

أملية مبادئ التمويل

لطلاب السنة الثانية كلية السياحة جذع مشترك

تم الاعتماد في الأملية على:

كتاب تمويل المشروعات الصغيرة المؤلف من قبل الدكتور طارق الخير والدكتورة ريم

رمضان

بالإضافة الى كتاب الإدارة المالية المؤلف من قبل الدكتور غذوان علي والدكتور

أحمد خضر

مفهوم التمويل:

من اجل القيام بنشاطها واستمراره كما يجب تقوم المؤسسات بتوفير الأموال اللازمة التي تمكنها من توفير مستلزمات النشاط الضرورية، ولأجل ضمان ذلك تقوم بمجموعة من العمليات والأنشطة التي توفر لها الأموال المناسبة وذلك من خلال إتباع طرق وأساليب مختلفة هذه الأمور تتدرج ضمن عملية التمويل، ويجب الحرص على اختيار الأفضل وذلك بالنظر لأهمية هذا العامل من جهة ومن جهة أخرى التعقيدات والتقلبات الذي يعرفها المحيط المالي.

فيمكن اعتبار التمويل مختلف العمليات التي تمكن المؤسسة من الحصول على الأموال اللازمة لتمويل نشاطها سواء كان من مصادر داخلية عن طريق التمويل الذاتي أو مصادر خارجية عن طريق الاقتراض، وحسب dougallet بأنه الفعالية المتعلقة بتخطيط و تجهيز الأموال ورقابتها و إدارتها في المنشأة.

كما يمكن أن يكون التمويل قصير الأجل أو طويل الأجل. وهناك مسألتين هامتين تشغلان بال الإدارة بشأن التمويل قصير الأجل وهما:

- المسألة الأولى: تتعلق بالمدى الذي يمكن أن تذهب إليه المنشأة في الاعتماد على هذا النوع من التمويل.

- المسألة الثانية: تتعلق بكيفية المفاضلة بين المصادر المتاحة من التمويل القصير الأجل.

و مهما تنوعت المشروعات فإنها تحتاج إلى التمويل لكي تنمو و تواصل حياتها, حيث يعتبر التمويل بمثابة الدم الجاري للمشروع, ومن هنا نستطيع القول أن التمويل له دور فعال في تحقيق سياسة البلاد التنموية و ذلك عن طريق :

1 - توفير رؤوس الأموال اللازمة لإنجاز المشاريع التي يترتب عليها :

- توفير مناصب شغل جديدة تؤدي على القضاء على البطالة.
 - تحقيق التنمية الاقتصادية للبلاد .
 - تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة .
- 2 - تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن, العمل ...)

3- كما يعمل التمويل على ضمان إمداد المؤسسة بالأموال اللازمة لاستمرارية نشاطها. ونظرا للأهمية الكبيرة التي يكتسيها التمويل حيث انه يوفر الأموال اللازمة لاستمرارية نشاط المؤسسة، فيجب على هذه الأخيرة العمل على توفير هذه الأموال بشكل مستمر وهذا ما يمكن الحصول عليه من خلال عدة بدائل متاحة أمامها.

III - بدائل التمويل (مصادر التمويل):

تعتبر بدائل التمويل عن مجموعة من الخيارات وطرق التمويل التي يمكن أن تؤدي إلى توفير الاحتياجات المالية للمؤسسة، حيث تواجه المؤسسات عند قيامها بعملية التمويل عدة بدائل يتطلب الأمر المفاضلة فيما بينها بالاعتماد على مجموعة من العناصر، والتي يجب أخذها بعين الاعتبار عندما تكون بصدد المفاضلة بين بدائل التمويل ومنها ما يلي:

- 1- التكلفة: يركز المدير المالي اهتمامه على تدنية تكلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن والتي يعبر عنها بمعدل الفائدة السنوي المدفوع لقاء الحصول على التمويل، أي أنه يهتم باختيار المصدر الأقل تكلفة بالمقارنة بالبدائل الأخرى، مع عدم إغفال العوامل المؤثرة الأخرى.

2- أثر المصدر على نسبة المديونية: قد يترتب على استخدام بعض المصادر التأثير على مستوى المديونية للشركة بالمقارنة بالمصادر الأخرى، فتجاوز المديونية لمستوى معين، يؤثر على مقدرة الشركة في الحصول على أموال إضافية ويرفع من تكلفة هذه الأموال.

3- مدى الوثوق والاعتماد على المصدر في توفير احتياجات الشركة: حيث تختلف هذه المصادر من حيث إمكانية الاعتماد عليها في الحصول على الأموال عند الحاجة إليها وفي الوقت المناسب.

4- القيود المفروضة على استخدام المصدر: قد يكون لبعض المقرضين المقدرة على فرض قيود على الشركة أكثر من غيرهم، فقد تكون هذه القيود في شكل وضع حد أقصى على ما يتم توزيعه من أرباح، وعلى المكافآت، والإنفاق الرأسمالي.

5- المرونة: فقد تكون بعض المصادر أكثر مرونة من غيرها، بحيث يمكن للشركة أن تحصل على أو تسدد جزء من ديونها.

فهذه أهم العوامل التي يمكن أخذها بعين الاعتبار عندما نكون بصدد المفاضلة بين بدائل التمويل، حيث تواجه المؤسسة عدة بدائل وقد وسعت العولمة المالية من تلك الخيارات ومن بين تلك البدائل ما هي ذات مصادر داخلية كزيادة رأس المال والتمويل الذاتي، وما هي من مصادر خارجية كالقروض بمختلف أنواعها.

1- مصادر التمويل الداخلي:

نقصد بالتمويل الداخلي للمؤسسة مجموعة الموارد التي يمكن للمؤسسة الحصول عليها بطريقة ذاتية دون اللجوء إلى الخارج، أي مصدرها ناتج عن النشاط التشغيلي للمؤسسة، و تتمثل أساسا في التمويل الذاتي .

التمويل الذاتي :

يعرف التمويل الذاتي على أنه إمكانية المؤسسة لتمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها, و هذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة المالية, هذه النتيجة يضاف إليها عنصرين هامين يعتبران موردا داخليا للمؤسسة وهما الإهلاكات و المؤونات .

إن مبلغ النتيجة الصافية المحصل عليها في نهاية الدورة المالية و التي تكون أحد عناصر التدفق النقدي الصافي ليست نهائية أو تحت تصرف المؤسسة النهائي لأنها سوف توزع على الشركاء, ولهذا فالمقدار الذي تستطيع المؤسسة أن تتصرف فيه فعلا بعد نهاية الدورة يتكون من قيمة النتيجة الصافية الغير موزعة, إضافة إلى الإهلاكات و المؤونات , إذن فهذه القيمة تعبر عن قدرة المؤسسة على تمويل نفسها بنفسها.

التدفق النقدي الصافي = الأرباح + الإحتياطات + مخصصات الإهلاكات + مخصصات المؤونات.

قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية قبل توزيع الأرباح + مخصصات الإهلاك + مؤونات ذات طابع احتياطي.

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي - الأرباح المحتجزة

❖ مصادر التمويل الذاتي : تتمثل في الأرباح المحتجزة - الإهلاكات - المؤونات .

أولاً: الأرباح المحتجزة :

هي عبارة عن ذلك الجزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها (خلال السنة الجارية أو السنوات السابقة) ولم يدفع في شكل توزيعات و الذي يظهر في الميزانية العمومية للشركة ضمن عناصر حقوق الملكية, فبدلا من توزيع كل الفائض المحقق على المساهمين, قد تقوم الشركة بتخصيص جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة يطلق عليها اسم " احتياطي " بغرض تحقيق هدف معين مثل :احتياطي إعادة سداد القروض ,أو إحلال و تجديد الآلات ... وتتمثل عناصر الأرباح المحتجزة فيما يلي:"ملاحظة بعض الادبيات المالية تفصل بين الأرباح المحتجزة والاحتياطيات"

1-الإحتياط القانوني :

وهو الحد الأدنى من الإحتياطي الذي لابد للشركة من تكوينه (و حدده القانون % 5 من صافي الأرباح على أن لا يتعدى %10 من رأس مال الشركة)"يختلف هذا من بلد لآخر ويختلف باختلاف ظروف البلد ذاته" و يستخدم في تغطية خسائر الشركة و في زيادة رأس المال .

2-الإحتياط النظامي :

يتم تكوين هذا الإحتياطي طبقا للنظام الأساسي للشركة ,حيث يشترط هذا الأخير وجوب تخصيص نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة, وهو غير إجباري.

3- الإحتياطيات الأخرى :ينص قانون الشركات على أنه يجوز للجمعية العامة بعد تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية, أن تقوم بتكوين إحتياطيات أخرى , وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة .أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين .

4-الأرباح المرحّلة :

و نقصد بها المبلغ المتبقي بعد عملية توزيع الأرباح السنوية و الذي يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى السنة التالية, و يستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة أي إنخفاض في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات مناسبة على حملة الأسهم.

ثانياً: الإهلاك : يعرف الإهلاك على أنه طريقة لتجديد الإستثمارات , أي أن الهدف من حساب الإهلاكات هو ضمان تجديد الإستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي , كما يعرف على أنه التسجيل المحاسبي للخسارة التي تتعرض لها الإستثمارات التي تتدهور قيمتها مع الزمن بهدف إظهارها في الميزانية بقيمتها الصافية.

و يلعب الإهلاك في المؤسسة دورا اقتصاديا يتمثل في إهلاك متتالي للاستثمارات , و دورا ماليا يتمثل في عملية إعادة تكوين الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة بهدف إعادة تجديدها في نهاية حياتها الإنتاجية, حيث يتم حجز المبالغ السنوية, لذلك تبقى تحت تصرف المؤسسة كتمويل ذاتي إلى يوم صرفها .

3 -المؤونات : تعرف المؤونة على أنها إنخفاض من نتيجة الدورة المالية و مخصصة لمواجهة الأعباء و الخسائر المحتملة الوقوع أو الأكيدة الحصول . كما تعرف على أنها إنخفاض غير عادي في قيمة الأصول و على المؤسسة أن تسعى لتفادي الإنخفاض .

كتكوين مؤونات تدهور قيم المخزون و مؤونات الأعباء و الخسائر , سواء كانت النتيجة إيجابية أم سلبية حفاظا على صدق الميزانية ,و تكوين هذه المؤونات يتقيد بعدة شروط منها :

-أن تكون أسباب إنخفاض قيمة الأصل المعني قد نشأت خلال نفس السنة.

- أن يكون وقوع هذا النقص محتملا .

- أن يكون تقدير هذا النقص موضوعي .

و يمكن طرح السؤال التالي :متى و كيف تدخل هذه المؤونات في حساب التمويل الذاتي ؟

من خلال معرفتنا كون هذه المؤونات خاصة بالأعباء و الخسائر المحتملة, فقد تقع هذه الخسائر بالفعل خلال دورة الإستغلال, ومن هنا تواجه المؤسسة هذه الخسائر, ومن جهة أخرى قد لا تقع هذه الخسائر المحتملة و عليه تبقى هذه الأموال تحت تصرف المؤسسة, و بالتالي في نهاية الدورة المالية تنتقل إلى الإحتياطات و هذا بعد طرح نسبة الضريبة منها و تبقى لدى المؤسسة حيث تدخل ضمن التمويل الذاتي لها .

❖ مصادر التمويل الخارجية: بالإضافة إلى مصادر التمويل الداخلية الناتجة عن القدرة التمويلية الحاصلة عن نشاط المؤسسة تجد إمكانيات وخيارا خارجية تمكنها من سد فجوة التمويل ويمكن إبراز هذه البدائل فيما يلي:

1- الائتمان التجاري: عندما تشتري الشركة (المشتري) بضاعة أو مواد أولية وخامات من شركة أخرى (المورد) فإنها لا تضطر إلى دفع ثمن هذه المشتريات نقدا، وخلال هذه الفترة وحتى تاريخ دفع قيمة هذه البضاعة فإن المشتري (الشركة تصبح مدينة للمورد، وتدون قيمة هذه البضاعة، فإن البضاعة بقائمة المركز المالي للشركة، تحت حساب الموردون أو حسابات أوراق الدفع بجانب الخصوم، بينما تظهر قيمة هذه البضاعة بقائمة المركز المالي للشركة الموردة تحت حساب الذمم بجانب الأصول، ويشكل هذا ما يسمى بالتمويل القصير الأجل في شكل ائتمان تجاري بسبب وجود فترة بين تاريخ استلام البضاعة ودفع الثمن.

يمكن تعريف الائتمان التجاري بأنه نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المنشأة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتاجر فيها أو تستخدمها في العملية الصناعية، وتعتمد المنشآت على هذا المصدر في التمويل بدرجة أكبر من اعتمادها على الائتمان المصرفي وغيره من المصادر الأخرى قصيرة الأجل.

2- الائتمان المصرفي: يقصد بالائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المنشأة من البنوك، ويأتي هذا النوع من الائتمان في المرتبة الثانية بعد الائتمان التجاري، وذلك من حيث درجة اعتماد المنشأة عليه كمصدر للتمويل قصير الأجل، ويتميز الائتمان المصرفي بأنه أقل تكلفة

من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المنشأة من الاستفادة من الخصم، كما يعتبر مصدرا مقبولا لتمويل الأصول الدائمة في المنشآت التي تعاني من صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر طويلة الأجل، يضاف إلى ذلك أنه أكثر مرونة من الائتمان التجاري، إذ يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة.

وعادة ما تضع البنوك شروطا للائتمان المصرفي تجعله صعب المنال (غير متاح) للمنشآت صغيرة الحجم، والمنشآت التي هي في بداية عهدها بالنشاط الذي تتعامل فيه، والمؤسسات التي لا تتميز بمركز مالي قوي، فقد تطلب البنوك من مثل هذه المنشآت تقديم ضمانات كما قد تطلب توقيع طرف ثالث كضمان للتعاقد، أو تطلب سداد الفوائد مقدما أو سداد قيمة القرض على دفعات.

أشكال الائتمان المصرفي

تمنح القروض المصرفية لفترة لا تتجاوز العام، وقد تكون في شكل خط ائتمان أو ترتيبات خاصة بقرض واحد، والحالة الخاصة بخط الائتمان تعرف باتفاق لتدوير القرض بذلك قد يمتد مثل هذا النوع من الائتمان لمدة تتجاوز العام.

1. خط الائتمان: هو اتفاق بين المقرض والبنك، يتم بموجبه تحديد الحد الأقصى للائتمان الذي يمنح خلال أي فترة زمنية وفقا لهذه الترتيبات، فإن البنك ليس ملزما قانونا بتوفير هذا الحد الأقصى للائتمان المنفق عليه.

عادة ما يتم الاتفاق على خط الائتمان لمدة عام، بذلك يعاد النظر في هذا النوع من الائتمان سنويا، ويتم تعديله على ضوء التغيير في ظروف المقرض.

يستخدم خط الائتمان عادة في حالة الاقتراض الموسمي، وفقا لما يظهر من الميزانية النقدية للشركة من عجز يمكن تقدير الحد الأقصى للمبالغ التي يمكن اقتراضها، وهو ما يشكل الأساس في الترتيبات الخاصة بخط الائتمان.

II. تدوير الائتمان: يعتبر تدوير الائتمان الشكل الرسمي لخط الائتمان حيث يتم الاقتراض مقابل أوراق القبض أو المخزون وبذلك تعتبر هذه الأصول بمثابة ضمان للقرض، وعادة ما تغطي هذه الترتيبات فترة تتجاوز العام، وبذلك يلتزم البنك بتوفير الائتمان للشركة في ظل بعض القيود، ومع ذلك نجد أن مستوى مديونية الشركة للبنك تتقلب وفقا لحاجتها الائتمانية.

3- الأوراق التجارية: تستطيع الشركات القوية أن تحصل على التمويل القصير الأجل مقابل إصدار سندات قصيرة الأجل، لا تتجاوز مدة محددة.

تباع هذه السندات بواسطة الوسطاء، تعرف باسم بيوت التعامل في الأوراق التجارية، أو قد تباع مباشرة إلى المستثمرين، تعتبر شركات التمويل المصدر الرئيسي لهذه الأوراق وتبيع بنفسها أكثر من ثلاثة أرباع هذه الأوراق، أما الشركات غير المالية، فإنها تباع هذه الأوراق عن طريق الوسطاء حيث يحصلون على نسبة معينة مقابل خدمات التسويق، وتباع الأوراق التجارية بخصم من القيمة الاسمية مقابل ذلك لا تحمل أي معدل فائدة اسمي.

4- ديون من الموردين

قد يمنح الموردون ديونا للمستثمرين بالإضافة إلى الائتمان التجاري، فقد يزود موزع الكوكاكولا الفندق بثلاجة كبيرة، طالما أن هذا الأخير يستمر في شراء نفس العلامة، رغم أن الفندق لم يحصل على نقدية، ولكن هذه الوسيلة توفر على الفندق استخدام نقدية لشراء الثلاجة.

5- القروض بضمان

هي قروض مضمونة بضمان أحد الأصول ويسمى التمويل بضمان الأصل، فهي لضمان سداد الالتزام، فإذا لم يستطع المقترض الوفاء بالالتزام فإنه من حق المقرض الحجز على الأصل الضامن، فإذا كانت القيمة البيعية للأصول الضامنة أكبر من الالتزامات للقروض المضمونة، فإن الفائض يوجه إلى سداد القروض غير المضمونة قبل دفع أي أموال إلى الأملاك.

إذا كانت الأصول المرهونة لا تكفي للوفاء بالالتزامات نحو الدائنين أصحاب القروض المضمونة، فإن هؤلاء الدائنين يشتركون مع الدائنين العاديين في تصفية الأصول الأخرى للحصول على باقي مستحقاتهم.

أ- القروض بضمان الذمم وأوراق القبض

يمكن استخدام الذمم وأوراق القبض كضمان للقروض قصيرة الأجل سواء عن طريق الرهن أو الخصم، ففي ظل نظام الرهن يعتبر المقرض مالكا لأوراق القبض، بينما في نظام الخصم تنتقل ملكية هذه الأوراق إلى بيوت الخصم، أو المؤسسات المالية.

1. رهن أوراق القبض: قد ترهن المنظمة المقرضة كل أو جزء من حسابات الذمم إلى المقرض. فقد يضمن القرض مجموع الذمم وأوراق القبض.

إذا لم يتم دفع حسابات الذمم المرهونة، فإن المقرض يتحمل الخسارة، فقد تقضي إجراءات الاقتراض إلى تحديد حد معين للقرض بحيث يساوي نسبة معينة من مجموع الذمم.

تدور المفاوضات بين المقرض والمقرض على نسبة المبالغ التي يحصل عليها المقرض مقدما مقارنة بحجم الذمم المقدمة كرهن وعلى معدل الفائدة وأية أعباء مالية أخرى.

لتحديد المبالغ التي تمنح مقدما للمقرض برهن حسابات الذمم، يقدر المقرض مدى الانخفاض في حسابات الذمم المقدمة كرهن للقرض، فأى تقصير أو توقف في سداد أي من حسابات الذمم أو أي مردودات للبضاعة المباعة على الحساب، أو تخفيض في الأسعار بسبب انخفاض مستوى الجودة يؤدي بالتبعية إلى تخفيض حسابات الذمم، وعلى المقرض أن يدرس هذه الحسابات سواء مع المقرض أو مع المكاتب المختصة في هذا النوع من الائتمان، ويدرس أيضا أعمار هذه الحسابات، وما تم في الماضي سواء بالنسبة للديون المعدومة أو المردودات والمسموحات.

II. خصم أو بيع الذمم وأوراق القبض: في ظل هذا النظام يتم بيع أوراق القبض ويتحمل بيت الخصم الأخطار المترتبة عن ذلك، نتيجة عدم إمكانية تحصيل أي من هذه الحسابات.

ففي حالة رهن الشركة لمثل هذه الأوراق، فإنها تظهر بقائمة المركز المالي كأصل/ مع تدوين ملاحظة بأن هناك جزء مرهونا تحت حساب قرض معين، بينما في حالة الخصم فإن أي من الأوراق التي تم خصمها (بيعها)، لا تظهر بقائمة المركز المالي.

يتم الاتفاق عادة مع بيت الخصم لمدة عام ويجدد سنويا، ويتم هذا النوع على المبيعات الآجلة، ويذكر البائع على الفاتورة أنها مبيعة إلى بيت الخصم، ويتم دفع أي مدفوعات مباشرة إلى بيت الخصم ويرسل منها عدة صور إلى بيت الخصم، ويرسل الأصل إلى العميل.

III. التزامات بيت الخصم: وفقا للاتفاق بين بائع أوراق القبض وبيت الخصم يقوم هذا الأخير بمنح الائتمان وتحصيل حسابات البائع.

- يمسك الحسابات ويتحمل أي خسارة نتيجة الديون المعدومة التي قد تحدث.

- يدفع بيت الخصم في تاريخ استحقاق الفاتورة المبلغ كاملا سواء تم تحصيل القيمة أم لا.

يمكن لبائع أوراق القبض والذمم أن يسحب من بيت الخصم من حساب الذمم المشتراة، وحتى تاريخ الاستحقاق، مما يعني أن البائع يحصل على قرض من بيت الخصم.

ب- التمويل بضمان المخزون:

يعني هذا النوع الحصول على التمويل برهن كل أو جزء من المخزون لصالح المقرض، وبذلك يحدد المقرض نسبة الأموال التي يقرضها بالمقارنة بالمخزون سواء بالنسبة للتكلفة أو القيمة السوقية وتكلفة هذه الأموال.

يطلب المقرض هامش أمان للحماية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للبضاعة موضع الرهن، وكذلك لتغطية أي تكلفة يتحملها إذا ما تقرر بيع هذه البضاعة،

ويجب على العميل أن يأخذ في حسابه أولا المقدرة الافتراضية للمقرض، فالمقرض إذا لم يستطع سداد القرض في الظروف الطبيعية لا يتوقع له أن يحصل على قروض أخرى.

توجد طريقتين أساسيتين لاستخدام المخزون كضمان للقرض وهما:

1- قد يحتفظ المقرض بملكية المخزون.

2- أن يوضع المخزون تحت إدارة طرف ثالث.

وبصفة عامة يتوقف القرار النهائي على المقرض لهذه الأموال.

تتمثل التكلفة في النفقات الخاصة بمراقبة المخزون والتحقق من تطابقه مع الاتفاق، فكلما استغرق ذلك وقتا كلما زادت التكلفة.

نظرا لزيادة مثل هذه التكلفة فإن الشركات تتردد في وضع المخزون كضمان للقرض إلا إذا كان ذلك الاتفاق يستمر لفترة طويلة نسبيا.

6- الأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية أموال الملكية في المشروع حيث يتكون رأس مال الشركة المساهمة من عدة حصص متساوية تسمى بالأسهم، وتمثل الأسهم العادية المصدر الرئيسي للتمويل الدائم للمشروع خاصة في حالة الشركات التي تكون في أول مراحل التشغيل.

ويرجع ذلك إلى أن إصدار الأسهم لا يترتب عليه التزام المشروع بدفع عائد ثابت لحملة الأسهم (كما هو الحال بالنسبة لأنواع التمويل الطويل الأجل الأخرى).

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

أما القيمة الدفترية فتتمثل في القيمة الاسمية مضافا إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة. (حقوق الملكية / عدد الأسهم)

وتتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.

ويدرك المتعاملون في سوق رأس المال أنه لا القيمة الاسمية ولا القيمة الدفترية تمثل التقييم الحقيقي للسهم، ذلك أن القيمة الحقيقية للسهم العادي هي قيمته السوقية، التي تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده نتيجة لامتلاكه، أي تتوقف على الأرباح الرأسمالية والتوزيعات التي يتوقع أن يجنيها المستثمر.

التمويل عن طريق الأسهم العادية:

يترتب على استخدام الأسهم العادية في التمويل جملة من الحقوق والالتزامات وهي:

1- من الناحية الإيجابية تتمتع حقوق الملكية بالحصول على الأرباح المتوقعة مع حق الرقابة على الشركة.

2- الجانب السلبي لحقوق الملكية تتمثل في تحمل الخسائر المحتملة، بالإضافة إلى الالتزامات القانونية نحو الغير وفقا للشكل القانوني للمشروع.

3- من ناحية تقسيم الدخل والرقابة والمخاطر:

أ- حملة الأسهم العادية هم المستفيدون من المتبقي من صافي الدخل للشركة.

ب- من خلال حق التصويت، حملة الأسهم العادية لهم حق الرقابة القانونية على الشركة.

ج- المخاطر التي يتحملها الملاك:

تعتبر حقوق الملكية عامل أمان للدائنين في حال حدوث خسارة نتيجة حل وتصفية الشركة، وبذلك تعتبر نسبة حقوق الملكية/إجمالي الأصول كمؤشر عن مدى انخفاض قيمة الشركة عند التصفية عن القيمة الدفترية قبل أن يتحمل الدائنون خسائر.

مسؤولية حملة الأسهم العادية محددة بحجم استثماراتهم بالشركة.

مزايا استخدام الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة للأسهم:

1-لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة على الشركة مثل الفوائد في حالة التمويل عن طريق القروض.

2-ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

3-زيادة التمويل عن طريق هذا المصدر يؤدي إلى زيادة مقدرة الشركة على الاقتراض.

4-يفضل المستثمرون التمويل بالأسهم العادية لأنه يحقق لهم معدل عائد أفضل، ويعتبر هذا المصدر وقاية من أثر التضخم في بعض الاستثمارات.

5-الضريبة على الأرباح الرأسمالية من بيع الأسهم العادية أقل من معدل الفائدة على القروض.

عيوب التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية من وجهة نظر الشركة المصدرة:

1-يشمل بيع الأسهم العادية حق التصويت مما يضعف رقابة الملاك الحاليين على الشركة.

2-إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى المشاركة المتساوية لحملة الأسهم في الأرباح المتوقعة.

3-تكلفة إصدار الأسهم الجديدة أعلى من تكلفة الاقتراض.

4-إذا كانت الشركة تعتمد على التمويل بالملكية بدرجات عالية، أو تستخدم المديونية بنسبة صغيرة مما يعني أن التكلفة المتوسطة للأموال تكون كبيرة نسبياً.

5- لا تخصم التوزيعات من الضريبة (لا تحصل على أي إعفاءات ضريبية مثل الفوائد) كما هو الحال بالنسبة لمدفوعات الفوائد.

مزايا وعيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر :

للاسهم العادية مزاياها وعيوبها من وجهة نظر المستثمر الذي يقدم على شرائها.

1-العيوب:

لا يجوز لحامل السهم أي المستثمر الرجوع على المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته، فإذا أراد التخلص منه فلا سبيل أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال.

في حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق.

ليس من حقه المطالبة بنصيبه في الأرباح طالما لم تقرر المنشأة توزيعها.

2-المزايا: ومن ناحية أخرى يتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق من بينها:

الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق آخر.

الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.

مسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال.

له الحق في التصويت في الجمعية العمومية.

قد يحصل المستثمر على نصيبه من التوزيعات في صورة نقدية أو في صورة أسهم، وهو ما يطلق عليه بالأسهم المجانية.

يرتبط عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات المنشأة من خلال حقه في التصويت على تلك القرارات.

II السندات: إن السندات هي عبارة عن نوع من القروض طويلة الأجل التي تنقسم إلى عدة أجزاء متساوية القيمة يسمى كل منها سند.

تلتزم المنشأة بسداد الفائدة وأصل القرض في تواريخ معينة لحملة السندات، باعتبار السندات تمثل نوعاً من أنواع الاقتراض طويل الأجل الذي تحصل عليه المنشأة بموجب عقد معين ما بين أصحاب السندات والمنشأة، وذلك بضمان طرف ثالث يكون أحد البنوك الذي يراقب عملية الاتفاق ويمثل المقرضين، ويعمل على التأكد من التزام المنشأة بالاتفاق المبرم.

ما هي العوامل التي تدفع الشركات المساهمة إلى إصدار السندات بدلاً من الأسهم؟

المتاجرة والملكية والتكلفة المنخفضة والميزة الضريبية، حيث يعتبر سعر الفائدة من النفقات التي تأخذ في الحسبان قبل حساب الأرباح الخاصة بالضريبة.

تتيح السندات استخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة.

تؤدي السندات إلى زيادة موارد التمويل المتاحة للشركة.

III الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة النوع الثاني من الأسهم التي تقوم الشركات المساهمة بإصدارها، وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أن كلاهما يمثل أموال الملكية في الشركة المساهمة، كما أن الشركة ليست ملزمة بدفع عائد ثابت على هذين النوعين من الأوراق المالية، فالعائد في الحالتين يتوقف على تحقيق الشركة للأرباح، وعلى رغبتها في التوزيع.

وهناك ثلاثة اختلافات رئيسية بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية وهي:

1-يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة، كما لهم أولوية الحصول على قيمة الأصول في حالة التصفية.

2-عادة نجد حدا أقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه.

3-غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت وحضور الجمعية العمومية.

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة. وعلى الرغم من أنه للسهم الممتاز تاريخ استحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في توقيت لاحق.

هناك عدد من الأسباب التي تدفع الشركة المساهمة إلى إصدار الأسهم الممتازة وأهمها: (1) زيادة موارد الأموال المتاحة للشركة، والمتاجرة بالملكية واستعمال أموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة.

وهناك أيضا عدة نقاط تخص التمويل بالأسهم الممتازة:

1-يلجأ المدير في بعض الظروف إلى اللجوء إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم ممتازة، وذلك لأن هذا المصدر يحمل معدل عائد ثابت ويؤدي إلى زيادة الرفع المالي.

2-يجمع السهم الممتاز بين خصائص السهم العادي وخصائص السند، أي أنه يجمع بين خصائص النوعين وفقا للتحليل التالي:

أ-لا يعتبر السهم الممتاز من حقوق الملكية العادية، ولكنه يشبه السند من حيث أنه لا يعطي لحامله حق التصويت.

ب-لا السهم الممتاز سندا وإنما يشبه حقوق الملكية العادية حيث لا يترتب على عدم دفع عائده في حالة الإعسار المالي إلى تصفية الشركة كما في حالة التمويل المديونية.

3-مخاطر حملة الأسهم الممتازة أقل بالمقارنة بحملة الأسهم العادية بسبب الخصائص الآتية:

أ-للسهم الممتازة الأولوية في الحصول على العائد والقيمة في حالة التصفية قبل حملة الأسهم العادية.

ب-في حالة الضرورة يتم إهلاك الأسهم الممتازة.

ج-يتمتع حملة الأسهم الممتازة في الظروف العادية مثل حملة السندات بالأولوية في الحصول على العائد قبل إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية.

د-توضع قيود على التوزيعات على حملة الأسهم العادية إذا كانت نسبة التداول، أو نسبة المديونية، أو الفائض الرأسمالي أقل من المستوى المطلوب.

مزايا وعيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

أولاً: من وجهة نظر الجهة المصدرة للأسهم الممتازة:

أ-المزايا:

1-ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح، وأن هذه التوزيعات محدودة بمقدار معين يتمثل في نسبة معينة من القيمة الاسمية.

2-يترتب على استخدام هذا الأسهم الممتازة في التمويل زيادة العائد لحملة الأسهم العادية إذا كان أثر الرفع المالي موجباً ونسبة الرفع عالياً.

3-لا يحق لحملة هذه الأسهم التصويت إلا في الحالات التي تعاني فيها المنشأة من مشاكل عويصة، وعليه فاستخدام هذا التمويل لا يضعف من رقابة حملة الأسهم العادية على الشركة.

4-الأسهم الممتازة ليس لها تاريخ استحقاق محدد ولا يتطلب احتياطي استهلاك لهذه الأسهم، لذلك فهو أكثر مرونة بالمقارنة بالسندات.

5-لا يتطلب أصولا مرهونة كضمان لهذا التمويل كما يحدث في حالة التمويل بالقروض.

ب-العيوب:

1-ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة نسبيا، فتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تفوق نسبيا تكلفة الاقتراض، أي أن معدل عائدها أعلى من العائد الخاص بالسندات.

2-لا تعطي التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة أي إعفاء ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض.

ثانيا: من وجهة نظر المستثمر:

أ-المزايا:

1-تحقق الأسهم الممتازة للمستثمر معدل عائد شبه مستقر .

2-تعطي الأولوية في الحصول على القيمة عند التصفية مقارنة بحملة الأسهم العادية.

ب-العيوب:

1-معدل العائد محدد مسبقا بصرف النظر عن صافي الدخل.

2-أن التقلب في سعر السهم الممتاز أكبر من التقلب في سعر السند، ولكن معدل العائد غالبا ما يكون أقل.

3-لا يوجد أي التزام قانوني لدفع العائد للسهم الممتاز .

وتلجأ الشركات إلى التمويل بالأسهم الممتازة في الحالات التالية:(1)

* إذا كان هامش الربح ملائم فإنه يمكن للشركة تحقيق مكاسب إضافية إذا ما تم تحسين الرفع

المالي عن طريق التمويل بالأسهم الممتازة.

* إذا كانت تكاليف التمويل الخاصة بالمصادر الأخرى مرتفعة بالمقارنة بتكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة.

* إذا ترتب على التمويل بالمديونية زيادة المخاطر وأن زيادة التمويل بالأسهم العادية يفقد حملتها الحاليين سيطرتهم على الشركة، لذلك يفضل التمويل عن طريق الأسهم العادية.

المقارنة بين البدائل المختلفة للتمويل:

نتعرض للمقارنة بين مصادر التمويل الرئيسية والتي تتمثل في الأسهم الممتازة، مختلف أشكال القروض، التمويل عن طريق التأجير، التمويل عن طريق أسواق رأس المال، ويغطي التحليل والمقارنة النقاط التالية:

1-المخاطر التي تتصل بالجوانب الآتية:

- الهيكل المالي.
- معدل تغطية الأعباء الثابتة.
- معدل تغطية الفائض النقدي ومدى توافره بالنسبة المرغوبة.
- مستوى بيتا.

2-التكاليف النسبية، حيث يتضمن التحليل الجوانب التالية:

- × أثر المصدر التمويلي على القيمة السوقية للسهم.
- × أثر المصدر التمويلي على تكلفة رأس المال.

3-أثر المصدر التمويلي على مستوى ودرجة الرقابة:

حيث يتم التحليل كما يلي:

أولاً: المقارنة بين مصادر التمويل من حيث أثر كل منها على مستوى الخطر للشركة.

أ- بالنسبة للتمويل بالمدىونية، حيث أنه يؤدي إلى:

1. زيادة نسبة أو معدل المدىونية.
2. يؤدي إلى تخفيض معدل تغطية الربح لأعباء الثابتة.
3. يؤدي إلى تخفيض معدل الفائض النقدي.
4. يؤدي إلى زيادة معامل بيتا.

ب- بالنسبة للتمويل عن طريق حقوق الملكية، يؤدي إلى:

1. يؤدي إلى تخفيض نسبة القروض طويلة الأجل.
2. يؤدي إلى زيادة معدل تغطية الربح للأعباء الثابتة للقروض.
3. يؤدي إلى تخفيض مستوى بيتا.

ثانياً: المقارنة من حيث تكاليف كل مصدر، باتباع ما لي:

1- حساب السعر السوقي للسهم العادي في ظل نوعي التمويل، حيث نلاحظ:

أ- زيادة السعر السوقي للسهم نتيجة التوسع في استخدام التمويل بالقروض، إذا كانت نسبة المدىونية منخفضة أي في ظل المستوى المقبول من المدىونية.

ب- زيادة السعر السوقي في حالة استخدام التمويل بالملكية إذا كانت نسبة المدىونية مرتفعة.

2-حساب أثر مصدر التمويل على تكلفة الأموال، حيث نلاحظ:

أ-التوسع في استخدام القروض يؤدي إلى تخفيض التكلفة المتوسطة للأموال، إذا كانت نسبة المديونية منخفضة ومقبولة.

ب-التوسع في استخدام التمويل بالملكية يؤدي إلى تخفيض تكلفة الأموال إذا كانت نسبة المديونية مرتفعة.

ثالثاً: تحليل أثر استخدام كل مصدر تمويلي على درجة الرقابة، حيث نلاحظ:

أ-استخدام التمويل بالمديونية لا يؤثر على مستوى رقابة الملاك على الشركة أي لا يفقد رقابة الملاك على الشركة.

ب-إن استخدام التمويل بالملكية قد يفقد سيطرة الملاك الحاليين على الشركة.

يمكن تفضيل التمويل عن طريق حقوق الملكية في الأحوال الآتية:

1-إذا كانت الشركة تتصف بالتقلب الشديد في المبيعات والأرباح.

2-إذا كان هامش الربح يغطي تكلفة القروض.

3-إن نسبة القروض للشركة تتجاوز المستوى المقبول داخل قطاع النشاط الذي تنتمي إليه هذه الشركة.

4-إذا كانت الشركة جديدة وصعب عليها استخدام القروض في التمويل.

5-إن تكلفة التمويل عن طريق الأسهم العادية ملائمة.

6-إن استخدام قروض جديدة في التمويل يفرض على الشركة بعض القيود المكلفة.

7-نظراً للتضخم السائد يفرض المستثمرون معدل فائدة مرتفع على الاقتراض عن طريق السندات.

التمويل بالاستئجار:

يمكن للمؤسسات أن تحصل على احتياجاتها من الأصول الثابتة عن طريق الاستئجار، حيث أن امتلاك هذه الأصول يؤدي إلى تجميد مقدار كبير من الأموال التي كان من الممكن استخدامها إما لتسديد قروض طويلة الأجل أو للاستثمار في مجالات أخرى.

التأجير هو اتفاق بمقتضاه يقوم مستخدم الأصل أي مستأجره بدفع القيمة الإيجارية المتفق عليها لمالك هذا الأصل أي مؤجره.

لقد كان الاستئجار قاصرا على المباني والأراضي ولكنه اليوم أصبح يشمل جميع أنواع الأصول الثابتة، بما فيها المعدات والآلات. وتتيح عملية الاستئجار للشركة المستأجرة أن تبقى الأصل تحت تصرفها، دون أن يصاحب ذلك تملك لهذا الأصل.

يوجد تماثل بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض كما يوجد بينهما اختلاف من حيث:

1- كلاهما يؤثر في الرفع المالي.

2- يوجد اختلاف بين التمويل بالاستئجار والتمويل بالاقتراض من حيث أن الاستئجار مرتبط بأصل محدد.

3- يتمتع المؤجر بوضع أفضل مقارنة بالمقرض إذا واجهت الشركة مصاعب مالية، حيث:

أ- إن المؤجر يظل مالكا للأصل المؤجر وهو ما يختلف عن المقرض للأموال.

ب- سهولة حصول الشركات التي تتصف بمخاطر عالية على التمويل بالاستئجار بينما يصعب عليها الحصول على قروض.

أشكال التمويل بالاستئجار:

يتخذ التمويل بالاستئجار أشكالاً عديدة من أهمها:

أولاً: البيع ثم الاستئجار:

البيع وإعادة التأجير هو اتفاق بين منشأة وطرف آخر قد تكون شركة تأمين أو مؤسسة مالية أخرى أو شركة تأجير مستقلة، وبمقتضى الاتفاق تقوم المنشأة ببيع أصل تملكه إلى الطرف الآخر، على أن يقوم هذا الطرف بإعادة تأجير الأصل مرة أخرى إلى المنشأة، وحصوله ذلك الاتفاق هو حصول المنشأة على قيمة الأصل لاستثماره في مجال آخر، بينما يبقى الأصل في حوزتها للانتفاع به خلال فترة التأجير.

ومن خصائصه:

1- أن البائع وهو في ذات الوقت المستأجر يحصل على قيمة الأصل المباع، ولكنه يحتفظ بحق الانتفاع بذات الأصل أي الاحتفاظ به بغرض الاستخدام.

2- مقابل حق الانتفاع أو الاستخدام بدفع أقساط التأجير بحيث تغطي هذه الأقساط ثمن شراء هذا الأصل بالإضافة إلى العائد الذي يرغب المؤجر في الحصول عليه.

ثانياً: الاستئجار التشغيلي:

يسمى باستئجار الخدمة، ويمثل هذا النوع من التأجير مصدر تمويل للمستأجر إذ يزوده بالأصل المطلوب دون حاجة إلى شرائه، كما يؤمن له خدمة الصيانة التي عادة ما تأخذ تكلفتها في الحساب عند تقدير قيمة دفعات الإيجار مثل تأجير السيارات والحاسوب. ويتولى المؤجر عادة صيانة وخدمة الجهاز.

ومن مميزاته أيضاً أن دفعات الإيجار لا تكفي لتغطية التكلفة الكلية للأصل، ويرجع هذا إلى أن عقد الإيجار لا يمتد لنهاية العمر الافتراضي للأصل.

وعادة ما يتضمن عقد الإيجار التشغيلي شرط الإلغاء الذي يعطي الحق لمستأجر الأصل إلغاء عقد الإيجار في أي وقت يشاء، وتبدو أهمية هذه الميزة إذا ما تقادم الأصل بسبب تقدم تكنولوجي، أو إذا لم تعد للمنشأة حاجة به.

ثالثا: الاستئجار التمويلي:

لا يشمل هذا النوع من الاستئجار خدمات الصيانة، كما لا يمكن إلغاؤه قبل المدة المتفق عليها، ويتصف هذا النوع بما يلي:

1-يغطي المؤجر كامل تكلفته مضافا إلى ذلك معدل عائد مناسب.

2-يمكن حصر الفروق بين الاستئجار التمويلي والبيع ثم إعادة الاستئجار فيما يلي:

أ-بالنسبة للاستئجار التمويلي يقوم المؤجر بشراء أصل جديد من المنتج وهو الذي يدفع ثمن شراء الأصل وليس الاستئجار وبذلك يضمن المستأجر الحصول على أصل جديد ممول من قبل المؤجر.

ب-البيع ثم إعادة الاستئجار هو نوع من الاستئجار التمويلي.

3-مدفوعات الاستئجار السنوية تعطي إعفاء ضريبيا للمستأجر لذلك يشترط ما يلي:

أ-لا يتجاوز عقد الاستئجار مدة معينة.

ب-أن تعطي مدفوعات الاستئجار معدل عائد مناسب للمؤجر.

ج-من حق المستأجر الحصول أفضل جهاز، وعليه فله الخيار في تجديد العقد أو عدم تجديده.

د-أي خيار للشراء يعكس الأسعار المنافسة للمستأجر.

رابعا: مقارنة بين تكلفة الاستئجار والشراء في حالة الاستئجار التمويلي:

أ-من وجهة نظر المؤجر: حيث يلاحظ أن التكلفة عبارة عن المعدل الذي يحقق التساوي بين تكلفة الأموال بالنسبة للمؤجر ومدفوعات الاستئجار حيث نجد أن:

1. صافي القيمة الحالية للإيرادات المتولدة عن التأجير تساوي صفر لتعكس المنافسة في السوق ($VAN=0$).

2. يتكون الفائض النقدي للمؤجر من مدفوعات أو أقساط التأجير مضافا إلى ذلك الإعفاء الضريبي للإهلاك.

3. معامل الخصم المناسب لحساب القيمة الحالية يساوي التكلفة المتوسطة للأموال بالنسبة للمؤجر، والتي تعادل معدل الفائدة على السند المماثل من حيث المدة.

ب- للمستأجر بدلين للانتفاع بالأصل إما من خلال الاستئجار أو تمويل شراء الأصل عن طريق الاقتراض حيث:

1. بالنسبة للشركة المستخدمة للأصل يفترض أن الاستئجار والتأجير التمويلي هما بديلين وكل منهما يعطي وفورات ضريبية.

2. الوفورات الإضافية أو الصافية للاستئجار تساوي تكلفة الاقتراض مطروحا منها تكلفة التأجير.

ومنه فإن:

أ- معدل الخصم المناسب للمستأجر هو معدل أو تكلفة الاقتراض بعد الضريبة، وطالما أن أقساط الاستئجار والإعفاء الضريبي للإهلاك يطبق عليهما الإعفاء الضريبي والمعدل الخالي من الخطر.

ب- وبذلك نجد أن الوفورات الإضافية الصافية للاستئجار تساوي صفر إذا تحقق شرطان هما:

1. أن معدل الضريبة على الدخل لكل من المؤجر والمستأجر واحد.

2. تكلفة الأموال المتوسطة بعد الضريبة لكل من المؤجر والمستأجر متساوية.

الاختلاف بين التأجير التمويلي والتأجير التشغيلي:

تختلف عقود التأجير التمويلي أو الرأسمالي عن عقود التأجير التشغيلي في نواحي أساسية من أهمها:

- × أن المؤجر لا يقدم خدمة الصيانة، وأنه لا يجوز للمستأجر إلغاء العقد.
- × وأن قيمة الإيجار المحددة في العقد تكفي لتغطية قيمة الأصل إضافة إلى تحقيق قيمة الأصل إضافة إلى تحقيق عائد، وأن التأمين على الأصل وما يستحق عليه من ضرائب على الممتلكات تكون من مسؤولية المستأجر.
- × في عقد التأجير التمويلي يحصل المؤجر على قيمة قسط الإيجار ليضيفه إلى إيراداته، كما أن من حقه خصم قيمة قسط الاهتلاك من الإيرادات لغرض حساب الضريبة. ويشبه التأجير التمويلي القرض المضمون الذي قد يحصل عليه المستأجر لغرض شراء الأصل.
- × لا يختلف التأجير التمويلي عن البيع وإعادة التأجير، إلا في أن التأجير التمويلي ينصرف إلى الأصول الجديدة، وأنه يشتري من المنتج أو الموزع وليس من المنشأة المستأجرة، لذا ينظر إلى البيع وإعادة التأجير على أنه حالة خاصة للتأجير التمويلي.

التمويل قصير الأجل

يحظى التمويل قصير الأجل بأهمية بالغة بالنسبة لمنشآت الأعمال كافة، فإذا كانت الغاية من الاستثمارات قصيرة الأجل تحقيق هدف السيولة التي تسمح للمنشأة بسداد التزاماتها في تاريخ الاستحقاق، فإن غاية التمويل قصير الأجل تمويل هذه الاستثمارات بالنسبة الأكبر تبعاً لمبدأ مواعمة مصادر الأموال لاستخداماتها. يبدأ الفصل بتعريف التمويل قصير الأجل وتوضيح أهميته بالنسبة للمنشأة، ثم الانتقال إلى النقطة الأهم وهي مصادر هذا التمويل التي يمكن تصنيفها تبعاً لمعيارين أساسيين: معيار الضمان ومعيار التعاقد، حيث تُقسم مصادر التمويل قصير الأجل تبعاً لمعيار الضمان إلى تمويل مضمون وتمويل غير مضمون، بينما تُقسم حسب معيار التعاقد إلى تمويل تلقائي كالاتمان التجاري والمستحقات وتمويل غير تلقائي كالقروض قصيرة الأجل والأوراق التجارية.

تعريف التمويل قصير الأجل:

يعني التمويل بشكل عام إمداد المنشأة بالأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها. أما بالنسبة للتمويل قصير الأجل فيمكن تعريفه بأنه الالتزام الواجب التسديد خلال مدة لا تزيد عن العام الواحد. كما يُعرف أيضاً على أنه الأموال التي تحصل عليها المنشأة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عادة عن العام.

تلجأ المنشآت عموماً إلى مصادر التمويل القصيرة الأجل كمصدر لتمويل الاحتياجات الضرورية الطارئة كالمبالغ النقدية التي تُخصَّص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات الدورة الإنتاجية نفسها. وبشكل عام فإن التمويل قصير الأجل يُستخدم لتمويل الأصول المتداولة، لذلك نجد البعض يسميه بتمويل رأس المال العامل (Working Capital Financing).

أهمية التمويل قصير الأجل:

يمكن تلخيص أهمية التمويل قصير الأجل بالنقاط الآتية:

- الحاجة الموسمية للأموال: إن استخدام تمويل طويل الأجل لتلبية الاحتياجات الموسمية، يعني وجود أموال عاطلة عن العمل لفترات زمنية متفاوتة مما يؤثر سلباً على ربحية المنشأة. ولحد من هذه الآثار السلبية، يجب أن تقوم المنشأة بتمويل هذه الاحتياجات من خلال التمويل قصير الأجل.
- انخفاض المخاطر: قد يكون التمويل قصير الأجل أقل خطراً من التمويل متوسط وطويل الأجل عندما يتغير سعر الفائدة السائد في السوق باستمرار، فالتمويل قصير الأجل يمكن المنشأة من الاستفادة من انخفاض سعر الفائدة السائد وذلك بعكس التمويل متوسط وطويل الأجل الذي يكون ملائماً للمنشأة عند ارتفاع سعر الفائدة بشكل مستمر.
- سهولة الحصول عليه: يُعد الحصول على التمويل قصير الأجل أكثر سهولة من بقية مصادر التمويل، لأن قيمة التمويل قصير الأجل تكون عادة أقل من قيمة التمويل متوسط أو طويل

الأجل، وهذا يعني ضماناتٍ أقلَّ بالنسبة للمنشأة طالبة الائتمان، كما يعني مخاطر أقلَّ بالنسبة لمانح الائتمان باعتبار أن المخاطر بالنسبة له تزدادُ بازدياد فترة الائتمان.

- انخفاض التكلفة: باعتبار أن قيمة التمويل قصير الأجل أقل من قيمة التمويل متوسط وطويل الأجل، وباعتبار أن مخاطره أيضاً أقل، تكون تكلفته أقل من تكلفة بقية مصادر التمويل المتوسطة والطويلة الأجل، كما أن هناك بعض مصادر التمويل قصير الأجل مجانية كما سنرى لاحقاً.

ولكن الأهمية التي يحظى بها التمويل قصير الأجل يجب ألا تجعل المنشأة تبالغ باستخدامه، فهو يولد عبئاً مالياً على المنشأة باعتبار أن المنشأة مطالبة بسداد و سداد الالتزام المترتبة عليه خلال فترة زمنية قصيرة، كما أن المنشأة لا تستطيع توظيفه في استثمارات طويلة الأجل، انطلاقاً من مبدأ ملاءمة مصادر الأموال لاستخداماتها، أو ما يُسمى بمبدأ المقابلة (Matching) أي مقابلة المصدر التمويل لطول الحاجة إليه زمنياً.

مصادر التمويل قصير الأجل وتكلفتها:

للتّمول قصير الأجل مصادرٌ عدّة، يمكن تصنيفها تبعاً لمعيارين أساسيين:

- معيار الضمان:

يمكن تصنيف مصادر التمويل قصير الأجل تبعاً لهذا المعيار إلى تمويل مضمون

(Secured Financing) وتمويل غير مضمون (Unsecured Financing). فقد يقوم المصرف

بتقديم قروض قصيرة الأجل لعملائه دون ضمانات، ولكن لا تكون هذه القروض لكل عملاء المصرف

بل للموثوقين منهم والذين يتمتعون بمركز مالي مرتفع، ويقوم المصرف بإيقاف منح هذه القروض للعميل حين يندهور مركزه المالي وتساء سمعته في السوق. وإذا كانت هذه القروض دون ضمانات فلا يعني أنها دون شروط يفرضها المصرف على المنشأة المقترضة، ومن أهم هذه الشروط:

- شرط الرصيد المعوض الذي سيتم شرحه لاحقاً.
- سداد العميل لقروضه مرة واحدة على الأقل في العام، لكي يثبت للمصرف أنه لا يستخدم هذه القروض في استثمارات طويلة الأجل.
- الاحتفاظ بنسبة معينة من السيولة.
- عدم تجاوز المديونية مستوى معين.
- إلخ...

كما أن المصرف يقدم قروضاً بضمانات لعملائه - وهو الشكل السائد للقروض - حيث قد تكون هذه الضمانات بأشكال متنوعة كالعقارات، الأوراق المالية، الحسابات المدينة، المخزون، الكفالات الشخصية... إلخ والمصرف هو من يحدد ضمانات القروض وليس العميل المقترض، وقد يطلب المصرف أكثر من ضمان في الوقت ذاته، كأن يطلب مثلاً ضمانات عقارية وكفالات شخصية بأن واحد. والقاعدة الأساسية في الضمان أن تكون قيمته السوقية أكبر من قيمة القرض، والفرق بين هاتين القيمتين يشكل هامشاً للمصرف لمواجهة مخاطر انخفاض السعر السوقي للضمان وكذلك مصاريف بيعه في حال اضطرار المصرف لبيع الأصل الضامن.

- معيار التعاقد:

يمكنُ تصنيفُ مصادرِ التَّمويلِ قصيرِ الأجلِ تبعاً لهذا المعيارِ إلى تمويلٍ تلقائيٍّ (Spontaneous Financing) وتمويلٍ تعاقدِيٍّ أو غير تلقائيٍّ (Non Spontaneous Financing). ويُقصدُ بالتمويلِ التلقائيِّ ذلكَ التَّمويلَ الَّذي لا يتطلَّبُ عقداً كتابياً بينَ المدينِ والدَّائنِ، ويشملُ الائتمانَ التجاريَّ والمستحقَّاتِ. أمَّا التَّمويلُ التعاقدِيُّ أو غيرُ التلقائيِّ فهو يتطلَّبُ عقداً بينَ المدينِ والدَّائنِ وتشكُلُ القروضُ المصرفيَّةُ والأوراقُ التجاريَّةُ شكلاً من أشكاله.

سنركِّزُ في الفقراتِ الآتيةِ على مصادرِ التَّمويلِ تبعاً لهذا المعيارِ (معيارِ التَّعاقدِ) وعلى تكلفةِ هذه المصادرِ.

الائتمانُ التجاريُّ وتكلفتهُ:

يُعدُّ الائتمانُ التجاريُّ (Trade Credit) مصدراً أساسياً من مصادرِ التَّمويلِ قصيرِ الأجلِ، ويعني حصولَ المنشأةِ على البضاعةِ اللازمةِ لها بالآجلِ وذلكَ بهدفِ إعادةِ تصنيعِها و/أو إعادةِ بيعِها، أيّ بعبارةٍ أخرى يكونُ الهدفُ منَ الائتمانِ التجاريِّ تجارياً أو صناعياً. وباعتبارِ أنَّ الائتمانَ التجاريَّ مصدرٌ تمويليٌّ قصيرُ الأجلِ، فإنَّ البضاعةَ التي اشترِيَتْ بالدينِ يُعادُ تسديدُ قيمتها خلالَ فترةٍ زمنيَّةٍ قصيرةٍ يجبُ ألاَّ تتجاوزَ العامَ، وبالتالي نستنتي منَ الائتمانِ التجاريِّ شراءَ المنشأةِ لأصولٍ رأسماليَّةٍ كالآلاتِ مثلاً يمتدُّ سدادُ قيمتها لأكثرَ من عام، كما يُستنتى منهُ المشترياتُ الآجلةُ لغاياتِ ليستَ تجاريَّةً أو صناعيَّةً كشراءِ سيَّارةٍ بالنَّقْصِ.

وتجدرُ الإشارةُ إلى أهميَّةِ هذا المصدرِ التَّمويليِّ بالنَّسبةِ للمنشأةِ، إذ يحتلُّ المرتبةَ الأولى من حيثِ درجةِ اعتمادِ المنشأةِ عليه مقارنةً ببقيةِ المصادرِ التَّمويليَّةِ قصيرةِ الأجلِ. كما تزدادُ أهميَّةُ الائتمانِ

التجاريّ عندما يكون المصدر التّمويليّ الوحيد المتاح لبعض المنشآت كالمنشآت الصّغيرة والمتوسطة، وكذلك المنشآت التي تكون في بداية تكوينها، وذلك باعتبار أنّ المنشآت الصّغيرة والمتوسطة وكذلك الحديثة تعترضها مشكلات كثيرة تعيق اعتمادها على المصادر التّمويليّة الأخرى.

يُسمّى البعض الائتمان التجاريّ بالائتمان التلقائيّ وذلك لسببين: يتعلّق السبب الأول بإمكانية الحصول عليه دون إجراءات ووثائق رسميّة، أمّا السبب الثاني فيتعلّق بمرونته أيّ بتوافره في الوقت المناسب وبالحجم المناسب لأنّه يرتفع وينخفض عادةً تبعاً للتقلّبات في حجم النّشاط.

ويمكن للائتمان التجاريّ أن يأخذ أحد الشّكلين الأساسيين الآتيين:

- الحساب المفتوح (Open Account): تحصل المنشأة بموجب هذا الشّكل من الائتمان

التجاريّ على البضاعة دون أيّ إجراءات رسميّة، وعادةً ما يُستخدم عندما تكون درجة ثقة المورد بالمنشأة المشتريّة عاليةً، وهو الشّكل الأكثر شيوعاً .

- أوراق الدّفع أو الكمبيالات (Trade Note Payable): يتطلّب هذا الشّكل من الائتمان

التجاريّ إجراءات رسميّة كالتوقيع على كمبيالات أو أوراق دفع لصالح المورد، ويُستخدم هذا الشّكل عند انخفاض الثقة بين المورد والمنشأة طالبة الائتمان التجاريّ.

وبالنسبة لتحديد تكلفة الائتمان التجاريّ، يجب أن نميّز بين حالتين:

- حالة عدم وجود خصم نقدي:

تحصل المنشأة في هذه الحالة على الائتمان التجاري دون أن يقدم لها المورد خصماً نقدياً، ويُعبّر عن الائتمان التجاري مثلاً بالشكل التالي: حصلت منشأة العبد على ائتمان تجاري صافي 40، أي أن المنشأة يجب أن تسدّد قيمة البضاعة التي اشترتها بالآجل خلال مدّة أقصاها 40 يوماً.

لا يكون في هذه الحالة للائتمان التجاري أيّة تكلفة، وذلك بفرض أن سعر البيع الآجل يساوي سعر البيع النقدي. أمّا إذا كان سعر البيع النقدي لا يساوي سعر البيع الآجل يصبح للائتمان التجاري تكلفة يمكن توضيحها بالعلاقة الآتية:

360	×	قيمة الشراء الآجل - قيمة الشراء النقدي	=	تكلفة الائتمان التجاري
مدّة الائتمان التجاري		قيمة الشراء النقدي		

مثال:

حصل فندق الرشيد على ائتمان تجاري قيمته 1,000,000 ل.س صافي 40، وقد باع المورد البضاعة (بياضات) للفندق بسعر البيع النقدي. المطلوب حساب تكلفة الائتمان التجاري؟

الحل:

0	=	360	×	1,000,000 - 1,000,000	=	تكلفة الائتمان التجاري
		40		1,000,000		

وإذا افترضنا أن المورد باع البضاعة لفندق الرشيد بـ 1,000,000 ل.س وكان سعر بيعها النقدي 950,000 ل.س، ففي هذه الحالة سيكون للائتمان التجاري تكلفة تُحسب بالشكل التالي:

47.37%	=	360	×	1,000,000 -	=	تكلفة الائتمان التجاري
		40		950,000 950,000		

هذا يعني أن الفندق سيتحمل في هذه الحالة تكلفة ائتمان تجاري سنوية قدرها 47.36% من قيمة البضاعة.

ذكرنا أن الائتمان التجاري الذي لا يتضمن خصماً نقدياً ليس له تكلفة في حال تساوي سعر البيع النقدي وسعر البيع الآجل، ولكن يجب أن نشير هنا إلى أن هذا الائتمان يصبح مكلفاً إذا أساءت المنشأة استخدامه، فقد تبالغ المنشأة باستخدام الائتمان التجاري عندما لا يكون له تكلفة، وقد يترتب على ذلك تأخر المنشأة في سداد قيمة مشترياتها للموردين، مما يسيء إلى سمعتها في السوق بشكل يصعب معه الحصول على احتياجاتها مستقبلاً بشروط معقولة، وإذا استمرت المنشأة في إساءة استخدامها للائتمان التجاري ستفقد مركزها التنافسي وتخرج من السوق.

• حالة وجود خصم نقدي:

يمكن أن يمنح المورد المنشأة طالبة الائتمان التجاري خصماً نقدياً بنسبة معينة من قيمة البضاعة إذا سددت هذه القيمة خلال فترة زمنية معينة، وبالتالي فإن الائتمان التجاري يتضمن في هذه الحالة فترتين هما: فترة الائتمان وفترة الخصم، ويُعبّر عن الائتمان التجاري مثلاً بالشكل التالي:

حصلت منشأة ما على ائتمان تجاريّ بشرط 2/10 صافي 40، هذا يعني أنّها حصلت على ائتمان تجاريّ لمدة 40 يوماً، وفي حال سددت المنشأة قيمة البضاعة المشتراة خلال 10 أيام فإنّها تحصل على خصم نقديّ قدره 2% من قيمة البضاعة. وبالتالي يمكن القول إنّ عناصر الائتمان التجاريّ تتكوّن من فترة الخصم وفترة الائتمان ومعدل الخصم.

وبالنسبة لتكلفة الائتمان التجاريّ في هذه الحالة يجب أن نميّز بين حالتين:

• حالة استفادة المنشأة من الخصم الممنوح لها:

لا يوجد في هذه الحالة تكلفة للائتمان التجاريّ بالنسبة للمنشأة، وذلك بفرض أنّ سعر البيع النقديّ يساوي سعر البيع الآجل.

• حالة عدم استفادة المنشأة من الخصم الممنوح لها:

إذا لم تستفد المنشأة من الخصم الممنوح لها، يكون للائتمان التجاريّ تكلفة بالنسبة لها تُحسب بالعلاقة التالية:

360		نسبة الخصم النقديّ		تكلفة الائتمان التجاريّ
مدة الائتمان - مدة الخصم	×	• نسبة الخصم النقديّ	=	

ونشير أنّه في حالة عدم استفادة المنشأة من الخصم الممنوح لها، قد يُعدّ ذلك مؤشراً سلبياً بالنسبة للمورد وذلك فيما يخصّ سيولة المنشأة.

مثال:

حصلت منشأة الياسمين السياحية على ائتمان تجاري قيمته 500,000 ل.س بشرط 2/10 صافي

60. المطلوب: ما هي تكلفة الائتمان التجاري في حالة استفاد المنشأة من الخصم وفي حالة

فشلت بالاستفادة منه؟

الحالة الأولى:	تكلفة الائتمان التجاري	=	$\frac{0}{0 \cdot 10}$	×	$\frac{360}{60 - 10}$	=	0
----------------	------------------------	---	------------------------	---	-----------------------	---	---

الحالة الثانية:	تكلفة الائتمان التجاري	=	$\frac{0.02}{0.02 \cdot 10}$	×	$\frac{360}{60 - 10}$	=	14.69%
-----------------	------------------------	---	------------------------------	---	-----------------------	---	--------

وبالتالي تكون قيمة تكلفة الفشل في الحصول على الخصم النقدي = $500,000 \times 14.69\%$

73,450 ل.س.

والسؤال الذي يطرح نفسه هنا متى تقرر المنشأة عدم الاستفادة من الخصم الممنوح لها من المورد؟

يمكن للمنشأة أن تضحي بالخصم النقدي عندما يكون معدل العائد على الاستثمار الذي يمكن أن

تحققه من استثمار مبلغ 490,000 ل.س لمدة 50 يوماً أكبر من 2.04%. بمعنى أن المنشأة قد

لا تستفيد من الخصم النقدي الممنوح إذا كان العائد الذي يمكن أن تحققه من المبلغ الواجب دفعه

أكبر من تكلفة الفشل بالحصول على الخصم النقدي. كما يمكن أن نفسر الأمر بشكل آخر: لو أرادت المنشأة الاستفادة من الخصم النقدي، فهذا قد يضطرها إلى الحصول على ائتمان مصرفي قدره 490,000 ل.س لمدة 50 يوماً من أجل سداد قيمة البضاعة، فإذا كان مثلاً سعر الفائدة السنوي على هذا القرض 15% = ستكون تكلفة هذا القرض لمدة 50 يوماً 2.08% = ، وهذا يعني أن المنشأة إذا قررت الاستفادة من الخصم النقدي ستتحمل تكلفة أكبر من الوفر المحقق من استفادتها من هذا الخصم، وبالتالي قد تقرر بهذه الحالة عدم استفادتها من الخصم الممنوح لها.

القروض قصيرة الأجل وتكلفتها:

يُقصد بالقروض قصيرة الأجل (Short Term Loans) الأموال التي تحصل عليها المنشأة من المصارف والتي لا يزيد أجلها عن العام، وتسمى أحياناً بالائتمان المصرفي، وأياً كانت التسمية فإن هذا المصدر التمويلي قصير الأجل يحتل المركز الثاني في الأهمية بعد الائتمان التجاري وذلك بالنسبة لمصادر التمويل قصير الأجل.

يُعد اختيار المصرف من المسائل الهامة التي تواجه المنشأة التي تفكر بالاعتماد على القروض المصرفية كمصدر تمويلي. وفي هذا الإطار يوجد بعض القواعد العامة التي يُفضل أن تتبعها المنشأة عند اختيارها للمصرف الممول:

- حجم المصرف: يجب أن يلائم حجم المصرف حجم المنشأة، وذلك باعتبار أن قدرة المصرف على تقديم القروض لعملائه يتعلّق بحجم ودائعه التي تُعد من مقاييس حجم المصرف.

- ملاءمة السياسات التي يتبعها المصرف: يجبُ على المنشأة أن تختار المصرف الذي يتبعُ سياساتٍ ائتمانيةً ملائمةً لظروفها واحتياجاتها.

- علاقة المصرف بالمنشآت المنافسة: يجبُ على المنشأة عدمَ تفضيل التعامل مع المصارف التي تتعامل مع المنافسين، وذلك باعتبار أن المصرف سيمثلُ معلومات كثيرة عن المنشأة عند تعامله معها، وبالتالي يمكنُ أن يُسرّب هذه المعلومات للمنشآت المنافسة.

- العلاقة مع المصارف الأخرى: يجبُ على المنشأة أن تختار المصرف الذي يتمتع بعلاقاتٍ طيبة مع المصارف الأخرى ومع البنك المركزي.

- المركز المالي القوي والإدارة الرشيدة: يجبُ على المنشأة اختيار المصرف الذي يتمتع بمركزٍ مالي قوي وإدارة رشيدة قادرة على تلبية احتياجات المنشأة بالشكل الأفضل.

تتميّز القروض المصرفية بأنها أقلُّ تكلفةً من الائتمان التجاري في حال فشل المنشأة بالاستفادة من الخصم النقدي الممنوح لها. كما أنها أكثر مرونةً من الائتمان التجاري لكون المنشأة تحصل عليه بصورة نقدية وليس بشكل بضائع، ولكنه أقل مرونةً من الائتمان التجاري من حيث تغييره بتغيير حجم النشاط ومن حيث إجراءات الحصول عليه. يُضاف إلى ذلك أن القروض المصرفية قد تُستخدم في بعض المنشآت لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل وذلك عندما تعاني هذه المنشآت من مشكلات في الحصول على التمويل طويل الأجل.

وبالنسبة لتكلفة القروض المصرفية فإنها تتمثل بفائدة هذه القروض التي تدفعها المنشأة المقترضة للمصرف. تتحدّد هذه الفائدة بنسبة مئوية معيّنة من قيمة القرض، وتُسمى هذه التكلفة بالتكلفة الاسمية

للقرض وذلك تمييزاً لها عن تكلفته الفعلية التي تتوقف على شروط منح المصرف القروض للمنشأة طالبة القرض. كما أن هذه الشروط تجعل القروض المصرفية غير متاحة بالنسبة لبعض المنشآت كالمنشآت الصغيرة، والمنشآت الحديثة، وكذلك المنشآت التي لا تتميز بمركز مالي جيد. وتأخذ هذه الشروط بشكل عام أشكالاً مختلفة مثل الرهونات، كفالات شخصية، دفع الفائدة مقدماً، سداد القرض على دفعات، وجود رصيد معوض... إلخ وكل ذلك من شأنه أن يؤثر بالتكلفة الفعلية للقرض الذي يمكن أن تحصل عليه المنشأة.

يمكننا بشكل عام أن نميز حالات عدة لمنح القروض، حيث تختلف التكلفة الفعلية للقرض تبعاً لها، وذلك بالشكل الآتي:

• حالة دفع فائدة القرض في آخر المدة:

قد تحصل المنشأة على قرض مصرفي بقيمة معينة ولمدة زمنية متفق عليها، حيث تحصل على قيمة القرض في أول هذه المدة وتسدده في نهايتها مع الفوائد المترتبة عليه. تستفيد المنشأة في هذه الحالة من كامل قيمة القرض لكامل الفترة، الأمر الذي يجعل معدل الفائدة الاسمي للقرض (The Nominal Interest Rate) يساوي معدل الفائدة الفعلي (The Effective Interest Rate).

مثال:

حصلت منشأة السعد السياحية على قرض مصرفي في بداية العام قيمته 500,000 ل.س بسعر فائدة 10%، وذلك على أن تقوم المنشأة بسداد هذا القرض دفعة واحدة مع الفوائد المترتبة عليه وذلك في نهاية العام. المطلوب: حساب معدل الفائدة الفعلي لهذا القرض.

الحل:

يقيسُ معدّلُ الفائدةِ الفعليّ نسبةَ الفائدةِ التي يدفعُها المُقترضُ إلى المبلغِ الذي حصلَ عليه فعلاً، وبالتالي يمكنُ القولُ إن:

مبلغُ الفائدةِ	معدّلُ الفائدةِ الفعليّ =
المبلغُ الفعليّ الذي حصلَ عليه المُقترضُ	

بالتعويضِ يكون:

10%	=	50,000	=	$500,000 \times 10\%$	معدّلُ الفائدةِ
		500,000		500,000	= الفعليّ

وبالتالي نلاحظُ أنّ معدّلَ الفائدةِ الفعليّ (10%) يساوي معدّلَ الفائدةِ الاسميّ (10%)، وذلك لأنّ منشأة السّعدِ حصلَ على كاملِ مبلغِ القرضِ 500,000 ل.س (لكاملِ الفترة) عامٍ كامل.

• حالة دفع الفائدة مقدّماً (في أوّل المدّة):

قد يقومُ المصرفُ باقتطاعِ قيمةِ الفائدةِ مقدّماً، أيّ في بدايةِ فترةِ القرضِ، فحين يُسلّمُ المصرفُ القرضَ للمقترضِ يكونُ قد اقتطعَ مسبقاً قيمةَ الفائدةِ، وبالتالي لا يحصلُ المستثمرُ في هذه الحالةِ على كاملِ قيمةِ القرضِ المطلوب. وفي نهايةِ فترةِ القرضِ يقومُ المقترضُ بسدادِ كاملِ قيمةِ القرضِ للمصرف. وبالتالي سيكونُ في هذه الحالةِ معدّلُ الفائدةِ الفعليّ أكبرَ من معدّلِ الفائدةِ الاسميّ باعتبارِ أنّ المصرفَ لم يحصلَ على كاملِ قيمةِ القرضِ لكاملِ الفترة. ويُحسبُ معدّلُ الفائدةِ الفعليّ بالعلاقة الآتية:

مبلغ الفائدة	معدل الفائدة الفعلي =
مبلغ القرض - مبلغ الفائدة	

مثال:

بأخذ بيانات المثال السابق، وبفرض أن المصرف اقتطع قيمة الفائدة مقدماً، فما هو معدل الفائدة الفعلي بالنسبة للمقترض منشأة السعد؟

11.11%	=	50,000	=	$500,000 \times 10\%$	معدل الفائدة = الفعلي
		450,000		$500,000 - 50,000$	

وبالتالي معدل الفائدة الفعلي أكبر من معدل الفائدة الاسمي نتيجة اقتطاع المصرف للفائدة مقدماً وعدم استفادة المقترض منشأة السعد من كامل قيمة القرض لكامل الفترة.

ولكن لو فرضنا أن منشأة السعد طلبت من المصرف مبلغ 500,000 ل.س من أجل شراء آلة للمنشأة، فإن عدم حصولها على المبلغ المطلوب قد يحول دون شرائه للآلة المطلوبة، مما يجعلنا نفكر بتحديد المبلغ الذي يجب على المقترض منشأة السعد طلبه من المصرف بحيث إذا اقتطع المصرف الفائدة مقدماً، يبقى للمنشأة ما يكفيها لشراء الآلة.

ولتحديد هذا المبلغ يمكن استخدام العلاقة التالية:

Y =	X
	1-r

حيث: مبلغ القرض Y =؛ التمويل المطلوب X =؛ معدل الفائدة r =

مثال:

بأخذ بيانات المثال السابق، حدّد المبلغ الذي يجب على منشأة السّد طلبه من المصرف لكي

تضمن لنفسها الحصول على ما يكفيها لشراء الآلة؟

الحل: نعوض في القانون السابق، فيكون:

Y	500,000	=	555,555.56
=	1-10%		L.S

أيّ أنّه على المنشأة أن تطلب من المصرف مبلغ 555,555.56 ل.س من أجل شراء آلتها.

فيحّن يقوم المصرف باقتطاع قيمة الفائدة البالغة (55,555.56) سيبقى للمنشأة المبلغ المطلوب

لشراء الآلة.

• **حالة وجود رصيد معوّض:**

يقوم المصرف في بعض الحالات باقتطاع نسبة من القرض وإبقائها لديه باسم المنشأة المقرضة،

ولكنّ دون أن يحقّ لها التصرّف به. يُسمّى المبلغ المُقتطع بالرّصيد المعوّض باعتبار أنّ المصرف

يقوم باقتطاعه تعويضاً له عن خدمات يقدّمها للمنشأة المقرضة. وبالتالي فإنّ مبلغ القرض الذي

ستحصل عليه المنشأة سيكون أقل من القرض المطلوب، الأمر الذي سيجعل معدل الفائدة الفعلي أكبر من معدل الفائدة الاسمي. ويُحسب معدل الفائدة الفعلي بالعلاقة الآتية:

معدل الفائدة الفعلي =	مبلغ الفائدة
	مبلغ القرض - قيمة الرصيد المعوض

مثال:

بأخذ بيانات المثال السابق وبفرض أن المصرف قام باقتطاع 5% من القرض كرصيد معوض. المطلوب: حساب معدل الفائدة الفعلي.

الحل:

10.53%	=	50,000	معدل الفائدة
		500,000 -	
		25,000	= الفعلي

معدل الفائدة الفعلي هو إذاً أكبر من معدل الفائدة الاسمي، باعتبار أن المقرض لم يحصل على كامل قيمة القرض لكامل الفترة.

• حالة سداد القروض على دفعات:

قد لا يوافق المصرف على قيام المنشأة المقرضة بسداد القرض دفعة واحدة، بل على شكل دفعات، وهذا يعني أنه في هذه الحالة لن تتمكن المنشأة المقرضة من استخدام كامل قيمة القرض لكامل الفترة، مما يجعل معدل الفائدة الفعلي أكبر من معدل الفائدة الاسمي.

يمكن في هذه الحالة حساب معدل الفائدة الفعليّ بالعلاقة الآتية:

$2 \times \text{عدد دفعات سداد القرض} \times \text{مبلغ الفائدة}$	$\text{معدل الفائدة الفعلي} =$
$\text{مبلغ القرض} \times \text{عدد دفعات سداد القرض} (1+)$	

مثال:

بأخذ بيانات المثال السابق وبفرض أنّ المصرف اشترط على المنشأة المقرضة أن تقوم بسداد القرض على ثلاث دفعات. المطلوب: حساب معدل الفائدة الفعليّ.

الحلّ:

بالتعويض بالقانون السابق سيكون:

15%	=	300,000	=	$2 \times 3 \times$ 50,000	معدل الفائدة = الفعليّ
		2,000,000		$500,000 \times$ (3+1)	

ارتفع معدل الفائدة الفعليّ ليصبح أكبر من معدل الفائدة الاسميّ لكون المقرض قام بسداد قيمة

القرض على ثلاث دفعات، ولم يستفد من كامل قيمة القرض لكامل الفترة.

تجدر الإشارة هنا إلى أنّ المصرف حين يشترط أن تقوم المنشأة المقرضة بسداد القرض على

شكل دفعات، فإنّ المنشأة تحاول تخفيض عدد دفعات سداد القرض، لأنّ ذلك سيقلّل من معدل

الفائدة الفعليّ، وسيتيح لها فترة أطول لاستثمار المبلغ المقرض.

مثال:

بأخذ بيانات المثال السابق، وبفرض أن عدد دفعات سداد القرض دفعتان، فكم سيصبح معدل

الفائدة الفعلي في هذه الحالة؟

الحل:

13.33%	=	200,000	=	$2 \times 2 \times$ 50,000	معدل الفائدة الفعلي =
		1,500,000		$500,000 \times$ (2+1)	

3-3-8 الأوراق التجارية وتكلفتها:

تمثل الأوراق التجارية (Commercial Paper) إشعاراً بالوفاء غير مضمون ذي استحقاق ثابت.

وتصدر هذه الأوراق التجارية المنشآت المعروفة بمركزها المالي القوي الذي يعد بمثابة الضمان لهذه

الأوراق. وللورقة التجارية طرفان:

- الطرف الأول: يمثل المقرض وهو من يقوم بإصدار الورقة التجارية بقيمة اسمية محددة

ومدونة على الورقة، ويقوم ببيعها للطرف الثاني.

- الطرف الثاني: يمثل المقرض، وهو من يشتري الورقة التجارية بأقل من قيمتها الاسمية

ويحصل في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للورقة. وهذا يعني أن الورقة التجارية تباع

بخصم يمثّل الفائدة على الورقة التجارية. فإذا أصدرت المنشأة ورقة تجارية قيمتها 100,000 ل.س بسعر خصم 10%، فإنّ مشتري الورقة سيدفع 90,000 ل.س لشراء هذه الورقة وفي تاريخ الاستحقاق سيحصل على كامل قيمتها الاسمية 100,000 ل.س. وبالتالي فإنّ العائد الذي حصل عليه المستثمر الذي اشترى الورقة التجارية 10,000 = ل.س، وهي تمثّل تكلفة التمويل من خلال الورقة التجارية بالنسبة للطرف الذي أصدرها، وذلك لمدة تساوي أجل الورقة التجارية الذي يتراوح عادةً بين 3 أيام و 270 يوماً.

صحيح أنّ الأوراق التجارية غير مضمونة من قبل المنشآت التي أصدرتها، ولكنّ أغلب الأوراق التجارية تكون مدعومة بخطّ ائتمانيّ مصرفيّ يلزم المصرف بسداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق مقابل رسوم متفق عليها، وذلك في حال عدم قدرة مصدرها على سداد قيمتها. كما يجب الإشارة إلى أنّ حامل الورقة التجارية قد يبيعها للغير قبل تاريخ استحقاقها مقابل التنازل عن جزء من عائدها.

والسؤال الآن: هل استخدام الأوراق التجارية كمصدر تمويلٍ قصير الأجل يقتصر على بعض أنواع المنشآت، أم أنّه يمكن لجميع أنواع المنشآت أن تستخدمه؟

يمكن في الواقع لجميع أنواع منشآت الأعمال أن تستخدم هذا المصدر التمويليّ بشرط تمتّعها بمركز ماليّ قويّ سواء كانت هذه المنشآت ماليّة أم غير ماليّة. فالمنشآت الماليّة تُصدر الأوراق التجارية من أجل تعزيز نشاطها الإقراضيّ لزيائنها. والمنشآت غير الماليّة تُصدر الأوراق التجارية من أجل تلبية احتياجاتها الموسميّة للأموال. والمنشآت التي تُصدر الأوراق التجارية سواء كانت ماليّة أم غير ماليّة فإنّها قد تبيعها للمستثمرين بشكل مباشر أو من خلال وسيط (السماسرة).

المستحقّات وتكلفتها:

تمثّل المستحقّات (Accruals) المبالغ المستحقّة الدّفع على المنشأة للغير ولكن المنشأة لم تدفعها بعدُ مثل رواتب العاملين والضرائب واقتطاعات الضمان الاجتماعي. فالعامل يُقدّم للمنشأة العمل بشكل يومي، ولكن المنشأة تدفع له في نهاية فترة معيّنة أسبوعية أو شهرية، وهذا يعني أنّ أجور العاملين عن كلّ يوم مضى بمثابة قروض مقدّمة للمنشأة التي يعملون بها، ويمكن للمنشأة أن تستخدمها لسدّ احتياجاتها المالية المؤقتة. والمبدأ ذاته بالنسبة للضرائب، فالمنشأة قد تحقّق أرباحاً بشكل يومي، وهذه الأرباح يترتّب عليها ضرائب، إلّا أنّ دفع الضرائب على الأرباح يكون بعد فترة معيّنة تختلف من تشريع إلى آخر، وخلال هذه الفترة يمكن أن تستخدم المنشأة هذه الضرائب المستحقّة لتمويل احتياجاتها المالية المؤقتة. ويُضاف إلى ذلك أنّ المستحقّات قد تتكوّن لدى المنشأة نتيجة إجراءات دفعها، بمعنى أنّ إجراءات الدّفع تقتضي بعض التأخير في دفعها، فقد تكون المنشأة هي فرع لمنشأة أخرى، وينتج عن إجراءات تحويل رواتب العاملين من المنشأة الأمّ بعض التأخير في دفعها.

ومن الواضح أنّ المستحقّات تزداد بتوسّع نشاط المنشأة التي يمكن أن تستخدم هذه المستحقّات لأغراض تمويلية قصيرة الأجل، لا سيما أنّها دون تكلفة، فلا فائدة تُدفع عليها، الأمر الذي جعل البعض يسمّيها بالديون الحرة.

ولكن على الرّغم من مجانيّة هذا المصدر التّمويلي، يجب على المنشأة عدم المبالغة في استخدامه، لأنّ ذلك سيولّد آثاراً سلبية بالنسبة لها، فحين تتأخّر المنشأة كثيراً في سداد أجور العاملين قد يؤدّي ذلك إلى استيائهم وعدم رضاهم وبالتالي انخفاض مستوى أدائهم. وكذلك التأخّر عن سداد الضرائب أكثر ممّا هو مسموح به للمنشأة قد يعرضها لاتّخاذ إجراءات قانونية ضدها.

وأخيراً يمكن أن نضيف مصدراً تمويلياً لا يُحمّل المنشأة أيّ تكلفة، وهو الدفّعات المدفوعة مقدّماً من العملاء عند التعاقد مع المنشأة وقبل تسليمهم البضاعة المطلوبة بمدةٍ تطول أو تقصر تبعاً لطبيعة الصناعة. ونجدُ هذا المصدرَ التّموليّ منتشرًا في الصّناعات التي تتسم بطابع الإنتاج بالطلبية الخاصة.

التّمولُ طويلُ الأجل

يتناول هذا الفصلُ التّمولَ طويلَ الأجل الذي يحظى بأهميّةٍ بالغةٍ بالنّسبةٍ لمنشآت الأعمال كافة، فإذا كانت الغاية من الاستثمارات طويلة الأجل تحقيق هدف الرّبحيّة التي تسمح للمنشأة بالاستمرار والنمو والبقاء في السوق، فإنّ غاية التّمولِ طويلِ الأجل تمويل هذه الاستثمارات بالنّسبة الأكبر تبعاً لمبدأ موازنة مصادر الأموال لاستخداماتها. يبدأ الفصلُ بتعريف التّمولِ طويلِ الأجل وتوضيح أهميّته

بالنسبة لمنشآت الأعمال، ثم الانتقال إلى النقطة الأهم وهي مصادر هذا التمويل التي يمكن تصنيفها تبعاً لمعيارين أساسيين: معيار الملكية ومعيار الديون، حيث تُقسم مصادر التمويل طويل الأجل تبعاً لمعيار الملكية إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم عادية وأسهم ممتازة والتمويل من خلال الأرباح المحتجزة، بينما تُقسم هذه المصادر حسب معيار الديون إلى تمويل من خلال القروض طويلة الأجل وتمويل من خلال السندات.

تعريف التمويل طويل الأجل:

لا يوجد للتمويل طويل الأجل تعريفاً دقيقاً وموحداً، وإنما يمكن تعريفه بشكل عام على أنه أداة تمويلية ذات تاريخ استحقاق يتجاوز العام الواحد مثل القروض المصرفية والسندات والاستثمار التمويلي وأدوات الملكية، حيث يمكن اعتبار حقوق الملكية كأداة تمويلية أبدية بمعنى أنه ليس لها تاريخ استحقاق محدد.

يُعرف التمويل طويل الأجل أيضاً على أنه عملية تأمين الأموال اللازمة لحيازة الأصول الرأسمالية والمشروعات الإنتاجية ذات العائد على المدى الطويل (تفوق مدته العام الواحد). ويدمج بذلك الباحثون الماليون التمويل متوسط وطويل الأجل معاً وذلك لتشابه استخداماتهما. كما أن ظاهرة تجديد مواعيد استحقاق الديون قد ألغى الحدود الزمنية بين أنواع مصادر التمويل تبعاً لمعيار المدة، فقد يتحول التمويل متوسط الأجل إلى تمويل طويل الأجل في كثير من الأحيان، وهي ظاهرة أصبحت شائعة اليوم في التعاملات المالية.

أهمية التمويل طويل الأجل:

يُعدُّ التَّمويلُ طويلُ الأجلِ مطلباً أساسياً لمختلفِ منشآتِ الأعمالِ، فإذا كانتِ المنشآتُ مطالبةً بتحقيقِ التَّوازنِ بينِ السيولةِ والربحيةِ، وإذا كانَ التَّمويلُ قصيرُ الأجلِ يُستخدمُ لتمويلِ الاستثماراتِ قصيرةِ الأجلِ التي تحققُ هدفَ السيولةِ، فإنَّ التَّمويلَ طويلَ الأجلِ يُستخدمُ لتمويلِ الاستثماراتِ طويلةِ الأجلِ من أجلِ تحقيقِ هدفِ الربحيةِ. وهذا لا يعني أبداً عدمَ توظيفِ المنشأةِ للتَّمويلِ طويلِ الأجلِ في استثماراتٍ قصيرةِ الأجلِ، فرأسُ المالِ العاملِ الدائمِ يُموَّلُ عادةً ويجبُ أن يُموَّلَ (من خلالِ التَّمويلِ طويلِ الأجلِ).

يمكننا بشكلٍ عامٍّ إيجازُ أهميَّةِ التَّمويلِ طويلِ الأجلِ بالنقاطِ الآتية:

- مساهمةُ التَّمويلِ طويلِ الأجلِ في تحقيقِ نموٍّ أسرعٍ ورفاهيةٍ أكبرِ واستقرارٍ دائمٍ للمنشآتِ

بطريقتينِ مهمَّتينِ:

- عن طريقِ الحدِّ من مخاطرِ تمديدِ القروضِ، وبالتالي إطالةِ فترةِ استثماراتِ المنشأةِ

وتحسينِ أدائها.

- مواجهةِ تحدياتِ دورةِ الحياةِ الخاصَّةِ بمنشآتِ الأعمالِ من خلالِ توافرِ مصادرٍ عدَّةٍ

للتَّمويلِ طويلِ الأجلِ.

- إنَّ مدَّةَ التَّمويلِ طويلِ الأجلِ هي بمثابةِ عقدٍ لتقاسمِ المخاطرِ بينَ مقدِّمي الخدماتِ الماليَّةِ

ومستخدميها، حيثُ يجبُ على مقدِّمي الخدماتِ الماليَّةِ تحمُّلَ مخاطرِ التَّخلفِ عن السَّدادِ

وكذلكَ مخاطرِ ارتفاعِ أسعارِ الفائدةِ.

- جعلُ المنشأةِ أكثرَ قدرةً على خلقِ فرصِ عملٍ بطريقةٍ مستدامةٍ وشاملةٍ من خلالِ تمويلِ

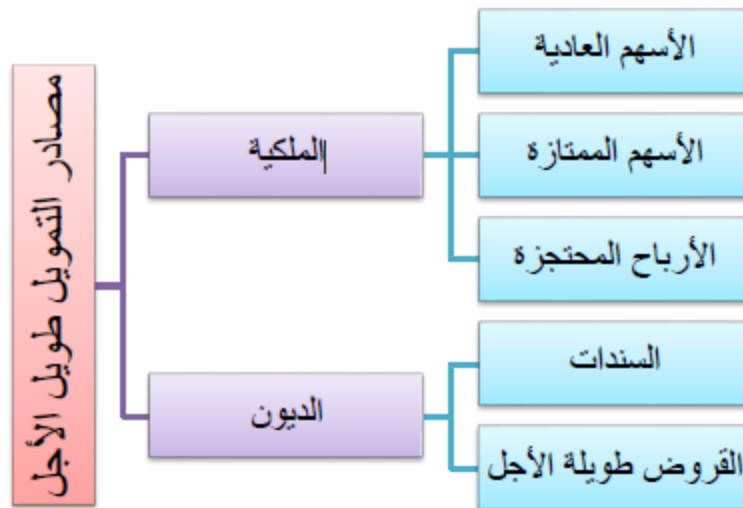
الأنشطةِ الإنتاجيةِ التي تدعمُ النموَّ وتخفِّضُ التَّكاليفَ.

- تعزيزُ الاستقرارِ الماليّ، من خلالِ أخذِ المنشآتِ بالاعتبارِ الأداءَ طويلَ الأجلِ ومخاطرَ استثماريّها على المدى الطّويل، واحتفاظَها بأصولٍ لفتراتٍ طويلةٍ أو غيرِ محدّدة.
- مساعدةُ المنشأةِ في بناءِ استراتيجيّاتٍ تأخذُ بالحسبانِ جوانبَ طويلةَ الأجلٍ مثلَ القضايا البيئيّة والاجتماعيّة وقضايا الحوكمة.

مصادرُ التّمويلِ طويلِ الأجلِ وتكلفتُها:

- يمكننا تصنيفُ مصادرِ التّمويلِ طويلِ الأجلِ تبعاً لمعاييرَ عدّةٍ أهمّها معيارُ الملكيةِ ومعيارُ الديونِ .
- الشّكل (11-1) يبيّنُ تصنيفاتِ مصادرِ التّمويلِ طويلِ الأجلِ تبعاً لهذينِ المعيارينِ:

الشّكل: (11-1) مصادرُ التّمويلِ طويلِ الأجلِ



وفيما يلي شرحٌ مختصرٌ لهذه المصادر:

1-3-11 القروض طويلة الأجل وتكلفتها:

نقصد بالقروض طويلة الأجل تلك القروض التي تحصل عليها المنشأة من المصارف أو المؤسسات المالية الأخرى، وذلك بغرض تمويل استثماراتها طويلة الأجل، وتلتزم المنشأة بسداد هذه القروض على شكل أقساط تمتد لأعوام عدة، حيث يتضمن قسط سداد القرض دفعة أصل القرض بالإضافة إلى دفعة من فوائد القرض. وقد يسدّد القرض على أقساط متساوية أو أقساط غير متساوية، وفي كلا الحالتين فإن تكلفة التمويل بالقروض المصرفية طويلة الأجل تتمثل بقيمة الفائدة التي تدفعها المنشأة المقترضة للجهة المقرضة لقاء حصولها على القرض المطلوب. وسنبيّن فيما يلي كيفية تسديد القروض وفوائدها في حالتَي الأقساط المتساوية وغير المتساوية.

يتميّز التمويل من خلال القروض طويلة الأجل بمجموعة مزايا، نذكر منها:

- **الوفر الضريبي:** تحقّق المنشأة من الاقتراض وفراً ضريبياً باعتبار أنّ فوائد القروض تُقتطع من الأرباح قبل اقتطاع الضريبة.

- **انخفاض التكلفة:** وذلك بسبب الوفر الضريبي وعدم وجود عمولات إصدار كما هو الحال بالنسبة للسندات والأسهم.

- **عدم التدخّل بالشؤون الإدارية للمنشأة:** لا يحقّ للمقرضين التدخّل بالشؤون الإدارية للمنشأة.

ولكن مقابل هذه المزايا، للتمويل من خلال القروض طويلة الأجل عيوب، نذكر منها:

- **العبء المالي:** المنشأة ملزمة بسداد أقساط القروض وفوائده بغض النظر عن وضعها المالي، الأمر الذي قد يعرضها لمخاطر الإفلاس.

- **قيودُ المقرضين:** قد يعطي عقدُ الاقتراضِ الحقَّ للمقرضِ في فرضِ بعضِ القيودِ على المنشأة مثلَ عدمِ الحصولِ على قروضٍ جديدة، وعدمِ بيعِ وشراءِ الأصولِ الثابتة، وعدمِ إجراءِ توزيعاتٍ للأرباح...
 - **عدمُ توافره لكلِ المنشآت:** قد لا يتوافرُ الاقتراضُ طويلُ الأجلِ للعديدِ منَ المنشآتِ كالمنشآتِ الصغيرةِ أو الحديثةِ مثلاً.

2-3-11 السندات وتكلفتها:

السندُ هو أداةٌ دينٍ طويلةُ الأجلِ تصدرُ المنشآتُ التي تبحثُ عنِ الأموالِ ويشتريه المستثمرُ الذي لديه فائضٌ في الأموالِ ويرغبُ باستثمارها في السندات. ويعطي السندُ لحامله الحقَّ في الحصولِ على القيمةِ الاسميةِ للسندِ في تاريخِ الاستحقاق، وعلى فائدةٍ دوريةٍ تتمثلُ بنسبةٍ ثابتةٍ منَ القيمةِ الاسميةِ للسندِ.

وبالنسبةِ لتكلفةِ التمويلِ بالسندات، يجبُ أن تُميزَ بينَ السنداتِ المستمرةِ والسنداتِ المُستردة. وفيما يلي توضيحٌ لكلِّ منها:

- **السنداتُ المستمرة:**

ويُقصدُ بها السنداتُ التي لا تُسدَّدُ خلالَ الحياةِ الإنتاجيةِ للمنشأة، وتُسمَّى بالقروضِ المستمرةِ (Ongoing Loans Cost)، ويمكنُ حسابُ تكلفةِ التمويلِ من خلالها بالعلاقة الآتية:

$$C_b = \frac{I}{P}(1 - t)$$

حيثُ:

I: الفائدة السنوية للسند

P: القيمة السوقية الصافية للسند

t: معدل الضريبة

مثال:

ترغب إحدى المنشآت السياحية بتمويل مشروع استثماري من خلال إصدار وبيع سندات مستمرة (قرض مستمر) بقيمة 10,000,000 ل.س، حيث أصدرت المنشأة وباعت 10,000 سنداً بقيمة اسمية 1,000 ل.س للسند الواحد، وبفائدة سنوية 10%، وبلغت نسبة تكلفة الإصدار 5% من سعر بيع السند، علماً أنّ المنشأة خاضعة لضريبة نسبته 40%.

المطلوب: حساب نسبة تكلفة التمويل بهذه السندات المستمرة في الحالات الآتية: (1) بيع السند بعلاوة 10%؛ (2) بيع السند بقيمته الاسمية؛ (3) بيع السند بخصم 10%.

الحل:

$$\begin{aligned} & \text{○ نسبة تكلفة التمويل بالسند في حالة بيع السندات بعلاوة 10\%:} \\ & C_b = \frac{100}{1,100(1 - 0.05)} (1 - 0.40) = 0.74\% \\ & \text{○ نسبة تكلفة التمويل بالسند في حالة بيع السندات بقيمتها الاسمية:} \\ & C_b = \frac{100}{1,000(1 - 0.05)} (1 - 0.40) = 6.32\% \\ & \text{○ نسبة تكلفة التمويل بالسند في حالة بيع السندات بخصم 10\%:} \\ & C_b = \frac{100}{900(1 - 0.05)} (1 - 0.40) = 7.02\% \end{aligned}$$

نلاحظ ارتفاع تكلفة التمويل بالسندات في حالة بيعها بخصم مقارنة ببيعها بالقيمة الاسمية أو بعلاوة.

• السندات المستردة:

وهي السندات التي تُصدرها المنشأة بتاريخ استحقاقٍ محدد، وتُسمى أيضاً بالقروضِ المستردة (Tim Specific Loans)، ويمكنُ حسابُ تكلفتِها بالعلاقة الآتية:

$$C_b = \frac{I + \frac{D_t - P}{N}}{\frac{D_t + P}{2}} (1 - t)$$

حيثُ:

I: الفائدةُ السنويَّةُ للسند

D: القيمةُ الاسميَّةُ للسند

P: القيمةُ السوقيةُ الصافيةُ للسند

t: نسبةُ الضريبة

N: عددُ الأعوامِ حتَّى تاريخِ الاستحقاق.

مثال:

بأخذِ بياناتِ المثالِ السابق، وبفرضِ أنَّ السنداتِ مستردةً واستحقاقُها 8 أعوام. المطلوب: حسابُ تكلفةِ التمويلِ بهذه السنداتِ المستردة علماً أنَّها بيعتُ بقيمتِها الاسميَّة.

الحل:

الفائدةُ السنويَّةُ للسند 100 ل.س =

القيمةُ السوقيةُ الصافيةُ للسند 950 = 1,000 - (1,000 × 5%) ل.س

نعوضُ الآنَ بالعلاقةِ السابقةِ لنحصلَ على نسبةِ تكلفةِ التمويلِ بالسند:

$$C_b = \frac{100 + \frac{1,000 - 950}{8}}{\frac{1,000 + 950}{2}} (1 - 40\%) = 6.54\%$$

نلاحظُ أنَّ تكلفةَ التَّمويلِ بالسَّنَدَاتِ المُستَرَدَّةِ = 6.54% وهي قريبةٌ جدًّا من نسبةِ تكلفةِ التَّمويلِ

بالسَّنَدَاتِ غيرِ المُستَرَدَّةِ حينَ بيعتْ بقيمتِها الاسميَّة، حيثُ بلغتْ نسبةُ تكلفتِها 6.32%.

يتميّزُ التَّمويلُ من خلالِ السَّنَدَاتِ بمجموعةٍ مزايا، نذكرُ منها:

- تحقيقُ وفرٍ ضريبيٍّ للمنشأةِ المُصدِّرةِ للسَّنَدِ.
- عدمُ أحقيَّةِ حملةِ السَّنَدَاتِ بالمشاركةِ بإدارةِ المنشأةِ.
- إكسابُ المرونةِ للهيكلِ التَّمويليِّ باعتبارِ السَّنَدَاتِ محدَّدةِ المدَّةِ والقيمةِ والفائدةِ.
- انخفاضُ تكلفةِ التَّمويلِ بالسَّنَدَاتِ مقارنةً بالأسهمِ العاديَّةِ والأسهمِ الممتازةِ، وذلكَ نتيجةً انخفاضِ مخاطرها.
- سهولةُ تحديدِ تكلفةِ التَّمويلِ بالسَّنَدَاتِ.

ولكنْ مقابلَ هذهِ المزايا، للتَّمويلِ عن طريقِ السَّنَدَاتِ بعضُ العيوبِ، نذكرُ منها:

- **العبءُ الماليُّ:** يجبُ على المنشأةِ المُصدِّرةِ للسَّنَدِ سدادُ فوائدهِ وقيمتِه الاسميَّةِ في تاريخِ الاستحقاقِ أيَّا كانَ الوضعُ الماليُّ للمنشأةِ.
- **القيودُ القانونيَّةُ:** يوجدُ تشريعاتٌ في بعضِ البلدانِ تحدُّ من إمكانيَّةِ اعتمادِ المنشأةِ على التَّمويلِ من خلالِ السَّنَدَاتِ وذلكَ حمايةً لأموالِ المساهمينِ.

3-3-11 الأسهمُ العاديَّةُ وتكلفتُها:

السَّهْمُ العاديُّ هو مستندٌ ملكيَّةٍ لحامله، أبديٌّ ليس له تاريخُ استحقاق، قابلٌ للتداول، ويعطي حاملهُ الحقَّ بالتصويت في الجمعية العموميَّة، والاطلاع على دفاتر المنشأة المصدرة للسَّهم، كما يحقُّ لحامله بالحصول على حصته من الأرباح التي تقرَّر المنشأة توزيعها، أمَّا مسؤوليَّة حملة الأسهم فتكونُ بنسبة مشاركتهم في رأس مال المنشأة.

للسَّهم العاديِّ قيمة اسميَّة مدونة على السَّهم، وعادةً ما يكونُ منصوصٌ عليها في عقد التأسيس. وله أيضاً قيمةً دفتريَّة تتمثَّل بحصَّة السَّهم من حقوق الملكية بعد استبعاد حقوق حملة الأسهم الممتازة في حال وجودها. كما أنَّ للسَّهم العاديِّ قيمةً سوقيَّة تتمثَّل بقيمة السَّهم في سوق رأس المال وتتحدَّد تبعاً لقانون الطلب والعرض، وبالتالي قد تكونُ القيمة السوقيَّة للسَّهم أكبر/أقلَّ من قيمته الاسميَّة أو الدفترية. والاستثمار في الأسهم العادية أكثرَ مخاطرةً من الاستثمار في السندات والأسهم الممتازة، الأمر الذي يجعلُ المستثمرين فيها يطلبون معدَّل عائِد استثماريٍّ أعلى.

وبالنسبة لتكلفة التمويل من خلال الأسهم العادية، فهي تتحدَّد من خلال معدَّل العائد المطلوب من قبل المستثمر الذي يقومُ بشراء السَّهم. وباعتبار أنَّ هذا المستثمر يهتمُ بشكلٍ أساسيٍّ بالتوزيعات المتوقَّعة للسَّهم على المدى الطويل وبالسعر السوقي للسَّهم، فإنَّه بإمكاننا الرجوعُ إلى النموذج الأساسي لتقييم القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، لنشتقَّ منه العلاقة الآتية:

$$r = \frac{D}{P} + g$$

حيثُ:

P: السعر السوقي للسَّهم

D: توزيعات الأرباح المتوقَّعة للفترة المقبلة

r : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر

g : معدل النمو الثابت في توزيعات الأرباح (أو على المدى الطويل).

مثال:

أصدرت منشأة النجوم السياحية أسهماً عادية جديدة لتمويل أحد المشروعات الاستثمارية، وقد تمكنت من بيع السهم الواحد بـ 400 ل.س، وكانت الأرباح المتوقعة توزيعها للسهم الواحد في الفترة المقبلة 7 ل.س، ومعدل النمو في التوزيعات على المدى الطويل 5%. المطلوب: حساب معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر الذي يساوي تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

الحل:

بالتعويض بالعلاقة السابقة يكون:

$$r = \frac{7}{400} + 5\% = 6.75\%$$

هذا يعني أن معدل تكلفة التمويل بالأسهم العادية = 6.75% ويجب على المنشأة أن تحقق معدل عائد استثماري من المشروع المراد الاستثمار فيه يفوق هذه التكلفة. ولكن المنشأة حين باعت السهم الواحد بـ 400 ل.س هذا لا يعني أنها تستطيع استثمار هذه القيمة كاملة، وذلك لأن المنشأة تحملت تكاليف إصدار أسهم، ويجب أن تُخصم هذه التكاليف من القيمة البيعية للأسهم لنحصل بذلك على صافي المبلغ الذي يمكن استخدامه لتمويل المشروع. الأمر الذي يزيد تكلفة التمويل بالأسهم. وبالتالي يمكننا تعديل العلاقة السابقة لتصبح:

$$r = \frac{D}{P(1-f)} + g$$

حيثُ f: هي نسبةُ تكلفةِ إصدارِ الأسهمِ الجديدة

ولتوضيح ذلك نأخذُ المثالَ الآتي:

مثال:

بأخذِ بياناتِ المثالِ السابقِ وبفرضِ أنَّ نسبةَ تكلفةِ إصدارِ الأسهمِ العاديةِ = 4%. المطلوب: ما هي

تكلفةُ التَّمويلِ بالأسهمِ العاديةِ؟

الحلّ: بالتَّعويضِ بالعلاقةِ السابقةِ يكون:

$$r = \frac{7}{400(1 - 4\%)} + 5\% = 6.82\%$$

تبلغُ إذاً تكلفةُ التَّمويلِ بالأسهمِ العاديةِ 6.82%، ونلاحظُ ارتفاعها مقارنةً بالحالةِ السابقةِ نتيجةَ الأخذِ

بالحسابِ تكلفةِ إصدارِ الأسهمِ.

للتَّمويلِ عن طريقِ الأسهمِ العاديةِ مجموعةٌ منَ المزايا، نذكرُ منها:

• تخفيفُ العبءِ الماليّ: المنشأةُ المصدرةُ للأسهمِ العاديةِ غيرُ ملزمةٌ بتوزيعِ الأرباحِ على

المساهمين، وغيرُ ملزمةٌ بردِّ قيمةِ السَّهمِ لحامله في تاريخٍ محدّد.

• زيادةُ ثقةِ الدَّائنينَ بالمنشأة: تتيحُ الأسهمُ العاديةُ للمنشأةَ فرصةَ الحصولِ على مزيدٍ منَ الأموالِ

الدَّائمة، الأمرُ الَّذي يشكّلُ ضماناً للدَّائنين، ممّا يجعلُهم يمدّونَ المنشأةَ بالأموالِ بشروطٍ أفضل.

• تفادي فرضِ القيودِ الماليّةِ التي قد تردُّ مع مصادرِ التَّمويلِ الأخرى مثلَ الحفاظِ على مستوى

محدّدٍ منَ المديونيّةِ أو مستوى معيّنٍ من رأسِ المالِ...

ولكن للأسهم العادية مقابل هذه المزايا بعض العيوب، نذكر منها:

- ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم العادية: إن ارتفاع مخاطر الاستثمار بالأسهم العادية بالنسبة للمستثمرين فيها يجعلهم يطلبون عائداً استثمارياً أعلى، والعائد الذي يطلبه المساهمون يمثل تكلفة بالنسبة للمنشأة المصدرة للسهم. كما أن ارتفاع مصاريف إصدار الأسهم العادية يزيد من تكلفة التمويل من خلالها.
- لا تسمح الأسهم العادية للمنشأة بالاستفادة من الوفر الضريبي، وذلك لأن الأرباح التي تُوزع على المساهمين، تُقتطع من صافي الأرباح بعد دفع الضريبة.
- إحداث تغييرات في مجلس الإدارة وبالتالي التأثير على قرارات المنشأة بما فيها القرارات المالية، وذلك باعتبار أنه يحق للمساهمين المشاركة في إدارة المنشأة.
- انخفاض ربحية السهم بالنسبة للمساهمين القدامى، الأمر الذي قد يدفعهم إلى التخلص من أسهمهم، وبالتالي انخفاض السعر السوقي للسهم. غير أن المنشآت حاولت التغلب على هذا العيب من خلال إعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.

4-3-11 الأسهم الممتازة وتكلفتها:

السهم الممتاز هو - كالسهم العادي - مستند ملكية لحامله، أبدي ليس له تاريخ استحقاق، قابل للتداول، وله قيمة اسمية مدونة عليه، وقيمة دفترية (حقوق الأسهم الممتازة ÷ عدد الأسهم الممتازة)، وقيمة سوقية متمثلة بقيمته في سوق رأس المال. وعلى الرغم من التشابه بين الأسهم العادية والممتازة، إلا

أنَّ السَّهْمَ الممْتَازَ يَخْتَلِفُ عَنِ السَّهْمِ العَادِيّ لكونِهِ لَا يعْطِي حَامِلُهُ الحَقَّ بالتَّدخُّلِ بالشُّؤُونِ الإِدَارِيَّةِ
لِلْمُنْشَأَةِ، وَلَكِنْ مُقَابِلَ ذَلِكَ لَهُ حَقٌّ الأَوَّلِيَّةِ بالحْصُولِ عَلى حَصَّتِهِ مِنَ الأَرْبَاحِ قَبْلَ حَمَلَةِ الأَسْهُمِ العَادِيَّةِ،
حَيْثُ تُتَحَدَّدُ حَصَّةُ السَّهْمِ الممْتَازِ مِنَ الأَرْبَاحِ بِنِسْبَةٍ ثَابِتَةٍ مِنَ القِيَمَةِ الاسْمِيَّةِ لِلْسَّهْمِ. وَيُسَمَّى البَعْضُ
السَّهْمَ الممْتَازَ بالسَّهْمِ الهَجِينِ لكونِهِ يَشْبهُ السَّهْمَ العَادِيّ مِنْ جِهَةٍ وَالسَّنَدَ مِنْ جِهَةٍ أُخْرَى.

وبالنَّسْبَةِ لَتَكْلِفَةِ التَّمْوِيلِ بِالأَسْهُمِ الممْتَازَةِ، فَهِيَ تُتَحَدَّدُ عَلى أَساسِ مَعْدَلِ العَائِدِ المَطْلُوبِ مِنْ قَبْلِ
المُسْتَعْمِرِ عَلى النِّحْوِ الَّذِي شَرَحْنَاهُ عِنْدَ تَحْدِيدِ تَكْلِفَةِ التَّمْوِيلِ بِالأَسْهُمِ العَادِيَّةِ، وَلَكِنْ مَعَ الأخْذِ بالحِسابِ
أَنَّ حَصَّةَ السَّهْمِ الممْتَازِ مِنَ الأَرْبَاحِ تَكُونُ ثَابِتَةً وَمُحَدَّدَةً فِي شُرُوطِ إِصْدَارِهِ كَنِسْبَةٍ ثَابِتَةٍ مِنَ القِيَمَةِ
الاسْمِيَّةِ لِلْسَّهْمِ الممْتَازِ. وبِالتَّالِي يَمْكَنُنا الرُّجُوعُ إِلَى العِلاقَةِ السَّابِقَةِ الَّتِي اعْتَمَدْنَا عَلَيْهَا فِي تَحْدِيدِ تَكْلِفَةِ
التَّمْوِيلِ بِالأَسْهُمِ العَادِيَّةِ وإِجْراءُ التَّعْدِيلِ الَّذِي يَفْرَضُهُ ثَبَاتُ حَصَّةِ السَّهْمِ الممْتَازِ مِنَ الأَرْبَاحِ، أَيَّ حَذْفِ
مَعْدَلِ نَمُوِّ الأَرْبَاحِ مِنَ العِلاقَةِ لِتَصْبِيحِ العِلاقَةِ بِالشَّكْلِ الآتِي:

$$r_p = \frac{D_p}{P_i(1 - f)}$$

حَيْثُ:

R_p : حَصَّةُ السَّهْمِ الممْتَازِ مِنَ الأَرْبَاحِ

D_p : تَكْلِفَةُ التَّمْوِيلِ بِالأَسْهُمِ الممْتَازَةِ

P_i : السَّعْرُ السُّوقِيّ لِلْسَّهْمِ الممْتَازِ الَّذِي يَمْكَنُ أَنْ يُبَاعَ بِخَصْمٍ أَوْ بَعْلَاوَةٍ

f : نِسْبَةُ تَكْلِفَةِ إِصْدَارِ الأَسْهُمِ الممْتَازَةِ

مِثَال:

ترغب إحدى المنشآت السياحية بإصدار أسهمٍ ممتازةٍ بقيمةٍ اسميةٍ 1,000 ل.س. للسهم الواحد، وكانت حصة السهم من الأرباح 9% من القيمة الاسمية للسهم، كما تتحمل المنشأة تكلفة إصدار هذه الأسهم بنسبة 5% من السعر السوقي للسهم. المطلوب: تحديد تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة في الحالات الآتية: (1) بيع السهم بعلاوة قدرها 10% من القيمة الاسمية؛ (2) بيع السهم بقيمته الاسمية؛ (3) بيع السهم بخصم 10% من القيمة الاسمية.

الحل:

عند بيع السهم بعلاوة ١٠%، تكون تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

$$r_p = \frac{90}{1,100(1 - 5\%)} = 8.61\%$$

عند بيع السهم بقيمته الاسمية، تكون تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

$$r_p = \frac{90}{1,000(1 - 5\%)} = 9.47\%$$

عند بيع السهم بخصم ١٠%، تكون تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

$$r_p = \frac{90}{900(1 - 5\%)} = 10.53\%$$

نلاحظ أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تختلف باختلاف سعر بيع السهم بعلاوة أو بخصم أو بالقيمة الاسمية، بينما توزيعات الأرباح تبقى ثابتة، وكذلك تكلفة الإصدار.

للتحويل عن طريق الأسهم الممتازة مزايا عدة، نذكر منها:

- لا يحق لحملة السهم الممتازة المشاركة بإدارة المنشأة، وبالتالي لا يمكنهم التأثير في قراراتها

المالية أو غير المالية.

- تخفيف العبء المالي: المنشأة المصدرة للأسهم الممتازة غير ملزمة برد قيمة السهم لحامله

في تاريخ محدد، وغير ملزمة بتوزيع الأرباح على المساهمين، إلا أنه في حال قررت التوزيع،

سيحصل حملة الأسهم الممتازة على حصة ثابتة من الأرباح.

- زيادة ثقة الدائنين بالمنشأة: تتيح الأسهم الممتازة (مثل الأسهم العادية) للمنشأة فرصة الحصول على مزيد من الأموال الدائمة، الأمر الذي يشكل ضماناً للدائنين، مما يجعلهم يمدّون المنشأة بالأموال بشروط أفضل.

ولكن مقابل هذه المزايا، للتمويل من خلال الأسهم الممتازة عيوب، نذكر منها:

- لا تسمح الأسهم الممتازة للمنشأة بالاستفادة من الوفر الضريبي، وذلك لأن الأرباح التي تُوزع على المساهمين، تُقتطع من صافي الأرباح بعد دفع الضريبة.
- ارتفاع تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة مقارنة بالسندات، لأن إصدارها تكلفة، بالإضافة إلى أن مخاطر الاستثمار فيها أكبر من مخاطر الاستثمار بالسندات، إلا أنه أقل من مخاطر الاستثمار في الأسهم العادية.
- يوجد بعض الأنواع من الأسهم الممتازة التي تعطي الحق لحاملها بالحصول على مستحقّاتهم من أرباح الأعوام التي لم تجر فيها المنشأة توزيعات عليهم، وذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات.

5-3-11 الأرباح المحتجزة وتكلفتها:

تمثل الأرباح المحتجزة ذلك الجزء من الأرباح الذي تحتفظ به المنشأة ولا توزعه على المساهمين، وذلك بغرض استثماره. وتعد الأرباح المحتجزة من أهم مصادر تمويل عمليات النمو والتوسع، كما يزيد اعتماد المنشأة على هذا المصدر التمويلي عندما تواجه ظروفًا اقتصادية متقلبة. وإن أهم ما

يُمَيِّزُ الأرباحَ المحتجزة كمصدرٍ تمويليٍّ هو انخفاضُ التكلفة، لكونها لا تُحمِلُ المنشأة أيّة تكاليفٍ إصدارٍ كما هو الحالُ بالنسبةٍ للأسهم العاديةِ والممتازة.

وبالنسبةٍ لتكلفةِ التّمويلِ بالأرباحِ المحتجزة، فهي تُحدّدُ على أساسِ تكلفةِ الفرصةِ البديلةِ (Opportunity Cost)، أيّ على أساسِ العائدِ الذي كانَ بإمكانِ حملةِ الأسهم تحقيقُهُ في حالِ ورّعتِ المنشأة أرباحها عليهم وقامَ هؤلاءُ المساهمونَ باستثمارِ هذه الأرباحِ في مجالاتٍ استثماريّةٍ أخرى خارجَ المنشأة كـشراءِ أسهمِ منشآتٍ أخرى أو سنداتٍ أو استثماراتٍ عقاريّة... إلخ. وبالتالي يجبُ على إدارةِ المنشأة أن تحقّقَ من استثمارِ الأرباحِ المحتجزة عائداً يفوقُ أعلى عائدٍ يمكنُ أن يحققَهُ المساهمونَ من استثمارِ هذه الأرباحِ -لو وُزّعتْ عليهم- في مجالاتٍ استثماريّةٍ أخرى.

ولتحديدِ تكلفةِ التّمويلِ عن طريقِ الأرباحِ المحتجزة، يمكنُ استخدامُ إحدى الأسلوبين الآتيتين:

• أسلوبُ عائدِ السندِ وعلاوةِ المخاطرة:

تقومُ المنشأةُ بتحديدِ تكلفةِ التّمويلِ بالأرباحِ المحتجزة بالاعتمادِ على أسلوبِ عائدِ السندِ وعلاوةِ المخاطرة (Bond-Yields – plus Risk Premium Approach) من خلالِ إضافةِ علاوةِ مخاطرةٍ تتراوحُ بينَ 3-5% إلى عائدِ سنداتِها أو معدّلِ الفائدةِ على ديونها طويلةِ الأجل. وبالتالي يكون:

$$\text{تكلفةُ التّمويلِ بالأرباحِ المحتجزة} = \text{عائدُ السندِ (تكلفةُ المديونيةِ طويلةِ الأجل)} + \text{علاوةُ المخاطرة}$$

مثال:

بفرضِ أن معدّلَ الفائدةِ على ديونِ المنشأةِ طويلةِ الأجلِ يساوي 10%، وفُدّرتْ علاوةُ المخاطرةِ بـ 5%، ستكونُ في هذه الحالةِ تكلفةُ التّمويلِ بالأرباحِ المحتجزة $10\% + 5\% = 15\%$

ولكن تقدير تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة وفقاً لهذا الأسلوب يشوبه -كما نلاحظ- الاعتبارات الشخصية باعتبار أن علاوة المخاطرة تُحدد تبعاً للاعتبارات الذاتية للمنشأة أو للمحلل المالي.

• أسلوب التدفق النقدي المخصوم:

لتحديد تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة وفق أسلوب التدفق النقدي المخصوم

(Discounted Cash Flow Approach)، يمكننا الرجوع إلى العلاقة التي استخدمناها عند تحديد

تكلفة التمويل بالأسهم العادية:

$$r = \frac{D}{P} + g$$

مثال:

بفرض أن السعر السوقي للسهم 500 ل.س، وأن التوزيعات المتوقعة للأرباح للسهم في الفترة المقبلة

= 5 ل.س، ومعدل النمو في توزيعات الأرباح على المدى الطويل = 10%.

المطلوب: تحديد معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر الذي يساوي تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة.

الحل: نعوض في القانون السابق:

$$r = \frac{5}{500} + 10\% = 11\%$$

يمثل المعدل 11% الحد الأدنى من العائد الذي يجب على إدارة المنشأة تحقيقه مقابل احتجاز الأرباح

وإعادة استثمارها، الأمر الذي من شأنه أن يحول دون مطالبة حملة الأسهم بتوزيع الأرباح عليهم.

ويجب أن نشير إلى أنه في حال توزيع الأرباح على المساهمين سيدفعون ضريبةً على هذه الأرباح، كما أن إعادة استثمار الأرباح الموزعة عليهم ينطوي على عمولاتٍ يتحملها المساهمون عند إعادة استثمار هذه الأرباح، وفي حال ترافق الأمران أي دفع المساهم ضريبةً على الأرباح الموزعة وعمولاتٍ من أجل إعادة الاستثمار سينخفض معدل العائد الاستثماري المطلوب من قبله في حال قررت المنشأة احتجاز الأرباح من أجل إعادة استثمارها، ويمكن في هذه الحالة التعبير عن معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين والذي يساوي تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة بالعلاقة الآتية:

$$r = \left(\frac{D}{P_0} + g \right) (1 - t)(1 - c)$$

حيث: تمثل t معدل الضريبة، وتمثل c معدل العمولات والمصروفات الأخرى التي يتحملها المستثمر في حال إعادة استثمار الأرباح الموزعة.

مثال:

بأخذ بيانات المثال السابق، وبفرض أن معدل الضريبة 30%، وأن معدل العمولات التي يدفعها المستثمر في حال إعادة استثمار الأرباح الموزعة عليه يساوي 5%. **المطلوب:** حساب معدل العائد الاستثماري المطلوب من قبل المساهمين والذي يساوي تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة.

الحل:

بالتعويض بالقانون السابق يكون:

$$r = \left(\frac{0}{5.00} + 10\% \right) (1 - 30\%)(1 - 5\%) = 7.32\%$$

يمثل 7.32% الحد الأدنى من العائد الذي يجب على إدارة المنشأة تحقيقه مقابل احتجاز الأرباح وإعادة استثمارها.

المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:

لا تعتمد منشآت الأعمال في تمويل استثماراتها على مصدر تمويلي واحد، بل على مصادر تمويلية عدة وذلك تديلاً لمخاطر التركيز على مصدر تمويلي واحد. كما أن المنشأة قد لا تستطيع تأمين الأموال اللازمة لتمويل استثماراتها من مصدر تمويلي معين فتلجأ إلى مصادر تمويلية أخرى تمكنها من تأمين رأس المال اللازم لتمويل هذه الاستثمارات. ولكن الاستثمار في مشروع ما يقتضي أن يكون عائده الاستثماري أكبر من تكلفة تمويله، وباعتبار أن لكل مصدر تمويلي تكلفة تختلف عن تكلفة المصدر التمويلي الآخر، كان من الضروري إيجاد طريقة تمكننا من حساب تكلفة المصادر التمويلية المعتمد عليها في تمويل المشروع مجتمعة لكي يُصار إلى مقارنتها بالعائد الاستثماري المتوقع من المشروع واتخاذ القرار المناسب على ضوء ذلك.

إن أسلوب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال يمكننا من حساب تكلفة التمويل عند الاعتماد على أكثر من مصدر تمويلي في آن واحد وذلك وفق ثلاث خطوات:

- حساب الوزن النسبي لكل مصدر تمويلي بالنسبة لمجموع المصادر التمويلية المعتمد عليها في تمويل المشروع.

- إيجاد التكلفة النسبية لكل مصدر تمويلي من خلال ضرب وزنه النسبي بتكلفته.

- إيجاد مجموع التكاليف النسبية لكل المصادر التمويلية المعتمد عليها في تمويل المشروع،

حيث يمثل هذا المجموع المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.

نقارن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال بالعائد الاستثماري المتوقع الحصول عليه من المشروع، فإذا كان العائد أكبر نقبل الاستثمار بالمشروع، أما إذا كان العائد أصغر أو يساوي المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال فإننا نرفض المشروع.

مثال: تريد إحدى المنشآت السياحية الاستثمار في مشروع استثماري تكلفته 100,000,000 ل.س، وأمام المنشأة فرصة لتأمين هذا المبلغ من مصادر تمويلية عدة وبتكاليف مختلفة كما هو مبين في الجدول الآتي:

المصدر التمويلي	القيمة	التكلفة
قروض مصرفية طويلة الأجل	20,000,000	5%
أسهم ممتازة	10,000,000	6%
أسهم عادية	40,000,000	10%
أرباح محتجزة	30,000,000	10%
المجموع	100,000,000	

المطلوب: حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال، وهل تتصح المنشأة بالاستثمار في هذا المشروع

علماً أن معدل العائد الاستثماري المتوقع الحصول عليه من المشروع = 10%؟

الحل: لحساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال نعد الجدول الآتي:

المصدر التمويلي	القيمة	الوزن النسبي	التكلفة	التكلفة النسبية
قروض مصرفية طويلة الأجل	20,000,000	20%	5%	1%
أسهم ممتازة	10,000,000	10%	6%	0.6%

4%	10%	40%	40,000,000	أسهم عادية
3%	10%	30%	30,000,000	أرباح محتجزة
8.6%		100%	100,000,000	المجموع

هذا يعني أن المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال = 8.6%، بمعنى أن تأمين الأموال اللازمة للاستثمار في المشروع يكلف المنشأة وسطياً 8.6%، مع الأخذ بالحسبان الوزن النسبي للمصادر التمويلية المعتمد عليها. وبالمقارنة بمعدل العائد الاستثماري المتوقع من المشروع (10%)، نجد أن عائد المشروع أكبر من تكلفته وبالتالي نقبل الاستثمار فيه.