. ومن جهة أخرى تفقد المؤسسة مرونتها عند زيادة الالتزامات المترتبة على المؤسسة و عند حاجتها لبعض الأموال الإضافية فإنها لا تكون قادرة على الحصول على أية أموال مقترضة رغم توفر أموال الاقتراض في السوق وبفائدة أقل. عدم القدرة على توفير ضمانات لأية قروض إضافية بنفس الضمانات. قد تؤدي بعض الشروط المعينة في العقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد مقدرة المؤسسة المالية في الحصول على الأموال الإضافية.

+ التوقيت: إزدادت أهمية هذا العامل في القوت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الاسهم والسندات، حيث أن الهدف الأساسي الذي تسعى الإدارة المالية جاهدة إلى تحقيقه في عملية الاقتراض هو تقليل تكلفة الأموال المقترضة، و التوقيت أحد العوامل الأساسية في تحقيق هذا الهدف، و يرتبط ارتباطا وثيقا بعنصر المرونة و أحد الآثار المهمة له، و يمكن هذا العامل من الحصول على وفورات لها أهمية من خلال التوقيت السليم لعمليات التمويل و الاقتراض، لذا وجب على الإدارة المالية الأخذ بعين

الإعتبار هذا العامل عند اتخاذ القرار المالي المتعلق بالتمويل، و رغم أهمية هذا العامل إلا أن العوامل الأخرى ، قد تكون أكثر أهمية ، ففي بعض الحالات تدعوا الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى و لو كانت تكلفتها مرتفعة نسبيا ، و احيانا قد تتوفر الأموال المقترضة بتكلفة رخيصة ، و لكن لعدم الحاجة إليها لا يتم اللجوء إليها ، و لهذا تلعب ظروف السوق و حاجة المؤسسة في تلك الفترة دورا مهما في التوقيت للحصول على الأموال من مصادرها¹.

السيطرة و الإدارة: يقصد هنا بالسيطرة ، الأشخاص أو الهيئات التي تملك حق التأثير على مجرى عمليات المؤسسة و التصويت على قراراتها أو تعديل طريقة عملها ، أو تغيير مجلس الإدارة بالكامل و الجهة الوحيدة التي تملك حق الإدارة و السيطرة على المؤسسة هم الملاك العاديون.

وتعد رغبة الملاك العاديين في الإحتفاظ بسيطرتهم على المنشأة من العوامل التي تلعب دورا مهما في إختيار أنواع الأموال المستخدمة أو مصدر التمويل المناسب، و في العادة الدائنين لا يتدخلون في إدارة المؤسسة عندما تكون الأمور طبيعية ، و لو حصلت المؤسسة على احتياجاتها المالية عن طريق الدائنين أو الملاك الممتازين فإن سيطرة الباقيين على الإدارة ستبقى كما هي دون مساس ، وإذا كان هدفهم الرئيسي المحافظة على السيطرة فإنه من الأفضل الحصول على الأموال من هذا المصدر، و لكن هذا لا يحدث دائما ، فلو توسعت المؤسسة في الافتراض إلى حد عجزها عن دفع الفائدة أو سداد الأصل ، فإن الدائنين قد يضعوا أيديهم على أصول المؤسسة للحصول على حقوقهم ، و في هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على المؤسسة لأنها ستفلس ، و بالتالي سيكون من الأفضل التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية و دخول بعض المساهمين الجدد ، وذلك بدلا من فقد المشروع كله لو حدث التمويل عن طريق التوسع الزائد عن الحد في الاقتراض².

و بشكل عام ، فإن القرار المالي الخاص بتحديد نوع المال المستخدم و مصدره يمثل حصيلة التوفيق بين مجمل العوامل أنفة الذكر ، الملائمة إلى الدخل المتحقق ، درجة المخاطرة ، والمرونة والتوقيت و السيطرة و الإدارة ، و التي يجب أن تكون في النهاية لصالح المشروع و تحقيق أهدافه ، أخذا بعين الإعتبار الظروف الداخلية بالمشروع و الظروف الخارجية الممثلة بالبيئة المحيطة.

¹ هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2000، ص124.

² المرجع نفسه ، ص122.

المحور السادس: آليات إختيار المزيج التمويلي

الأهداف التعليمية

- الهدف الأول؛ التعرف على مفهوم وخصائص والعوامل المؤثرة في المزيج التمويلي.
- الهدف الثاني؛ التعرف على مناهج ومداخل اختيار وصياغة المزيج التمويلي.
- الهدف الثالث؛ التعرف على معايير اختيار المزيج التمويلي

المحور السادس: آليات إختيار المزيج التمويلي

تمهيد:

يعتبر المزيج التمويلي عنصر رئيسيا في النشاط المالي للمؤسسة، نتيجة تأثيره الكبير على الأداء المالي للمؤسسة، وهو ما جعله يأخذ حيزا كبيرا في دراسات الباحثين في الفكر المالي للمؤسسة، والتي من أبرزها دراسات مودغلياني وميلر سنة 1958 لتظهر بعدها عدة مقاربات تحاول دراسة المزيج التمويلي للمؤسسة وآليات اختياره.

1- تعريف المزيج التمويلي

هو مجموعة الأموال التي تم بواسطتها تمويل موجودات المؤسسة، وهو يتضمن التمويل المقترض والتمويل الممتلك، وهما يشكلان الجانب الأيسر من الميزانية العمومية، أي أن المزيج التمويلي يتكون من نوعين من التمويل هما: التمويل المقترض الذي يتضمن التمويل المقترض قصير الأجل' والتمويل المقترض طويل الأجل، أما التمويل الممتلك فيتضمن رأس المال المدفوع والأرباح المحتجزة¹.

كما يعرف أيضا: تلك التوليفة بين الأموال الخاصة والقروض التي تستعملها المؤسسة في تمويل استثماراتها². المزيج التمويلي هو تشكيلة المصادر التي حصلت المؤسسة منها على الأموال لغرض تمويل استثماراتها، وهو يتضمن جميع العناصر المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية³.

ويجب أن نفرق بين المزيج التمويلي والذي يظهر كيفية قيام المؤسسة بتمويل أصولها المختلفة، وبهيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمؤسسة والذي يتكون عادة من القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحقوق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل، وهو ما يجعل من هيكل رأس المال جزءا من مزيجها التمويلي⁴.

2- خصائص المزيج التمويلي:

يتميز المزيج التمويلي بمجموعة من الخصائص يمكن ذكرها فيما يلي⁵:

➤ الربحية: يجب أن يعود المزيج التمويلي للمؤسسة بالنفع عليها عن طريق الوصول إلى أقصى

إستخدام ممكن للرفع المالي مع الإلتزام بأقل تكلفة ممكنة؛

¹ محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إترا للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص159.

² محمد بشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2016/2015، ص156.

³ عدنان نادية النعيمي، ياسين كاسب خرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007، ص136

⁴ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الإدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص302.

⁵ اقتصاديات الاستثمار. التمويل. التحليل المالي، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006، ص216.

✚ القدرة على الوفاء بالدين: يجب أن لا يتجاوز إقتراض المؤسسة الحد الأدنى الذي يحدد قدرتها على الوفاء بالتزامات هذا الاقتراض، وفي نفس الوقت يجنب حملة الأسهم العادية أية مخاطر مالية إضافية؛

✚ الرقابة: يجب أن يتضمن المزيج التمويلي أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة الشركة؛

✚ المرونة: يشير هذا العنصر إلى القدرة على تعديل مصادر الأموال إلى أعلى أو إلى أسفل نتيجة التغيرات الرئيسية في الحاجة إلى الأموال والهدف من المرونة المالية هو قدرة الإدارة على مقابلة الإحتياجات المالية و الإعدادات للاحتياجات المستقبلية بشكل فعال.

3- العوامل المؤثرة في بناء المزيج التمويلي:

تقوم المؤسسة باختيار التوليفة المثلى لمزيجها التمويلي بناء على مجموعة من العوامل أهمها¹:

✚ المخاطر التشغيلية: كلما تميزت العوائد التشغيلية للمؤسسة بالاستقرار كلما زاد اعتماد المؤسسة على التمويل المقترض في هيكلها المالي، نتيجة انخفاض المخاطرة مقارنة بتلك التي تتصف بالتقلب في العوائد التشغيلية، وبالتالي فإنها تتمتع بحالة أمان عالية اتجاه تسديد فوائد القروض.

✚ تركيبة الموجودات: تؤثر تركيبة الموجودات في طريقة التمويل، فالمؤسسة التي تتميز بكثافة موجوداتها طويلة الأجل تفضل التمويل المقترض طويل الأجل، بينما تمتاز المؤسسة ذات رأس المال العامل الكثيف بالاعتماد على التمويل المقترض قصير الأجل.

✚ معدل نمو المبيعات: يمكن للمؤسسة التي تتميز بنمو كبير في قيمة مبيعاتها أن تعتمد على التمويل المقترض بدرجة أكبر، إذ من المتوقع أن يترتب على ذلك زيادة العوائد التي تمكنها من تسديد التزاماتها تجاه الغير.

✚ حجم المؤسسة: تتوقف قابلية المؤسسة في اعتماد التمويل المقترض على حجمها، فالمؤسسات صغيرة الحجم تعتمد على التمويل الممتلك بشكل أساسي، بينما تعتمد المؤسسات الكبيرة على التمويل المقترض نتيجة الفرق التمويلي الذي تكسبه هذه الأخيرة.

✚ المرحلة المعنية من دورة حياة المؤسسة: تقسم دورة حياة المؤسسة عادة إلى أربع مراحل هي: الدخول، التوسع، النضوج، التدهور، ويساعد هذا التقسيم لدورة حياة المؤسسة في تحديد استراتيجيات التمويل، ففي المرحلة الأولى يكون الاعتماد على التمويل المقترض قليل، ليرتفع في مرحلة التوسع، ويبدأ في التناقص في مرحلة النضوج نظرا لتوافر الأموال الذاتية، وينخفض جدا في المرحلة الأخيرة.

¹ حامد أحمد محمود المحادين، أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2010، صص: 37-38.

➤ **موقف الإدارة:** كلما تميزت إدارة المؤسسة بالحيطة تتحفظ في استخدام التمويل المقترض، على عكس الإدارة المجازفة التي تتوسع في استخدامه.

➤ **موقف الدائنين:** يمنح الدائنون القروض عندما تكون المؤشرات المالية للمؤسسة في حالة جيدة، وهو ما يفرض على المؤسسة أن تتمتع بمؤشرات مالية إيجابية لتشجيع الدائنين على اقراضها.

➤ **الموقف الضريبي:** من الامور التي تشجع المؤسسة على الاقتراض ما يعرف بالوفر الضريبي الناتج عن الفوائد، ذلك لما يحققه الوفر الضريبي من تخفيض التكلفة الحقيقية للدين، وعليه كلما زادت قدرة الشركة على تحقيق وفر ضريبي زادت قدرة وتوجه الشركة إلى الاعتماد على الدين في التمويل وفي حالة انخفاض هذا الوفر أو أن تكون الشركة غير مطالبة بدفع ضريبة، فإن هذه الحالة لا تشجع على الاقتراض.

4- مناهج إختيار المزيج التمويلي:

توجد ثلاث مناهج تستخدم في تحديد الهيكل التمويلي الأمثل للمؤسسة وهي¹:

➤ **منهج التوازن:** يفترض هذا المنهج وجود حالة توازن ومرونة عالية للمزيج التمويلي، وهذا يتطلب حساب تكلفة رأس المال في ضوء البدائل التمويلية المتاحة من مختلف المصادر التمويلية، ويقوم هذا المنهج على عدة افتراضات وهي وجود عائد متوقع، وحالة معينة للطلب والعرض على الأموال في السوق المالي، تتحدد على أساس اتجاهات أسعار الفائدة، ثم القيام باختيار المزيج التمويلي والذي يصاحبه أقل تكلفة تمويل.

➤ **منهج التوازن المقارن:** يفترض وجود معدل عائد إضافي يجب تحقيقه بالإضافة لتكلفة الأموال، ولذلك يتم وضع العديد من الخطط المالية التي تحتوي على مزيج تمويلي مختلف وتقوم بتحديد أثر كل خطة على تكلفة الأموال وبالتالي الوصول إلى العائد الإضافي المطلوب، وبمقارنة هذه الخطط يمكن إختيار المزيج التمويلي المناسب للمؤسسة.

➤ **منهج التوازن الحركي الديناميكي:** يفترض وجود متغيرين يؤثران في إختيار المزيج التمويلي وهما: المخاطر المالية ومخاطر الأعمال حيث يتأثران بقيود البيئة الداخلية والبيئة الخارجية المحيطة بالمؤسسة وبمجموعة من العوامل متمثلة في مدة الإئتمان، مدى توفر المعلومات، وجود سياسة مالية واضحة محددة المعالم، على أن يتم إتخاذ القرار المالي في ضوء قيود لا يمكن الإستغناء عنها مثل: التكلفة، المركز الإئتماني للمؤسسة، مجال إستخدام الأموال، والقرارات المالية التي اتخذت في الماضي، وفي ضوء

¹ فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، إطار نظري ومحتوى علمي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013، ص84.

العمليات الإنتاجية والتسويقية ودرجة إستغلال الأصول والموارد الإنتاجية لأن ذلك يؤدي إلى تغيير المزيج التمويلي مع كل تغيير في حجم أعمال المؤسسة وعليه يجمع هذا المنهج بين المنهجين السابقين عند إختيار المزيج التمويلي الأمثل وهو ما يجعله منهج متكامل.

5- مداخل صياغة المزيج التمويلي الأمثل:

إن موضوع تحديد المزيج التمويلي المناسب ومدى ارتباطه وتأثره بالقيمة السوقية للمؤسسة وبتكلفة التمويل، مازال يمثل موضوعا جدليا ومعقدا لدى المهتمين بالإدارة المالية فالموضوع لا زال يتسم بعدم الضوع وهو محل خلاف بين المهتمين بالفكر المالي فهناك أكثر من وجهة نظر بل وهناك أكثر من نظرية حاولت أن تجسد العلاقة بين هيكل التمويل ومزيجه من الأموال المقترضة و الأموال المملوكة ومدى تأثير ذلك على أهم أهداف الإدارة المالية وهي القيمة السوقية للمؤسسة وعلى أهم متغيرات قراراتها وهي تكلفة التمويل، وفيما يلي عرض لأهم المداخل التي حاولت أن تجسد العلاقة بين المزيج التمويلي والقيمة السوقية وتكلفة الأموال:

مدخل صافي الربح:

يفترض مدخل صافي الربح أن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاقتراض. فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في المزيج التمويلي للمؤسسة، لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك. وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة اصدار أسهم عادية جديدة، فإن زيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال وارتفاع في قيمة المؤسسة بالتبعية¹.

ويرتكز مدخل صافي الربح على الافتراضات التالية²:

- ◆ ثبات معدل العائد المطلوب من قبل الملاك ومعدل العائد على القروض والسندات، وذلك لعدم غدرارك زيادة المخاطر الناتجة عن الزيادة في مستوى الرافعة المالية؛
- ◆ يحصل الملاك على صافي الربح بعد اقتطاع الفوائد لذلك فإن درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك أعلى من مستوى المخاطر التي يتعرض لها المقرضون لذلك فإن معدل العائد الذي يطلبه الملاك يكون بالضرورة أعلى من معدل العائد الذي يطلبه المقرضون وذلك لتعويض الزيادة في درجة المخاطر التي يتعرض لها المساهمون؛

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص 635.

² حامد أحمد محمود المحادين، مرجع سابق، ص 40

- ◆ الثبات في حجم الاستثمار وهذا يعني الثبات في القيمة الكلية للعناصر التي يتضمنها الميزج التمويلي، كما أنه لا يوجد ما يمنع الإدارة من تغيير الميزج المكون للهيكل المالي وبسبب ثبات حجم الاستثمار هذا يعني أن صافي ربح العمليات ثابت يتغير.

مدخل صافي ربح العمليات:

يقوم مدخل صافي ربح العمليات على الفرضيات التالية¹:

- ◆ تتحدد القيمة السوقية للمؤسسة ككل بخصم أرباح العمليات المتاحة وليس من الأهمية تقسيم هذه القيمة بين اقتراض وملكية؛
- ◆ يتحدد معدل خصم ربح العمليات بدرجة مخاطر الأعمال، ولذلك فإذا ما ظلت مخاطر الأعمال ثابتة، فإن معدل الخصم (تكلفة رأس المال) لا تتغير؛
- ◆ الاعتماد المتزايد على الاقتراض وهو مصدر أموال أقل تكلفة يترتب عليه زيادة درجة المخاطر التي يتعرض لها الملاك، ولذلك فإن المزايا الناجمة عن الاعتماد على القروض تضيق نتيجة مطالبة الملاك بعائد يتزايد مع تزايد المخاطر.

كما يفترض مدخل صافي ربح العمليات أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض. كما يفترض هذا المدخل كذلك أن زيادة تكلفة الأموال بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تنجم عن زيادة نسبة الاقتراض، سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض (السندات)، أي نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبياً. لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض².

المدخل التقليدي:

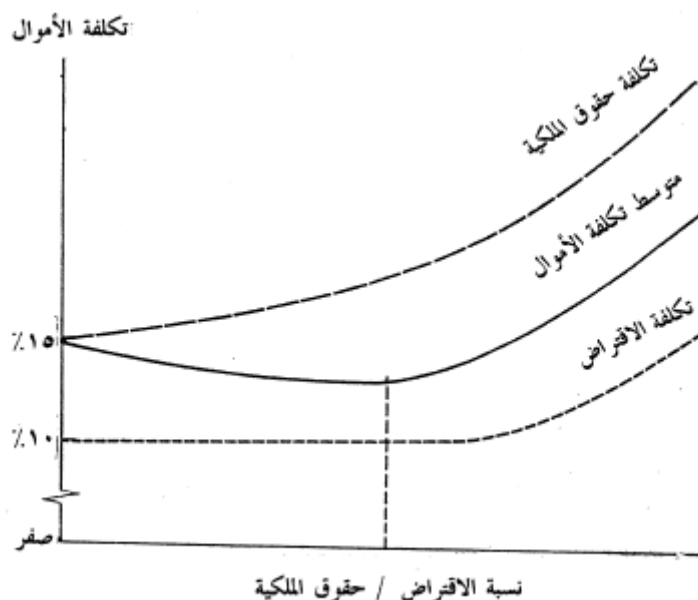
يقوم المدخل التقليدي على فرضية وجود هيكل مالي أمثل أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى، وبالتالي تصل عندها قيمة المؤسسة إلى حدها الأقصى، كما يفترض هذه المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (دائنين وملاك) يزداد مع ازدياد نسبة الاقتراض، وذلك بسبب ارتفاع المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه. ووفقاً لهذا المدخل فإن تكلفة الأموال تنخفض تدريجياً مع زيادة حجم الأموال المقترضة إلى أن تصل إلى حد معين بعدها تأخذ التكلفة في الارتفاع مجدداً،

¹ مليكاوي مولود، مرجع سابق، ص 238.

² المرجع نفسه، ص 238.

ويطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية، ويمكن توضيح فرضية المدخل التقليدي من خلال الشكل التالي:

الشكل رقم(4): العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاقتراض (المدخل التقليدي)



نلاحظ من الشكل أن تكلفة الأموال تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تصل تلك النسبة إلى نقطة معينة، بعدها تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع. وتفسير ذلك أن الاقتراض - على الرغم من أن تكلفته ترتفع تدريجياً - لا يزال مصدر تمويل رخيص، ومن ثم فإن زيادة الاعتماد عليه تساهم في تخفيض تكلفة الأموال. كما نلاحظ من الشكل أن تكلفة حقوق الملكية ترتفع هي الأخرى مع زيادة نسبة الاقتراض مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة الأموال، إلا أن الانخفاض في تكلفة الأموال الناجم عن زيادة القروض، يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الناجمة عن ارتفاع تكلفة حقوق الملكية. كما نلاحظ من الشكل وعند النقطة التي تبدأ فيها تكلفة الأموال في الارتفاع أنه بالرغم من أن زيادة نسبة الاقتراض لا زالت تساهم في تخفيض تكلفة الأموال إلا أن تكلفة حقوق الملكية تأخذ في الارتفاع بمعدلات كبيرة، والنتيجة أن زيادة الاقتراض لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض في تكلفة الأموال، وذلك بسبب الارتفاع الكبير في تكلفة حقوق الملكية. بعبارة أخرى تؤدي المغالاة في الاعتماد على القروض إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية بقدر يفوق الوفورات المترتبة على زيادة الاعتماد على الأموال المقترضة ذات التكلفة المنخفضة نسبياً، الأمر الذي يؤدي في النهاية إلى ارتفاع تكلفة الأموال¹.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص: 643-644.

نظرية Modigliani-Miller:

وفقا للمدخل الذي أتبعه (M-M)، فإن تكلفة الاموال تبقى ثابتة بغض النظر عن درجة الرافعة المالية. وقد وضعا عددا من الافتراضات من أجل تبرير موقفهما أهمها¹:

- ◆ كفاءة سوق رأس المال، وهذا يعني توفير المعلومات دون تكلفة وعدم وجود تكلفة مبادلات وأن المستثمرين يتمتعون بدرجة عالية من الرشادة عند اتخاذ قرار الاستثمار ويقترضون بدون قيود وبنفس الشروط التي تقترض بها المؤسسات ولهم حرية شراء وبيع الأوراق المالية.
- ◆ إن القيم المتوقعة للتوزيعات الاحتمالية لأرباح التشغيل متساوية بالنسبة لجميع المستثمرين.
- ◆ تقوم المؤسسات بتوزيع كل الأرباح الصافية على حملة الأسهم.
- ◆ عدم وجود ضرائب ارباح.

ويرى (M-M) أن قيمة المؤسسة تعتمد على ربحيتها ودرجة المخاطرة وأن القيمة الكلية للمؤسسة تبقى كما هي بغض النظر عن المزيج التمويلي الذي يشكل رأس المال.

6- معايير اختيار المزيج التمويلي:

من أجل اختيار المزيج التمويلي الأمثل يجب على متخذ القرار الاعتماد على مجموعة من المعايير الكمية والنوعية للمفاضلة بين أنواع التمويل المتاحة، ونذكر من هذه المعايير ما يلي:

معايير المردودية المالية:

تعرف المردودية بصفة عامة بأنها نسبة النتائج المحققة من الوسائل التي ساهمت في تحقيقها بفعالية وبالتالي توليد النتائج مقابل كمية معطاة من الوسائل². كما تعرف بأنها العلاقة بين النتيجة المحصلة والإمكانات المتاحة للمؤسسة³.

أما المردودية المالية فهي تعبر عن مردودية الاموال الخاصة، إذ أنها تقيس معدل مردودية المؤسسة من وجهة نظر المساهمين، وبالتالي فهي تعبر عن مدى قدرة المؤسسة على توليد أرباح وقدرتها على مكافأة المساهمين سواء بمفهوم توزيعات الأرباح أو بمفهوم توجيهها إلى احتياطات بغية تدعيم مركزها المالي⁴.

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص452.

² Armand Dayan, Honovél, Gestion Financier, DUNOD, France, 2004, p25.

³ إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2006، ص 266

⁴ زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة ورقلة، 2009، ص44.

وتسعى معظم المؤسسات الاقتصادية إلى تعظيم الأرباح وبالتالي تنامي أرباح الأسهم، والذي يتحقق من خلال تعظيم المردودية المالية، والتي يمكن حسابها اعتمادا على العلاقة التالية:

المردودية المالية = النتيجة الصافية/ الاموال الخاصة

هذه هي العلاقة الأبسط والأسهل حسابيا للمردودية المالية، إذ تسعى المؤسسة إلى أن تكون نسبة النتيجة الصافية إلى الأموال الخاصة أكبر ما يمكن، أي تحقيق نتيجة موجبة بأقل حجم من الاموال الخاصة، وبالتالي يتعاظم الربح على الأسهم، كما تتعاظم القدرة على التمويل الذاتي. إلا أن المردودية المالية يمكن حسابها بدلالة كل من نسبة الهيكل المالي (الاستقلالية المالية) والمردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة والضريبة على الربح، وهو ما يعرف بأثر الرافعة المالية والتي يمكن من خلالها إعادة كتابة علاقة المردودية المالية كالآتي¹:

المردودية المالية = المردودية الاقتصادية + أثر الرافعة المالية

هذا الشكل الجديد للمردودية المالية والذي يحوي العناصر المتحركة في مصادر التمويل يمكن استخدامه كآلية لاتخاذ القرار التمويلي، وذلك اعتمادا على حالات أثر الرافعة المالية المتضمنة في المردودية المالية، حيث يمكن إعادة صياغة العلاقة أعلاه كالآتي:

$$Rcp = [Re + (Re - i). D/Cp]. (1 - IS)$$

حيث:

Rcp : المردودية المالية، Re : المردودية الاقتصادية، i : تكلفة الاستدانة، D : الاستدانة، Cp : الأموال الخاصة، IS : معدل الضريبة على أرباح الشركات.

حيث يمكن حصر الحالات التالية:

- ◆ المردودية الاقتصادية أكبر من تكلفة الاستدانة: مجال الاستدانة.
- ◆ المردودية الاقتصادية تساوي تكلفة الاستدانة: ذروة الاستدانة.
- ◆ المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الاستدانة: التقليل من الاستدانة.

معييار التكلفة:

تتحمل المؤسسة في سعيها نحو تمويل احتياجاتها المالية تكاليف مصادر هذه الاحتياجات، حيث تؤثر هذه التكاليف على النتائج والمردودية الإجمالية، منه يجب قياس تكلفة مختلف المصادر التمويلية (وهو ما سيتم التطرق إليه في المحور الموالي).

¹ إلياس بن ساسي، يوسف قرشي، مرجع سابق، ص ص 305-306.

المحور السابع: تكلفة التمويل والقرارات المالية

الأهداف التعليمية

- الهدف الأول؛ التعرف على مفهوم تكلفة التمويل ومتطلباتها
- الهدف الثاني؛ التعرف على العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل
- الهدف الثالث؛ التعرف على كيفية تقدير تكلفة التمويل
- الهدف الرابع؛ التعرف على القرارات المالية (قرار التمويل)

المحور السابع: تكلفة التمويل والقرارات المالية

1-تكلفة التمويل

إن إختيار إقتراح إنفاق استثماري معين لا يتوقف فقط على العائد المتوقع منه. ولكن يعتمد أيضا على التكلفة المقدره للأموال المستثمرة، بالإضافة إلى ذلك فإن المزيج التمويلي يمكن أن يؤثر في حجم الإيرادات المحققة وكذلك في درجة الخطورة المرتبطة بهذه الإيرادات وبالتالي يؤثر في قيمة المؤسسة. لهذا أصبح لدراسة تكلفة التمويل وتقديرها أهمية بالغة في إتخاذ قرارات تكوين المزيج التمويلي للمشروع.

1-1- مفهوم تكلفة التمويل:

نمثل تكلفة الأموال الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الاستثمارية للمحافظة على القيمة السوقية لأسهم الشركة بدون تغير. لهذا فإن تحقيق عائد يقل عن هذا المعدل (تكلفة الأموال) يؤدي إلى أن يصبح الوضع المالي لأصحاب المشروع أسوأ مما كان عليه من قبل مع إنخفاض إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة. بينما يؤدي تحقيق عائد يزيد عن هذا المعدل إلى تحسين الوضع المالي لأصحاب المشروع مع إرتفاع إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة¹.

تكلفة الأموال هي معدل العائد الأدنى من رأس المال المستثمر والذي يضمن المحافظة على قيمة المؤسسة بل وتعظيمها وعلى هذا الأساس فإن قبول أو رفض المقترحات الاستثمارية الجديدة سيحدد على ضوء نسبة تكلفة رأس مال الشركة².

تعتبر تكلفة الأموال عن معدل الخصم المستخدم لحساب مردودية مشروع استثماري، أي مردودية الزيادة في حجم المؤسسة، وبالتالي فإن إستخدام نفس معدل الخصم لجميع المقترحات الاستثمارية لن يترتب عنه تساوي معدل العائد مع معدل الخصم وإنما تكلفة الأموال هي الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول عند إتخاذ القرار³.

1-2 متطلبات دراسة تكلفة التمويل:

تتطلب دراسة تكلفة الأموال لأغراض إتخاذ القرارات التمويلية التمييز بين المفاهيم المختلفة للتكلفة وهي كما يلي⁴:

¹ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص166.

² نور الدين خبابة، الإدارة المالية، ط1، دار النهضة العربية، لبنان، 1997، ص506.

³ Gagnom jean-marie, khoury, N. Traité de gestion financière, 2ème édition, Québec Gaétan Morin, 2009 ,p253.

⁴ سمير محمد عبد العزيز، مرجع سابق، ص: 166-169.

➤ **التكلفة المستقبلية:** التكاليف التي يستند إليها في اتخاذ القرار هي تكاليف للمستقبل فالاحتياجات لرأس المال هي إضافات لرأس المال وليست سابقة ولذا يجب العمل على تخفيض تكلفتها إلى أدنى حد ممكن.

➤ **التكلفة التاريخية:** التكاليف التاريخية هي في الماضي ولكنها تساعد في التنبؤ بالتكاليف المستقبلية.

➤ **التكلفة النوعية والتكلفة المشتركة:** فتكلفة كل عنصر من رأس المال مثل أسهم عادية، ممتازة وقروض تعرف بالتكلفة النوعية أو المحددة ومفهوم تكلفة الأموال المستخدم في هذا المعنى يوضح أنه لقبول، رفض الاقتراحات الاستثمارية فإن ربحيتها يجب أن تقيم على أسس تكلفة مختلفة تعتمد على المصادر المالية المحددة والمستخدم في تمويلها. فبفرض أن تكلفة أموال الملكية المقدره 11% وتكلفة الاقتراض 6% فإذا تقرر تمويل الاقتراحات الاستثمارية عن طريق أموال الاقتراض، فإنه سيتم قبول كل الاقتراحات التي تحقق معدل عائد يزيد عن 6%. ولكن إذا تقرر التمويل عن طريق أموال الملكية فسيتم رفض تلك الاقتراحات التي تحقق عائد أقل من 11%. لكن القرار المالي لا يتخذ بهذه الطريقة لأن الاعتماد على القروض سيرفع من درجة الخطر لأن المشروع يدفع فوائد منتظمة بالإضافة إلى جزء من أصل الدين مما يؤثر على أموال الملكية وعليه فمن الأنسب إيجاد توازن بين الاقتراض والملكية وهذا يؤدي إلى ظهور ما يسمى بالتكلفة المشتركة للأموال والتي تستند على فكرة الترجيح بالأوزان.

➤ **التكلفة المتوسطة والتكلفة الحدية:** التكلفة المتوسطة للأموال تمثل التكلفة التي يهدف المشروع إلى تخفيضها إلى أي حد ممكن عن طريق التخطيط السليم لهيكلة رأس المال وهي عبارة عن المتوسط الموزون لتكاليف كل عنصر من رأس المال الذي يتم توظيفه. وتبقى تكلفة الاموال ثابتة إلى أن يتم استنفاد أموال المشروع الداخلية بالكامل وبعد ذلك تبدأ التكلفة في التغيير إذا ما تم الحصول على كميات متزايدة من الأموال الخارجية. اما التكلفة الحدية فهي التكلفة المتوسطة للأموال الجديدة أو الإضافية أي متوسط تكلفة كل دينار إضافي يتم الحصول عليه. فالمشروع لن يقبل أي اقتراح استثماري جديد إلا إذا كان معدل العائد الداخلي له أكبر من تكلفة الأموال الحدية.

➤ **التكاليف الظاهرة والتكاليف الضمنية:** التكاليف الظاهرة تمثل معدل الخصم الذي يساوي بين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الداخلة من الاموال الإضافية المستخدمة في تمويل الاقتراح الاستثماري وبين القيمة الحالية للتدفقات النقدية الإضافية الخارجة. اما التكلفة الضمنية فتنشأ عندما يكون أمام المشروع مجموعة من الاستخدامات البديلة للأموال الإضافية. فالتكلفة الضمنية هي تكلفة الفرصة البديلة وهي معدل العائد على الاستثمارات الأخرى المتاحة أمام المشروع، بالإضافة إلى الاستثمار الذي تم أخذه في الاعتبار.

3-1 العوامل المؤثرة على تكلفة التمويل:

توجد مجموعة من العوامل تؤثر على تكلفة العناصر المكونة للمزيج التمويلي، والتي يمكن ذكر أهمها فيما يلي¹:

تأثير العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويضهم عن مجرد حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق إشباعات (منافع)، حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار. كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم.

يمثل الجزء الأول من العائد تعويض للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ أنه عائد يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها ويتوقف هذا العائد - الذي يعتبر بالنسبة للمؤسسة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل- على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال، زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح.

أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد المتوقع من الاستثمار ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطرة.

عوامل خاصة بكل عنصر: تتفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها. فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس. يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة وبعدها يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون. ونظرا لأن التكلفة التي تدفعها المؤسسة (العائد الذي يحصل عليه المستثمرين) تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، لذا فمن المتوقع أن يكون الاقتراض أقل مصادر التمويل تكلفة، وأن تكون الأسهم العادية أكثرها تكلفة.

قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي: عادة ما تضع المؤسسات سياسة محددة بشأن المزيج الذي يتكون من الهيكل المالي، ونسبة كل عنصر فيه. فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض وحقوق الملكية فقط في تمويل استثماراتها وبذا تستبعد الأسهم الممتازة، كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل الخليط الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها. وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف نتيجة لاختلاف درجة المخاطر التي

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص ص: 561-564.

يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

4-1 افتراضات تكلفة التمويل:

من أهم الافتراضات التي يقوم عليها حساب تكلفة الأموال هو ثبات مخاطر العمليات، والمخاطر المالية، وسياسة توزيع الأرباح، وكذلك حساب التكلفة على أساس ما بعد الضريبة، وتهدف هذه الافتراضات إلى تبسيط عملية حساب تكلفة الأموال، وفيما يلي توضيح لطبيعة هذه الافتراضات¹:

✚ ثبات مخاطر العمليات: مخاطر العمليات هي التغيرات في العائد على الاستثمارات الناتجة من قرارات

الاستثمار. وعليه فإن معدل العائد المطلوب على استثمارات المؤسسة وبالتالي تكلفة الأموال دالة في مخاطر العمليات الحالية، وعليه فإن أي تغيير في مستوى مخاطر العمليات سيؤدي إلى تغيير في معدل العائد المطلوب وبالتالي تكلفة الأموال الناتج من زيادة أو انخفاض يصعب تقويمه. ولهذا السبب فإن حساب تكلفة الأموال يفترض أن أي استثمار يتم الأخذ به لن يغير من مخاطر العمليات بالنسبة للمؤسسة. وفي هذا الصدد يمكن القول أن تكلفة الأموال تعتبر معيارا مناسباً ولكن فقط بالنسبة للاستثمار الذي يتمتع بمستوى مخاطر عمليات شبيهة بمخاطر عمليات الاستثمارات الحالية للمؤسسة.

✚ ثبات المخاطر المالية: تنتج المخاطر المالية من التقلب في العوائد بالنسبة لأصحاب الأسهم العادية

والناتج من استخدام الديون والأسهم الممتازة. فكلما ارتفعت نسبة الديون في المزيج التمويلي للمؤسسة كلما زاد احتمال عدم قدرة المؤسسة على دفع الفوائد وأقساط الديون، وبالتالي يمكن القول بأن مستوى المخاطر المالية له تأثير على معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. ولهذا السبب فإن تكلفة الأموال تعتبر معياراً مناسباً في حالة الحفاظ على المزيج التمويلي القائم.

✚ ثبات سياسة توزيع الأرباح: يفترض حساب تكلفة الأموال أن الأرباح الموزعة تزداد بمعدل نمو ثابت

سنوياً، وأن معدل النمو دالة في إيرادات المؤسسة ومقدرتها الربحية.

✚ تكلفة التمويل على أساس ما بعد الضريبة: عند تقدير التدفقات النقدية من أجل تقييم المشروعات

الاستثمارية، فإن تلك التدفقات النقدية يتم حسابها على أساس ما بعد الضريبة. ومن أجل المحافظة على الاتساق فسيتم حساب تكلفة رأس المال على أساس ما بعد الضريبة مع الأخذ في الاعتبار بأن هناك عنصر محدد من تكلفة التمويل يحتاج إلى تعديل الضريبة ألا وهو الديون.

¹ عبدالقادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، مرجع سابق، ص411.

5-1 التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل:

بعد أن يتم تحديد تكلفة كل مصدر مصادر التمويل التي يتكون منها المزيج التمويلي، فإن المؤسسة ستكون في وضع يسمح لها بحساب التكلفة الكلية للتمويل. وفي حقيقة الأمر فإن تكلفة التمويل الكلية بالنسبة للمؤسسة هي عبارة عن متوسط التكلفة المرجحة بنسبة أو بوزن كل مصدر من مصادر التمويل. ويمكن الحصول على متوسط التكلفة المرجحة للتمويل من خلال ترجيح تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل بنسبة ذلك المصدر من القيمة الإجمالية لهيكل رأس المال. ويمكن التعبير عن متوسط التكلفة المرجحة لرأس المال بالمعادلة التالية¹:

$$K_0 = \sum_s^n W_s K_s$$

حيث:

K_0 : التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

n : عدد مصادر التمويل ضمن هيكل رأس المال.

W_s : وزن أو نسبة مصدر التمويل s من مجموع قيمة رأس المال.

K_s : تكلفة مصدر التمويل s .

يمكن حساب الأوزان إما على أساس القيمة الدفترية أو القيمة السوقية. تقوم الأوزان الدفترية على استخدام القيمة الدفترية لمصادر رأس المال. أما أوزان القيمة السوقية فإنها تقيس نسبة كل مصدر تمويلي على أساس قيمته السوقية. وتعتبر أوزان القيمة السوقية أكثر قبولاً من ناحية نظرية وذلك لسببين: الأول يتمثل في أن القيمة السوقية هي أقرب إلى القيمة الفعلية التي تحصل عليها المؤسسة من إصدارات وخلافه. والسبب الثاني في أن تكلفة مصادر التمويل تقوم على القيمة السوقية لكل مصدر وبالتالي يصبح من المنطق استخدام القيم السوقية لتحديد الأوزان. ولابد من الإشارة هنا إلى أن تحديد القيمة السوقية لبعض مصادر التمويل خاصة حقوق الملكية قد تكون أصعب من تحديد القيمة الدفترية. من ناحية أخرى نجد أن القيمة السوقية لحقوق الملكية عادة أكبر من القيمة الدفترية وبالتالي فإن تكلفة رأس المال ترتفع في حالة استخدام القيمة السوقية لتحديد الأوزان.

كذلك يمكن أن تقوم الأوزان على أساس تاريخي أو على أساس أوزان مستهدفة تبني الأوزان التاريخية على بيانات فعلية سواء كانت تلك البيانات قائمة على القيم الدفترية أو السوقية. أما الأوزان أو النسب المستهدفة والمطلوبة

¹ عبد القادر محمد أحمد عبد الله، مرجع سابق، ص: 425-426.

من كل مصدر من مصادر التمويل فتحددنا ادارة المؤسسة بناء على هيكل رأس المال الأمثل الذي ترغب المؤسسة في تحقيقه.

مثال 1:

لنفترض أن مصادر التمويل مع تكلفة كل مصدر لمؤسسة ما كانت كما يلي 30% سندات، 20% قروض طويلة الأجل، 10% أسهم ممتازة، 40% أسهم عادية، وتكلفة هذه المصادر بعد الضريبة هي 5% و7% و10% و12% على التوالي، ما هي التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.

التكلفة المتوسطة المرجحة هي:

$$K_0 = [0.3 \times 0.05] + [0.2 \times 0.07] + [0.1 \times 0.1] + [0.4 \times 0.12] = 8.7\%$$

مثال 2:

لنفترض أن مصادر التمويل مع تكلفة التمويل كل مصدر لمؤسسة ما كانت كما يلي:

سندات = 2000 و.ن مع تكلفة 2%، أسهم ممتازة = 5000 و.ن مع تكلفة 5%، أسهم عادية = 8000 و.ن مع تكلفة 10%.

أحسب تكلفة التمويل (التكلفة المتوسطة المرجحة).

مصادر التمويل	القيمة	التكلفة	الوزن النسبي	التكلفة المرجحة
سندات	2000	2%	13.33%	0.266%
أسهم ممتازة	5000	5%	33.34%	1.665%
أسهم عادية	8000	10%	53.33%	5.33%
هيكل رأس المال	15000	/	100%	7.264%

2- القرارات المالية

القرارات المالية من بين أهم القرارات التي يتخذها المدير المالي في المؤسسة، إذ تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة، وتتمثل في ثلاثة قرارات رئيسية هي قرار التمويل وقرار الإستثمار وقرار توزيع الأرباح.

1-2 تعريف القرار المالي:

للقرار المالي عدة تعريفات يمكن ابرازها فيما يلي:

القرار الذي يشمل عدة قرارات، كالاختيار بين إعادة إستثمار السيولة الفائضة وتوزيع الأرباح، وإختيار بين التمويل الداخلي والتمويل الخارجي.

كل قرار يوازن بين الحصول على الأموال وإمتلاك أصول، بحيث تهدف القرارات المالية إلى تمويل الإستثمارات مع تحقيق أعلى ربح، وبالتالي تعظيم قيمة المؤسسة.

إختيار أحسن البدائل المتاحة بعد دراسة النتائج المتوقعة من كل بديل في تحقيق الأهداف المطلوبة.

2-2 أهداف القرارات المالية:

تتمثل أهداف القرارات المالية فيما يلي¹:

تعظيم الثروة: أو بمعنى آخر تعظيم القيمة الحالية للإستثمار وهذا الهدف لا يوجه اهتمامه إلى الأرباح في حد ذاتها بل يوجه أيضا ناحية توقيت هذه الأرباح وعنصر الخطر.

عدم الخلط بين القيمة البيعية والقيمة الدفترية لصافي الثروة: فالقيمة الدفترية لصافي الثروة لها قدر ضئيل من الأهمية في الحصول على القروض قصيرة الأجل والطويلة الأجل وتؤثر بطريقة غير مباشرة على القيمة الحالية لصافي الثروة كما تظهر بقائمة المركز المالي هي خاصة بالمؤسسة ولا تتأثر بالقيمة السوقية لحق الملكية، وبذلك يسعى المدير المالي إلى اتخاذ القرارات التي تهدف في النهاية إلى تعظيم ثروة الملاك.

درجة المخاطر التي يتعرض لها المالك: حيث تتفاوت المخاطر وفقا للشكل القانوني للمؤسسة ففي المؤسسات الفردية وشركات التضامن، تكون مخاطر الملاك أكبر نتيجة إفلاس المؤسسة، فلا تقتصر على ممتلكاتهم في المؤسسة وإنما تشمل أيضا الممتلكات الشخصية أما في الشركات المساهمة فتقتصر المخاطر في حالة الإفلاس على حصة الملاك في الشركة وإن الإستثمار في الأسهم الممتازة أفضل من الأسهم العادية حيث تكون الأولى أقل تعرض للمخاطر.

¹ عبد الغفار حنفي، مدخل اتخاذ القرارات- الادارة المالية-، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006، ص ص:22-24.

2-3-3 قرار التمويل:

2-3-3-1 تعريف وأهمية قرار التمويل

2-3-3-2 تعريف قرار التمويل

يمكن تقديم عدة تعاريف لقرار التمويل نذكر من بينها:

- **التعريف الأول:** قرار التمويل هو القرار الذي يتعلق بأنواع مصادر الأموال وكيفية الحصول عليها والموازنة بين أنواعها المختلفة في سبيل الوصول إلى هيكل رأس المال الأمثل¹.

- **التعريف الثاني:** قرار التمويل هو الذي يبحث في الكيفية التي تتحصل بها المؤسسة على الأموال الضرورية للاستثمارات. فهل يجب عليها إصدار أسهم جديدة أو اللجوء إلى الاستدانة².

نستنتج من خلال ما سبق أن قرار التمويل هو عملية البحث عن المزيح التمويلي الأمثل للحصول على الأموال الضرورية للمؤسسة لتمويل استثماراتها.

2-3-3-3 أهمية القرارات التمويلية

يعد قرار التمويل من أهم وظائف الإدارة المالية من حيث حجم ونوع ومدى التمويل المناسب، إن أهمية التمويل تنبع من مدى الحاجة إليه، لا يمكن أن يتخذ أي قرار استثماري قبل أن يعرف كيفية توفير المال اللازم له.

- **أهمية التمويل للعملاء:** يعتبر التمويل مصدرا لسد الفجوات التمويلية والتي يحتاجون لها حسب نوع التمويل من حيث الزمن.

- **أهمية التمويل للبنك:** يعتبر التمويل المصدر الرئيسي لتحقيق إيرادات للبنك من خلال العوائد المحصلة لمقابلة المصروفات، وتحقيق فوائض لتعظيم الأرباح التي يتم توزيعها على المودعين وعلى المساهمين أصحاب رأسمال البنك، بالإضافة إلى أهميته كأداة لتمويل المشروعات الاقتصادية والاجتماعية.

¹ محمود حمام، أميرة دباش، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية، مجلة البحوث الاقتصادية، جامعة أم البواقي، الجزائر، العدد الرابع، 2015، ص71.

² زغيب مليكة، بوجعادة إلياس، دراسة صنع قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي لصنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، يومي 14-15/04/2009، ص02.

- أهمية التمويل للاقتصاد القومي: يساهم التمويل في مقابلة الاحتياجات الحقيقية لمختلف نواحي النشاط الاقتصادي، بما يعمل على دفع عجلة التنمية وسياسات الدولة الرامية إلى الرفاء الاقتصادي والاجتماعي ويساهم في خلق فرص عمل لحل مشكلة البطالة وزيادة معدل النمو للدخل القومي.¹

3-3-2 العوامل المؤثرة في قرارات التمويل

تعتمد المؤسسة أثناء المفاضلة بين مصادر التمويل على العديد من الاعتبارات والتي تؤثر في هذا القرار. تتأثر المؤسسة بمجموعة من العوامل أهمها:²

- عنصر الملائمة: يتحقق ذلك من خلال الحرص على أن يكون مصدر التمويل ملائما ومتوافقا مع المجال الذي تستخدم فيه الأموال فالملائمة بين مصادر التمويل ومجال الإنفاق والاستخدام من العناصر الأساسية التي يجب مراعاتها في اتخاذ القرار التمويلي.

- وضع السيولة النقدية للمؤسسة: يجب على متخذ القرار التمويلي أن يكون عارفا بالوضع المالي للمؤسسة، وملما بحالة السيولة النقدية ومدركا لسياسات التي تنتهجها المؤسسة في إدارة تلك السيولة، ففي حالة ما إذا كان وضع السيولة حساسا وحرجا في المؤسسة هنا تكون المؤسسة مضطرة للبحث عن مصادر تمويل طويلة أجل لتجنب الضغط على سيولة مستقبلا.

- القيود المفروضة في المؤسسة: من أمثلة هذه القيود سياسة توزيع الأرباح داخل المؤسسة أو قيود على مصادر التمويل الخارجية تحقق وفورات ضريبية تخفض من المتوسط المرجح لتكلفة الأموال لذا يجب مراعاة تلك المزايا الضريبية في عملية اتخاذ القرار التمويلي.

- التكلفة المختلفة لمصادر التمويل: إذ يجب على متخذ القرار التمويلي مراعاة تكلفة مصادر التمويل المختلفة التي يمكن اعتمادها في تمويل المؤسسة والوقوف على تكلفة الدينار الواحد من كل مصدر.

¹ هنادي عبد المنعم، أحمد الأحمر، أثر مكونات هيكل رأس المال في القرارات التمويلية والاستثمارية بقطاع التأمين السوداني، مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، جامعة القسم، المملكة العربية السعودية، العدد الثامن والعشرون، 2018، ص80.

² مخلخل زوينة، مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة بسكرة، 2019، ص65-66.



المحور الثامن: تمارين محلولة

سلسلة تمارين 1

التمرين الأول: تنوي مؤسسة التعاقد على دين قدرت قيمته بـ 200000 دج، بمعدل فائدة 10%، وتاريخ استحقاق بعد 10 سنوات، وتخضع أرباح المؤسسة لضريبة على الدخل بمعدل 40%.

المطلوب: حساب تكلفة التمويل في حالة تسديد الدين على دفعات شهرية.

التمرين الثاني: قامت مؤسسة بإصدار سندات بقيمة إسمية 3000 دج للسند الواحد، وبمعدل فائدة 10%، وتاريخ استحقاق بعد 15 سنة، مع ضريبة دخل بمعدل 40%.

المطلوب: حساب تكلفة التمويل لكل حالة.

✓ السند يباع بقيمته الإسمية.

✓ يباع السند بقيمة 2850 دج.

✓ يباع السند بقيمة 3150 دج.

التمرين الثالث: تنوي شركة تجسيد مشروع بقيمة 1 مليون دج، ويتوقع أن تحصل الشركة على عائد من هذا الاستثمار يقدر بـ 14%، ومن أجل تنفيذ المشروع لجأت الشركة إلى مصادر التمويل التالية:

◆ سندات بقيمة 300000 دج، حيث يتم إصدار السندات بقيمة إسمية قدرها 2000 دج وبمعدل فائدة 5% وتاريخ استحقاق بعد 10 سنوات وبيعت السندات بقيمتها الإسمية.

◆ أسهم ممتازة بقيمة 200000 دج، حيث بلغت القيمة الإسمية للسهم 500 دج ويباع بنفس القيمة، مع توزيعات محددة للسهم بلغت 40 دج للسهم الواحد، وتكاليف إصدار قدرت بـ 3% من القيمة الإسمية للسهم.

◆ أسهم عادية بقيمة 500000 دج، حيث بلغت القيمة السوقية للسهم 400 دج، وقيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول من الإصدار قدرت بـ 8 دج، بمعدل نمو سنوي متوقع للتوزيعات 6% وتكلفة إصدار 2%.

المطلوب:

✓ حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.

✓ حساب التكلفة المتوسطة المرجحة.

✓ بماذا تنصح الشركة.

سلسلة تمارين 2

التمرين الأول: المعلومات المالية التالية تخص شركة الهلال الصناعية:

- بلغ صافي دخلها للسنة الحالية 2000000 دينار.
- عدد أسهمها المتداولة 1000000 سهم.
- توزع الشركة أرباح بنسبة 50 %.
- معدل العائد المطلوب 20 %.

المطلوب: حساب القيمة الحقيقية للسهم في كل حالة من الحالات التالية:

- ✓ حالة النمو الصفري.
- ✓ حالة النمو الثابت (الأرباح تنمو بمعدل 10%).
- ✓ حالة النمو المتعدد: يتوقع أن تنمو أرباح الشركة بمعدل نمو 20% للسنتين القادمتين، ويعود ينمو بمعدل نمو 5%.

التمرين الثاني: سهم قيمته الحقيقية 100 دينار، ويتوقع أن يوزع أرباح 4 دينار للسهم الواحد.

المطلوب: أحسب معدل العائد المطلوب إذا كانت الأرباح تنمو بمعدل:

- أ/ 5%
- ب/ 10%
- ج/ 0 (لا يوجد نمو).

التمرين الثالث: يتداول سهم شركة في السوق بسعر 200 دينار، كما تبلغ آخر حصة نقدية وزعتها الشركة 10 دينار للسهم، ويتوقع لحصة السهم أن تنمو بمعدل ثابت قدره 10% سنويا.

المطلوب: - ما هو السعر المتوقع للسهم بعد سنة من الآن.

- ما هو العائد المطلوب على سهم الشركة.

التمرين الرابع: يتداول سهم شركة في السوق بسعر 36 و.ن، اخر حصة نقدية وزعتها الشركة كانت 2.4 و.ن، وكان معدل العائد المطلوب على سهم الشركة هو 12 %.

المطلوب: أحسب القيمة المتوقعة لسهم الشركة بعد خمس سنوات، إذا كان من المتوقع أن تنمو الحصة النقدية بمعدل ثابت، مع ثبات معدل العائد المطلوب.

سلسلة التمارين 3

التمرين الأول: إشرح باختصار السياسات التمويلية، مع تحديد الفرق بينها.

التمرين الثاني: سياسة الائتمان التجاري يحكمها عاملين، أذكرهما مع الشرح.

التمرين الثالث: أجب بصح أو خطأ على العبارات التالية مع تصحيح الخطأ

- ◆ الخصم النقدي هو الخصم الذي يستفيد منه المدين إذا قام بالوفاء عند تاريخ الاستحقاق.
- ◆ القيمة السوقية للسهم هي القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها مقابل حيازته للسهم العادي.
- ◆ عند إصدار السهم بعلاوة إصدار فإن سعر الفائدة يكون أكبر من سعر الفائدة في السندات العادية.
- ◆ كلما كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل الفائدة الإسمي فإن القيمة الإسمية للسند تكون أكبر من القيمة الحالية للسند.

التمرين الرابع:

تريد مؤسسة ما القيام بمشروع استثماري، ومن أجل ذلك أعدت مصادر تمويلية كالآتي:

- ◆ إصدار سندات بقيمة 200000 و.ن، حيث يتم إصدار السند الواحد بقيمة إسمية 1000 و.ن وبمعدل فائدة سنوية 9%، وذلك لمدة استحقاق 20 سنة ويبيع بخصم إصدار 5%. ومعدل الضريبة 20%.
- ◆ إصدار أسهم ممتازة بقيمة 300000 و.ن، حيث يتم إصدار السهم الواحد بقيمة إسمية 200 و.ن ويبيع بنفس القيمة، وتدفع المؤسسة أرباحا موزعة ثابتة بنسبة 9.5% من قيمة السهم، وعليها دفع مصاريف إصدار نسبتها 1% من القيمة الإسمية للسهم.
- ◆ إصدار أسهم عادية بقيمة 1500000 و.ن، وبقيمة سوقية 1200 و.ن للسهم الواحد، وتدفع أرباحا موزعة 84 و.ن للسهم، وتتوقع أن تبلغ تكلفة إصدار الأسهم 5%، كما تتوقع أن تنمو الأرباح بمعدل نمو ثابت 7% سنويا.

المطلوب:

- ◆ حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.
- ◆ حساب التكلفة المتوسطة المرجحة.
- ◆ بماذا تنصح المؤسسة إذا علمت أن معدل العائد المطلوب على الإستثمار هو 12%.

سلسلة التمارين 4

السؤال الأول: إشرح سياسة التمويل المحافظة مع توضيحها في شكل بياني.

السؤال الثاني: تأخذ قيمة إصدار السندات عدة أشكال، أذكرها مع الشرح.

السؤال الثالث: تريد شركة الحصول على ائتمان مصرفي قدره 1600000 دج لمدة سنة، وقد قدم البنك للشركة البدائل التالية:

- البديل الأول: معدل الفائدة على القرض 16% تدفع في نهاية السنة وبدون رصيد معوض.
- البديل الثاني: معدل الفائدة على القرض 15% ورصيد معوض بنسبة 20% وتدفع الفائدة في نهاية المدة
- البديل الثالث: معدل الفائدة 13% ورصيد معوض بنسبة 15% والفائدة تخصم في بداية المدة.

المطلوب: أي بديل تنصح به الشركة.

السؤال الرابع: تنوي شركة تجسيد مشروع بقيمة 1 مليون دج، ويتوقع أن تحصل الشركة على عائد من هذا الاستثمار يقدر بـ 14%، ونسبة الضريبة على الأرباح هي 40%، ومن اجل تنفيذ المشروع لجأت الشركة إلى مصادر التمويل التالية:

- ◆ سندات بقيمة 300000 دج، حيث يتم إصدار السندات بقيمة إسمية قدرها 2000 دج وبمعدل فائدة 5% وتاريخ استحقاق بعد 10 سنوات وبيعت السندات بقيمتها الإسمية.
- ◆ أسهم ممتازة بقيمة 200000 دج، حيث بلغت القيمة الإسمية للسهم 500 دج وبيع بنفس القيمة، مع توزيعات محددة للسهم بلغت 40 دج للسهم الواحد، وتكاليف إصدار قدرت بـ 3% من القيمة الإسمية للسهم.
- ◆ أسهم عادية بقيمة 500000 دج، حيث بلغت القيمة السوقية للسهم 400 دج، وقيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول من الإصدار قدرت بـ 8 دج، بمعدل نمو سنوي متوقع للتوزيعات 6% وتكلفة إصدار 2%.

المطلوب:

- ✓ حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل.
- ✓ حساب التكلفة المتوسطة المرجحة.
- ✓ بماذا تنصح الشركة.

الحل النموذجي للسلسلة الأولى

التمرين الأول:

حساب تكلفة الدين في حالة التسديد على دفعات شهرية:

لدينا:

$$K_i = \frac{2 \times t \times F}{P_0(n+1)} = \frac{2 \times 12 \times 200000}{200000(120+1)} = 19.83\%$$

حيث: P_0 قيمة الدين = 200000 د.ج، n عدد الدفعات = $10 \times 12 = 120$ دفعة، t عدد الأقساط في السنة = 12 قسط، F إجمالي الفائدة المستحقة على القرض = قيمة الدين * سعر الفائدة * عدد السنوات = $200000 \times 0.1 \times 10 = 200000$ د.ج

حساب تكلفة التمويل بعد الضريبة:

تكلفة التمويل بعد الضريبة = تكلفة الدين قبل الضريبة (1- معدل الضريبة)

$$= 19.83\% (1 - 0.4)$$

$$= 11.89\%$$

التمرين الثاني:

1- حساب تكلفة التمويل في حالة السند يباع بقيمته الإسمية

في هذه الحالة فإن معدل التكلفة قبل الضريبة سيكون مساويا لمعدل الفائدة الإسمي كون أن السندات تباع بقيمتها الاسمية، وعليه فإن معدل التكلفة مساو لـ 10%، ومع ذلك يتوجب طرح الوفورات الضريبية للوصول إلى معدل التكلفة الفعلي ويصبح لدينا:

$$\text{تكلفة السند الفعلية} = 10\% (1 - 0.4) = 6\%$$

2- حساب تكلفة التمويل في حالة السند يباع بقيمة 2850 د.ج

في هذه الحالة السند يباع بأقل من قيمته الإسمية، أي، أنه يباع بخصم إصدار وعليه يمكن إيجاد تكلفة التمويل من خلال العلاقة التالية:

$$k_i = \frac{I + \frac{D}{n}}{P + \frac{P_0}{2}} = \frac{300 + \frac{150}{15}}{3000 + \frac{2850}{2}} = 10.59\%$$

تكلفة السند بعد الضريبة = $10.59\% \times (1 - 0.4) = 6.35\%$

3- حساب تكلفة التمويل في حالة السند يباع بقيمة 3150 ج.

في هذه الحالة السند يباع باكثر من قيمته الاسمية، أي، أنه يباع بعلاوة إصدار وعليه يمكن إيجاد تكلفة التمويل من خلال العلاقة التالية:

$$k_i = \frac{I - \frac{A}{n}}{P + \frac{P_0}{2}} = \frac{300 - \frac{150}{15}}{3000 + \frac{3150}{2}} = 9.43\%$$

تكلفة السند بعد الضريبة = $9.43\% \times (1 - 0.4) = 5.65\%$

التمرين الثالث:

1- حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل

- حساب تكلفة السندات:

في هذه الحالة فإن معدل التكلفة قبل الضريبة سيكون مساويا لمعدل الفائدة الاسمي كون أن السندات تباع بقيمتها الاسمية، وعليه فإن معدل التكلفة يساوي 5%، ومع فرض معدل الضريبة هو 40% فإن تكلفة السند الفعلي تصبح:

تكلفة السند الفعلية = $5\% \times (1 - 0.4) = 3\%$

- حساب تكلفة الأسهم الممتازة:

يتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة من خلال العلاقة التالية:

$$K_p = \frac{D}{P_0(1 - Z)} = \frac{40}{500(1 - 0.03)} = 8.24\%$$

- حساب تكلفة الأسهم العادية:

يتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة من خلال العلاقة التالية:

$$K_e = \frac{D}{P_0(1 - Z)} + g = \frac{8}{400(1 - 0.02)} + 0.06 = 8.04\%$$

2- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة:

يتم حساب التكلفة المتوسطة المرجحة من خلال العلاقة التالية:

$$K_0 = \sum W_S * K_S$$

التكلفة المرجحة	الوزن النسبي	التكلفة	القيمة	مصدر التمويل
% 0.9	% 30	%3	300000	سندات
% 1.64	% 20	% 8.24	200000	أسهم ممتازة
% 4.02	% 50	% 8.04	500000	أسهم عادية
% 6.56			1000000	هيكل رأس المال

نصح المؤسسة بالقيام بالإستثمار لأن تكلفة الأموال (6.56%) أقل بكثير من معدل العائد المتوقع على الاستثمار (14%)

الحل النموذجي للسلسلة الثانية

التمرين الأول:

حساب القيمة الحقيقية للسهم:

لدينا ربحية السهم الواحد = $1000000/2000000 = 2$ دينار.

الأرباح الموزعة للسهم الواحد = $2 * 0.5 = 1$ دينار.

الحالة الأولى: حالة النمو الصفري

$$P_0 = \frac{D_t}{K_d} = \frac{1}{0.2} = 5 \text{ و.ن.}$$

الحالة الثانية: حالة النمو الثابت

$$P_0 = \frac{D_T}{K_d - g} = \frac{D_t(1 + g)}{K_d - g} = \frac{1(1 + 0.1)}{0.2 - 0.1} = 11 \text{ و.ن.}$$

الحالة الثالثة: حالة النمو المتغير

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1 + g_1)^t}{(1 + K_d)^t} + \left[\frac{D_n(1 + g_n)}{K_d - g_n} \right] \left[\frac{1}{(1 + K_d)^n} \right]$$

$$= \frac{1(1 + 0.2)^1}{(1 + 0.2)^1} + \frac{1(1 + 0.2)^2}{(1 + 0.2)^2} + \left[\frac{1.44(1 + 0.05)}{0.2 - 0.05} \right] \left[\frac{1}{(1 + 0.2)^2} \right] = 9 \text{ و.ن.}$$

التمرين الثاني:

حساب معدل العائد المطلوب إذا كان معدل نمو الأرباح 5%:

$$P_0 = \frac{D_t(1+g)}{K_d-g} \Rightarrow K_d = \frac{D_t(1+g)}{P_0} + g = \frac{4(1+0.05)}{100} + 0.05 = 9.2\%$$

حساب معدل العائد المطلوب إذا كان معدل نمو الأرباح 10%:

$$P_0 = \frac{D_t(1+g)}{K_d-g} \Rightarrow K_d = \frac{D_t(1+g)}{P_0} + g = \frac{4(1+0.1)}{100} + 0.1 = 14.4\%$$



حساب معدل العائد المطلوب إذا كان معدل نمو الأرباح 0

$$K_d = \frac{D_t}{P_0} = \frac{4}{100} = 4\%$$

التمرين الثالث:

حساب السعر المتوقع للسهم بعد سنة:

$$\widehat{P}_1 = P_0(1 + g)^1 = 200(1 + 0.1) = 220 \text{ و.ن.}$$

حساب العائد المطلوب على عائد الشركة:

$$K_d = \frac{D_t(1+g)}{P_0} + g = \frac{10(1+0.1)}{200} + 0.1 = 15.5\%$$

التمرين الرابع:

حساب معدل نمو الأرباح:

$$P_0 = \frac{D_t(1 + g)}{K_d - g} \Rightarrow 36 = \frac{2.4(1 + g)}{0.12 - g} \Rightarrow g = 5\%$$

القيمة المتوقعة للسهم بعد خمس سنوات:

$$\widehat{P}_5 = P_0 (1 + g)^5 = 36(1 + 0.05)^5 = 45.95$$



الحل النموذجي للسلسلة الثالثة

التمرين الأول

السياسة المعتدلة في التمويل: وفقا لهذه السياسة ينبغي تمويل الأصول الدائمة التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل، أما الأصول المؤقتة التي عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصيرة الأجل.

سياسة التمويل المتحفظة: وفقا لهذه السياسة فإن الإدارة المالية تسعى إلى تمويل جزء من الأصول المؤقتة بمصادر تمويل طويلة الأجل وهو ما يؤدي إلى تخفيض حجم الالتزامات في المدى القصير.

سياسة التمويل الجريئة: وفقا لهذه السياسة يتم تمويل جزء من الأصول الدائمة بمصادر تمويل قصيرة الأجل

الفرق بين السياسات التمويلية الثلاثة:

العائد	المعتدلة	المتحفظة	الجريئة
مقبول (معتدل)	منخفض	مرتفع	
منخفضة (معتدلة)	منخفض	مرتفع	
المخاطرة			

التمرين الثاني سياسة الائتمان التجاري يحكمها عاملين هما:

- ✓ الاستفادة من الخصم الممنوح وتسديد الالتزامات في المهلة المحددة في شروط الائتمان.
- ✓ الاستفادة من فترة الائتمان التجاري كاملة وعدم الاستفادة من الخصم النقدي.

التمرين الثالث

العبارة الأولى (خطأ)

التصحيح: الخصم النقدي هو الخصم الذي يستفيد منه المدين إذا قام بالوفاء قبل تاريخ الاستحقاق.

العبارة الثانية (خطأ)

التصحيح: - قيمة السهم حسب العائد.

- القيمة السوقية عبارة عن سعر السهم في سوق الأوراق المالية ويخضع لقوى العرض والطلب .

العبارة الثالثة (خطأ)

التصحيح: عند إصدار السند بعلاوة إصدار فإن سعر الفائدة يكون أقل من سعر الفائدة في السندات العادية.

العبارة الرابعة (خطأ)

التصحيح: كلما كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل الفائدة الإسمي فإن القيمة الحالية للسند تكون أكبر من القيمة الإسمية للسند.

التمرين الرابع:

❖ حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل

✚ تكلفة السندات:

$$k_i = \frac{I + D/n}{P + P_0/2} = \frac{90 + 50/20}{1000 + 950/2} = 0.094 = 9.4\%$$

تكلفة السند بعد الضريبة = $9.4\% \times (1 - 0.2) = 7.58\%$

✚ تكلفة الأسهم الممتازة:

$$k_p = \frac{D_p}{P_0(1 - Z)} = \frac{19}{200(1 - 0.01)} = 0.095 = 5.59\%$$

✚ تكلفة الأسهم العادية:

$$k_e = \frac{D}{P_0(1 - Z)} + g = \frac{84}{1200(1 - 0.05)} + 0.07 = 0.1436 = 14.36\%$$

❖ حساب التكلفة المتوسطة المرجحة:

$$k_0 = \sum W_s \cdot K_s$$

مصادر التمويل	القيمة	التكلفة	الوزن النسبي	التكلفة المرجحة
سندات	200000	7.58%	10%	0.758%



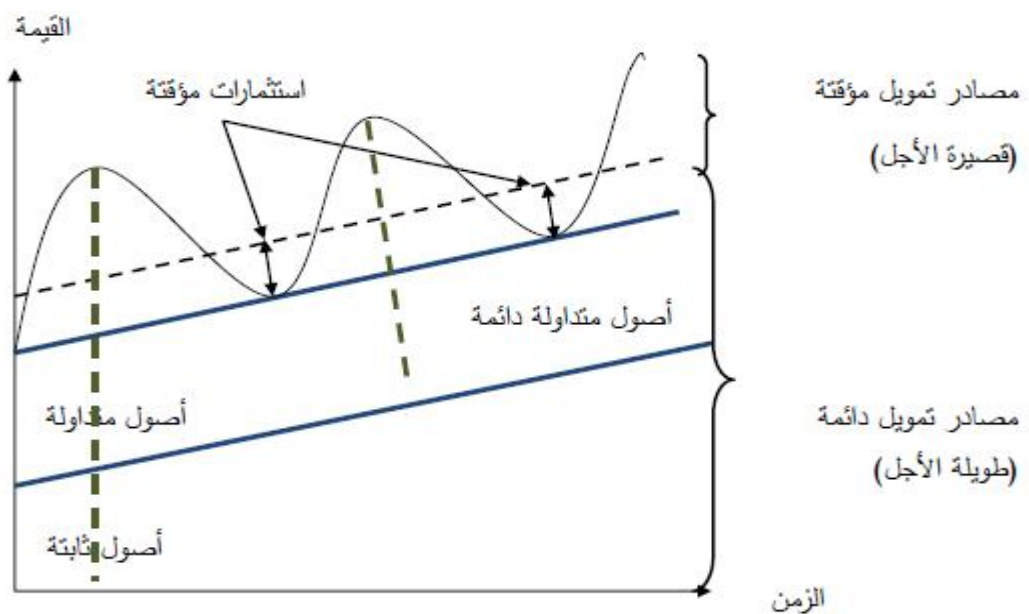
%1.42	%15	%9.59	300000	أسهم ممتازة
%10.77	%75	%14.36	1500000	أسهم عادية
%12.94	%100	/	2000000	هيكل رأس المال

بما أن تكلفة التمويل (12.94%) أكبر من معدل العائد على الاستثمار (12%) فإننا ننصح هذا المستثمر بعدم الاستثمار وتغيير هيكل التمويل.

الحل النموذجي للسلسلة الرابعة

الجواب الأول:

ان المبدأ الذي تقوم عليه سياسة التمويل المعتدلة (مبدأ التغطية) نادر الحدوث. فقد تكون ادارة المؤسسة من النوع المحافظ، ومن ثم فقد تذهب في الاعتماد على مصادر التمويل طويلة الأجل إلى حد استخدامها في تمويل جزء من الأصول المؤقتة، في محاولة لتخفيض مخاطر العسر المالي رغم ما لذلك من أثر عكسي على العائد، ويوضح الشكل رقم (1) تطبيقا لهذه السياسة، حيث توضح المساحة بين الخط المتقطع وبين الخط المائل الذي يليه، حجم الأصول المؤقتة التي يتم تمويلها من مصادر طويلة الأجل.



الجواب الثاني:

± قيمة الاصدار: قيمة الاصدار قد تأخذ أحد الأشكال التالية:

⇐ اصدار السند بنفس القيمة الاسمية وعليه: قيمة الاصدار = القيمة الاسمية

⇐ اصدار السند بأعلى من القيمة الاسمية وعليه: قيمة الاصدار = القيمة الاسمية

بعلاوة الاصدار

⇐ اصدار السند بأقل من القيمة الاسمية قيمة الاصدار = القيمة الاسمية مع خصم

الاصدار

اصدار السندات بخصم اصدار: هي تلك السندات التي يدفع المكتتب فيها قيمة أقل من قيمتها الاسمية للحصول عليها وقت اصدارها، أي أنها تصدر بأقل من قيمتها الاسمية للحصول عليها، وفي هذه الحالة سعر

الفائدة أكبر من سعر الفائدة في السندات العادية، ولكن استرداد قيمة السند فانه يسترد كامل القيمة الاسمية للسند.

اصدار السندات بعلاوة اصدار: تصدر السندات بقيمة اسمية أقل من القيمة الحقيقية التي يدفعها المكتتب وفي المقابل يحصل على معدل فائدة أقل من السندات العادية.

الجواب الثالث:

حساب تكلفة البديل الأول:

- حساب قيمة الفائدة التي تدفعها المؤسسة:

$$I = 0.16 * 1600000 = 256000.A$$

- حساب معدل الفائدة الفعلي (تكلفة التمويل) عند دفع الفائدة في نهاية السنة:

$$AR = \frac{I}{L} = \frac{256000}{1600000} = 0.16 = 16\%$$

حساب تكلفة البديل الثاني:

$$I = 0.15 * 1600000 = 240000$$

قيمة الرصيد التعويضي = $1600000 * 0.20 = 320000$ دج

$$L = 1600000 - 320000 = 1280000$$

$$AR = \frac{I}{L} = \frac{240000}{1280000} = 18.75\%$$

حساب تكلفة البديل الثالث:

$$I = 0.13 * 1600000 = 208000$$

قيمة الرصيد التعويضي = $1600000 * 0.15 = 240000$ دج

$$L = 1600000 - 240000 - 208000 = 1152000$$

$$AR = \frac{I}{L} = \frac{208000}{1152000} = 18.05\%$$

البديل الأول هو الأفضل بالنسبة للشركة لأنه الأقل تكلفة من ناحية التمويل.

الجواب الرابع:

حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل

- حساب تكلفة السندات: في هذه الحالة فإن معدل التكلفة قبل الضريبة سيكون مساويا لمعدل الفائدة الإسي كون أن السندات تباع بقيمتها الاسمية، وعليه فإن معدل التكلفة يساوي 5%، ومع فرض معدل الضريبة هو 40% فإن تكلفة السند الفعلي تصبح:

$$\text{تكلفة السند الفعلية} = 5\% (1 - 0.4) = 3\%$$

- حساب تكلفة الأسهم الممتازة:

يتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة من خلال العلاقة التالية:

$$K_p = \frac{D}{P_0(1 - Z)} = \frac{40}{500(1 - 0.03)} = 8.24\%$$

- حساب تكلفة الأسهم العادية:

يتم حساب تكلفة الأسهم الممتازة من خلال العلاقة التالية:

$$K_e = \frac{D}{P_0(1 - Z)} + g = \frac{8}{400(1 - 0.02)} + 0.06 = 8.04\%$$

- 3- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة: يتم حساب التكلفة المتوسطة المرجحة من خلال العلاقة التالية:

$$K_0 = \sum W_S * K_S$$

مصدر التمويل	القيمة	التكلفة	الوزن النسبي	التكلفة المرجحة
سندات	300000	3%	30%	0.9%
أسهم ممتازة	200000	8.24%	20%	1.64%
أسهم عادية	500000	8.04%	50%	4.02%
هيكل رأس المال	1000000			6.56%

نصح المؤسسة بالقيام بالإستثمار لأن تكلفة الأموال (6.56%) أقل بكثير من معدل العائد المتوقع على الإستثمار (14%).

قائمة المراجع:

الكتب:

- إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي (الإدارة المالية)، ط1، دار وائل للنشر، الأردن، 2006.
- نور الدين خبابة، الإدارة المالية، ط1، دار النهضة العربية، لبنان، 1997.
- سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار. التمويل. التحليل المالي، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006
- عبد الغفار حنفي، مدخل اتخاذ القرارات- الادارة المالية-، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2006.
- أحمد العلي، الإدارة المالية للشركات، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2020.
- منصور حمادة فريد: مقدمة في اقتصاديات النقل ، مركز الإسكندرية لكتابة ، الإسكندرية، 1998
- محمد عبد العزيز عجمية وآخرون: التنمية الاقتصادية بين النظرية والتطبيق، النظريات والإستراتيجيات والتمويل، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
- عبير الصفدي طوال: التأجير التمويلي مستقبل صناعة التمويل، دار المناهج للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- سمير محمد عيد العزيز: التأجير التمويلي و مداخله المالية المحاسبية الاقتصادية التشريعية التطبيقية، ط1، مكتبة و مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- عبد القادر محمد أحمد عبد الله، خالد بن عبد العزيز السهلاوي، الإدارة المالية، الطبعة الخامسة، مطابع السروات، السعودية، 2017.
- غذوان علي، مبادئ الإدارة المالية، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2020.
- منير ابراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة الرابعة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، مصر، 1999.
- مليكاوي مولود، إستراتيجيات التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار هومة، الجزائر، 2019.
- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية تقييم الاسهم والسندات، دار علي بن زيد، الطبعة الأولى، بسكرة، الجزائر، 2019
- عبد الكريم قندوز، محاضرات إدارة مالية 2، جامعة الملك فيصل، السعودية.

- محمد أيمن عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، جامعة الملك فهد للبترول ، السعودية، 1993.
- محمد صالح الحناوي، إبراهيم اسماعيل سلطان، الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، مصر، 2009.
- مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة والتحليل المالي، ط2، مكتبة المجتمع العربي، الأردن، 2009.
- هيثم محمد الزعبي، الإدارة والتحليل المالي، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2000.
- محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، دار إثرا للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- عدنان نادية النعيمي، ياسين كاسب خرشة، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2007.
- محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، الغدارة المالية والتحليل المالي لمشروعات الأعمال، الدار الجامعية ، مصر، 2005.
- اقتصاديات الاستثمار. التمويل. التحليل المالي، مركز الاسكندرية للكتاب، مصر، 2006.
- فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية، إطار نظري ومحتوى علمي، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2013.

المجلات العلمية:

- محمود حمام، أميرة دباش، أثر قائمة التدفقات النقدية على اتخاذ القرارات المالية، مجلة البحوث الاقتصادية، جامعة أم البواقي، الجزائر، العدد الرابع، 2015.
- هنادي عبد المنعم، أحمد الأحمر، أثر مكونات هيكل رأس المال في القرارات التمويلية والاستثمارية بقطاع التأمين السوداني، مجلة علمية محكمة تصدر عن الأكاديمية الأمريكية العربية للعلوم والتكنولوجيا، جامعة القسم، المملكة العربية السعودية، العدد الثامن والعشرون، 2018.
- بودالي مخطار: "تقييم سوق الإيجار التمويلي في الجزائر للفترة 2007-2013"، مجلة البشائر الاقتصادية، العدد الثالث، مارس 2016، المركز الجامعي لغليزان، الجزائر، 2016.
- عدنان غانم: "التأجير التمويلي و دوره في تفعيل مشروعات النقل للسكك الحديدية"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 27، العدد الثالث، 2011.

الملتقيات:

- زغيب مليكة، بوجفادة إلیاس، دراسة صنع قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية، الملتقى الدولي لصنع القرار في المؤسسة الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة المسيلة، يومي 14-15/04/2009.

- نور الدين عاد و آخرون: الاعتماد الايجاري في البنوك الجزائرية و ارتباطه بالمعايير الشرعية ، الملتقى الدولي حول تحديات تمويل الاستثمار في بيئة الأعمال المعاصرة -رؤية إسلامية -، كلية العلوم التجارية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة العربي التبسي، تبسة، الجزائر، يومي 12/13-11-2019

الرسائل والأطروحات:

- حامد أحمد محمود المحادين، أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2010.

- مخلخل زوينة، مساهمة نظام المعلومات المحاسبية في اتخاذ القرارات التمويلية الاقتصادية، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم التجارية، جامعة بسكرة، 2019.

- زغود تبر، محددات سياسة التمويل للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة ورقلة، 2009.

- طالبی خالد: دور القرض الإيجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2010-2011.

- بن عزة هشام: دور القرض الايجاري في تمويل المؤسسات الصغيرة و المتوسطة، رسالة لنيل شهادة ماجستير في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة وهران، الجزائر، 2011-2012.

- شيماء شاكر محمد المياح، قياس متطلبات التمويل ودورها في تحسين القيمة السوقية للمصرف، رسالة ماجستير، جامعة كربلاء العراق، 2019.

- محمد بشوشة، تأثير السياسات التمويلية على أمثلية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية الجزائرية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، الجزائر، 2015/2016.

- حامد أحمد محمود المحادين، أثر المزيج التمويلي في القيمة السوقية لشركات التأمين الأردنية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الأوسط، الأردن، 2010.