



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية في مقياس:

إدارة مصادر التمويل

موجهة لطلبة السنة الثالثة علوم التسيير تخصص إدارة مالية

من إعداد الدكتورة: مداس حبيبة

السنة الجامعية: 2025/2024

فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة	العنوان
06	مقدمة
	المحور الأول (تمهيدي): مفاهيم أساسية حول التمويل وأنواعه
07	أهداف ومخطط الدرس.....
08	أولاً: مفهوم التمويل والمفاهيم ذات الصلة.....
08	1- تعريف التمويل.....
08	2- تعريف الهيكل المالي.....
08	3- تعريف هيكل رأس المال.....
09	ثانياً: الاحتياجات التمويلية في المؤسسة.....
09	1- متطلبات التمويل في المؤسسة.....
10	2- أنواع الاحتياجات المالية في المؤسسة.....
12	ثالثاً: طرق وأشكال التمويل.....
12	1- التمويل المباشر.....
13	2- التمويل غير المباشر.....
14	ثالثاً: أنواع التمويل.....
14	1- من زاوية مدة التمويل.....
15	2- من زاوية مصدر الحصول على التمويل.....
17	3- من زاوية الغرض الذي يستخدم لأجله.....
17	4- من زاوية الملكية.....
17	رابعاً- المصادر المستحدثة في التمويل.....
17	1- صعوبات التمويل بالطرق التقليدية.....
19	2- الآليات المستحدثة في تمويل استثمارات المؤسسات.....

25	خامسا- محددات الاختيار بين مصادر التمويل.....
26	سادسا- أسئلة وتمارين.....
المحور الثاني: التمويل قصير الأجل	
28	أهداف ومخطط الدرس.....
29	أولا: الائتمان التجاري.....
29	1- تعريف الائتمان التجاري.....
31	2- أشكال الائتمان التجاري.....
32	3- تكلفة الائتمان التجاري.....
34	4- آثار الائتمان التجاري في الكشوفات المالية للمؤسسة.....
35	ثانيا: الائتمان المصرفي.....
35	1- تعريف الائتمان المصرفي.....
36	2- أنواع الائتمان المصرفي قصير الأجل.....
38	3- العوامل الرئيسية التي تحدد اختيار البنك.....
39	4- محددات قدرة البنوك على منح القروض.....
40	5- تكلفة الائتمان المصرفي.....
42	6- الفرق بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري.....
43	ثالثا- أوراق سوق النقد.....
43	1- الأوراق التجارية.....
44	2- القبولات المصرفية.....
46	رابعا- مصادر أخرى للتمويل قصير الأجل.....
46	1- المستحقات أو المتأخرات.....
46	2- مدفوعات العملاء.....
46	3- القروض الخاصة.....
46	خامسا- أسئلة وتمارين.....

المحور الثالث: التمويل متوسط الأجل	
50	أهداف ومخطط الدرس.....
51	أولاً: القروض المباشرة متوسطة الأجل.....
51	1- أشكال القروض متوسطة الأجل
52	2- جدول سداد القرض.....
54	3- تكلفة القروض المباشرة متوسطة الأجل.....
55	ثانياً: التمويل بالاستئجار.....
55	1- صور وأتماط التمويل بالاستئجار.....
57	2- مزايا وإيجابيات التمويل بالاستئجار.....
60	3- سلبيات التمويل بالاستئجار.....
60	4- أنواع الاستئجار المالي.....
62	5- تكلفة التمويل بالاستئجار.....
64	6- مثال توضيحي شامل 1.....
68	7- مثال توضيحي 2.....
71	ثالثاً- أسئلة وتمارين.....
المحور الرابع: التمويل طويل الأجل	
75	أهداف ومخطط الدرس.....
76	أولاً: أموال الاقتراض
76	1- القروض طويلة الأجل
78	2- السندات.....
82	3- تقييم أموال الاقتراض (السندات).....
86	4- تكلفة السندات
90	ثانياً: أموال الملكية.....
90	1- الأسهم العادية.....

93	2- الأسهم الممتازة.....
94	3- الأرباح المحتجزة.....
95	4- تقييم أموال الملكية.....
98	5- تكلفة أموال الملكية.....
101	ثالثا- أسئلة وتمارين.....
المحور الخامس: تكلفة التمويل وهيكل رأس المال الأمثل	
104	أهداف ومخطط الدرس.....
105	أولا: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.....
105	1- تعريف تكلفة التمويل.....
105	2- حساب تكلفة رأس المال.....
108	ثانيا: التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال.....
114	1- نظريات هيكل رأس المال.....
114	2- العوامل المؤثرة على الهيكل المالي.....
115	ثالثا: هيكل رأس المال.....
115	رابعا: أسئلة وتمارين.....
118	قائمة المراجع.....

مقدمة:

يعد مقياس إدارة مصادر التمويل الموجه إلى طلبة السنة الثالثة تسيير -تخصص إدارة مالية- من المقاييس الأساسية في تكوينهم نظريا وتطبيقيا ويأتي امتدادا للمفاهيم التي تم اكتسابها في مقاييس أخرى كالسيير المالي وإدارة المشاريع وتقييمها ويهدف هذا المقياس إلى تعريف الطالب بالأسس النظرية والعملية لتمويل المؤسسات وتمكينه من فهم طبيعة القرارات التمويلية داخل المؤسسة الاقتصادية، وذلك بالتعرف على مختلف مصادر التمويل المتاحة وخصائصها وكيفية تقدير تكلفتها، وتحديد واختيار المناسب منها لاحتياجات المؤسسة سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، داخلية أو خارجية، وأيضا كيفية المفاضلة بينها وفقا لمعايير التكلفة والمخاطر والملاءة المالية... كما يعالج المقياس الإطار العام لاتخاذ القرارات التمويلية من خلال دراسة تكلفة التمويل وهيكل رأس المال وأثره على القيمة السوقية للمؤسسة. حيث تستخدم هذه المفاهيم كمعيار لاتخاذ القرارات المالية ورفض أو قبول المشروعات الاستثمارية

يتضمن المقياس مجموعة من محاور ملمة بالموضوع كإطار العام للتمويل وتصنيف مصادره المختلفة التقليدية منها والحديثة كالتمويل الإسلامي ورأس المال المخاطر والعوامل المؤثرة في القرار التمويلي وحساب تكلفة رأس المال وهيكل التمويل الأمثل.

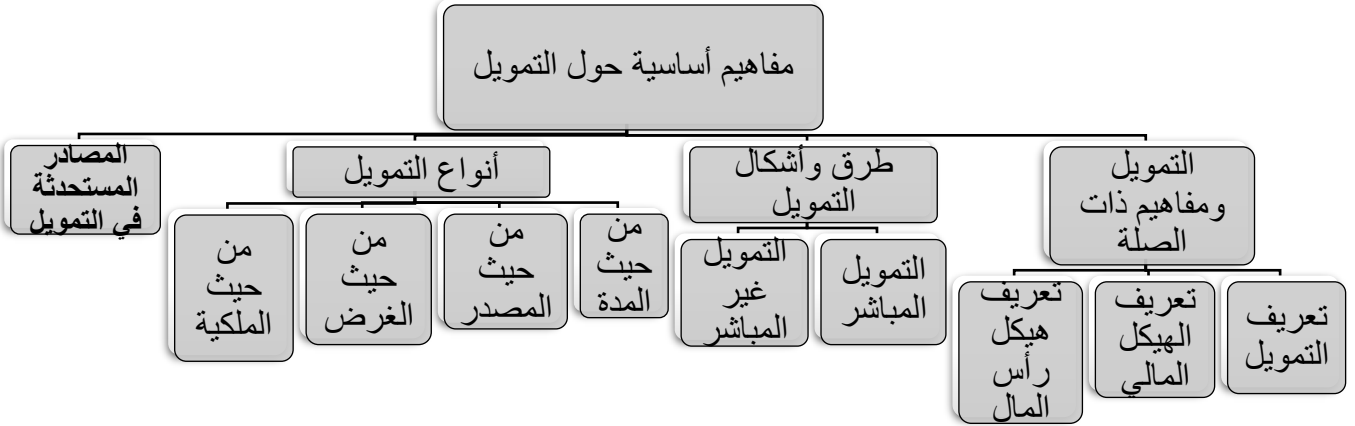
وفي الأخير نرجو أن تساهم هذه المحاضرات في تعزيز الرصيد المعرفي للطلبة وأن تكون منطلقا لتحفيز التفكير النقدي والتحليل المالي السليم الذي تحتاجه المؤسسات في بيئة الأعمال الحديثة، ورافدا مهما في تكوين رؤيتهم المهنية المستقبلية في مجال الإدارة المالية

مفاهيم أساسية حول التمويل وأنواعه

أهداف الدرس:

- في نهاية المحور يكون الطالب قادرا على:
- فهم وظيفة التمويل والمسؤول عنها في المؤسسة
- التمييز بين هيكل التمويل وهيكل رأس المال
- معرفة مختلف طرق ومصادر التمويل في المؤسسة

مخطط الدرس:



أولاً- مفهوم التمويل والمفاهيم ذات الصلة:

إن وظيفة التمويل هي واحدة من أهم وظائف قسم الإدارة المالية في المؤسسة، والمسؤول عنها هو المدير المالي للمؤسسة، وهي مهمة بالغة التعقيد في الواقع العملي خاصة في المؤسسات الكبيرة وتتطلب وجود إدارة مالية على درجة عالية من الكفاءة فالقرارات التي تتخذها تنعكس سلباً أو إيجاباً على مستوى الربحية والسيولة وبالتالي إما الفشل والخروج من دنيا الأعمال أو النجاح وتعظيم ثروة الملاك.

وتعتبر الأسواق المالية المصدر الرئيسي للتمويل الذي تحتاجه المؤسسات حيث تلعب دوراً مهماً في إعادة تخصيص الموارد في المجتمع لسد احتياجات الوحدات الاقتصادية من التمويل وضمان تحقيق أعلى درجات النمو والتطور، دون الحاجة إلى الانتظار لحين وصول مدخراتها إلى المستوى الذي يكفي لتلبية احتياجاتها المتجددة من التمويل. وتنقسم الأسواق المالية إلى نوعين:

❖ السوق النقدي: وهي التي تسهل تداول الأوراق المالية ذات السيولة العالية التي لا تزيد مدتها عن السنة مثل الأوراق التجارية والقبولات المصرفية.

❖ السوق الرأسمالي: وهي التي تسهل تداول الأوراق المالية ذات السيولة القليلة التي تزيد مدتها عن السنة مثل الأسهم والسندات.

1- تعريف التمويل: هو تدبير الأموال اللازمة سواء لإنشاء المؤسسة أو لضمان سير نشاطها أو لتوسيعها. وتكمن مهمة المدير المالي في البحث وتحديد مصادر التمويل المتاحة والاختيار أو المفاضلة بين البدائل التمويلية للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل الذي يمكنه تعظيم قيمة المؤسسة، أي تحديد التوليفة الملائمة من مصادر التمويل التي توفر كل احتياجات المؤسسة التشغيلية التي تخص دورة الاستغلال والاحتياجات طويلة الأجل التي تخص دورة الاستثمار، بالحجم المناسب وبأقل تكلفة ممكنة مما ينعكس إيجاباً على القيمة السوقية للمؤسسة. ولذلك لا بد أن تكون الإدارة المالية في المؤسسة ملمة بجميع المصادر المتاحة وطبيعة وتكلفة ومزايا وعيوب كل مصدر والإجراءات المطلوبة للحصول على كل منها.

2- تعريف الهيكل المالي: يشمل الميزج التمويلي ككل سواء كان مصادر طويلة الأجل أو صيرة الأجل، أي توليفة مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتغطية احتياجاتها كافة، وبذلك يشمل الهيكل المالي مجموعة العناصر المشكلة لجانب الخصوم في الميزانية الطويلة والقصيرة الأجل.

3- تعريف هيكل رأس المال: هو جزء من الهيكل المالي ويتضمن مصادر التمويل طويلة الأجل فقط، أي يستبعد منه أنواع التمويل قصيرة الأجل فيشمل الخصوم طويلة الأجل بما فيها الاقتراض الطويل وحقوق الملكية.

ثانيا- الاحتياجات التمويلية في المؤسسة:

تعتمد المشروعات في الأساس على مواردها الذاتية، فإذا لم تكف أتجهت إلى غيرها ممن يملكون فائضا من الأموال لسد هذا العجز، وبالتالي يكون التمويل هو نقل القدرة المالية من فئات الفائض إلى فئات العجز المالي، وهذا النقل يتم مباشرة في علاقة ثنائية بين الفئتين كما قد يتدخل بينهما وسيط مالي ووفق أساليب وصيغ تعاقدية عديدة. وتعتبر وظيفة التمويل بما تتضمنه من بحث عن مصادر التمويل والاختيار من بينها، عملية هامة جدا تواجه المؤسسات، ويتطلب القيام بها توافر إدارة ذات كفاءة متميزة، تقرر أولا احتياجات المؤسسة من الأموال ثم مصادر التمويل اللازمة لتنفيذ وتجسيد البرامج والخطط الموضوعة والتي تمثل الهيكله المالية للمؤسسة.

1- متطلبات التمويل في المؤسسة:

يرتبط تقدير متطلبات التمويل دراسة تحليلية وتشخيصية صادقة وصحيحة للعديد من العوامل ذات الارتباط بالمؤسسة، أهمها:

- **القدرات الاقتصادية الكامنة المرتبطة بالمؤسسة:** فإذا كانت هذه القدرات تؤشر نمو عالي وأرباح كبيرة يصبح للمؤسسة إمكانية أفضل في الحصول على الموارد، قياسا بمؤسسة أخرى قد تكون مناسبة لنمط وأسلوب المستثمر وطريقة حياته لكنها غير جذابة من الناحية الاقتصادية والتمويلية.
- **حجم المؤسسة ومستوى نضجها:** إن حجم المؤسسة وتواجدها الفعلي في العمل الميداني له أثر على التمويل والحصول عليه، فالمؤسسة الأكبر حجما والأطول عمرا لديها إمكانية أفضل للحصول على الائتمان المصرفي والذي لا يكون متاح للمؤسسات الأصغر حجما والأحدث في إنشائها، حيث تعتمد على جهود صاحبها في الحصول على القروض الشخصية ورأس المال اللازم لبدء النشاط. وعندما يؤسس العمل على أرض الواقع ويسجل إنجازات جيدة يصبح حينها جذاب للبنوك والمؤسسات المالية، فتمويل المؤسسات الصغيرة يأتي في مراحل متأخرة عن بداية دورة حياتها وقليل جدا من الممولين من يركز على الأعمال في بداية نشأتها.
- **نمط ونوع الأصول:** فالمؤسسات ذات الأصول الملموسة أكثر لديها إمكانية أفضل للحصول على التمويل من المؤسسات ذات الأصول غير الملموسة، لأن هذه الأخيرة غير كافية لتكون ضمان حقيقي للحصول على القرض.
- **تفضيل المالك للتمويل بالمدىونية أو بالملكية:** يرتبط التمويل بالتفضيلات الشخصية والفردية للمالك، والاختيار بين المدىونية أو التمليك أو توليفة من الاثنين معا، استنادا إلى عدة مؤشرات كالربحية المحتملة (مقدار العائد على الاستثمار للملاك أين يكون أعلى كلما استخدمت المدىونية على حساب الملكية)، حجم المخاطر المالية (فأصحاب القروض يطلبون الفوائد بغض النظر عن الأداء المتحقق للمؤسسة عكس المساهمين)، والسيطرة والتحكم في إدارة المؤسسة. والمهم أن يكون صاحب المؤسسة -من خلال الدراسات المستوفية لكافة جوانب نشاط المشروع وحجمه- قادرا على تحديد واقعي وتقدير دقيق وبدون أي مبالغة أو تقليل لاحتياجات المشروع الرأسمالية، لأن التقدير المبالغ فيه يحمل

المؤسسة تكاليف رأسمالية هو في غنى عنها، بينما التقدير الأقل مما يجب يجعل المشروع يعاني صعوبات في الإنجاز وتحقيق الأهداف، كما قد يضطر إلى الحصول على الأموال بشروط غير مناسبة تحت ضغط الحاجة الملحة. ولذلك يجري التمويل وفق منهج منظم تقدر فيه الأموال المطلوبة ووقت الاحتياج لها، وما هي أفضل مصادر الحصول عليها، وأخيرا كيفية تسديدها لإدامة علاقات جيدة مع الأطراف الممولة للمؤسسة.

2- أنواع الاحتياجات المالية في المؤسسة:

تختلف الاحتياجات المالية للمؤسسة باختلاف مراحل دورة حياتها وحسب طبيعة استخدام الأموال:

1-2. الاحتياجات المالية اللازمة للمؤسسات خلال مراحل حياتها: في مرحلتي الإنشاء والانطلاق تظهر الحاجة إلى المصادر الداخلية من مدخرات فردية لأصحاب المؤسسة أو لبعض أقاربهم وأصدقائهم خاصة مع صعوبة الحصول على الأموال من المصادر الخارجية، وكنتيجة لبدء عملية التشغيل قد تحتاج المؤسسة إلى مصادر تمويل قصيرة الأجل لتمويل احتياجاتها التشغيلية عن طريق الائتمان التجاري للتزود بالمواد الأولية من الموردين. وخلال هذه المرحلة تبقى المؤسسة بعيدة كل البعد عن التمويل البنكي لأنها لا تستجيب لمقتضياته من ضمانات وفوائد... وهنا تلعب الدولة دورا هاما كضامن للقروض الممنوحة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وفي مرحلتي النمو والنضوج تعرف المؤسسة مشاكل أقل في الحصول على التمويل مقارنة بالمرحلة السابقة، فمستوى الإنتاج الذي بلغته يسمح لها بتغطية التكاليف والأعباء الثابتة، ويمكنها من توفير مصادر تمويل ذاتية هامة، ولكنها تبقى في "احتياج مستمر للتمويل قصير الأجل لتلبية احتياجات رأس المال العامل الناتجة عن ضرورة تشكيل المخزونات وتمويل الزيادة والنمو في المبيعات خاصة عندما تكون مقيدة أو مجبرة على البيع بمنح آجال للدفع لزيائنها إذا أرادت كسب سوق معين"، وكذلك إلى التمويل طويل الأجل من أجل اقتناء آلات ذات تكنولوجيا عالية لتمويل إنتاج منتجات بديلة أو تطوير المنتجات الحالية لمواجهة متطلبات المنافسة.

وبانخفاض درجة المخاطرة يمكن للمؤسسة الاستعانة بالأرباح المحتجزة المحققة، بالإضافة إلى المصادر الخارجية وما تقدمه النظم الحكومية والمؤسسات المالية المهتمة بالمؤسسات الصغيرة والمتوسطة. وبعد أن يصبح لهذه المؤسسات الشهرة المطلوبة يصبح بإمكانها الحصول على القروض المصرفية وجذب رؤوس الأموال، حيث تستطيع اللجوء إلى البنوك (التي تكون انتقائية في تمويلها بالاعتماد على تقييم المخاطر التي تنطوي عليها المؤسسة والصناعة التي تعمل بها) في ظل وجود سجل من النجاحات التي حققتها وتوفرها على عدد من الأصول الثابتة التي يمكن تقديمها كضمان، كما يمكنها طرح سندات أو أسهم جديدة لزيادة رأسمالها حيث تكون المؤسسة في هذه المرحلة في أفضل حالاتها سواء من حيث التنظيم (وجود هيكل تنظيمي وإداري واضح) أو من حيث التزامها بالقواعد واللوائح الحكومية، الأمر الذي يؤهلها للوفاء بمتطلبات

القيود بالبورصة، ولكن يجب عليها أن تتفادى الإفراط في زيادة التمويل الخارجي من أجل التوسع خاصة إذا كانت محتملة النمو (ابتكارية).

وأخيراً يمكن للمؤسسة في مرحلة الانحدار الحصول على التمويل اللازم من مصادر خارجية كالبنوك والمستثمرين بالاعتماد على أصولها الثابتة كضمانات، كما يبرز دور مؤسسات التمويل الحكومية من حيث الوقوف إلى جانب المؤسسات الصغيرة ومساندتها ليس بالتمويل المناسب فقط بل ببرامج متكاملة كعمليات إعادة التأهيل. وتأمل المؤسسات دائماً الابتعاد عن المرحلة الخامسة بكافة الطرق والسبل.

2-2. الاحتياجات المالية للمؤسسات حسب طبيعة استخدامها: تحتاج المؤسسات مستلزمات مختلفة، ضرورة إما

لسيرورة الدورة التشغيلية قصيرة الأجل، أو للنشاط الإنتاجي من آلات ومباني:

- احتياجات تمويل رأس المال العامل أو التشغيلي (الاستغلال): وهي احتياجات قصيرة الأجل تتمثل في الأموال التي تحتاجها المؤسسة من أن آخر لفترات لا تتجاوز السنة، ويستخدم رأس المال العامل (جميع الموجودات التي يمكن تحويلها بسرعة إلى سيولة نقدية كالمخزون والحسابات المدينة والأوراق التجارية) لشراء المواد والسلع وتسديد الالتزامات الجارية مثل الأجور والإيجارات... ويمول غالباً من مصادر التمويل قصيرة الأجل كالاتئمان التجاري والائتمان المصرفي قصير الأجل وأدوات سوق النقد وخصم الحسابات المدينة أو رهنها وأيضاً الاستفادة من المخزون الفائض أو الزائد عن حاجة المؤسسة الفعلية وتحويله إلى نقدية، وبذلك تكون قد استخدمت أموالاً داخلية كانت معطلة دون فائدة" ومراقبة الموجودات المعطلة كالتجهيزات والمعدات واستغلالها إن أمكن سواء ببيعها أو تأجيرها شرط ألا تؤثر سلباً على سير عمليات المؤسسة. فضلاً عن المتأخرات من حسابات أجور متأخرة، الضرائب المتأخرة، وأية تكاليف أخرى مستحقة ولم تدفع، "حيث يلجأ صاحب المؤسسة إلى تحصيل الحسابات المستحقة الغير مدفوعة فيتجنب مصادر التمويل الخارجية ومتطلباتها من فوائد وآجال تسديد" ..

وتلجأ المؤسسة لتمويل العجز في رأس المال العامل الناتج عن نشاطها الداخلي اليومي إلى التمويل قصير الأجل لعدة أسباب:

- كونه أقل تكلفة من التمويل طويل الأجل بسبب ضعف نسبة المخاطرة (بالنسبة للدائنين) وقصر فترة تسديد الدين (فترة قصيرة تعطي للدائنين إمكانية التنبؤ بما يمكن ان يحدث بوضع المؤسسة وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفقاً للشروط المتفق عليها تكون عالية)
- تلجأ إليه المؤسسة أيضاً إذا كانت الحاجة للأموال موسمية أو لسد النقص الآني في السيولة، إضافة إلى أن بعض حالات التمويل قصير الأجل قد تكون مجانية (بدون تكلفة) مثل حالات الشراء الآجل على أن يتم التسديد في مدة معينة (الاتئمان التجاري)

❖ احتياجات تمويل رأس المال الاستثماري أو الثابت: أي استخدام الأموال لشراء الموجودات الثابتة التي يتطلب الاحتفاظ بها مدة طويلة من الزمن مثل الأراضي والمباني والآلات والتجهيزات، وتتميز بصعوبة تحويلها إلى نقد في الأجل القريب. "وعادة ما يطلق على إنفاق المؤسسة لأموالها في شراء الأصول الثابتة التي تستخدمها لفترات طويلة **بالاستثمار أو الإنفاق الرأسمالي**، حيث تتعلق قراراته بالحصول على أصول جديدة لزيادة طاقتها الإنتاجية، أو باستبدال الأصول الثابتة المستهلكة، أو بإحلال أصول جديدة ذات تقنية عالية وأكثر كفاءة. وتمول عادة عن طريق حقوق الملكية، أو بقروض طويلة الأجل تكون فترة استحقاقها مساوية تقريبا لفترة الحياة الإنتاجية لتلك الموجودات أو الأصول. وبالتالي تتخذ الاستثمارات الرأسمالية في المؤسسة عدة أشكال:

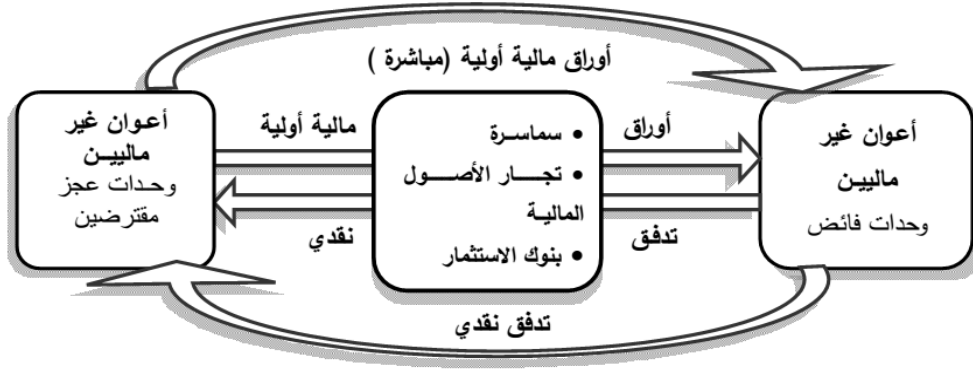
- الاستثمارات الاستبدالية: وتعلق باستبدال الآلات التي تم اهتلاكها فيزيائيا بآلات جديدة أكثر كفاءة.
 - الاستثمارات التوسعية: وتعلق بإضافة خطوط إنتاج و/أو آلات جديدة بهدف توسيع الطاقة الإنتاجية لتلبية نمو الطلب في السوق.
 - الاستثمارات الابتكارية: (الاستثمارات التي تهدف إلى التطوير أو الترشيد) وتعلق بإنتاج سلع جديدة أو محسنة، أو استعمال طرق إنتاجية وتكنولوجيا جديدة، وقد يكون الهدف منها تدنية التكلفة بتكثيف الآلية أي تطوير الجهاز الإنتاجي الحالي وتحديثه للتقليل من العمالة الإضافية.
 - الاستثمارات التي تفرضها الظروف أو بواسطة الدولة: وهي ذات غرض اجتماعي في المقام الأول وغير مرتبطة بشكل مباشر بالنشاط الرئيسي للمؤسسة (كإفريقيا، مساكن للعاملين..). ويدخل تحتها أيضا الاستثمارات التي لا تتم بطريقة اختيارية كتدبير أماكن انتظار السيارات، وتوفير أجهزة الوقاية من التلوث.
- وتخاذ قرار التمويل يجب أن يكون مدروسا ومرتكزا على بيانات كاملة فيما يتعلق بالأوضاع الاقتصادية، وتكلفة الأموال، والمخاطر والعائدات، فلكل من أموال الملكية وأموال الاقتراض مميزات التي على المنظم أن يدركها لتساعده في اتخاذ القرار الأمثل.

ثالثا- طرق وأشكال التمويل: يأخذ التمويل طريقان للوصول إلى المؤسسة فيكون إما:

1- التمويل المباشر:

ويعبر عن العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترض دون تدخل الوسطاء الماليين، وتمثل هذه الطريقة في قيام الوحدات ذات العجز (المؤسسات المقترضة) بإصدار أصول مالية في شكل أسهم أو سندات، وبيعها إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين)، بمساعدة خبراء الأسواق أو بدوغم. أي أن الوحدات ذات العجز تمثل المقترضين النهائيين للأموال (تدفق نقدي مباشر) من وحدات الفائض مقابل أصول مالية (تدفق مباشر للأوراق المالية). وعادة ما يلتزم المدين بسداد المدفوعات للدائن في المستقبل بالإضافة إلى عائد مناسب، وتدعى الالتزامات المالية هنا بالأصول المالية المباشرة أو الأولية. ويتخذ التمويل المباشر صورتين كما في الشكل التالي:

الشكل رقم (1): قنوات التمويل المباشر



ويوضح الشكل مراحل انتقال الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز الذي يتم إما مباشرة أو بتدخل

خبراء السوق كما يلي:

❖ يتم الاتصال المباشر بين المقرض والمقترض وهذا يحصل في حالة وجود علاقات شخصية ومعرفة سابقة بين الطرفين، ويعد هذا النوع من التمويل شكلاً بدائياً عرفت به عملية التمويل تاريخياً، إلا أن هذه القناة التمويلية البسيطة لا تنسجم مع متطلبات التطور الاقتصادي والحاجة المتنامية لعنصر رأس المال ومن أهم معوقات هذا الشكل من التمويل عدم تطابق رغبة وحدات العجز ووحدات الفائض في تبادل الرصيد نفسه في الوقت نفسه؛ كما أن المبالغ التي يمكن أن يحصل عليها المستثمر بهذا الطريقة محدودة بإمكانيات شخص مدخر واحد أو أشخاص معدودين؛ بالإضافة إلى ارتفاع تكلفة البحث...

❖ في الكثير من الأحيان يتم انتقال الأموال بشكل مباشر من وحدات الفائض إلى وحدات العجز بتدخل طرف ثالث يتمثل في خبراء السوق وهم وحدات ذات خبرة تختص بتقديم الاستشارات والمعلومات إلى الوحدات المدخرة والوحدات المستثمرة بالشكل الذي يحقق التوافق بين رغباتهم بأقل تكلفة ممكنة، وتتمثل في السماسرة وتجار الأصول المالية وبنوك الاستثمار، والذين يؤثرون بشكل واضح في عملية التقاء الوحدات في السوق المالية. ويختلف دور السماسرة عن التجار وبنوك الاستثمار من حيث درجة تحمل المخاطر، فالسماسرة لا يعمل لحسابه ولكنه يحقق التلاقي بين المشتري والبائع مقابل رسوم معينة. أما التاجر فيقوم بعملية شراء الأوراق المالية لحسابه ثم يبيعها، ويعتمد دخله على حجم الصفقات المعقودة وعلى قدرته على التنبؤ الدقيق لاتجاهات الأسعار. ومن أهم مؤسسات المتاجرة في الأصول المالية ما يسمى "بنوك الاستثمار" فهي بنوك لا تتلقى ودائع ولا تخلق لنفسها أوراق مالية ثانوية كما تفعل البنوك التجارية، وإنما يقتصر دورها على نقل الأوراق المالية (الأسهم والسندات) من الشركات ذات العجز إلى المدخرين ويختلف بنك الاستثمار عن التاجر في كون الأول يعمل في السوق الأولية، بينما يعمل الثاني في إطار السوق الثانوية..

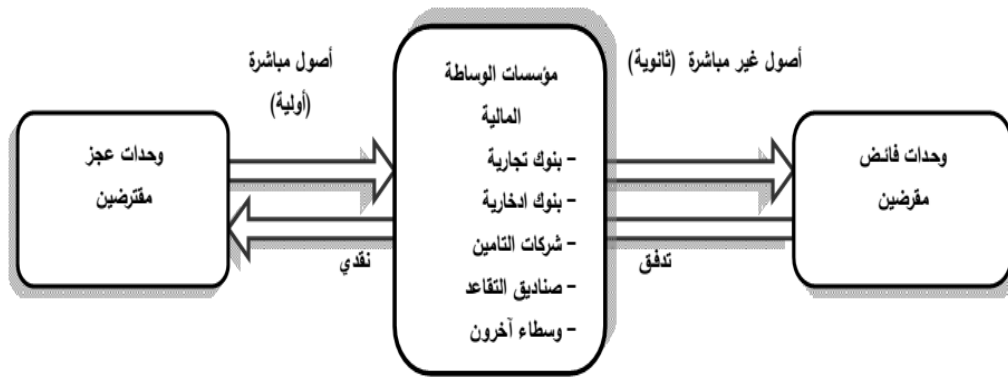
2- التمويل غير المباشر:

يستند التمويل غير المباشر إلى تدخل مؤسسات الوساطة المالية، وطبقاً لهذا الأسلوب من التمويل يتم الفصل التام

بين وحدات الفائض ووحدات العجز، حيث تقوم مؤسسات الوساطة المالية من ناحية بتزويد الوحدات العجزية بالمبالغ

التي تحتاجها مقابل الحصول على أصول مالية مباشرة (أولية)، ومن ناحية أخرى بتجميع المدخرات عن طريق إصدار أصول مالية خاصة بها تسمى الأصول غير المباشرة أو الثانوية، بمواصفات أخرى يتم تحديدها طبقا لرغبات وحدات الفائض التي تقوم بشراء هذه الأصول، ونظرا لأن الأصول المالية التي تحصل عليها وحدات الفائض تمثل التزاما على المؤسسة الوسيطة التي أصدرتها ولا تمثل التزاما على وحدات العجز فقد سمي هذا النوع من التمويل بالتمويل غير المباشر. حيث تشمل الأصول غير المباشرة أدوات تمويل شائعة مثل: (شهادات الإيداع لأجل، شهادات الاستثمار،... الخ). ويوضح الشكل التالي انسياب الأصول من خلال مؤسسات الوساطة المالية وفق قنوات التمويل الغير المباشر:

الشكل رقم (2): قنوات التمويل غير المباشر



كما قد يكون التمويل محليا او دوليا، حيث يعتمد الأول على المؤسسات المالية (غير مباشر) والأسواق المالية (مباشر) المحلية والثاني على الاسواق المالية الدولية والهيئات المالية الدولية كصندوق النقد الدولي او البنك العالمي.

ثالثا: مصادر وأنواع التمويل:

يأخذ التمويل عدة مصادر وفقا لعدة معايير:

1- من حيث الزمن أو مدة التمويل:

- أ- **تمويل قصير الأجل:** وتظم الأموال التي لا تزيد فترة سدادها عن السنة وتستخدم لتمويل العمليات الجارية كدفع الأجور او شراء مواد أولية أو غيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يفترض ان تسدد من إيرادات نفس الدورة.
- ب- **تمويل متوسط الأجل:** ويظم الموالم التي تكون فترة استردادها أكثر من سنة وأقل من 5 سنوات إلى 7 سنوات وتخص تمويل شراء الآلات والمعدات.
- ت- **تمويل طويل الأجل:** تزيد مدته عن 7 سنوات ويستخدم في عمليات التوسيع.

2- من حيث مصدر الحصول على التمويل:

2-1. مصادر داخلية (تمويل ذاتي): وتتمثل مصادر تمويل من داخل المؤسسة ودون اللجوء إلى الغير، وتتمثل في:

- **المدخرات الشخصية:** عند بداية تكوين المؤسسة وفي مرحلة انطلاقها يعتمد صاحبها على مدخراته الشخصية قبل أن يلجأ إلى التمويل الخارجي، لأنه من جهة لا يريد أن يخاطر بأموال الغير في المرحلة الأولى من حياة المؤسسة، ومن جهة أخرى لا يرغب في مشاركة الغير له في امتلاك أصولها وإدارة العمل والسيطرة. وبذلك يعزز صاحب المؤسسة مشروعه بأموال جديدة لم تكن أصلاً داخلية في أصوله، بتحويل بعض أملاكه الخاصة لخدمة المشروع الذي يملكه.
- **الشركاء وحملة الأسهم:** يمكن للمؤسسة أن تحصل على ما تحتاجه من أموال عن طريق المشاركة (عدد من الشركاء)، وبالتالي توفير مبالغ أكبر من خلالهم ومشاركتهم في ضمان الأموال التي يتم اقتراضها من الغير، أو عن طريق تحويل المشروع إلى شركة وإصدار الأسهم.

➤ **التمويل الذاتي:** ويقصد به تمويل المؤسسة نفسها بنفسها، وقدرتها على تغطية احتياجاتها المالية بالاعتماد على الفائض

النقدي المتولد من مجموع النشاط الاستغلالي والمالي للمؤسسة خلال الدورة الإنتاجية، ويتكون من:

✓ **الأرباح المحتجزة:** وهي ذلك الجزء من الأرباح الذي قررت المؤسسة عدم توزيعه على المساهمين، وفضلت احتجازه

بغية الحصول على مصدر تمويلي لتوفير السيولة اللازمة للوفاء بالالتزامات أو تمويل عمليات المؤسسة أو التوسع في الإنتاج. ويتوقف مقدار الأرباح المحتجزة والمتاحة لتمويل الاستثمارات على عاملين أساسيين هما معدلات الأرباح المحققة ومدى ارتفاعها، وسياسة توزيع الأرباح. وتضم الأرباح المحتجزة الاحتياطات والأرباح المرحلة.

● **الاحتياطات:** وهي المبالغ التي تخصم من صافي الربح لمقابلة غرض معين أو لتحقيق هدف تسعى إليه

المؤسسة، أو تطبيقاً لحكام قانون الشركات.

● **الأرباح المرحلة أو المستبقة:** قد يقترح مجلس الإدارة إذا تبقى مبلغاً بعد توزيع الأرباح ترحيله إلى سنة

تالية، أين يستخدم كاحتياطي لمواجهة أي انخفاض في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة، والتي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات نقدية مناسبة على حملة الأسهم.

✓ **الاهتلاكات:** وهي المبالغ السنوية المخصصة لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على

عناصر الاستثمارات والتي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن سواء نتيجة الاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي.

✓ **المؤونات:** وهي اقتطاعات مالية من أموال المؤسسة لغرض مواجهة خسائر محتملة أو أعباء ممكنة الحدوث في

المستقبل، حيث تبقى مجمدة إلى حين تحقق الخطر الذي كونت من أجله

2-2. **مصادر خارجية:** وفيها تلجأ المؤسسة إلى الخارج معتمدة على مدخرات الأسواق الرسمية والغير رسمية.

➤ **الاقتراض من السوق غير الرسمي:** يعرف التمويل غير الرسمي (غير مؤسسي) أنه قنوات نقل القدرة التمويلية خارج الإطار العام للأنظمة القانونية بناء على قواعد عرفية متعارف عليها بين الأفراد وبين المؤسسات الاقتصادية. وتتمثل مصادره عادة في الاقتراض من الأهل والأقارب، حيث يلجأ صاحب المشروع إلى الأسرة والأقارب والأصدقاء لطلب التمويل عند الحاجة، عن طريق امتلاك حصة في المؤسسة أو نسبة من الأرباح أو بتقديم القروض، وغالبا ما يقدم هؤلاء التمويل دون ضمانات بسبب العلاقات الشخصية مع المالك وبدون فوائد محددة سلفا وغير محددة المدة بشكل دقيق. إضافة إلى مدينو رهونات (وهم من يقدمون أموالهم مقابل رهن أصول عينية يمكن تداولها في السوق، فإذا قام المقترض برد القرض استرد أصله المرهون، وإذا لم يتم بسداد قرضه في وقته فإن الدائن يستولي على الأصل)، والمرابون (تجار النقود)،

➤ **الاقتراض من السوق الرسمي:** أي اللجوء إلى عمليات القرض الكلاسيكية التي تقدمها المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها مصرفية وغير مصرفية عبر سوق النقد بالاقتراض القصير الأجل وتسهيلات الموردين أو سوق رأس

المال عبر إصدار الأسهم والسندات

3- من حيث الغرض من التمويل:

أ- تمويل الاستغلال: ويظم الأموال المخصصة لمواجهة الاحتياجات القصيرة الأجل والمتعلقة بدورة الاستغلال

ب- تمويل الاستثمار: ويظم الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع للطاقة الإنتاجية الحالية.

4- من حيث الملكية:

أ- التمويل الممتلك (أموال الملكية/ بواسطة الأموال الخاصة): وتشمل الأموال التي يتم الحصول عليها من مالكي المؤسسة وتكون إما داخلية المصدر كالأرباح المحتجزة وزيادة رأس المال من المالكين الأساسيين أو خارجية المصدر عبر إصدار أسهم عادية أو ممتازة.

ب- التمويل المقترض (أموال الاقتراض/ بواسطة الديون): وتشمل الأموال التي تحصل عليها المؤسسة عن طريق الديون بمختلف أنواعها قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل

رابعا- المصادر المستحدثة في تمويل الاستثمارات:

نظرا لأن المؤسسات تواجه عدة صعوبات أثناء لجوءها لمختلف المصادر التقليدية المذكورة سابقا فقد استحدثت صيغ تمويلية جديدة تتناسب مع استثمارات مختلف المؤسسات خاصة الإنتاجية منها.

1- صعوبات التمويل بالصيغ التقليدية:

1-1. صعوبات التمويل من المصادر الداخلية:

إن الاستثمارات الرأسمالية غالباً ما تتجاوز الموارد الذاتية للتمويل، فالتمويل عن طريق المدخرات الشخصية تحكمه حدوده وإمكانياته ومدى توافره والشكل القانوني للمؤسسة. فإذا كانت هذه الأخيرة شركة فردية، فإنه لا يمكنها أن تطرح أسهماً أو أن تبحث عن شريك متضامن أو موصي للمشاركة في توفير التمويل اللازم، إلا إذا أعادت النظر في شكلها القانوني. ورغم أن التمويل بالأرباح المحتجزة يعطي الإدارة حرية الحركة وشبه استقلال كلي عن الملاك وعن الغير، بالإضافة على عدم تحمل أعباء تعاقدية كفوائد أو ضمانات أو سداد للديون، إلا أنه يبقى غير كافي للقيام بالاستثمارات الكبيرة التي تستلزم أموالاً ضخمة لتمويلها، بداية بمرحلة الدراسة والتخطيط ونهاية بمرحلة التسويق مما يفوق القدرات المالية للمؤسسة خاصة إذا كانت في القطاع الصناعي.

أما التمويل من أسواق رؤوس الأموال فإن توقع موقف إيجابي من جانب المدخرين في السوق المالية مشروط بميزانية قوية ذات فائض مالي، وتمتع المؤسسة بمركز ضريبي متعادل وإدارة جيدة، وأن يكون له برنامج استثماري مدروس يبرر التوسع الاقتصادي ويتوقع منه عوائد مالية مرتفعة في المستقبل. ولذلك فإن طرح الأسهم في السوق هو اختيار مقصور على الشركات الناجحة والتي حققت أرباحاً على مدى عدة سنوات.

كما قد لا يساهم إصدار الأسهم إلا بنسبة بسيطة في تمويل البرامج الاستثمارية الإنتاجية الكبيرة، بسبب قدرات المساهمين القدامى المحدودة، وتردد المساهمين الجدد في التوظيف والمغامرة، والنزاع الذي قد ينشأ بين هؤلاء وهؤلاء حول نسب المشاركة وتقييم الأسهم الجديدة وعلاوات الإصدار، ومحاوله كل منهم السيطرة على الإدارة في المشروع. فدخل ملاك جدد لهم حق التصويت والإدارة، يتطلب من إدارة المؤسسة أن توازن أثر دخول هؤلاء الملاك إلى العمل مقابل استخدام هذا المصدر من التمويل. وبصفة عامة يفضل المدخرين توظيف مدخراتهم كودائع في المؤسسات المصرفية والمالية والحصول على عوائد ثابتة.

2-1. عيوب التمويل من المصادر الخارجية:

- عيوب الاقتراض من السوق غير الرسمي: يعاب على الاقتراض من الأهل والأقارب ما يلي:
 - الخلط بين العلاقات العائلية والاجتماعية وعلاقات العمل، مما يؤثر على أداء المؤسسة.
 - نشوء علاقة مالية ذات طابع شخصي تتضارب مع استقلالية المؤسسة، حيث يصبح صاحب المؤسسة في مواقف ضعيفة عند اتخاذه للقرارات المتعلقة بالمؤسسة لأنها تتطلب منه اعتبارات شخصية بصورة مستمرة.
 - تدخل الأقارب الممولين في إدارة المشروع خاصة إذا كانت المبالغ المقدمة كبيرة وتقديم النصح وفرض الرأي، وأحياناً الإصرار على إجراءات معينة بهدف تأكيدهم لمصالحهم في المؤسسة، والتي قد تكون غير متوافقة مع أهداف المؤسسة ورغباتها.

• الالتزام الأدبي بتشغيل بعض أفراد العائلة أو الأقارب والأصدقاء في المؤسسة، مما يعد عبئا حقيقيا في حالة عدم كفاءتهم، يترجم في شكل تكلفة ضمنية للتمويل قد تتسبب في حالة زيادتها إلى فشل المشروع.

وبالنسبة لتجار النقود ومدينو الرهانات، فإنهم يمنحون قروض صغيرة ولفترات قصيرة وبأسعار فائدة تحسب على الأيام أو الشهر بنفس المعدلات السائدة في السوق الرسمي عن السنة الكاملة، وبالتالي يصبح المعدل السنوي مرتفع بشكل مفرغ، وهم عادة يتشددون في أخذ الضمانات المالية، ويكونون مستعدون للاستيلاء عليها وضمها لممتلكاتهم دون انتظار حالات الإعسار، وليس لديهم فترة سماح قبل أن تبدأ المؤسسة في السداد. وعليه يكون عبء التمويل من السوق غير الرسمي ثقيل جدا على المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بل وإنها في حالات كثيرة قد تنهار تحت وطأة عبء ديونها التي تتراكم عليها.

➤ **عيوب اللجوء إلى الائتمان المصرفي والمالي:** يرتبط التمويل المتوسط وطويل الأجل بضرورة توفر الادخارات في السوق التمويلية التي ترغب في مثل هذا التوظيف، وتواجد المؤسسات القادرة بحكم هيكلها على تحويل الادخار إلى استثمارات طويلة الأجل. ومن ناحية أخرى فإن حجم الائتمان لا يغطي كافة نفقات البرنامج الاستثماري المقترح، بل يجب أن تعتمد المؤسسة على مواردها الذاتية لتمويل جزء منها.

إضافة إلى نمط استخدام الموارد المالية للبنوك التجارية، الذي كان وما زال مرتبطا بالمؤسسات الكبيرة والأكثر ربحية وذات السمعة المالية الحسنة، وتفضل البنوك القروض التجارية قصيرة الأجل لأنها قليلة المخاطرة سريعة العائد، فضلا عن مطالباتها بضمانات عينية كبيرة وهذا الوضع يحد من الإقبال على التمويل المصرفي من قبل أصحاب المؤسسات لشعورهم بعدم القدرة على تحقيق العوائد الكافية لتغطية خدمات القرض واسترجاع الضمانات، ضف إلى ذلك الإجراءات الوثائقية والزمينة الطويلة والمعقدة المتعلقة بالحصول على التمويل. كما لا ننسى طبيعة عمل البنوك الكلاسيكية وتخرج الكثير من المسلمين من التعامل معها، لما تعترضها من مخالفات شرعية تتناقض وضوابط المعاملات المالية في الإسلام.

ولأن المصادر التقليدية للتمويل لا تحل مشاكل المؤسسات الابتكارية ولا مشاكل المؤسسات الخاصة بالتجهيزات الإنتاجية فقد ظهرت أدوات تمويلية مستحدثة مغايرة في الأسس والمبادئ، وتراعى خصوصيات المؤسسات خاصة الصغيرة منها لكنها ليست جديدة كلياً عن الأنظمة القانونية التقليدية، وإنما تقوم على أحد هذه النظم المعروفة كالإيجار والبيع والقرض والشراكة.... "بعد تكييفها بما يجعل لها دوراً ائتمانياً، فيتضمن النظام إلى جانب صفته التقليدية (إيجار، شراكة، بيع) صفة ائتمانية، فاستخدم عقد البيع وعقد القرض كوسائل للتمويل الائتماني، وبذلك نشأ ما يسمى بعقد الفاكترينغ، كما استخدمت البنوك الإسلامية عقد الشراكة لتظهر المشاركة المتناقصة المنتهية بالتملك واستخدمت الشراكة كمصدر تمويلي طويل الأجل، فبرز رأس المال الاستثماري أو المخاطر ولعب دوراً كبيراً في تفعيل رغبة الفئة الديناميكية لقطاع

المؤسسات، وتوفير تمويلات مناسبة لتمويل المراحل الحرجة للمؤسسات الابتكارية، وطور عقد الإيجار ليظهر قرض الإيجار كصيغة بديلة للتمويل المتوسط الأجل. وكان لهذه الآليات دورا هاما في زيادة معدل النمو الاقتصادي للدول المتقدمة.

2- الآليات المستحدثة في تمويل استثمارات المؤسسات:

1-2. رأس المال المخاطر: رأس المال المخاطر أو الجريء تقنية من تقنيات تمويل المؤسسات الناشئة ذات المخاطرة العالية، وخاصة المتخصصة منها في مجال تقنية المعلومات والاتصالات والطاقة ونحوها، والتي تحتاج إلى تمويل كبير في بداياتها حتى تنطلق وترى النور. وبداية نشير إلى صعوبة تحديد مفهوم رأس المال المخاطر حيث يثير بعض الغموض نتيجة حدوثه وتضمنه أنماط تمويلية عديدة، تبدأ من تمويل الفكرة المبتكرة، لتمويل فترة الانطلاق، ويستمر إلى تمويل خطط التوسع في أسواق جديدة. ولذلك نجد مصطلحات كثيرة تعبر عن المهنة كـ رأس المال المخاطر *Capital risque* أو المجازف (المغامر) *Venture capital*، رأس المال الاستثماري *capital investissement*، تمويل الابتكار *capital développement*، تمويل الانطلاق *seed capital*، تمويل التنمية *financement de l'innovation*، وغيرها. بينما يرى بعض الاقتصاديين أن مصطلح رأس المال المخاطر كمفهوم ضيق يعبر عن تمويل القطاعات الابتكارية حديثة النشأة *start-up*، وبالتالي يميزون بين تمويل مرحلة ما قبل وبعد الانطلاق أين تكون درجة التأكد** في أعلى مستوى، عن غيرها من التمويلات لمراحل النمو، ويخصصون لها مصطلح رأس المال الاستثماري للتعبير عن كل التقنيات المستخدمة في المهنة، فيكون رأس المال المخاطر جزءا من رأس المال الاستثماري

"والتباين بين المصطلحات والمفاهيم يعود أساسا للاختلاف القائم بين الدول فيما يخص درجة التطور الاقتصادي والبيئة المالية والإطار الثقافي والأعراف السائدة في المجتمعات، إلا أن أغلب الكتاب والخبراء يستخدمون مصطلح رأس المال المخاطر بشكل شمولي على اعتبار أن كل تقنيات التمويل في المهنة ليس بها أي تغطية للمخاطرة، كما يشيع استخدام هذا المصطلح بصفة شاملة وصريحة في معظم الجمعيات المهنية ومختلف المنظمات الإقليمية والدولية المهتمة بتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة كالجمعية الأوروبية لرأس المال المخاطر، والجمعية الأمريكية لرأس المال المغامر

ورأس المال المخاطر هو تقنية لتمويل المشاريع الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل، عن طريق حقوق الملكية مبدأها تكنولوجيا متقدمة - مخاطر كبيرة - أرباح واعدة، تتدخل من خلالها هيئات متخصصة ومحترفة كشركاء ماليين مؤقتين، مالكين لأقلية رأس المال، حيث تقوم بضخ رؤوس أموال (سواء كانت خاصة وشبه خاصة أو تم جمعها من المستثمرين المؤسساتيين والأفراد

* - تمت ترجمته بالجريء أو المغامر اعتمادا على التصور الأنجلوسكسوني الذي ينظر لمفهوم المغامرة من زاوية إيجابية على أنها تجربة تستحق الخوض ونتيجتها في النهاية غالبا سعيدة، بينما اعتمدت ترجمة رأس المال المخاطر في دول شمال إفريقيا على التصور اللاتيني الذي يرى مفهوم المغامرة من زاوية سلبية على أنها تعرض لمجموعة من المخاطر. وهو ما يولد تحوفا وحذرا مبالغا فيه لدى المستثمر برأس المال والمقاول على حد سواء، ويشنت تفكيرهم عن جدوى فكرة المشروع التي يمكن أن تكون قصة ناجحة في المستقبل.

** - يقصد بعدم التأكد عدم القدرة على الجرم أو التنبؤ بالظروف المستقبلية في ظل غياب كم كافي من المعلومات المؤكدة عن آفاق السوق.

الأغنياء)، في مؤسسات خدماتية أو إنتاجية، ناشئة أو قائمة ذات مخاطرة عالية، غير مدرجة في البورصة، لكن توجهاتها ابتكارية وتتضمن استعدادا قويا ومحتوى تكنولوجي كبير واحتمال نموها مرتفع مستقبلا. ولذلك لا يكفي رأس المال المخاطر بتقديم الأموال فحسب، بل هو استثمار نشط يقوم على أساس المشاركة، والتعاون الايجابي مع الفريق المسير للمؤسسة الممولة بهدف تحقيق فائض قيمة عند انتهاء عملية التمويل.

تتولى شركات رأس المال المخاطر توفير التمويل الملائم والدعم الفني والإداري للمؤسسات عبر كافة مراحل تطورها (مرحلة الإنشاء أو الانطلاق، التوسع، إعادة بعثها من جديد). وهناك علاقة طردية بين دورة حياة المشروع ومدى الاستجابة لحاجاته التمويلية فكلما انتقل المشروع من مرحلة إلى أخرى صادف مشاكل أقل في الاستجابة لمطالبه التمويلية تعكس انخفاض درجة المخاطر:

➤ **رأسمال الإنشاء بمعناه الواسع Capital-Création** ويتولى تمويل مؤسسات ناشئة مبتكرة تحيط بها العديد من المخاطر، ولديها أمل كبير في النمو والتطور. وتتوافق مع المرحلة التجريبية ومرحلة الانطلاق، أين نميز بين ثلاث أنواع من الاحتياجات المالية والتي يمكن أن يغطيها رأس المال المخاطر:

- تمويل مرحلة الفكرة أو مرحلة ما قبل الإنشاء (المرحلة البذرية) **capital d'amorçage**: تتولى شركة رأس المال المخاطر تمويل نفقات البحث والتنمية ونفقات إجراء التجارب بما في ذلك بعث سلعة أو منتج جديد في السوق لملاحظة وتقييم مدى الإقبال عليه.

- تمويل المرحلة الأولية (الانطلاق): **start-up, capital de démarrage**: يتدخل رأس المال المخاطر هنا لتمويل مرحلتي الإنشاء أو التأسيس (**La création**) والنمو الأولي (**La post-création**) حيث يوفر في الأولى الأموال اللازمة لاستكمال تطوير المنتجات التي لا تزال في طور الاختبار أو الإنتاج التجريبي، ولتغطية التكاليف المبدئية، أما في مرحلة النمو الأولى (السنين أو الثلاث الأولى من حياة المؤسسة) فتكون المؤسسة قد انتهت من تطوير منتجاتها وبحاجة إلى التمويل للانطلاق في تصنيعه، وتحويل الابتكار إلى نشاط تجاري. والبدء في وضع إستراتيجية تسويقية لمنتجاتها...

وتعتبر مرحلة الإنشاء من أصعب المراحل التي يمر بها المشروع من الناحية التمويلية، ورأس المال المخاطر هو الوحيد الذي يقبل تمويلها بالكامل، سواء كان بشكل غير رسمي من الأفراد والأصدقاء وملائكة الأعمال أو كان رسميا من السلطات العمومية عبر الصناديق البذرية، خاصة في مرحلة ما قبل الإنشاء، أو من قبل شركات رأس المال المخاطر في مرحلة الانطلاق لما يتطلبه ذلك من رؤوس أموال كبيرة. ومن هنا سميت هذه المرحلة برأس المال المخاطر بالمعنى الدقيق للكلمة، "حيث تتلاءم

مع احتياجات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الغير مسعرة في البورصة، والأفراد الذين يودون إنشاء مؤسسات أو يسعون إلى تطوير أفكار مخبريه، شريطة أن تكون ذات جدوى اقتصادية وقادرة على تحقيق أرباح مستقبلية.

➤ **رأس مال التنمية capital- développement:** ويغطي كل من مرحلة النمو ومرحلة النضج للمؤسسة، وفي هذه الفترة تتناقص المخاطر، والتمويل الذاتي يلعب دورا ملموسا وتكتسب المؤسسة قدرة على الاستدانة من مصادر التمويل التقليدية، لكن ذلك لا يمنع اهتمام شركات رأس المال المتخصصة في التطوير أيضاً بهذا المستوى من النمو، فتستخدم مساهماتها لتركيز البحث على المنتج الجديد من أجل التحسينات المحتملة أو لزيادة قدرات التصنيع. والوصول بالمؤسسة إلى صفوف تتيح لها تحقيق وفورات الحجم والتقاط حصص جديدة في السوق.

➤ **رأس مال التصحيح أو الإفاض: Capital de retournement** ويخصص للمشروعات القائمة فعلا ولكنها تمر بصعوبات خاصة، وتتوفر لديها الإمكانيات الذاتية لاستعادة عافيتها، لذلك فإنها تحتاج إلى إفاض مالي فتأخذ شركة رأسمال المخاطر بيدها حتى تعيد ترتيب أمورها، وتستقر من جديد في السوق، وتصبح قادرة على تحقيق أرباح.

2-2. التمويل بالصيغ الإسلامية: يعرف التمويل الإسلامي أو المباح على أنه تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية. وهو وسيلة لتسهيل المبادلات التي تولد القيمة المضافة للنشاط الاقتصادي، والتي بدونها لا يوجد مبرر أصلا لعائد التمويل، بل يصبح هذا العائد تكلفة محضة وخسارة على النشاط الاقتصادي، أي أن الممول لا ينتظر عائدا على ماله الذي مول به من هو بحاجة إليه، إلا إذا حقق الممول ثروة إضافية جراء استخدام هذا المال، فيكون له نصيب منها بحسب الاتفاق. ويمكن إجمال أهم أهداف التمويل المصرفي الإسلامي في:

- العناية بمقاصد الشريعة في المال من إعمار الأرض وتحقيق التوزيع الأمثل للثروة، حتى لا تكون دولة بين الأغنياء.
- استبدال الحلال بالحرام في المعاملات المصرفية والمالية، وتنمية القيم العقائدية والأخلاقية في المعاملات، وإعادة النظام الإسلامي للحياة الاقتصادية.
- تحقيق الربح وفق منهج المشاركة ووفق التوجه الإسلامي.
- تشجيع الاستثمار ومحاربة الاكتناز بتوفير صيغ تتناسب مع الأفراد والمؤسسات.
- تحقيق تضامن فعلي بين أصحاب الفوائض المالية وأصحاب المشروعات المستخدمين لها، وذلك بربط عائد المودعين بنتائج توظيف الأموال لدى هؤلاء المستخدمين ربحا أو خسارة، وعدم إلقاء المخاطرة على طرف دون الآخر.
- مساعدة المتعاملين معها في أداء فريضة الزكاة على أموالهم، والقيام بدورها في المشاركة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

ويقدم الاقتصاد الإسلامي أساليب وصيغ تمويل بديلة تقوم على أساس التعامل بغير الفائدة يمكن أن تساهم في تنمية المؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما يتضمنه من خصائص ومزايا لا توجد في غيره من أنظمة التمويل التقليدي، يمكن إنجازها في:

- يرتكز البديل الشرعي على عدة أساليب تتميز بالتنوع والتعدد والشمول بما يغطي سائر جوانب احتياجات الأفراد والمؤسسات والحكومات، فهناك المشاركات والبيوع بأنواعها وكلما امتلك النظام التمويلي عدد أكبر من الأدوات كانت فرصته في تحقيق الكفاءة والفعالية أكبر. وهي بذلك توفر بدائل متعددة لأصحاب رؤوس الأموال لاختيار مجال استثمار مدخراتهم، وتساهم في تحقيق التنمية المتوازنة الشاملة بتنوعها لمجالات الاستثمار وشمولها لقطاعات إنتاجية عديدة.

- يتوقف التمويل الإسلامي من الناحية الشرعية على شرطين أساسيين هما السلامة الشرعية للمشروع موضوع التمويل، حيث لا يصح تمويل مشاريع محظورة محرمة أو حتى تنطوي على شبهة التحريم، والسلامة الشرعية لأساليب التمويل الإسلامية حيث تقوم على أساس دراسات الجدوى والنتائج المتوقعة للمشاريع الاستثمارية من الناحية الاقتصادية، دون التركيز فقط على ملاءة المدين المالية وقدرته على السداد. مما يحقق تخصيصاً أمثل للموارد ويحقق ما تصبو إليه الدول خاصة العربية منها من تنمية اقتصادية واجتماعية مستدامة.

- قاعدة لا ضرر ولا ضرار، وهو مبدأ يحتم على المستثمر الانضباط بالقواعد العامة التي تحكم المجتمع المسلم، فنشاطه لا بد أن يتسم بالمنفعة العامة ولا يخضع للرغبات والنوازع الفردية التي قد تفضي إلى إلحاق الضرر بالمجتمع، فالمالك له حق الانتفاع بملكه كيفما يشاء شريطة ألا يلحق الضرر بالآخرين.

- هذه الأساليب لا تحول بين مؤسسات التمويل وأخذها الضمانات الكافية التي تؤمن أموالها.

- نظام التمويل الإسلامي يتميز بتشجيعه للعقود المرتبطة بالاقتصاد الحقيقي، حيث يقدم ربطاً محكماً بين التدفقات المالية والإنتاجية، ويعتمد على تقاسم المخاطر والعوائد غير الثابتة من خلال إحلال التمويل بالمشاركة محل التمويل بالإقراض، والذي يجلب معه الحافز في بذل مزيد من العناية والاهتمام في تقييم المخاطر والرقابة على استخدام الأموال من قبل المقترضين. وهذا التقييم المزدوج من قبل المقرض والمقترض يؤدي إلى الانضباط ويساعد على توسيع قاعدة الملكية وتحقيق العدالة في توزيع الدخل والثروة، وينعكس بدوره على ضبط الإقراض وزيادة الإنتاج مشكلاً فرصة كبيرة للاستغلال الأمثل للموارد الاقتصادية"

- سعر الفائدة كئمن للإقراض والاقتراض محرم شرعا يتضخم معه النشاط التمويلي، عكس الأساليب الإسلامية التي تغلب النشاط الإنتاجي على النشاط المالي، وتعتمد على قاعدتي الخراج بالضمان والغرم بالغرم*، أي المخاطرة والمشاركة بدلا من أسلوب الضمان والعائد الثابت، فلا مجال هنا لاستفادة طرف على حساب آخر كما في التمويل التقليدي. " فاعتماد القاعدة الإنتاجية لا الإقراضية في التمويل ينفي كل سبل وأدوات الغرر والإفساد كالمشتقات وما تقوم عليه من بيع مالا تملك وربح ما لا يضمن والتمويل الربوي وكلها محظورات شرعية. كذلك التجارة في الديون(السندات) والذي أضحي يفوق حجم الإنتاج من السلع

- اعتماد قاعدتي نظرة الى ميسرة للمعسر بضوابطها الشرعية، وعقوبة المليء المماطل بضوابطها الشرعية، ومن ثم لا مكان لفوائد التأخير في السداد ولا مكان لفوائد إعادة جدولة الدين التي تتسبب في زيادة عجز المدين بسبب تضخم الدين الذي عجز عن سداد أصله. وبالتالي تتدهور أحواله المالية، وينجم عن ذلك انخفاض الطلب على السلع والخدمات ودخول الاقتصاد في سلسلة خبيثة من التباطؤ، ومن ثم الانكماش، وصولا إلى الركود. وهو ما يمكن تجنبه من خلال القاعدة السابقة وحماية المدين من الإفلاس.

وبذلك يختلف التمويل الإسلامي عن التمويل الربوي من حيث الأساس الذي يقوم عليه كل منهما، فالتمويل الإسلامي قائم على مبدأ الربح أي أن الممول تكون له نسبة من الربح المحقق، بينما يستحق الممول في التمويل الربوي زيادة تسمى الفائدة. والفرق بين هذه الأخيرة والربح هو أن الربح مبلغ غير محدد مسبقا ويتوقف على ظروف المشروع، فقد يرتفع أو ينخفض، أو يكون معدوما، على عكس الفائدة التي تكون محددة ومستحقة حتى ولو مني المشروع بالخسارة، حيث يتلقى المقرض مبلغا زائدا على رأسماله مقابل الزمن بغض النظر عن إنتاجيته أو القيمة المضافة إلى الثروة نتيجة استخدام رأس المال في الإنتاج. ولذلك يكون المقرض أقل اهتماما بكيفية استخدام القرض بعد الموافقة على منحه، مادام القرض موثوقا بضمانه ومادامت الفائدة تدفع في أوقاتها

يمكن تقسيم صيغ تمويل الاستثمارات وفقا لعدة معايير، فمن حيث طبيعتها نجد ثلاثة أنواع وهي عقود العائد الثابت أو المعاوضات ويدخل في إطارها مبادلة مال بمال كصيغ البيوع من مريحة وسلم واستصناع، ومبادلة مال بمنفعة كالإجارة. وعقود المشاركات في الربح والخسارة كالمضاربة والمشاركة، وأخيرا عقود التبرعات كالهبة والصدقة والقرض الحسن. وسنشير إلى بعضها:

* - الغرم بالغرم معناها تحميل الفرد من الأعباء بقدر ما يأخذ من الميزات والحقوق، فلا يحل للفرد أن يحصل على كسب إلا بتحمل مخاطرة (رأس المال) أو بذل جهد (العمل)، إذ لا يصح أن يضمن الإنسان لنفسه مغرما ويلقي الغرم على عاتق غيره، فمن ينال نفع شيء يتحمل الضرر الحاصل عنه، أما الخراج بالضمان فتعني أن من يضمن أصل الشيء جاز له أن يحصل على ما يتولد عنه من عوائد، فغلة الشيء ومنفعته تستحق بضمانه.

✓ **المشاركة:** في البنك الإسلامي تعني دخوله لوحده أو مع ممولين آخرين في تمويل أحد المشروعات التي يتقدم بها العميل، وتصبح له حق المشاركة في الإدارة والإشراف على المشروع مع من يتعهد القيام به ومع الممولين الآخرين إن وجدوا تبعاً لأحكام الشركات في الشريعة. ويتم تقاسم الأرباح المحققة بين البنك والشركاء حسب النسب المتفق عليها، أما الخسارة فيتحملها كل الشركاء بنسبة ما أسهموا فيه من رأس المال. وتكون المشاركة إما في مشروع جديد أو بتوفير أموال إضافية للمشروعات القائمة.

✓ **المضاربة:** وهي نوع شركة على أن يكون رأس المال من طرف والسعي والعمل من طرف آخر، أي أنها عقد بين طرفين يقوم بمقتضاه رب المال (المالك المستفيد) بإعطاء مبلغ من المال للطرف الآخر (المضارب أو المشروع الصغير) من أجل استخدامه بطريقة متفق عليها يتم بعدها رد رأس المال إليه بالإضافة إلى حصة من الأرباح متفق عليها سلفاً ويحتفظ لنفسه بباقي الأرباح. ولا يتحمل المستثمر خسارة تتجاوز رأسماله كما لا يتحمل المضارب خسارة سوى مجهوده ووقته ولكنه يلتزم بأي خسائر ناجمة عن الإهمال أو إساءة استخدام التمويل.

✓ **الإجارة:** وهي عقد على المنافع لمدة معلومة وبثمن معلوم. وشرعت الإجارة لرفع الحرج والمشقة عن الناس، إذ قد لا يتمكن الإنسان من شراء ما يريد الانتفاع به لعدم توفر الثمن لديه، فيحتاج إلى استئجارها مدة معلومة. وتكون الإجارة على المنفعة في البنوك الإسلامية إما تشغيلية أين تمتلك البنوك الإسلامية المعدات والعقارات ثم تقوم بتأجيرها للناس لسد حاجاتهم، وإما منتهية بالتمليك وهو شكل من الإجارة مشتق تبعاً لاجتهادات معاصرة وبموجبها يقوم البنك بامتلاك آلات أو تجهيزات أو عقارات... وتأجيرها للعميل مقابل تعهد الأخير بدفع أقساط متساوية في تواريخ معينة خلال فترة من الزمن، وينتهي عقد الإجارة بانتهاء سداد الأقساط ثم تنقل ملكية العين للعميل. وتلزم بعض البنوك المستأجر بداية وعند توقيع العقد بدفع مبلغ من المال يسمى الدفعة المعجلة أو هامش الجدية، تعتبر بمثابة ضمان للبنك في حال تعثر المستأجر، حيث يقوم البنك بفسخ العقد والتصرف بالأصل، فإن تبقى شيء من هامش الجدية بعد تحصيل البنك لحقوقه كاملة، يتم إعادتها للمستأجر.

✓ **المراحة:** وهي بيع الشيء بثمنه الأصلي مع زيادة ربح معلوم. وهي نوع من أنواع بيوع الأمانة* التي هي إحدى عقود البيع، وبالتالي فمشروعيتها كمشروعية عقود البيع. ولصحة عقد المراحة يجب توفر عدة شروط أهمها:

*- فالبيع نوعان، بيع الأمانة وفيه يتم الاتفاق على ثمن السلعة أخذاً بالاعتبار لثمنها الأصلي، وبيع المساومة ويقصد بها مبادلة السلعة المبيعة بما يتراضى به العاقدان، بصرف النظر عن الثمن الأول الذي اشترت به. حيث يطلب العميل من البنك شراء سلعة معينة له، فيقوم البنك بشرائها من طرف ثالث بسعر يتم تحديده من

- أن يكون الثمن الأول للسلعة معلوما للمشتري الثاني (العميل)، ويضاف إليه نفقات ومصاريف الحصول عليها ولا يجوز للبنك بيع السلعة مرابحة وقبض ثمنها أو جزء منه قبل امتلاك السلعة المراد بيعها.
- أن يكون الربح معلوما ومحدد ك مبلغ معين أو كنسبة من الثمن الأول، وللمنك الحق في حساب الربح بالطريقة التي يراها مناسبة.
- تحديد مواصفات السلعة تحديدا كاملا، بحيث يبين البائع للمشتري ما تشمله السلعة من عيوب. كما يجب أن يقع البيع على السلع مقابل النقود، إذ لا تجوز المرابحة بمقايضة سلعة بأخرى، أو معدنا بمثله
- أن يكون عقد البيع الأول صحيحا (عقد شراء السلعة من المورد)

وتعتبر المرابحة أحد عقود البيوع الهامة في الفقه الإسلامي، وتستخدمها البنوك الإسلامية في توظيف الجانب الأكبر من الأموال المتجمعة لديها، وغالبا ما تكون في صورة بيع المرابحة للأمر بالشراء. وبذلك تأخذ المرابحة شكلين:

- **بيع المرابحة بدون طلب من المشتري:** وهذا النوع يشترط فيه أن يكون المبيع مملوكا للبائع، أين يقوم البنك بشراء السلعة بدون طلب المشتري، ثم يبيعها للعميل في حالة الطلب مرابحة مع إعلان قيمة الشراء ومقدار الربح.
- **بيع المرابحة للأمر بالشراء:** وتختلف عن بيع المرابحة الأولى في ملكية السلعة المبيعة للبائع (البنك) وقت التفاوض، فبينما يشترط الامتلاك في البيع الأول، فإن البائع لا يمتلكها في النوع الثاني وقت التفاوض والاتفاق المبدئي. وهي من البيوع المستحدثة التي تزامن ظهورها مع نشأة البنوك الإسلامية، ورغم الجدل الذي ثار حول مدى شرعيتها بين الفقهاء، فقد أجازها مجمع الفقه الإسلامي. وتعرف المرابحة للأمر بالشراء بأنها طلب العميل من البنك شراء سلعة معينة بمواصفات محددة، وذلك على أساس وعد منه بشراء تلك السلعة اللازمة له مرابحة بربح متفق عليه ويقسم الثمن على دفعات أو أقساط تبعا لإمكاناته وقدراته المالية. ويلتزم البنك في هذا البيع بعدة ضوابط كأن يتولى شراء السلع بنفسه أو بوكيل عنه غير الأمر بالشراء ودفع ثمن الشراء مباشرة منه إلى البائع، وإرفاق المستندات المثبتة لعملية الشراء وتسلمه للسلعة. وللمنك الحق قبل شرائه للسلعة تبني الإجراءات التي تؤكد له ثقة العميل في الوفاء بوعده، بما في ذلك مطالبته بضمانات عينية وشخصية. ووعده العميل أو الأمر بالشراء يكون إما غير ملزم (أي له الحق في العدول عن الشراء) فتستقر السلعة في ملك البنك الذي يمكن أن يصرفها كباقي ممتلكاته، أو تكون المرابحة بالصيغة الملزمة للطرفين قضاء طبقا لأحكام المذهب المالكي، أو دينا طبقا لأحكام المذاهب الأخرى، وما يلزم ديانة يمكن الإلزام به قضاء إذا اقتضت المصلحة، ويمكن للقضاء التدخل عند التنازع.

خلال التفاوض والمساومة بين البنك وصاحب السلعة دون تدخل من العميل، ثم يقوم هذا الأخير بشراء السلعة من البنك (المالك الجديد) ودفع ثمنها بالتقسيط. وهي صيغة مطبقة في بنوكنا الإسلامية.

خامسا- محددات الاختيار بين مصادر التمويل:

عند اتخاذ قرار التمويل لا بد من مراعاة عدة عوامل أثناء اختيار مصادر التمويل وتشكيل الهيكل المالي المناسب أهمها:

- ✓ حجم الأموال التي تحتاجها المؤسسة والفترة الزمنية التي يتم توظيف الأموال خلالها
- ✓ توافق مصادر الأموال مع أوجه توظيفها: أي تمويل الاستخدامات الدائمة (الأصول الثابتة) بما يلائمها من مصادر طويلة والاستخدامات المؤقتة من مصادر قصيرة الأجل.
- ✓ تحديد تكلفة كل مصدر ومقارنتها مع العائد المتوقع من الاستثمار فيتم اختيار المصدر ذو العائد المرتفع والتكلفة المنخفضة.
- ✓ آجال التسديد وتزامنها مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها
- ✓ القيود المفروضة من الممولين كشرط عدم الاقتراض الإضافي أو عدم توزيع الأرباح
- ✓ خصائص كل مصدر من مصادر التمويل سواء من حيث:

- **الاستحقاق:** أي الموعد الذي يتوجب فيه رد الأموال إلى أصحابها حيث تختلف أموال الاقتراض عن أموال المساهمين في عدة نواحي، فالقروض لها آجال معينة وعجز المؤسسة عن سدادها في تلك الآجال يؤدي إلى مقاضاتها وإجبارها على التصفية، بينما حقوق المساهمين تأخذ صفة الاستثمار الدائم ولا يستطيع المستثمر استعادة حصته إلا بالبيع أو التصفية. وزيادة رأس المال تحسن مركز المؤسسة الائتماني بينما زيادة الاقتراض يزيد من المخاطر المالية.
- **الحق على الدخل:** وهنا تتميز الأموال المقترضة عن المملوكة في الأولوية للدائنين في الحصول على أصل قروضهم وفوائدها قبل حصول المالكين على أي من حقوقهم بغض النظر عن تحقيق المؤسسة للأرباح أو الخسائر. كما أن للدائنين أصحاب الامتياز والحكومة والعمال أولوية على الدائنين العاديين. والملاك لا يحصلون على الأرباح إلا بعد تحقيقها واتخاذ قرار بتوزيعها بعد دفع التزامات المقرضين.
- **الحق على الموجودات:** في حالة تصفية المؤسسة يتجه الاهتمام نحو يمة أصولها، ويراعي في توزيع حصيلة التصفية الترتيب التالي:

✓ الدائنون الممتازون

✓ الدائنين المؤمنين بهونات على بعض الأصول

✓ الدائنين غير المؤمنين بهونات

✓ حملة الأسهم الممتازة

✓ حملة الأسهم العادية

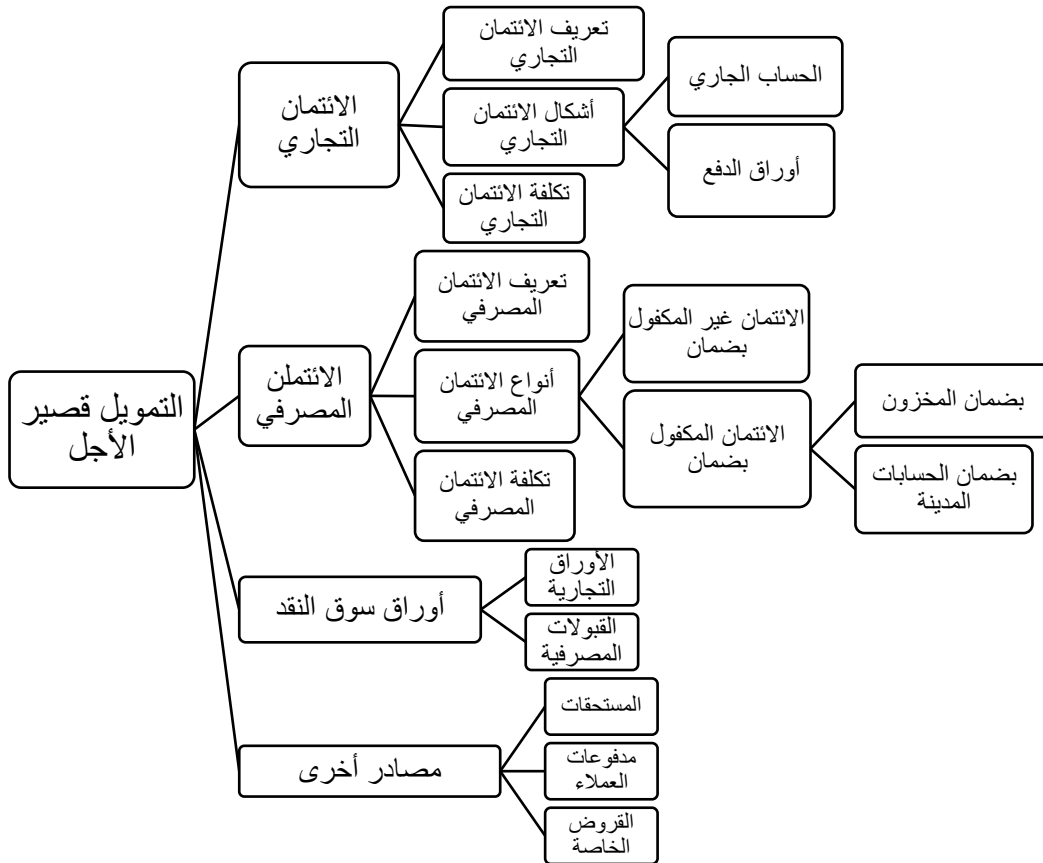
- **التدخل في الإدارة والسيطرة:** إدارة المؤسسة تعتبر حقا من حقوق الملاك العاديين الذين يختارون مجلسا لإدارة الشركة نيابة عنهم، على عكس الدائنين والملاك الممتازون فليس لهم أي صوت مباشر في الإدارة. ولكن لا يمكن تجاهل الدائنين غير المباشر من خلال وضعهم لبعض الشروط في عقود الاقتراض التي تؤثر على الإدارة.
- **المرونة:** يعني أن يوفر الاقتراض للمؤسسة مرونة وإمكانية تعديل مقدار مبلغ التمويل بالزيادة والنقصان تبعا للتغيرات في مقدار الحاجة للتمويل، فالاقترض متوفر بأنواع ومواعيد متفاوتة وبكميات تتناسب والحاجة. بينما في التمويل الممتلك عن طريق زيادة رأس المال لا تتوفر فيه مثل هذه المزايا.
- **الأثر على العوائد:** يعني أن الاقتراض أقل أثرا في تآكل العوائد بالمقارنة مع زيادة رأس المال، لأن حق المقرض 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.

التمويل قصير الأجل

أهداف الدرس:

- التعرف على طبيعة التمويل قصير الأجل وأهم مصادره.
 - التعرف على مزايا وتكلفة كل نوع من أنواع التمويل قصير الأجل
- ففي نهاية المحور يكون الطالب قادرا على الإجابة عن الأسئلة التالية:
- ما المقصود بالائتمان التجاري؟ وكيف تحسب تكلفته؟
 - ما المقصود بالائتمان المصرفي وماهي أشكاله؟ وكيف تحسب تكلفته؟
 - ما المقصود بالأوراق التجارية وكيف تحسب تكلفتها؟
 - ما مزايا وعيوب كل مصدر تمويلي؟

مخطط الدرس:



يعرف التمويل قصير الأجل بالتزامات الدين أو الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير والتي يجب سدادها أو تستحق الدفع في فترة زمنية أقل من سنة، وتستخدم كمصدر لتمويل استثمارات المؤسسة في رأس المال العامل والاحتياجات الضرورية كأجور العمال وشراء المدخلات اللازمة للعملية الإنتاجية والتي يفترض أن تسدد من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية. وتوجد عدة اعتبارات تحكم استخدام التمويل قصيرة الأجل، منها

- درجة اعتماد المؤسسة على التمويل قصير الأجل
- طبيعة هيكل أصول المؤسسة
- درجة المخاطر التي تكون إدارة المؤسسة على استعداد لتقبلها
- تكلفة مصادر التمويل قصيرة الأجل
- مدى توفر مصادر التمويل قصيرة الأجل في الوقت المناسب

وتلجأ إليه المؤسسة بسبب سهولة الحصول عليه، وانخفاض كلفته والمرونة التي يتمتع بها. وتتمثل أهم مصادر التمويل قصير الأجل في:

- الائتمان التجاري
- الائتمان المصرفي
- التمويل بضمان الأوراق التجارية
- المتأخرات والقروض الخاصة

أولاً- الائتمان التجاري: وهو من أهم مصادر التمويل قصير الأجل التي تلجأ إليها مختلف المؤسسات خاصة منها التجارية.

1- تعريف الائتمان التجاري: هو تمويل عيني قصير الأجل يتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع والمواد الأولية التي تتحصل عليها المؤسسة من الموردين. مما يسمح لها من توظيف مقتنياتها من هذه السلع في العملية الإنتاجية خلال فترة معينة قبل أن تقوم بتسديد المستحقات للموردين. وتسجل المؤسسة الائتمان التجاري في دفاترها ضمن حسابات الدفع كحساب دائن (ذمم دائنة) ضمن بنود الخصوم المتداولة*. وتلجأ المؤسسة لهذا النوع من التمويل لعدة أسباب:

❖ **الحاجة:** قد تحتاج المؤسسة إلى مواد للتشغيل أو بضاعة للبيع ولا تملك المال لشرائها نقداً (ولا تستطيع اللجوء إلى الائتمان المصرفي) فتلجأ إلى المورد طالبة منه تزويدها بالمواد أو البضاعة بيعاً بالأجل.

* ويسجلها المورد في دفاتره (الميزانية) ضمن حسابات القبض والمدينين ضمن بنود الأصول المتداولة. ومن العوامل التي تؤثر على حجم رصيد أوراق الدفع والدائنين في ميزانية الشركة المشتريّة: شروط الشراء المناسبة (خصم نقدي، فترة الائتمان)، بدائل السداد (الاختيار بين السداد نقداً أو بالأجل)، تأجيل السداد (إمكانية منح البائع للمشتري فرصة أخرى للتسديد وهو ما يتوقف على سياسة الشركة وسمعة المشتري وقدرته المالية وعدم تفضيل البائع اللجوء إلى الإجراءات القانونية نظراً لتكلفتها التي قد تتجاوز قيمة الدين إضافة إلى الوقت والمجهود اللازمان لذلك.

- ❖ **التكلفة:** تكلفة الائتمان التجاري من وجهة نظر المشتري صفراً أو أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى، وفي الحقيقة لا يكون كذلك إلا إذا حصل المشتري على جميع الخصومات النقدية التي يمنحها له البائع.
 - ❖ **جهود تأمين الائتمان التجاري (أو سهولة الحصول عليه):** الوقت اللازم لتوفير الائتمان التجاري قصير ولا يحتاج إلى مفاوضات واتفاقيات معقدة مع الجهات المانحة التي قد تفرض قيود صارمة على التصرفات المالية للمؤسسة والتي تحد من حريتها كما هو الحال في الائتمان المصرفي (تقديم الطلبات، دراسة المركز المالي للعميل، تقديم ضمانات....).
 - ❖ **موقع العملاء:** موقع العميل من البائع سوف يحدد كمية البضاعة التي ينبغي تخزينها، حيث كلما كان العميل بعيداً عن البائع كلما زادت الحاجة إلى تخزين كمية أكبر من البضاعة وبالتالي زادت الحاجة إلى منح المزيد من الائتمان والعكس صحيح.
 - ❖ **المدى الزمني الذي يحتاجه المشتري لتسويق السلعة:** الهدف من الائتمان هو توفير سلعة للمشتري دون دفع ثمنها إلا بعد القيام ببيعها، لذا فمن المنطقي أن تتناسب مدة الائتمان التجاري والوقت اللازم لبيع السلعة. وهذا يتفاوت من مشترٍ إلى آخر وحسب طبيعة السلعة، فالائتمان الذي يمكن منحه لتاجر الآليات الثقيلة مثلاً يختلف في مدته عن الائتمان الذي يتم منحه لتاجر المواد الغذائية، فالأول قد يحتاج لأشهر ليتمكن من القيام ببيعها في حين لا يحتاج الثاني سوى لأيام محدودة.
 - ❖ **المرونة والاستمرارية:** حيث يمكن استخدامه في أي وقت وعند ظهور الحاجة إليه (في حالة التوسع في المبيعات تستطيع المؤسسة زيادة سقف الائتمان والحصول على المزيد من المشتريات الآجلة خاصة أن البائعين لا يطلبون حجوزات أو رهونات على الموجودات مثل البنوك، مما يعطيها فرصة إضافية للتمويل). كما أن الائتمان التجاري يتيح للمشتري أن يقوم بتجديده بين الحين والآخر على الرغم من كون الدين قصيراً، الأمر الذي يضيف عليه مع مرور الزمن نوعاً من الاستمرارية مع ما يرافق هذه الميزة من تساهل البائع في عملية التسديد فيما لو مر المشتري بضائقة مالية على عكس البنوك.
- أما من جهة البائع أو المورد (الدائن) فإنه يلجأ إلى منح هذا الائتمان للأسباب التالية:
- ❖ **مركز البائع المالي:** فإذا كانت الشركة الموردة كبيرة وذات مركز مالي جيد وتمتلك مصادر ذاتية عالية وتشتغل بأرباحية وليست لديها مشاكل فإنها تستطيع منح ائتمانات ميسرة وقدرها عالياً من التمويل للآخرين من أجل استقطاب عملاء جدد وفتح أسواق جديدة لمنتجاتها، وتستطيع أن تقترض الأموال من المصادر المختلفة من أجل تقديم المزيد من الائتمان التجاري لعملائه.

- ❖ **الرغبة في تصريف المخزون:** حيث يرغب البائع في التخلص من البضائع الموجودة في مستودعاته بسبب زيادة حجمه الاقتصادي أو لاحتمال تغير الأسعار لغير صالحه خاصة إذا كانت البضائع موسمية أو سريعة التلف أو تتأثر بتغير الطلب عليها، لذلك يتوسع في منح الائتمان بشروط سهلة ومغرية للحصول على رضا المشتري.
- ❖ **تقدير البائع لأخطار الائتمان:** في عالم المال والأعمال تختلف الشخصيات فكلما كان البائع ذو شخصية مغامرة متفائلة ولديه ثقة كبيرة في مدى التزام طالب الائتمان كلما اتجه أكثر نحو منح هذا الائتمان عكس الشخصية المتشائمة أو الرشيدة والمتحفظة الذي يغلب عليه الخوف فينتجه نحو التحفظ وتضييق دائرة منحه.
- ❖ **حالة المنافسة بين البائعين أو تجار الجملة:** المنافسة الشديدة تدفع البائعين إلى تسهيل شروط الائتمان، فكلما زاد عدد مصادر الحصول على البضائع (الموردين) كلما اشتدت المنافسة لاستقطاب العملاء بمنح الائتمان التجاري بشروط ميسرة. والعكس في حالة المنافسة الضعيفة فإذا كان مصدر السلعة واحد فسيكون الحصول على الائتمان صعباً لأنه سيكون هو المتحكم في السلعة والسوق.
- ❖ **درجة الطلب على السلعة:** فإذا كان الطلب على السلعة كبير وهناك من يطلبها نقداً فلن يلجأ المورد إلى الائتمان التجاري أو يمنحه بشروط قاسية.
- ❖ **الحالة الاقتصادية:** فكلما كانت الظروف الاقتصادية مزدهرة وتسودها حالة من الانتعاش كلما انخفضت مخاطر الائتمان وارتفعت درجة إقبال البائعين على منح المزيد من الائتمان التجاري وبشروط سهلة وميسرة، والعكس في حالة الانكماش أو الركود الاقتصادي.
- ويطلق عليه بال**ائتمان التجاري المكتسب** لأنه ينتشر بكثرة في العمليات التجارية ومكتسب لأنه يمنح إلى شخص أو مؤسسة دون أخرى لعدة اعتبارات، حيث تعتمد مقدرة المؤسسة على الاستفادة من الائتمان التجاري والشراء بالدين على عدة عوامل أهمها:
 - ✓ سمعة المؤسسة
 - ✓ حجم المؤسسة
 - ✓ أهلية المؤسسة الائتمانية (الملاءة المالية)
 - ✓ سياسة وشروط الائتمان التجاري التي يعرضها الموردون (نسبة الخصم الممنوح/ مدة الائتمان التجاري)

2- أشكال الائتمان التجاري: في المشروعات التجارية وفي الواقع العملي تتحدد العلاقة بين البائع والمشتري في ثلاث صور رئيسية عبر أسلوبين لمنح الائتمان:

1-2. **الحساب الجاري (البيع على الحساب):** وهو أكثر أشكال الائتمان استخداماً وشيوعاً، وهو أيضاً الأكثر تفضيلاً لدى المشتريين والأقل تفضيلاً لدى البائعين، لأنه لا يوضع وثيقة رسمية تمكن البائعين من اتخاذ الإجراءات القانونية ضد المشتريين عند مواجهتهم لأي صعوبات مالية في المستقبل. ويقوم على الثقة العالية بين البائع والمشتري

(خاصة إذا كان يتمتع بملاءة مالية جيدة وسمعة في السوق وقدرة على التسديد)، وفيه يفتح المورد للمؤسسة حساباً في دفاتره يسجل فيه ثمن البضاعة بالحساب والمبالغ التي سددتها أولاً بأول. ويطلق عليه الحساب المفتوح. ويتم التعامل بهذا النوع دون توقيع أي مستند أو مطالبة العميل بتقديم أي وثيقة أو ضمانات، وتعد الفاتورة وقيمتها ضماناً لتحديد مبلغ الائتمان لصالح المورد.

2-2. أوراق الدفع: عندما تنخفض ثقة البائع بالمشتري يوثق الدين بأوراق الدفع، وهي وثائق (تعهد مكتوب وموقع من المؤسسة) بالدفع يتعهد بموجبها محررها بتسديد مبلغ البضاعة الموردة إليه في تاريخ محدد. وتعتبر هذه الوثائق دليل قانوني على مديونية المؤسسة للمورد لا يمكن إنكارها. وتستخدم السندات الإذنية والكمبيالات التجارية (بها توقيع كل من الساحب والمسحوب عليه) لإثبات عملية البيع على الحساب. وفي حالة التأخير عن التسديد يمكن إحالة الأوراق إلى القضاء مما يسيء إلى سمعة المشتري ويزيد من احتمالية إشهار إفلاسه.

ويلجأ البائعون إلى استخدام أوراق الدفع لعدة أسباب:

- كلاهما أكثر قانونية من الحساب الجاري، خاصة إذا كان التعامل مع مشتري جديد، أو بسبب نقص الثقة إذا تعسر المشتري في دفع ديون سابقة
- إذا احتاج المورد إلى سيولة نقدية فإنه يستطيع تسهيل الكمبيالة عبر خصمها أي قبض قيمتها من البنك قبل موعد استحقاقها مقابل مبلغ يقتطعه البنك من قيمة الكمبيالة.
- هناك أجل محدد (موعد استحقاق) تستحق فيه الكمبيالة مما يساعد البائع على التخطيط لتدفقاته النقدية بشيء من الدقة أما الحساب الجاري فلا يوجد موعد محدد سلفاً للسداد.

2-3. الشيكات المؤجلة: وهي وسيلة مفضلة لدى البائعين لكونها تحفظ حقوقهم بدرجة أكبر من الشكل الأول والثاني، لكنها وسيلة غير مفضلة لدى المشتريين لارتفاع مخاطرها وانعدام مرونتها.

3- تكلفة الائتمان التجاري: تنشأ تكلفة الائتمان التجاري في حالة واحدة فقط وهي عندما يكون هناك خصماً نقدياً ولم يتم الاستفادة منه. ويكون الخصم النقدي على الشكل التالي مثلاً: 10/2 صافي 60 يوماً (تقرأ اثنان عشرة صافي ستين) ويقصد بها أن المشتري يحصل على خصم مقداره 2% من قيمة المبيعات لو تم التسديد خلال 10 أيام من تاريخ الشراء. في حين يترتب على المؤسسة تسديد القيمة الكاملة خلال الـ (50) يوم التالية لها، دون أن يأخذ أي خصم.

إذا سياسة البيع الآجل (الائتمان التجاري) يحكمها عاملان:

- نسبة الخصم النقدي: علاقة طردية مع تكلفة الائتمان التجاري بفرض ثبات مدة الائتمان

- فترة الائتمان: علاقة عكسية مع تكلفة الائتمان التجاري بفرض ثبات نسبة الخصم

وهو ما يجعل تكلفة الائتمان التجاري تعرف حالتين: ائتمان تجاري مجاني (بدون تكلفة) وائتمان تجاري مرتفع التكلفة

✓ الحالة الأولى: شروط المورد لا تتضمن خصما نقديا: في هذه الحالة الائتمان التجاري بالنسبة للمؤسسة يعتبر في حكم التمويل المجاني (طبعاً إذا لم يزد المورد في السعر مقابل الأجل). لكن إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه وفشلت في الوفاء بالتزاماتها في مواعيد الاستحقاق فإن الائتمان التجاري قد يصبح مرتفع التكلفة نتيجة التأخير وينجم عنه الإساءة إلى سمعة الشركة في السوق (تكلفة ليست ملموسة مادياً).

✓ الحالة الثانية: شروط المورد تتضمن خصما نقديا: في هذه الحالة تعتمد تكلفة الائتمان التجاري على مدى الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح، وهنا لدينا أيضا حالتين:

❖ الاستفادة من الخصم الممنوح وتسديد الالتزامات في المدة 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 ما قامت بالسداد خلال فترة 20 يوما، فتحصل بذلك المؤسسة على ائتمان دون تكلفة.

❖ الاستفادة من فترة الائتمان التجاري كاملة وعدم الاستفادة من الخصم النقدي: فإذا لم تسدد المؤسسة التزاماتها خلال 20 يوما من فإنها تسدد قيمة المشتريات كاملة في أجل أقصاه 30 يوما. فتكون بذلك المؤسسة قد حصلت على ائتمان تجاري مرتفع التكلفة (تكلفة الفرصة البديلة). وتحسب هذه التكلفة وفقا للعلاقة التالية:

$$AR = \frac{D}{1 - D} \times \frac{360}{CP - DP}$$

حيث:

AR: التكلفة الفعلية لعدم الاستفادة من الخصم

D: نسبة الخصم discount

CP: فترة الائتمان Credit period

DP: فترة الخصم discount period

ملاحظة: هناك فرق بين سعر الشراء نقدا وسعر الشراء بالأجل، فإذا لم يتمكن المشتري من الاستفادة من الخصم المقدم من البائع فسوف يتحمل تكلفة عالية جدا (عيوب الائتمان التجاري)

مثال: تشتري مؤسسة من موردها مواد خام بتسهيلات ائتمانية محددة وفقا الآتي:

شرط الائتمان: 10/3 صافي 40

مبلغ المشتريات: 100000 دج

المطلوب: - اشرح معنى شرط الائتمان

- إذا استفادت المؤسسة من الخصم النقدي ما هو المبلغ المدفوع؟
- أحسب تكلفة الائتمان في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي

الحل:

- يحصل المشتري على خصم مقداره 3% إذا قام بالتسديد خلال 10 أيام من تاريخ الشراء، أو تسديد قيمة المشتريات كاملة في أجل أقصاه 40 يوما.
- قيمة المبلغ المدفوع في حالة الخصم النقدي هو 97000 دج

$$100000 \times 0.03 = 3000$$

$$100000 - 3000 = 97000$$

- تكلفة الائتمان التجاري في حالة عدم الاستفادة من الخصم هي: 37%

$$AR = \frac{0.03}{1 - 0.03} \times \frac{360}{40 - 10} = 37\%$$

وتدل هذه النتيجة على أن الشركة بقرارها عدم الاستفادة من الخصم النقدي تتحمل فرصة ضائعة (تمثل تكلفة) وقدرها 37%.

4- آثار الائتمان التجاري في الكشوفات المالية للمؤسسة:

➤ الميزانية العمومية: الميزانية إلى بقاء مجموع الموجودات كما هو في حالي الاستفادة من الخصم النقدي أو عدمها، لأن الأمر يتعلق بشكل الأموال (أو مصدر) التي تستفيد منها المؤسسة (وليس مجموعها) كونها ائتمانا تجاريا أو قروضا مصرفية.

➤ كشف الدخل: مع الحفاظ على مبالغ المبيعات والمشتريات والربح الإجمالي والمصروفات العامة والارباح قبل الفوائد والخصم المفقود والضرائب، وذلك كما هي في حالي التمتع أو عدم التمتع بالخصم النقدي، فإن الفروقات تبرز في حالي الاستفادة من الخصم النقدي وعدم الاستفادة من الخصم النقدي.

ثانياً- الائتمان المصرفي:

1- تعريف الائتمان المصرفي: هو القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من القطاع المصرفي (البنوك) لمدة لا تزيد عن السنة ويكون عادة لثلاثة أو ستة أو تسعة أشهر، ويوجه عادة لتمويل العمليات الجارية. ولأن البنوك تعتمد على ودائع الأفراد في منحها للائتمان والتي لا بد من المحافظة عليها والعمل على تقليل المخاطر المتعلقة باستعمالها فإنها تتخذ قرار منح الائتمان بعد تقييم الأهلية الائتمانية للمؤسسة اعتماداً على عدة معايير وأسس: (FiveCs)

- المركز المالي والقدرة على التسديد، فقبل الموافقة على منح القرض على البنك التأكد من وجود مصدر وفاء مؤكد لدى المقترض، والتيقن من مدى قدرته على إتمام الدورة التجارية للمشروع الممول بنجاح.
- التأكد من قدرة المؤسسة الإدارية والفنية على إدارة المشروع، وذلك لأنها تزيد من درجة الثقة في العميل وتساعد على منحه الائتمان المطلوب بمنتهى الرضى والاطمئنان.
- شخصية المؤسسة المقترضة وسمعتها في الأوساط الاقتصادية والاجتماعية المحيطة.
- التأكد من أن قيمة الضمانات المقدمة تكفي في أسوأ الأحوال لاسترداد قيمة القرض وفوائده وذلك بعد التيقن من قدرته على السداد في المواعيد المحددة، وكفاية الضمانات لا تغني بدا عن المقدرة على السداد بأي حال من الأحوال. ويشترط في الضمانات توفر بعض الخصائص كسهولة التسويق والقدرة على بيعها في أي وقت، تقدير قيمتها بيسر وسهولة، الاستقرار النسبي لقيمتها الحالية وعدم القابلية للتلف مع مرور الزمن، وأن تكون مملوكة للمقترض ويمكن رهنها ونقل ملكيتها.
- المناخ العام (الوضع الاقتصادي والظروف المحيطة).
- بالإضافة إلى:

- ✓ التأكد من أن القرض المطلوب يلبي احتياجات العميل، وذلك حتى لا يتفاجأ البنك بمزيد من الطلبات في المستقبل ولنفس الغرض.
- ✓ التعرف على الغرض من القرض المطلوب ومدى قانونية وسلامة إجراء دراسة الجدوى الاقتصادية التي تبرر القيام بمثل هذا الاستثمار، وذلك للتأكد من مدى قدرة المشروع المنوي القيام به على تحقيق تدفقات نقدية تكفي لسداد أصل القرض وفوائده.
- ✓ التأكد من مواءمة التدفقات النقدية الداخلة من الاستثمار مع أقساط القرض المطلوب سدادها وذلك من حيث الحجم والتوقيت والمدة الزمنية.

2- أنواع القروض المصرفية قصيرة الأجل: تصنف القروض حسب معيار الضمان إلى نوعين أساسيين:

1-2. الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان: أي القروض التي تقدمها البنوك للمؤسسات دون اشتراط ضمانات، ولذلك فهي غالبا ما تضع شروطا عند منحها هذا الائتمان أهمها الرصيد المعروض أين يلتزم العميل بترك نسبة مئوية من قيمة القرض في حسابه الجاري لدى البنك، أو باتباع سياسة مالية معينة طوال فترة القرض كالحفاظ على درجة من السيولة أو عدم التوسع في الاقتراض من جهات أخرى.

وتتحصل المؤسسة على القروض غير المكفولة بطريقتين إما باقتراض مبلغ إجمالي دفعة واحدة على أن تقوم بتسديده مع الفوائد بالتاريخ المتفق عليه، وإما عن طريق فتح اعتمادات أو تسهيلات ائتمانية وتشمل بدورها نوعين:

✓ **التسهيلات الائتمانية المحدودة:** هي ترتيبات ائتمانية بين البنك والمؤسسة يوافق بموجبها البنك على تقديم قروض قصيرة الأجل شرط عدم الزيادة عن مبلغ معين (حد أقصى خلال فترة متفق عليها)، كأن يفتح البنك للمؤسسة اعتماد بمبلغ معين تستطيع المؤسسة السحب منه في شكل دفعات متوالية في أي وقت حتى تصل إلى الحد المتفق عليه وتسديده خلال السنة. وهي غير ملزمة للبنك من الناحية القانونية فإذا لم تتوفر لدى البنك السيولة اللازمة أو في حالة تدني الترتيب الائتماني للمؤسسة فإن البنك قد يحجم عن تقديم القرض دون أن يترتب عليه أي جزاءات.

✓ **التسهيلات الائتمانية المتجددة:** هنا يلتزم البنك بتقديم بتخصيص مبلغ معين لصالح المؤسسة، وتختلف عن سابقتها بأنها التزاما قانونيا للبنك بتقديم التسهيلات المتفق عليها في أي وقت من السنة تطلبها المؤسسة، وفي المقابل تدفع المؤسسة رسوم ارتباط على الجزء غير المستخدم كتعويض عن التزام المصرف، ومعدل فائدة على المبالغ المسحوبة.

2-2. الائتمان المصرفي المكفول بضمانات: أي القروض الممنوحة بكفالة ضمان معين، فقد يتعذر على المؤسسة الحصول على احتياجاتها من الأموال إلا إذا قدمت ضمانات تكفل حقوق البنك. وتتمثل هذه الضمانات في:

❖ **الضمانات الشخصية:** أو الوكالة أين يتوسط طرف ثالث بين الدائن والمدين فيتعهد بتسديد الدين نيابة عن المدين في حالة عدم وفائه بالدين في الآجال المحددة، ولذلك يشترط في الضامن القدرة على الوفاء.

❖ **الضمانات العينية:** غالبا ما تطلب البنوك ضمانات عينية مقابل القروض التي تمنحها، إذ في حالة عدم سداد المقترض للمبالغ المستحقة عليه في الآجال المحددة يقوم البنك بالتصرف في الأصل المقدم كضمان لاسترجاع مبلغ القروض والفوائد المترتبة عليه، ولذلك يراعي البنك في قبوله للضمان ان تكون قيمته أكبر بكثير من قيمة القرض حتى يكون للبنك هامش أمان في حالة انخفاض القيمة السوقية للأصل المرهون.

✓ الأوراق المالية (الأسهم والسندات)

✓ الأصول المتداولة (كالذمم المدينة والمخزون) وهو أكثر العناصر استخداماً كضمان للقروض
✓ لأصول الثابتة (الأراضي والعقارات...)

2-2-1. التمويل بضمان الذمم المدينة: يمكن للمؤسسة أن تقترض من البنك بضمان حساباتها المدينة، حيث

تقوم بتخصيص مستحقاتها من هذه الحسابات لصالح البنك. وتستخدم الذمم المدينة كضمان بطريقتين:

✓ رهن الذمم المدينة: تقع مسؤولية تحصيل هذه الأرصدة من العملاء على المؤسسة، ولتحديد قيمة القرض الذي يمكن للبنك أن يمنحه للمؤسسة يقوم بتحليل الذمم المدينة إما مجتمعة (في حالة المبالغ الصغيرة أين لا يقدم البنك إلا 50% من قيمة الذمم) أو تحليل كل حساب بمفرده (في حالة المبالغ الكبيرة أين لا تزيد قيمة القرض عن 90% من قيمة الذمم المقبولة) ليقرر البنك أي من هذه الذمم سيتم قبولها وأيها يتم استبعادها وذلك حسب العملاء (فهناك عملاء جيدين يسددون بانتظام وآخرين معروفين بملاءتهم الجيدة وآخرين قد تكون احتمالية تحول ذممهم إلى ديون معدومة...)

✓ بيع الذمم المدينة: أو ما يسمى في الوقت الحاضر بعقد تحويل الفاتورة حيث تقوم المؤسسة ببيع فاتورة الحساب المدين إلى البنك المقرض فتصبح بذلك الملكية القانونية لهذه الحسابات عائدة للبنك وليس للمؤسسة وبالتالي تقع مسؤولية تحصيل المبالغ المدينة من عملاء الشركة على عاتق البنك. وهنا تكون تكاليف التمويل مرتفعة لما تتضمنه من عمولات على التسهيلات الممنوحة كالتكاليف الإدارية الناجمة عن تحصيل الذمم المدينة وتحمل مخاطرها إضافة إلى معدل الفائدة المحسوب.

2-2-2. التمويل بضمان المخزون: حيث يحدد البنك قيمة القرض الممنوح كنسبة من قيمة المخزون المسجل في

دفاتر الشركة بسعر التكلفة (في حين أن قيمته السوقية قد تكون أعلى بكثير من القيمة الدفترية ويمثل ذلك حماية للبنك في حالة تعذر المؤسسة على تسديد القروض التي عليها). وهناك محددات أو عناصر تدفع البنك إلى قبول المخزون كضمان من عدمه، منها:

- ❖ الصفات المادية: فالبنوك لا تفضل أنواع المخزون القابلة للتلف أو تلك التي تكون على درجة عالية من النمطية أو التخصص ليس لها سوق واسع (صعوبة تسيلها).
- ❖ جاذبية المخزون ومدى الاستقرار في أسعارها، ومن أكثر الأنواع جاذبية للبنوك المواد الخام والسلع تامة الصنع
- ❖ سهولة تسويق المخزون وتحويله إلى سيولة

ملاحظة: تكلفة التمويل بضمان المخزون تكون مرتفعة وقد تتجاوز تكلفة التمويل بضمان الذمم لأن المخزون أكثر مخاطرة من حيث تعرضه للتلف وفقدان خصائصه الفيزيائية، كما قد يقل الطلب على المخزون نتيجة ظهور بدائل له، ولذلك البنوك عادة تمنح تسهيلات لا تتجاوز 50% من قيمة المخزون.

كما قد يأخذ الائتمان المصرفي أشكال أخرى:

2-3. **الخصم التجاري:** هو نوع من القروض الموجهة لتمويل حساب الزبائن، يتم بالتفاوض بين البنك والمؤسسة على حقوق هذه الأخيرة لدى الغير لتمويل نشاطها عبر التنازل عنها. فخصم الأوراق التجارية بالنسبة للمؤسسة هو تحصيل قيمة الأوراق مخصومة (بقيمة أقل من قيمتها الاسمية) قبل تاريخ استحقاقها. ويشترط في الأوراق التجارية أن تكون ناتجة عن عملية أو صفقة تجارية وتحمل ثلاث توقيعات لأشخاص طبيعية أو معنوية لمتابعة أي موقع عليها في حالة عدم تسديد المسحوب عليه، وهي قابلة لإعادة الخصم في البنك المركزي.

2-4. **الاعتماد المستندي:** يستخدم في تمويل التجارة الخارجية وهو تعهد مكتوب صادر من البنك المحلي بناء على طلب العميل* (المشتري أو المستورد) لصالح المصدر أو بائع السلع (المستفيد) يضمن سداد قيمة مستندات (الفاتورة التجارية، شهادة المنشأ، بوليصة الشحن، بيان مواصفات الشحنة ونوعها، بيان التعبئة...) مطابقة لشروط الاعتماد (أي يتعهد فيه البنك بدفع مستحقات مالية إلى المصدر عبر البنك المراسل أو الأجنبي)

3- **العوامل الرئيسية التي تحدد اختيار البنك:** إن اختيار البنك بالنسبة للمؤسسة التي تنوي التعامل مع الائتمان المصرفي يعد من الأمور الهامة والأساسية، لذلك فإنها قبل أن تقرر التعامل مع البنك لا بد من قيامها بدراسة النواحي التالية:

- **الحجم:** توجد قيود اقتصادية وقانونية على حجم القروض التي يسمح للبنك منحها لمجموع العملاء أو للعميل الواحد، لذلك يجب على المؤسسة البحث عن البنك الذي يكون بمقدوره تلبية احتياجاتها التمويلية وفي الوقت المناسب وبالذات حينما تكون الشركة من الشركات الكبرى واحتياجاتها المالية كبيرة ومتنوعة.
- **خبرة البنك وتخصصه:** على الرغم من الاتجاه الدولي لتقليل التخصص المصرفي وزيادة تنوع العمليات لخفض المخاطر في القطاعات والمناطق المختلفة، فإن بعض البنوك تركز على بعض القطاعات أو حتى قطاع واحد دون غيرها أو على بعض المؤسسات. كما أن البنوك تختلف كثيرا في خبراتها وتخصصاتها، فالبنوك الكبيرة والعريقة تمتاز بمنتجات متعددة وتقديم قروض بأنواع مختلفة على النقيض من البنوك الصغيرة والجديدة التي تعمل بخبرات محدودة ولا تستطيع تقديم ما يمكن أن تقدمه البنوك العريقة.
- **استعداد البنك لتحمل المخاطرة:** تختلف البنوك من حيث قدرتها وغبيتها في تحمل المخاطر الائتمانية ذات العلاقة بعمل المؤسسة. وينعكس توجه البنك في تحمل المخاطرة في سياسته الإقراضية، فبعض البنوك ينتهج سياسة إقراضية متساهلة تدفعه إلى تشجيع المنشآت المجددة ومشروعاتها التوسعية وتغيير التكنولوجيا المستعملة من قبلها ودخولها في أنشطة ومجالات ومناطق جديدة.

* إذا كان المستورد يملك قيمة البضاعة يسمى بالاعتماد المغطى بالكامل، أما إذا لم يمتلك المبلغ بالكامل يسمى اعتماد مغطى جزئيا أو يكون غير مغطى بالكامل وهنا يحتاج إلى الاقتراض من البنك لتسديد قيمة البضاعة

- الخدمات التي تقدمها البنوك: تؤدي الخدمات التي يقدمها البنك دورا كبيرا في اختياره من قبل المنشأة وقد اخدت هذه الخدمات تتنوع وبشكل متزايد في الآونة الأخيرة وتتنافس البنوك في تقديمها ومن بين ذلك الاستشارة والنصح اللذين يقدمها البنك للمنشأة باستمرار حيث تقدم البنوك الكبيرة والمعاصرة مثل هذه الخدمات اثناء منحها القروض للمنشأة ويستمر التعاون خلال استخدام القروض وتسديدها.
 - **مجموع حجم القروض للمنشأة الواحدة:** تحدد معظم التشريعات المصرفية في العالم أقصى ما يمكن إقراضه من قبل البنك الواحد للمنشأة الواحدة، وذلك بالقياس إما إلى حق ملكية البنك (رأس المال والأرباح المتراكمة) أو إلى مجموع الودائع وذلك لتخفيض المخاطرة أي توظيف الأموال المصرفية في منشآت قليلة العدد، وعليه فإن المنشآت الكبيرة تفضل التعامل مع عدد من البنوك وتقليل التعامل مع المصارف الصغيرة ما أمكن ذلك.
 - **مدى التزام البنك اتجاه المؤسسة:** تفضل المؤسسة ذلك البنك الذي يلازمها ويساندها خلال الظروف الصعبة التي تمر بها، وعدم إصراره على تسديد قروضها في مثل تلك الظروف.
 - **سلامة المركز المالي للبنك:** إذا كان العميل مقترضاً فإن فشل البنك سوف يعني حرمانه من مصدر التمويل الذي يعتمد عليه في تلبية احتياجاته المالية وإذا كان مودعا فإن فشل البنك قد يعني ضياع الأرصدة التي يحتفظ بها لدى البنك، وفي كل الأحوال هو من المتضررين، لذلك لا بد من قيام المنظمة باختيار البنك ذي الكفاءة العالية والسمعة الطيبة.
 - **علاقة البنك مع البنوك الأخرى:** إن مقدرة البنك تزداد على تلبية احتياجات عملائه المالية كلما كانت علاقته بالبنوك الأخرى علاقة وثيقة، وذلك من أجل أن يستطيع من خلال التعاون معها الاشتراك في تلبية الاحتياجات الضخمة لبعض العملاء والتي قد لا يستطيع لوحده في لحظة من الزمن القيام بتلبيتها وذلك لأسباب قانونية أو نظامية أو موضوعية.
- 4- محددات قدرة البنوك على منح القروض:** هناك بعض قيود تحد من مقدرة البنوك على تقديم القروض والتسهيلات وتمثل في:
- سياسة البنك التسليفية والتي غالبا ما تنص على تنوع وتوزيع المخاطر، وتضع حدودا قصوى لما يمكن منحه لكل عميل.
 - القيود المتعلقة بالأحوال التجارية والائتمانية: حيث يتم التوسع في ظروف الزواج وبالمقابل تقليص الإقراض في ظروف الانكماش.
 - القدرة والرغبة على منح الائتمان وسلامة مركزها المالي والسياسات المرسومة والمعمول بها قبل البنك المركزي.

- المركز الائتماني للعميل والتي يتم تحديده على ضوء موقفه المالي ومركزه الوظيفي والمهني وموقعه الاجتماعي وما يستطيع أن يقدمه من ضمانات.

5- تكلفة الائتمان المصرفي:

يتم تقدير تكلفة الائتمان المصرفي من خلال حساب سعر الفائدة الفعلي (Effective Interest Rate) وهذه الأخيرة تتوقف قيمتها على أربع عناصر: قيمة القرض، سعر الفائدة الاسمي، ومدة القرض وطريقة السداد. وهناك عدة حالات لحساب معدل الفائدة الفعلي:

- حالة دفع الفائدة في نهاية المدة (الفائدة العادية أو البسيطة): يكون سعر الفائدة الفعلي مساويا لسعر الفائدة الاسمي
 - حالة خصم الفائدة مقدما من مبلغ القرض: معدل الفائدة الفعلي < معدل الفائدة الاسمي لأن المؤسسة تستلم في البداية قيمة القرض مخصوما منه قيمة الفائدة المحسوبة على القرض، وبالتالي المبلغ الذي تستفيد منه المؤسسة أقل من قيمة القرض الذي تحسب عليه الفائدة.
 - حالة شرط الرصيد المعوض: هنا تضع البنوك على المؤسسة المقترضة شرطا يلزمها بالاحتفاظ بنسبة معينة من قيمة القرض كحساب لدى البنك وتتراوح قيمة الرصيد المعوض من 10 إلى 20% من قيمة القرض.
- وفي كل الحالات السابقة يحسب معدل الفائدة الفعلي كما يلي: $AR = \frac{I}{L}$ أي قيمة الفوائد على المبلغ المستفاد منه.

حيث:

AR: معدل الفائدة الفعلي

I: قيمة الفائدة المدفوعة: قيمة القرض × سعر الفائدة الاسمي

L: المبلغ المستفاد منه وهو ليس بالضرورة قيمة القرض المستفاد منه فقد يكون قيمة القرض منقوصا منها الرصيد المعوض أو منقوصا منها الفوائد أو كلاهما.

مثال: تود شركة ما الحصول على قرض مقداره مليون دج لمدة عام من البنك الوطني بسعر فائدة قدره 20%

المطلوب: حساب معدل الفائدة الفعلي في الحالات التالية:

- دفع الفائدة في نهاية العام
- خصم الفائدة مقدما من القرض
- الرصيد التعويضي المشروط من البنك هو 15%
- اشتراط الرصيد المعوض مع الفائدة المخصومة بنفس النسب.

الحل:

• في حالة دفع الفائدة في نهاية العام: - حساب قيمة الفائدة: $I = 1000000 \times 0.20 = 200000$

المبلغ المستفاد منه هو $L=1000000$

- حساب معدل الفائدة عند دفعها نهاية العام: $AR = \frac{I}{L} = \frac{200000}{1000000} = 20\%$ وهي نفسها الفائدة الإسمية.

ملاحظة:

يمكن حساب مقدار الفائدة الفعلي (تكلفة الاقتراض) إذا كان بإمكان الشركة أن تدفع القرض وفائدته قبل نهاية السنة بالقانون التالي:

تكلفة الاقتراض = أيام الاقتراض / 360 × معدل الفائدة الاسمي × أصل القرض

• في حالة خصم الفائدة مقدما من القرض: المبلغ المستفاد منه L هنا يختلف حيث لن تستفيد الشركة من كامل قيمة القرض بل يخصم منه قيمة الفوائد (تسدد مقدما)، أي:

$$L = 1000000 - 200000 = 800000$$

- حساب معدل الفائدة الفعلي:

$$AR = \frac{I}{L} = \frac{200000}{800000} = 25\%$$

• في حالة شرط الرصيد المعوض: - حساب الرصيد التعويضي:

$$B = 1000000 \times 0.15 = 150000$$

- حساب المبلغ المستفاد منه $L = 1000000 - 150000 = 850000$

- حساب معدل الفائدة الفعلي $AR = \frac{I}{L} = \frac{200000}{850000} = 23.5\%$

• في حالة الرصيد المعوض والفائدة تدفع مقدما:

- حساب المبلغ المستفاد منه هنا تستفيد الشركة من قيمة القرض محصوما منه كل من الرصيد المعوض + الفوائد المحصومة مسبقا، أي

$$L = 1000000 - (200000 + 150000) = 650000$$

- حساب معدل الفائدة الفعلي:

$$AR = \frac{200000}{650000} = 30.77\%$$

-6 المقارنة بين الائتمان المصرفي والائتمان التجاري:

✓ من حيث الزمن: الائتمان المصرفي يمكن أن يكون قصير الأجل أو متوسط أو طويل الأجل بينما الائتمان

التجاري دائما قصير الأجل

- ✓ من حيث الحجم: يفوق الائتمان التجاري الائتمان المصرفي قصير الأجل من حيث الحجم، لأنه يحدث بصفة متكررة فتكون حجم المشتريات بالدين أعلى بكثير من الاقتراض وغالبا البنوك لا تميل إلى تجديد القرض إلا عند سداد القرض السابق.
- ✓ من حيث التكلفة: الائتمان التجاري مجاني في معظم الأحيان إلا في حال وجود خصم ولم يتم الاستفادة منه وهنا تفوق تكلفته تكلفة الائتمان المصرفي. بينما هذا الأخير فدائما له تكلفة
- ✓ من حيث طبيعة الائتمان: الائتمان المصرفي يكون نقدا من أجل الانفاق لتمويل بعض أو كل أصوله المتداولة، بينما الائتمان التجاري يكون عينيا حيث يقوم المورد بتسليف المؤسسة مواد أو قطع غيار أو بضائع (البيع على الحساب).
- ✓ من حيث السهولة واليسر: فالحصول على الائتمان التجاري أسهل من الائتمان المصرفي
- ✓ من حيث الضمانات: فغالبا يتطلب الائتمان المصرفي تقديم ضمانات على عكس الائتمان التجاري، حيث يقبل الدائنون التجاريون تحمل مخاطر عملية التسليف الحالية لتحقيق أرباح مستقبلية من خلال استمرار التعامل مع الشركة ونفس الشيء بالنسبة للبنك لكنه لا يقبل تحمل مخاطر عالية وإنما المحسوبة بعناية وذلك لكونه يتعامل بأموال الغير وليس بأمواله الخاصة.
- ✓ بالإضافة إلى أن:
- الدائنون ينظرون إلى أموالهم كأثمة ومستمرة وذلك بأنهم يرون إمكانية منح ائتمان شبه دائم طالما كان ذلك يؤدي إلى علاقات مربحة مع عملائهم، أما الأموال التي يستعملها البنك في الإقراض فهي في معظمها ودائع قصيرة الأجل ولذلك يصر على الإقراض لأجل قصير ومقابل ضمانات مؤكدة وذلك حتى يتمكن من تحويل الأموال المقرضة إلى نقد بسرعة توازي الطلب على السحب من الودائع الموجودة لدى البنك.
- يقوم الدائنون التجاريون ببيع بضائعهم على الحساب في بعض الأحيان بناء على معلومات متواضعة وغير دقيقة عن عملائهم، بينما البنوك التجارية لا تقوم بإقراض عملائها إلا بعد الحصول على معلومات دقيقة وموثقة والتأكد من مدى سلامة مواقفهم المالية بشكل دقيق.
- يعتمد البيع الاجل على قاعدة ضيقة ونوع واحد من العملاء في حين تعتمد البنوك على قاعدة عريضة ومتنوعة من العملاء.

ثالثاً- أوراق سوق النقد:

1- الأوراق التجارية: إن الأوراق التجارية تعتبر من بين أقدم الأدوات النقدية المستعملة في الأسواق المالية. وهناك

فرق واضح بين مفهومها القانوني ومفهومها المصرفي المعاصر، فحسب **المفهوم القانوني** تشمل الأوراق التجارية بالإضافة إلى الشيك:

✓ **سند السحب (السفتجة):** وهو محرر مكتوب يتضمن أمراً صادراً من شخص هو الساحب إلى شخص آخر هو المسحوب عليه بأن يدفع لأمر شخص ثالث هو المستفيد أو حامل السند مبلغاً معيناً بمجرد الاطلاع أو في ميعاد معين.

✓ **سند الأمر (الكمبيالة):** وهو محرر مكتوب يتضمن تعهد محرره بدفع مبلغ معين بمجرد الاطلاع أو في ميعاد معين لأمر شخص آخر هو المستفيد أو حامل السند.

أما **المفهوم المصرفي المعاصر** فينتقل من غاية هذه الأوراق كأداة للتمويل قصير الأجل، وتعتبر رائجة في الدول التي تتواجد فيها أسواق نقد متطورة، حيث يمكن لبعض المؤسسات الحصول على تمويل قصير الأجل باللجوء إلى المدخرين من أصحاب الفوائض ضمن إطار سوق النقد بإصدار الأوراق التجارية. وهذه الأخيرة هي عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها المؤسسات الكبيرة المعروفة ذات السمعة الجيدة والملاءة المالية العالية، وتكون هذه الأوراق مباشرة إذا توجه المصدرون إلى المقرضين مباشرة دون استعمال وسيط وبحكم مكانة هؤلاء المصدرين وتصنيفهم العالي فهم الذين يحددون سعر الفائدة على إصداراتهم أما المقرضين أو المشترين فيسقومون باختيار الإصدارات التي تتناسب في مدتها مع رغبتهم وتتوافق مع مصالحهم، كما قد تكون هذه الأوراق غير مباشرة عندما تباع عن طريق وكلاء متخصصين (سماسرة ووسطاء أوراق تجارية) في تداولها وتسويقها ومقابل عمولات محددة إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون شركات التأمين وصناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي يوجد لديها فائض سيولة وحتى البنوك التجارية.

ومن أهم الفروق بين هذه الأوراق التجارية والكمبيالات وسندات السحب هو أنها لا تنطلق في وجودها من عملية تجارية، بل هي عملية مالية مستقلة بذاتها. وتتضمن الورقة التجارية قيمة اسمية وسعر فائدة (معدل خصم) عادة أكبر من سعر الفائدة على الودائع بقليل لكنه أقل من سعر الفائدة على القروض وتاريخ استحقاق محدد عادة لا يتجاوز 9 أشهر، وباستخدامها لن تكون الشركة بحاجة للاحتفاظ بالرصيد التعويضي. وفي المقابل تعاني هذه الأوراق من مشكلة عدم المرونة عندما يحين موعد استحقاقها حيث لا يمكن التفاوض على تأجيل الدفع، كما أن الشركة تتحمل المصاريف التي تدفع للوسطاء (أوراق غير مباشرة)، بالإضافة إلى معدل الخصم المدفوع للمستثمرين.

1-1. نبذة تاريخية عن الأوراق التجارية: إن الأوراق التجارية القابلة للتداول لا تعتبر ابتكاراً حديثاً بل تعود بأصولها

إلى الحضارات المصرية أو البابلية القديمة، وبالتالي لقد كانت معروفة أيام الرومان ولسكان حوض المتوسط فيما بعد، وقد اعتمد واضعو قوانين الأوراق التجارية الحديثة على تراث تلك الحضارات وما تم توارثه عنها في هذا

المجال، اما المفهوم المعاصر للأوراق التجارية، فهو يعود في اصوله الى مطلع القرن التاسع عندما بدأت مجموعات كبيرة من الشركات الامريكية بتطوير انتاجها وتحديثه، فكانت تحتاج الى قروض قصيرة الاجل لتمويل راس المال العامل حيث لجأت الى إصدار الأوراق التجارية وبيعها خارج الولايات المتحدة الامريكية التي تتواجد فيها كبديل للاقتراض المباشر من البنوك، والتي كانت تعيقه طبيعة النظام المصرفي الأمريكي القائم على نظرية الوحدة المصرفية الواحدة التي تمنع البنوك من التفرع على مستوى البلاد، وعلى الرغم من ان الشركات المالية هي الانشط في هذا السوق، الا انها لم تكن البادئة في تطوير هذه الأداة، بل سبقتها اليها الشركات الصناعية، ولم تدخل الشركات المالية في هذا الا في بداية العشرينات من القرن العشرين الماضي عندما توسع انتاج السلع الاستهلاكية المعمرة، الامر الذي أدى الى زيادة طلب المستهلكين على الائتمان قصير الاجل، وقد تزايد نشاط هذا السوق بدخول الشركات المصرفية القابضة والبنوك الأجنبية.

1-2. البيئة المناسبة لإصدار الأوراق التجارية: التعامل بهذه الأوراق يتطلب بيئة مناسبة تشمل توفر سوق نقدي ووسطاء ماليين لتداولها والتعامل بها وأيضا وجود إطار قانوني لتنظيم عمليات إصدارها وتداولها. ومن بين العوامل التي ساعدت على تطوير سوق الأوراق التجارية:

- اهتزاز ثقة بعض المودعين في بعض البنوك التجارية الامر الذي شجعهم على البحث عن بدائل أخرى لاستثمار فوائضهم النقدية في الاجل القصير.
- رغبة بعض المقترضين في الاقتراض المباشر من أصحاب الفوائض النقدية بدلا من التعامل معهم من خلال البنوك وبالتالي التمكن من الحصول على الأموال لتمويل مشاريعهم بأقل النفقات.
- يفضل بعض أصحاب الفوائض الاستثمار في أصول يمكن بيعها في أي وقت وبمردود أعلى من مردود الودائع في البنوك.

1-3. تكلفة الأوراق التجارية:

تحسب تكلفة الأوراق التجارية وفقا للعلاقة التالية:

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

حيث:

AR: معدل الفائدة الفعلي على الورقة التجارية

I: مبلغ الفائدة (قيمة الورقة مضروبة في معدل الخصم)

V: قيمة الأوراق التجارية

E: المصروفات الإدارية

مثال: تقوم مؤسسة بإصدار أوراق تجارية للحصول على تمويل قصير الأجل: قيمة الورقة المصدرة 10000000 دج، فترة الاستحقاق 09 أشهر (270 يوم)، سعر الفائدة السنوي 12%، وتدفع المؤسسة 1% مصاريف للوسيط (100000 دج).

أحسب تكلفة التمويل (معدل الفائدة الفعلي) بالورقة التجارية

الحل:

- حساب قيمة الفائدة:

$$I = 10000000 \times 12\% \times \frac{270}{360} = 900000 \quad (\text{ونستطيع كتابة 9 على 12})$$

- حساب معدل الفائدة الفعلي:

$$AR = \frac{I}{V - (E + I)} \times \frac{360}{270} = \frac{900000}{10000000 - (100000 + 900000)} \times \frac{360}{270} = 13.33\%$$

مثال 02: قامت مؤسسة بإصدار أوراق تجارية قيمتها الاسمية 1000000 دج، فترة الاستحقاق 90 يوماً وتباع بقيمة مضمومة قدرها 970000 دج بنهاية فترة التسعين يوماً

أحسب تكلفة التمويل للأوراق المصدرة

الحل:

- إيجاد قيمة الفائدة:

$$I = 1000000 - 970000 = 30000$$

- حساب معدل الفائدة الفعلي:

$$AR = \frac{I}{V - (E + I)} \times \frac{360}{270} = \frac{30000}{1000000 - (0 + 30000)} \times \frac{360}{90} = 12.37\%$$

4-1. إيجابيات وسلبيات الأوراق التجارية:

- انخفاض تكلفتها مقارنة مع القروض البنكية
- فوائدها أكثر مرونة مع فوائد القروض & البنكية
- انخفاض مدة الحصول على القروض مقارنة مع مدة الحصول على القروض من البنوك
- إمكانية الحصول على مبالغ أكبر مقارنة مع المبالغ التي يمكن الحصول عليها من البنوك
- سهولة وبساطة إجراءات الإصدار والتوثيق مقارنة مع ما هو عليه في البنوك

أما السليبيات فيمكن إجمالها في:

- التوسع في إصدارها سوف يؤدي إلى إهمال العلاقة مع البنوك
- الحساسية العالية وعرضتها للتقلب السريع
- يقتصر استعمالها على الشركات الكبيرة دون الصغيرة
- عدم إمكانية تأجيل دفع قيمتها بتواريخ استحقاقها.

2. القبولات المصرفية: هي التزام من طرف البنك لضمان طرف آخر بدفع مبلغ معين وبتاريخ محدد إلى طرف آخر. وبموجب هذا القبول يتعهد البنك بالدفع في تاريخ الاستحقاق المثبت في حالة عدم قدرة المصدر على الدفع. ويشاع استخدام هذا النوع من الأوراق في التجارة الخارجية. وتشمل تكلفة القبولات رسوم مقابل الالتزام الذي يقدمه البنك ومعدل الفائدة على القرض في حالة قيام البنك بالدفع بدلا من المصدر.

رابعاً- مصادر أخرى للتمويل قصير الأجل:

- 1- **المستحقات أو المتأخرات:** وتضم أجور العمال المتأخرة وضريبة الدخل واستقطاعات الضمان الاجتماعي وضريبة المبيعات. وتمثل هذه البنود تكاليف مستحقة غير المدفوعة وبذلك يمكن اعتبارها مصدرا من مصادر التمويل قصيرة الأجل حيث يزداد بزيادة حجم نشاط المؤسسة من حيث المبيعات وعدد العاملين. ويعد هذا المصدر خاليا من الكلفة (مجاني)
- 2- **مدفوعات العملاء:** أو الدفعات المقدمة من العملاء بصورة دفعات مقدمة عند التعاقد وقبل تسليمه البضاعة، أي هي الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من عملائها مقدما مقابل تسليمهم السلع لاحقا، وهي تساعد المؤسسة على شراء المواد الأولية الضرورية للعملية الإنتاجية. وينتشر هذا النوع من التعامل في الصناعات المعروفة بالطلبية مثل المقاولات والأجهزة الكمالية. (عكس الذمم المدينة: عملاء حصلوا على السلعة ولم يسددوا بعد أما هنا العملاء سددوا ولم يحصلوا على السلعة بعد)
- 3- **القروض الخاصة:** وهي ترتيبات ائتمانية يمكن الحصول عليها من الأفراد كالملاك وغيرهم ممن لهم الرغبة والمصلحة في تمويل المؤسسة ومقابلة احتياجاتها القصيرة إلى حين خروجها من أزمة مالية وحتى لا تتأثر مصالح هؤلاء الملاك.

خامساً. أسئلة وتمارين:

- لماذا يفضل الموردون استخدام أوراق الدفع بدلا من البيع على الحساب في الائتمان التجاري.
- كيف تؤثر كل من التغيرات التالية على معدل الفائدة الفعلية على القروض؟
- ✓ دفع الفائدة مقدما.

- ✓ انخفاض رصيد التعويض المطلوب.
- ✓ ازدياد معدل الضريبة

تمرين 01:

تشتري شركة من موردها مواد خام بتسهيلات ائتمانية محددة وفق التالي: شرط الائتمان (15/2، صافي 45)، قيمة المشتريات 100000 دج.

- اشرح معنى شرط الائتمان
- كم ستدفع الشركة إذا قررت الاستفادة من الخصم النقدي؟
- ما هي تكلفة هذا الائتمان في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي.

تمرين 02:

حصلت شركة على ائتمان تجاري لبضاعتهما البالغة 10 مليون دج بشرط (30/4، صافي 60).

- كم ستسدد الشركة في 30 يوم الأولى
- جد كلفة الائتمان التجاري للعملية

تمرين 03:

تلقت إحدى الشركات شرطين مختلفين لمنحها ائتمان من اثنين من مورديها وهما:

الشرط الأول: 10/2، صافي 30 الشرط الثاني: 10/2، صافي 60

- أحسب تكلفة التمويل في كل حالة. ماذا تستنتج؟

تمرين 04:

تود شركة ما الحصول على قرض مقداره 200000 دج لمدة سنة واحدة من بنك القرض الشعبي، معدل الفائدة الاسمي 10%. أحسب تكلفة التمويل في حالة:

- دفع الفائدة في نهاية السنة
- خصم الفائدة مقدما من القرض

تمرين 05:

اقتترضت مؤسسة 50 مليون دج بسعر فائدة اسمي 15% وكانت المؤسسة ملزمة بإبقاء رصيد تعويضي قي البنك نسبته 25% من قيمة القرض

- احسب سعر الفائدة الحقيقي للقرض

تمرين 06:

حصلت شركة على قرض مصرفي بقيمة 500000 دج لمدة سنة من البنك بسعر فائدة اسمي قدره 9% . ما هو معدل الفائدة الفعلي لهذا القرض:

- في حالة ما اقتطع البنك قيمة الفائدة مسبقا

- فرض البنك على المؤسسة الاحتفاظ برصيد قدره 12000 دج. (الرصيد المعوض مبلغ وليس نسبة)

تمرين 07:

اقتترضت شركة ما قيمته 5 مليون دج لمدة سنة واحدة بمعدل فائدة اسمي 10%، ما هو معدل الفائدة الفعلي في الحالات التالية:

- الفائدة العادية (البسيطة) تدفع في نهاية السنة

- الفائدة مخصومة مسبقا مع وجود رصيد معوض مقداره 15%

- احسب مقدار الفائدة الفعلي أو تكلفة الاقتراض إذا استطاعت الشركة تسديد قرضها خلال 3 أشهر

تمرين 08:

تتفاوض شركة تجارية ما مع البنك الوطني من أجل الحصول على ائتمان مصرفي قدره 16 مليون دج. وقد وضع البنك أمام الشركة البدائل التالية:

- البديل الأول: معدل الفائدة على القرض 15% ورصيد معوض 20% والفائدة تدفع في نهاية العام.

- البديل الثاني: معدل الفائدة على القرض 13% ورصيد معوض 15% وتخصم الفائدة مباشرة

المطلوب: بصفتك خبير في الإدارة المالية أي البدائل تنصح به الشركة؟ (البديل الأفضل هو الأقل تكلفة أي المعدل الأقل).

تمرين 09:

اقتترضت شركة مبلغ 120 مليون دج بفائدة سنوية 8%. جد معدل الفائدة الفعلي الذي تتحمله في ظل الشروط التالية:

1- الفائدة العادية، تكلفة الاقتراض إذا سددت القرض في ستة أشهر

2- الفائدة المخصومة

3- الفائدة برصيد معوض 20%

4- الفائدة برصيد معوض 20% مع خصم الفائدة مقدما

تمرين 10:

تقوم شركة بإصدار أوراق تجارية للحصول على احتياجاتها التمويلية قصيرة الأجل وقد توفرت المعلومات التالية:
قيمة الأوراق التجارية المصدرة 3 مليون دج، فترة الاستحقاق 9 أشهر، سعر الفائدة السنوية المخصومة 10%
وتدفع المؤسسة 80 ألف دج مصاريف للمؤسسات الوسيطة.
- احسب معدل الفائدة الفعلي.

تمرين 11:

أصدرت مؤسسة أوراقا تجارية بقيمة 1500000 دج بفترة استحقاق 180 يوما، وتباع هذه الأوراق بقيمة مخصومة قدرها 1420000 دج.
احسب تكلفة التمويل بهذه الأوراق.

تمرين 12:

أرادت مؤسسة الحصول على تمويل قصير الأجل بقيمة 1 مليون دج لشراء مواد أولية. وكانت أمامها البدائل التمويلية التالية:

- ائتمان تجاري من المورد بشرط (20/3 صافي 60)

- ائتمان مصرفي لمدة عام بسعر فائدة 20% مع اشتراط دفع الفائدة مقدما ورصيد تعويضي قيمته 15%

- إصدار أوراق تجارية بفترة استحقاق 9 أشهر وسعر فائدة 12% مع دفع 1% مصاريف للوسيط.

المطلوب: - اشرح معنى العبارة (15/3 صافي 60)

- ما هو المبلغ المدفوع من المؤسسة إذا استفادت من الخصم في البديل الأول ثم احسب تكلفة الائتمان في حالة عدم الاستفادة منه.

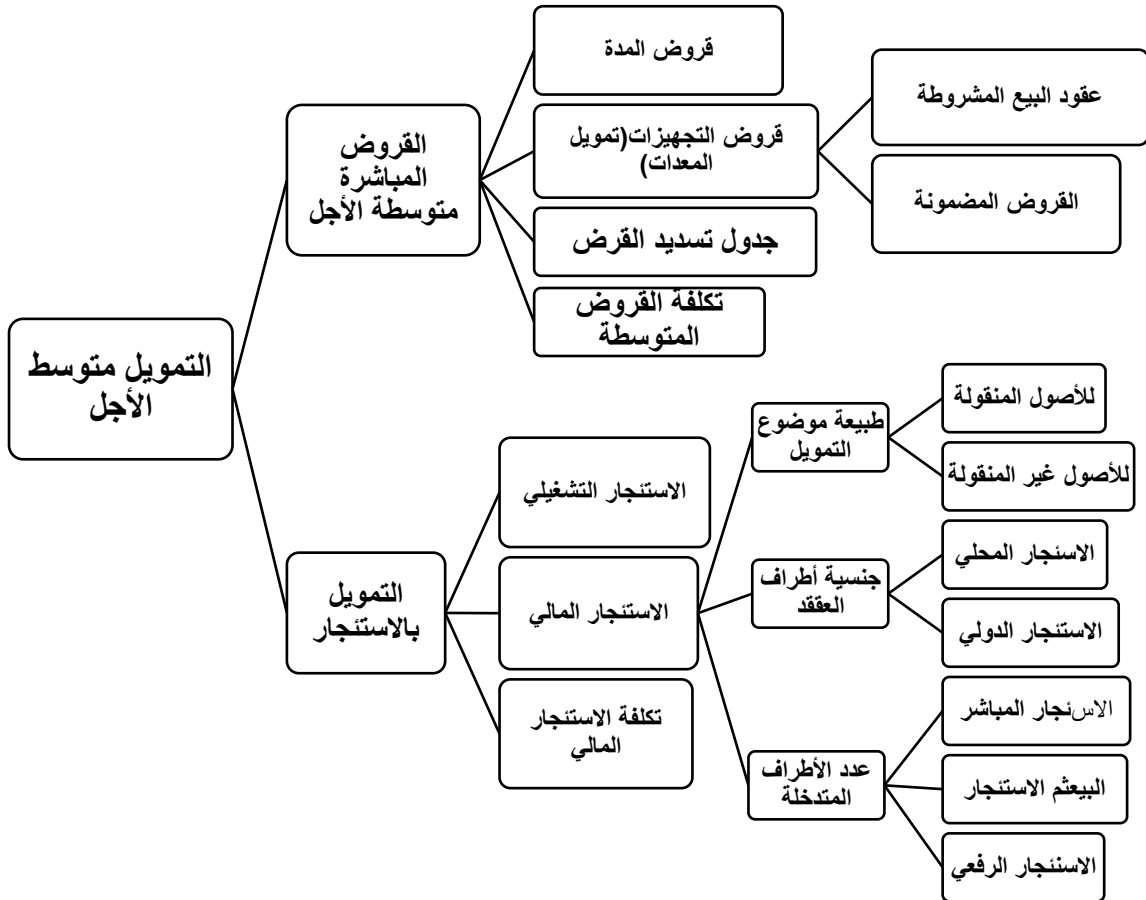
- احسب معدل الفائدة الفعلي في البديلين الثاني والثالث

التمويل متوسط الأجل

أهداف الدرس:

- التعرف على طبيعة التمويل متوسط الأجل وأهم مصادره.
- التعرف على مزايا وتكلفة كل نوع من أنواع التمويل متوسط الأجل ففي نهاية المحور يكون الطالب قادرا على الإجابة عن الأسئلة التالية:
- ما المقصود بالتمويل متوسط الأجل وماهي أنواعه؟
- كيف تحسب تكلفة القروض متوسطة الأجل؟
- ما المقصود بالاستئجار وماهي أشكاله؟
- كيف تحسب تكلفة الاستئجار المالي؟
- كيف تتم المفاضلة بين التمويل عن طريق القروض متوسطة الأجل والتمويل عن طريق الاستئجار؟

مخطط الدرس:



يقصد بـ التمويل متوسط الأجل الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين سواء في صورة نقدية أو عينية، والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها أكثر من سنة وحتى خمس سنوات (وقد تمتد حتى سبع سنوات)، توجه هذه الأموال لشراء وسائل الإنتاج المختلفة. وينقسم هذا النوع من التمويل إلى نوعين:

أولاً- القروض المباشرة المتوسطة الأجل:

هي الأموال التي يتم الحصول عليها من الجهاز المصرفي (البنوك التجارية والبنوك المتخصصة والمؤسسات المالية) وتستخدم في تمويل عمليات شراء المعدات والتجهيزات أو تجديدها، وعادة ما يتم الاتفاق حول شروط القرض بين المؤسسة والبنك المانح له، وتتضمن اتفاقية القرض العناصر التالية:

- فترة استحقاق القرض
- سعر فائدة القرض: ويرتبط بسعر الفائدة السائد في السوق وحجم القرض وتاريخ استحقاقه والجدارة الائتمانية للمقترض.
- طريقة سداد القرض: ويكون إما دفعة واحدة في نهاية فترة الاستحقاق، أو في تواريخ محددة (يتم حساب قيمة القسط متضمناً أصل القرض والفوائد)

1. أشكال القروض المتوسطة الأجل: تنقسم القروض المتوسطة إلى شكلان:

1-1. قروض المدة: Term Loans هي قروض متوسطة تستخدم لتمويل المشاريع كإجراء العقارات وبناء المصانع أو توسيع نشاط الشركة وفتح وحدات إنتاجية جديدة أو إدخال تكنولوجيات جديدة، ويعطي الأجل المتوسط للمقترض الاطمئنان بتوفر التمويل وانخفاض مخاطر إعادة التمويل أو تجديد القروض. (مثلاً إذا استحق قرض قصير الأجل وكانت المؤسسة مستمرة في حاجتها للأموال فستواجه احتمال عدم موافقة البنك على تجديد القرض أو يكون التجديد بتكلفة أعلى وشروط غير مناسبة بسبب تغيرات في ظروف سوق النقد أو في مركزها المالي). يكون معدل الفائدة على قروض المدة أعلى منه على القروض القصيرة الأجل لتعويض المؤسسة التمويلية عن مخاطر ربط أموالها لفترة زمنية أطول. وتسدد عادة على أقساط دورية متساوية أو غير متساوية تدفع كل ربع أو نصف سنة أو سنوياً، ويكون الدفع وفق جدول تسديد متفق عليه يتناسب مع التدفقات النقدية للمؤسسة.

ويمنح المقترض عادة فترة سماح وهي الفترة ما بين منح القرض للمؤسسة وبدء استرجاع أول دفعة من القرض، وهي الفترة التي تحتاجها المؤسسة لبدء الإنتاج وبدء التدفق النقدي الداخل له. وتختلف فترة السماح من مؤسسة إلى أخرى، ففي المشاريع الكبيرة، تكون فترة السماح طويلة نسبياً لأن تنفيذ المشروع يحتاج إلى فترة من الزمن لشراء الأرض وتسويتها وبناء المشروع عليها، بدء التشغيل الفعلي والتسويق وغيرها من الأمور. وهنا تكون دراسة الجدوى الاقتصادية هي المرشد في تحديد فترة السماح المناسبة بدقة قبل التوقيع على اتفاقية القرض.

2-1. قروض المعدات والتجهيزات: Equipment Loans

وهي قروض أكثر تحديدا من قروض المدة (مرنة وتستخدم لأغراض متعددة) لأنها تستخدم فقط لشراء المعدات والتي توفر ضمانا ذاتيا من خلال المعدات نفسها. فإذا أرادت الشركة شراء آلات أو تجهيزات تستطيع الحصول على قرض متوسط الأجل بضمان هذه الآلات وتوجد عدة مصادر لهذه القروض كالبنوك التجارية والبنوك الإسلامية والوكلاء الذين يبيعون التجهيزات وشركات التأمين... وتمول الجهة المقرضة عادة ما بين 70 إلى 80% من قيمة المعدات التي يمكن تسويقها بسرعة كالمشاحنات والسيارات وتبقى 20 أو 30% كهامش امان.

ويوجد شكلان لهذا الأسلوب التمويلي:

- **عقود البيع المشروطة:** تستعمل عندما يقوم وكيل التجهيزات بعملية بيع بالتقسيط حيث يحتفظ بملكية الآلة إلى أن يقوم المشتري بتسديد الأقساط المطلوبة كافة. ويقدم الزبون دفعة أولية عند الشراء ويصدر أوراق وعد بالدفع بقيمة الأقساط المتبقية من قيمة الأصل. وعندما يتم التسديد بالكامل يقوم البائع بنقل ملكية الأصل إلى الزبون. أما إذا تخلف الزبون عن الدفع فإنه يمكن للبائع الاستيلاء على الآلات بهدف إعادة بيعها إلى زبون آخر.
- **القروض المضمونة:** يمكن استخدام التجهيزات كضمانة للحصول على القرض المصرفي، حيث يتم رهن هذه التجهيزات لصالح البنك الممول لمنع المقرض من إمكانية التصرف فيها. وبذلك يضمن البنك حقه في الاستيلاء على التجهيزات وبيعها في السوق إذا تخلف المقرض عن تسديد دفعات القرض.

2. **جدول تسديد القرض:** تتطلب القروض متوسطة الأجل أن يتم تسديد أصل القرض تدريجيا خلال الفترة الزمنية للقرض أي على شكل أقساط عوضا عن تسديده دفعة واحدة في تاريخ الاستحقاق. وتعرف هذه الأقساط بمدفوعات الإهلاك. ولإعداد جدول إهلاك القرض (ويستخدم في مقارنة هذا النوع من التمويل بأنواع أخرى متوسطة الجمل كالاتجار المالي) تتبع الخطوات التالية:

✓ حساب الدفعة السنوية:

الدفعة السنوية $a =$ قيمة القرض V_0 / معامل الفائدة المناسب

معامل الفائدة المناسب نحصل عليه من جدول القيمة الحالية للدفعات أو بالقانون التالي:

$$\frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

حيث i معدل الفائدة و n هي عدد الأقساط

مثال: اقترضت مؤسسة ما 100000 دج من بنك تجاري بمعدل فائدة سنوي 12% ولمدة 5 سنوات. تنض اتفاقية القرض على أن يتم السداد على 5 دفعات متساوية تشمل الفائدة وقسط سداد أصل القرض تدفع في نهاية كل سنة بدءاً من السنة الأولى.

المطلوب: إعداد جدول سداد (إهلاك) القرض

$$\text{الحل: دفعة سداد القرض} = 100000 / 3.6048 = 27741$$

حيث حصلنا على القيمة 3.6048 من جداول معامل القيمة الحالية للدفعات. وبالتالي يكون جدول تسديد القرض كالتالي:

نهاية السنة	دفعة السداد a	الفائدة على الرصيد المتبقي I	دفعة تقسيط أصل قيمة القرض (استهلاك)	الرصيد المتبقي من القرض
صفر	-	-	-	100000
1	27741	$12\% \times 100000$ 12000	12000-27741 15741	15741-100000 84259
2	27741	$12\% \times 84259$ 10111.08	17629.92	66629.08
3	27741	7995.48	19745.52	46883.56
4	27741	5626.03	22114.97	24768.59
5	27741	2972.23	24768.77	0
المجموع	138705	38705	100000	

مثال 02: اقترضت مؤسسة 5500000 دج يسدد القرض على أقساط سنوية لمدة 7 سنة وبمعدل فائدة سنوي 12%. المطلوب: إعداد جدول إهلاك القرض

3. تكلفة القروض متوسطة الأجل: تعطي القروض إعفاءاً ضريبياً للمؤسسة وتكلفة القرض بعد الضريبة هي التكلفة الفعلية التي تتحملها المؤسسة بعد الأخذ في الاعتبار التوفير الضريبي الناتج عن خصم الفوائد المدفوعة على هذا القرض من الوعاء الضريبي.

وتكلفة القرض بعد الضريبة = تكلفة القرض قبل الضريبة (1-معدل الضريبة)

وتحتسب تكلفة القرض قبل الضريبة في حالة السداد على شكل دفعات متساوية بالشكل التالي:

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

حيث: K_i هي تكلفة القرض

P_0 هي قيمة الدين

F هي إجمالي الفائدة المستحقة على القرض

n هي عدد الدفعات

t هي عدد الأقساط في السنة

مثال: حصلت شركة على قرض بقيمة 200000 دج بفائدة سنوية قدرها 6% ويجب عليها سداد القرض بدفعات شهرية على مدار 4 سنوات. معدل الضريبة 30%. أحسب تكلفة القرض بعد الضريبة

الحل

$$P_0=200000 \quad n=4 \times 12=48 \quad t=12 \quad F=200000 \times 0.06 \times 4=48000$$

$$K_i = \frac{2 \times t \times F}{P_0(n + 1)} = \frac{2 \times 12 \times 48000}{200000 \times 49} = 11.75\%$$

تكلفة القرض بعد الضريبة تساوي

$$\times 11.75 \times (1 - 0.30) = 11.75 \times 0.7 = 8.225\%$$

ثانياً- التمويل بالاستئجار: قرض الإيجار أو Le Crédit-bail وهي الترجمة الفرنسية لمصطلح Leasing مأخوذ من الفعل الانجليزي to lease بمعنى استأجر. وأطلق عليه عدة مسميات عند ترجمته كالاتمان الايجاري والإيجار المالي والتمويل بالاستئجار والتأجير التمويلي والاستئجار الرأسمالي... تتفق جميعها في العناصر الأساسية المكونة له، وتصب في جوهرها في كونه مصدرا تمويليا مبتكرا يوفر للمشروعات الاستثمارية أصولا رأسمالية إنتاجية بشكل عيني عن طريق التأجير ودون الحاجة إلى شرائها أو تملكها وتحمل تبعات تمويلها، خاصة أن امتلاك الأصل ليس هو الغاية التي تسعى إليها المؤسسة بل هو وسيلة تمكنها من الحصول على خدمات هذه الآلة أو ذاك البناء لتحقيق أهدافها التشغيلية.

1- صور وأنماط التمويل بالاستئجار:

يمكن للشركة اختيار النمط المناسب لاحتياجاتها التشغيلية وظروفها المالية بين نوعين أساسيين من الإيجار (تشغيلي وتمويلي) كلاهما يقوم على الفصل بين المنفعة والملكية، ويبقى المؤجر في كليهما مالكا للأصل بينما المستأجر ليس له إلا الانتفاع به طول مدة العقد وإن كان يتاح له خيار التملك في عقد التأجير التمويلي. وعموما يختلف العقدان من حيث طبيعتهما، وذلك وفقا ل:

- ✓ مدة استخدام الأصل مقارنة بعمره الاقتصادي.
- ✓ مسؤلية خدمة وصيانة الأصل خلال فترة استخدامه.
- ✓ مدى تغطية أقساط الإيجار لتكاليف شراء الأصل وتحقيق هامش ربح لشركة التأجير.
- ✓ إمكانية إلغاء العقد قبل انتهاء المدة المتفق عليها.

1-1. التأجير التشغيلي: أو ما يعرف بعقد استئجار الخدمة أو الاستئجار العملي، تتخصص فيه شركة ما في تأجير

الأصول التي تملكها لشركة أخرى قصد القيام بعمل محدد، ثم تسترد الشركة المؤجرة الأصول لتعيد تأجيرها لمستأجر آخر، وتعتبر آلات الكمبيوتر وماكينات النسخ والسيارات والشاحنات... أهم أنواع المعدات التي يتم استئجارها في ظل هذا النوع. ويتميز التأجير التشغيلي بالخصائص التالية:

- ✓ تتكفل الشركة المؤجرة بصيانة وخدمة المعدات المستأجرة.
- ✓ مجموع أقساط الإيجار لا يغطي تكلفة الأصل بالكامل، وفي نفس الوقت يكون عقد الإيجار قصير نسبيا بفترة نقل كثيرا عن العمر الإنتاجي للأصل، ويتوقع المؤجر هنا أن يحصل على فرق القيمة بإعادة تأجير الأصل بعد نهاية مدة هذا العقد أو بيعه.

✓ تعطي عقود استئجار الخدمة للمستأجر الحق في إلغاء العقد وإرجاع الأصل إلى المؤجر قبل نهاية مدة العقد الأساسية. وهي خاصية قد تلقى قبول لدى الكثير من المنشآت والأفراد، حيث يمكنهم إلغاء العقد وعدم الارتباط بأصل فقد صلاحيته، أو أصبح غير اقتصادي في تشغيله وخاصة في حالة حدوث تطور تكنولوجي يؤدي إلى ظهور معدات أكثر إنتاجا أو اقل استخداما للكهرباء والمواد الخام.

إلا أن هذا الشكل من الاستئجار يمثل مخاطرة شبه مرتفعة على شركة التأجير، حيث يتعين أن يكون لديها بديل يقوم باستئجار الأصل أو بشرائه، وذلك عندما يعيده المستأجر الأول إلى مالكه، وغالبا ما تقوم الشركة بإيجاد شبكة علاقات مختلفة لها مع المستخدمين المحتملين. ولذلك فالتأجير التشغيلي عادة ما تقوم به شركات إنتاج الأصل أو الآلة ذاتها، فيكون لديها إمكانيات هائلة على تصريف الإنتاج الخاص بها، وتحقيق هامش ربح مناسب، فضلا عن متابعة عمل الأصل أو الآلة ودفع نتائج المتابعة في الدراسات المخبرية التي تجربها لتجويد وتحسين أداء المنتجات وجعلها أفضل وأرقى وأحسن.

1-2. **الاستئجار المالي:** أو ما يسمى **بالتأجير التمويلي**، هو ائتمان إنتاجي متوسط وطويل الأجل (فمدة الإيجار طويلة ولا يجب أن تقل عن 75% من الحياة الاقتصادية للأصل) حيث يقوم المؤجر بتمويل تجهيز مؤسسة ما، فيلتزم بشراء المعدات التي تريدها من البائع الذي تحدده، ثم يقوم المؤجر بتسليم المعدات للمؤسسة على شكل إيجار. فهو عملية تجارية مالية ثلاثية الأطراف وثنائية العقود، حيث يقوم الطرف الأول (المؤجر) وبناء على مواصفات يحددها الطرف الثاني (المستأجر) تناسب احتياجاته ومصالحه، بالدخول في اتفاق أول (اتفاق توريد مع طرف ثالث - المورد-) وبناء على هذا الاتفاق يحصل المؤجر على مصانع أو بضائع رأسمالية أو معدات أخرى، ثم يقوم بالدخول في اتفاق ثاني (اتفاق الإجارة) مع المستأجر، يمنحه على أساسه الحق في استخدام المعدات مقابل دفع القيمة الإيجارية.

وهذا النوع من الاستئجار لا يتضمن خدمات الصيانة بالنسبة للمؤجر (إذا كان بنكا)، ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر، كما انه يستهلك مجمل قيمة شراء الأصل، أي أن مجموع دفعات الإيجار يجب أن تغطي بالكامل تكلفة الأصل للمؤجر (أو لا تقل عن 90% من قيمته) وتحقق له أيضا عائدا مناسباً على رأس المال المستثمر، وهو ائتمان شامل تصل نسبة التمويل فيه إلى 100% من قيمة الأصل أي أنه يغطي قيمة البرنامج الاستثماري بالكامل، حيث يضع المؤجر تحت تصرف المستفيد كافة الأجهزة التي يحتاجها، في حين أنه في الائتمان المصرفي التقليدي لا يغطي التمويل إلا في حدود 70% إلى 80% من قيمة البرنامج الاستثماري والباقي يمول بموارد ذاتية. ذاك أن القرض المصرفي يمنح في صورة نقدية مما يبرز احتمال المبالغة في تقدير التكلفة، كما أن المساهمة بالموارد الذاتية هو ضمان لجدوى البرنامج واستعداد المقترض للمشاركة في تحمل المخاطر في حالة فشله. ويعتبر الاحتفاظ بحق الملكية للمؤجر أهم ضمان له في معظم عقود الإيجار المالي عكس التمويل التقليدي الذي يشترط وجود ضمانات إضافية كالهونات العقارية أو الكفالات الشخصية.

إذا الميزة الأساسية لهذا الائتمان هي انه يسمح للمؤسسة بتدبير تجهيزاتها دون دفع أية مبالغ أو مقدمات مع إمكانية تملك المعدات بعد مدة معينة، حيث يعطي الاستئجار المالي للمستأجر في نهاية مدة العقد الخيار بين أحد البدائل التالية:

- إنهاء العقد بإرجاع الأصل إلى الشركة المؤجرة.
- الاستمرار في الإيجار عن طريق تجديد العقد وبشروط جديدة تتضمن أقساطا منخفضة عن تلك المدفوعة في العقد الأول، وذلك اعتبارا لتقدم الأصل.

- امتلاك الأصل بشرائه مقابل ثمن محدد ومتفق عليه في العقد. ويراعى في تحديده ما سبق سداده من قبل المستأجر من مبالغ خلال فترة التعاقد.

وتتمثل الهيئات التي يمكنها القيام بدور المؤجر في المؤسسات الإقراضية كالبنوك التجارية والتي قد تؤسس فروعاً لها متخصصة في ممارسة قرض الإيجار، وكذلك المؤسسات المصرفية المتخصصة من بنوك صناعية وزراعية وبنوك التنمية والاستثمار، والشركات المالية المتخصصة في تمويل الاستثمارات أو في قرض الإيجار، إضافة إلى شركات التأجير التابعة لمنتجات الأجهزة والآلات وفروع الشركات القابضة. وفي كل الحالات هي تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تكفي لتغطية نفقات شراء التجهيزات الإنتاجية الرأسمالية.

2- مزايا وإيجابيات التمويل بالاستئجار:

يلبي قرض الإيجار الاحتياجات المالية لكافة المؤسسات الاقتصادية مهما كان حجمها أو طبيعة نشاطها أو نوع احتياجها المالي، فالخصائص والمزايا التي يقدمها لكل طرف من أطراف العلاقة التمويلية وللإقتصاد عموماً، جعلت صناعة قرض الإيجار مزدهرة عالمياً، وحقت نجاحات كبيرة وعرفت انتشاراً واسعاً. ويقدم الإيجار المالي لكل طرف من أطراف العلاقة التعاقدية مجموعة من المزايا:

1-2. بالنسبة للمستأجر (المؤسسات الصغيرة والمتوسطة):

✓ يمكنه من حيافة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطه دون الحاجة إلى تجميد جزء كبير من أمواله قصد شرائها، مما يتيح له سيولة أكبر يستخدمها في استثمارات أخرى، كما يجنبه الاضطرار لشراء أصول منخفضة الثمن والتكنولوجيا، ويوسع مجال مفاضلته واختياره لأفضل الأصول وأعلاها إنتاجاً وأكثرها استمراراً، وأفضل شروط تعاقدية وأكثرها عدالة من خلال قدرة تفاوضية كاملة.

✓ مواجهة مشكل السيولة التي قد تواجه المراحل الأولى لإنشاء وتنفيذ المشروع دون الحاجة إلى الاقتراض طويل الأجل، وتجنب القيود والشروط التي تفرضها البنوك مقابل ذلك، فاستئجار الأصل لا يعطي للمؤجر الحق في وضع قيود على قرارات الإدارة بشأن الحصول على قروض مستقبلية أو القيام باستثمارات جديدة، وهو ما يتناسب مع أصحاب المؤسسات الصغيرة الذين يبحثون دائماً عن الاستقلالية في اتخاذ قراراتهم.

✓ يستفيد المستأجر من تمويل كامل 100% لمبلغ الاستثمار دون المساهمة بأمواله الخاصة، أي أنه لا يضطر إلى تجميد جزء من موارد مؤسسته الذاتية عند شراء الأصول بقرض مصرفي لا يغطي كامل قيمتها، وهي ميزة تشجع الشباب أصحاب المؤسسات الصغيرة الذين لا تتوفر لديهم إمكانيات مالية كبيرة على الحصول على المعدات والعقارات اللازمة لقيامهم بمختلف أنشطتهم الإنتاجية.

✓ يوفر قرض الإيجار على المستأجر تقديم ضمانات حقيقية إضافية للحصول على الأصل، حيث يكفي المؤجر بملكية الأصل كضمان، عكس القرض الكلاسيكي الذي يشترط ضمانات عينية وشخصية. وهو أيضاً ما يتوافق مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة خصوصاً في مراحل حياتها الأولى.

✓ تجنب المستأجر مخاطر التضخم وتذبذب أسعار الفائدة، إذا كانت مدة الإيجار طويلة وبشروط محددة وملزمة.

✓ يعتبر التأجير طويل الأجل أحيانا مصدرا من مصادر التمويل الخفي Off-Balance Sheet أي أنها لا تظهر كالتزامات جديدة في الميزانية العمومية للمؤسسة المستأجرة، وتساهم في تحسين صورة الميزانية المنشورة للعميل، وتحسين المؤشرات المالية والنسب التحليلية المستخرجة من أرقامها، حيث لا تظهر الأصول المؤجرة في جانب الأصول رغم وجودها في التشغيل، وبالتالي لن تسجل إهلاكاتها في جانب الخصوم، أي لا يظهر المقابل لقيمتها في جانب الخصوم (كالتزامات)، ويقتصر الأمر على تسجيل المدفوعات الإيجارية لهذه الأصول كمصروف في حساب الأرباح والخسائر مقابل ما يتحقق من إنتاجيتها، محققا بذلك ميزة ضريبية للمؤسسة. الأمر الذي يزيد من قدرة المؤسسة الصغيرة والمتوسطة على الاقتراض طويل الأجل باعتبار قرض الإيجار التزاما خارج الميزانية، "ويعتبر عدم إدراج الأصل المستأجر والالتزامات الناشئة عنه ضمن الميزانية أحد أهم العوامل التي شجعت العديد من المؤسسات على التوسع في استعماله، إلا أن الوضع لم يستمر طويلا حيث اشترطت فيما بعد المبادئ المحاسبية رسملة* عمليات قرض الإيجار المالي، أما التشغيلي فلا".

✓ الاستفادة من المزايا الضريبية لعملية التأجير، حيث أن قيمة دفعات الإيجار يتم استقطاعها من الوعاء الضريبي للمشروع باعتبارها تكاليف لازمة للحصول على الدخل الخاضع للضريبة، ويستفيد المستأجر بوجه خاص إذا كانت الشريحة الضريبية له أقل من الشريحة الضريبية للمؤجر.

✓ كما قد يكون قرض الإيجار سواء كان ماليا أو عمليا جذابا بسبب الخدمات الملحقه التي قد يوفرها المؤجر.

2-2. بالنسبة للمؤجر: يتمتع المؤجر أيضا بمجموعة من المزايا تجعله يفضل الإيجار المالي عن الائتمان المصرفي:

✓ توثيق العلاقة بين المؤسسات المالية والمؤسسات الصناعية، سواء المنتجة للمعدات أو المستخدمة لها أي تحقيق العلاقة مباشرة بين رأس المال المالي والصناعي، من خلال إيجاد توظيف للدخارات على أساس العائد الحقيقي من الاستثمار، وليس على أساس العائد الافتراضي (سعر الفائدة).

✓ تخفيض تكلفة الإفلاس، حيث يكون مركز المؤجر أفضل من مركز المقرض في حالة تعرض المستأجر لمخاطر الإفلاس، والذي يستطيع الحصول على الأصل المؤجر باعتباره مالكة أساسا، بينما المقرض يصعب عليه الحصول على الأصل الضامن للقرض إضافة إلى ما يصحب ذلك من تكاليف. فقرض الإيجار يحقق ضمانات أكيدة من خلال الاحتفاظ بحق الملكية حتى السداد، ورقابة مباشرة على رؤوس الأموال في مرحلة التشغيل، واستخدام أمثل ورشيد للائتمان بهدف ضمان التسديد.

✓ تنص معظم التشريعات على أن المؤجر لا يتحمل تبعات هلاك الأصل ولا المسؤولية المدنية الناشئة عن الأضرار الناجمة عنه.

*- المعالجة المحاسبية لعقد قرض الإيجار المالي تختلف باختلاف المعيار المستخدم في كل دولة، فمثلا المعيار الأمريكي والدولي اعتمدا على الملكية الاقتصادية للأصل التي تعود للمستأجر، والذي يحتفظ به في ميزانيته (توجد رسملة للأصل عند المستأجر) في حين نجد المعيار الفرنسي قد اعتمد على الملكية القانونية للأصل التي تعود للمؤجر والذي يحتفظ به في ميزانيته (لا توجد رسملة للأصل عند المستأجر)، غير أن ذلك في طريقه للزوال مع اتجاه أغلب الدول اليوم نحو تبني معايير المحاسبة الدولية. أين يتم تغليب الحقيقة المالية والاقتصادية على الشكل القانوني والاعتراف بعقود الإيجار المالي على أنها موجودات ومطلوبات في الميزانية العامة.

- ✓ الاستفادة من خصم قيمة استهلاك الأصول من الوعاء الضريبي الخاضع للضريبة، هذا وتستفيد مؤسسات قرض الإيجار غالبا من مزايا جبائية عديدة كالإعفاءات الضريبية وتخفيض الضرائب على الأرباح .. كما أن النمطية تخفض التكاليف الإدارية للاستئجار، فقيام شركات التأجير بإتمام عدد كبير من عمليات التأجير، يجعلها تعتمد على مجموعة من الإجراءات النمطية والمتكررة مما يقلل من التكاليف الإدارية التي تتحملها
- 2-3. **بالنسبة للمورد:** يضمن له قرض الإيجار تصريف المخزون من منتجاته مع فرصة الحصول على ثمنها معجلا بدلا من بيعها لمشتريين آخرين بالتقسيط، ويصبح مهدد بعدم استيفاء الأقساط أو استرداد الأصول إذا أفلس المشتري. كما أن بيع المورد لمنتجاته نقدا يكفل له فرصة تطوير قدراته الإنتاجية لتوافر السيولة، وبذلك تتحرك استثماراته ويصبح قادرا أكثر على المنافسة وتحديث منتجاته.
- 2-4. **بالنسبة للاقتصاد القومي:** يقدم قرض الإيجار المالي عدة مزايا للاقتصاد منها:
- ✓ دفع عجلة التنمية الاقتصادية، فقرض الإيجار يوفر تمويلا كاملا لتشغيل أصول رأسمالية تمثل إنتاجيتها إضافات للنتاج القومي مما يدفع ببرامج التنمية عن طريق منح صغار الصناع الذين لا تتوفر لديهم الأموال اللازمة، المعدات التي يحتاجونها عبر التأجير، الأمر الذي ينعكس على انتشار المؤسسات المصغرة والصغيرة والمتوسطة الإنتاجية وبالتالي إيجاد فرص عمل جديدة مما يحقق زيادة في الناتج القومي وفرص التصدير.
- ✓ الحد من آثار موجات التضخم على تكلفة عمليات التوسع في المشروعات القائمة أو إنشاء المشروعات الجديدة، فقرض الإيجار يقضي على فترات الانتظار التي تحتاج إليها المؤسسة لتكوين احتياطات أو طرح أسهم جديدة، أو تعديل هيكل رأس المال، مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التوسعات المزمع إجراؤها.
- ✓ التعجيل بإقامة صناعات متقدمة وأكثر إنتاجية، وتسهيل عمليات الإحلال والتجديد، مما يساعد على الملاحقة المستمرة للتطور التكنولوجي، ومن ثم رفع جودة الإنتاج مع خفض تكلفته، والإسهام في فتح أسواق جديدة محليا وخارجيا، وزيادة مستوى الاستثمارات وتوفير فرص العمل ومعالجة البطالة.
- ✓ زيادة درجة المنافسة بين مصادر التمويل المختلفة المتوسطة وطويلة الأجل، بما يجد من ارتفاع تكلفة الحصول على الأموال من هذه المصادر.
- ✓ يعد التأجير التمويلي من أنجح الطرق الاستثمارية من حيث محافظتها على الموارد الاقتصادية، ذاك أنها تدعو المستأجر إلى المحافظة على الأصول على اعتبار أنها سوف تؤول إليه بعد فترة زمنية محددة، ولذلك يتعهد لصيانتها وحمايتها طول فترة الاستئجار، الأمر الذي يوفر على الاقتصاد الوطني عبء استهلاك هذه الأصول والتي تكون في معظمها مستوردة بأعلى التكاليف.
- ✓ يمتد نشاط التأجير التمويلي إلى المشروعات والإنتاج الزراعي (خاصة في الدول التي تتميز بضعف أو عدم وجود صناعات إنتاجية فيها) بغرض تحديث الزراعة وميكنتها وزيادة الإنتاجية. وكذلك إلى تمويل قطاعات التشييد والبنية الأساسية كالطرق والمواصلات والطاقة والكهرباء... خاصة أنها تحتاج إلى معدات ثقيلة وذات تكلفة مرتفعة، مما يجعل من تقسيط القيمة الائتمانية تخفيضا لتكاليف الاستثمار في هذه القطاعات. وبذلك يساهم التأجير التمويلي

في تصريف وتسويق المعدات الضخمة ذات التكاليف العالية للمنتجين، ويضمن حصول المؤجرين على تدفق نقدي مستمر، ويقدم إعانة خدمية جيدة للمستأجرين. وهو بذلك يسهل مهام أطراف هامة في المجتمع لها وزنها في تمويل التنمية.

✓ تحسين ميزان المدفوعات للدولة في حالة الإيجار المالي من خارج الحدود (المؤجر أجنبي)، حيث يقلل حجم التدفقات النقدية إلى الخارج بالعملة الأجنبية، لأن التحويل يقتصر على الدفعات الإيجارية الدورية على مدى فترة استخدام الأصل الرأسمالي بدلا من دفع كامل ثمن الأصول الإنتاجية المستوردة.

3- سلبيات التمويل بالاستئجار:

على الرغم من تعدد المزايا التي يوفرها قرض الإيجار فله عدة سلبيات، فبالنسبة للمستأجر تكمن أهم سلبية في تكلفته المرتفعة مقارنة بالقرض المتوسط أو الطويل الأجل، ذلك أن أقساط قرض الإيجار المالي يجب أن تغطي كل من تكلفة المال المستثمر ومكافئة الخدمات المقدمة (سرعة التمويل، التمويل الكامل، مرونة الأقساط...)، والأخطار المحتملة. كما أنه إذا قرر المستأجر فسخ العقد قبل نهايته بسبب عدم توافق التجهيزات مع عملياته الإنتاجية، فإنه ملزم بمواصلة دفع الأقساط حتى ولو لم تستعمل هذه التجهيزات. هذا ويحرم الاستئجار المؤسسة من التمتع بالمزايا المترتبة على امتلاكها كحق التصرف بالأصل، عنصر الاستقرار فعدم سداد قسط الإيجار يحرمها من استخدامه، إضافة إلى ما تمنحه التشريعات الضريبية من مزايا ضريبية لحائزي هذه الأصول.

أما بالنسبة للمؤجر، فإن أهم سلبية يواجهها هي خطر التقادم عندما يكون خيار البيع منعدما، وخاصة في قرض الإيجار التشغيلي، حيث يكون المؤجر معرضا لإمكانية الحصول على الأجهزة مهملة وغير قابلة لإعادة التأجير. لكنه عادة ما يتجنب ذلك من خلال أعمال الصيانة التي يتولاها بنفسه، وغالبا ما يكون لديه بديل يستأجر الأصل أو يشتريه بسبب شبكة علاقاته المختلفة مع المستأجرين المحتملين. وفي حالة قرض الإيجار الدولي قد تتعرض المؤسسة المؤجرة لجملة من المخاطر أبرزها خطر الصرف مثلا عند دفع قيمة الحصول على أصل معين بعملة مختلفة عن العملة التي تسدد بها الأقساط الإيجارية الناتجة عن قرض الإيجار، وكذلك الخطر السياسي في حالة ما إذا كان أحد طرفي العقد من بلد غير مستقرة سياسيا. وبذلك يكون قرض الإيجار المالي بديلا للائتمان المصرفي المتوسط وطويل الأجل، ومكملا لعجز طرق التمويل الأخرى (التمويل بالملكية، والتمويل بإصدار السندات)، ويمكن المؤسسة من التغلب على مشكلة الوصول إلى الحد الأقصى للاقتراض من البنوك، ودون أن يؤثر ذلك على هيكلها التمويلي.

4- أنواع الاستئجار المالي: يتخذ الاستئجار المالي عدة أنواع تختلف باختلاف الزاوية التي يتم منها النظر إليه:

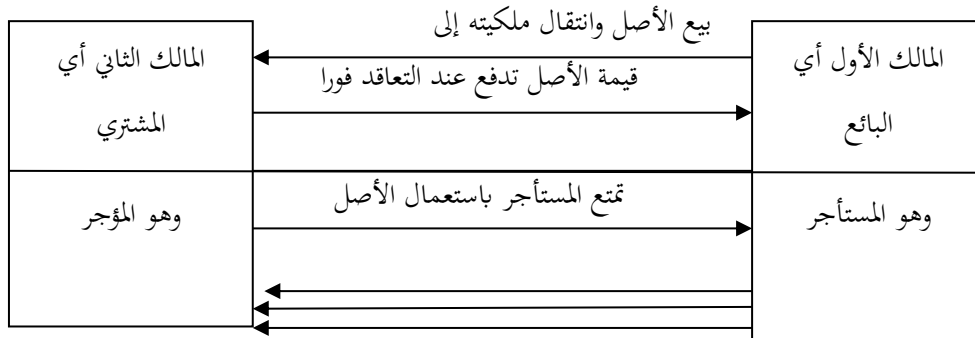
➤ حسب طبيعة موضوع التمويل: حيث نجد قرض الإيجار المالي للأصول المنقولة فيكون الأصل محل التعاقد سلع تجهيزية أو مجموعة من الآلات أو الأدوات أو وسائل النقل... وقرض الإيجار المالي للأصول غير المنقولة وفيه تقدم مؤسسة التأجير على سبيل الإيجار أصلا ثابتا معدا للاستعمال الوظيفي (بنايات) سواء كانت اشتريته أو أنشأ لصالحها، وتسمح له بأن يكون المالك بعد انتهاء مدة التأجير.

➤ **حسب جنسية أطراف العقد:** أين يكون قرض الإيجار المالي وطنيا أو محليا إذا قام المؤجر في بلد ما بتأجير المعدات إلى مستأجر في ذات البلد، رغم أنه قد تكون للتأجير سمة دولية إذا كان مورد الآلات من بلد آخر، بينما يكون دوليا أو عبر الحدود إذا كان كل من المؤجر والمستأجر في بلدين مختلفين، ويزيد هذا النوع تعقيدا إذا كان المورد من بلد ثالث، ومصدر التمويل من بلد رابع.

➤ **حسب الأطراف المتدخلة في إنجاز العملية:** يربط الإيجار المالي عادة بين ثلاثة أطراف هامة من شرائح المجتمع، وهم أصحاب المصانع (المنتجين)، وأصحاب الأموال (المؤجرين)، والقائمين بالأعمال (المستأجرين)، حيث يكون المؤجر وسيطا، يشتري الأصل ليعيد تأجيره. لكنه أحيانا يتخذ صورا أخرى تختلف باختلاف عدد الأطراف المتدخلة في العملية:

✓ **الاستئجار المباشر والبيع ثم الاستئجار:** وتتم العملية بتدخل طرفين، حيث يمكن أن يلعب المؤجر أو المستأجر دور المورد أو المالك الأصلي للأصل المراد استئجاره. ففي الاستئجار المباشر يقوم المستخدم للأصل باستئجاره مباشرة من منتجه أو صانعه (أي المورد)، فيكون هذا الأخير هو المؤجر أيضا ولا مكان للوسيط المالي. أما البيع ثم الاستئجار فهو اتفاق بين منشأة وطرف آخر قد يكون مؤسسة مالية أو شركة تأجير مستقلة، بمقتضاه تقوم المنشأة ببيع أصل تملكه إلى الطرف الآخر، على أن يقوم هذا الطرف بإعادة تأجير الأصل مرة أخرى للمنشأة. وهذه الطريقة تسمح لها بالحصول على موارد مالية (قيمة الأصل) جديدة قد تستخدمها في تمويل استثمارات أخرى، فيما تحتفظ بحق الانتفاع بالأصل خلال فترة التأجير. وفي المقابل تتخلى عن ملكية الأصل، وتدفع إيجار دوري للطرف الذي اشتراه وأعاد تأجيره لها، ويتوقع طبعاً أن تكون مخصصات الإيجار والقيمة المتبقية من الأصل كافية لتغطية تكلفته شرائه وتحقيق عائد مناسب.

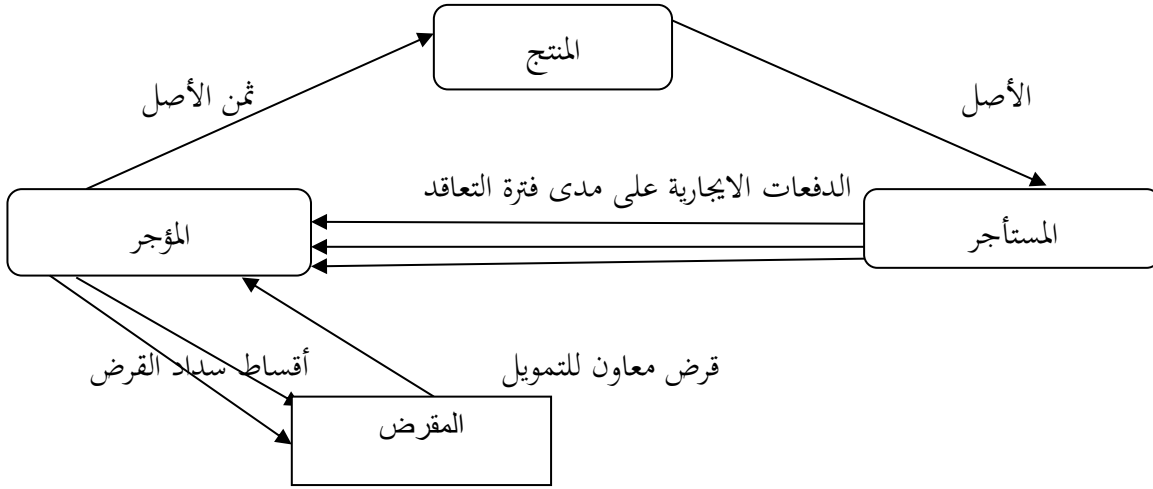
رسم توضيحي لآلية البيع ثم الاستئجار



دفعات دورية تدفع للمؤجر

✓ **الاستئجار الرفعي:** أو الاستئجار المقرون برافعة التمويل، ويتضمن هذا النوع تدخل أربعة أطراف في العملية وهي المورد والمستأجر والمؤجر والجهة المقرضة، وهنا يقوم المؤجر بشراء الأصل المطلوب ولكن يموله جزئيا من أمواله الخاصة، أما الباقي فيموله بقرض مضمون طويل الأجل من مؤسسة تمويلية بنكا تجاريا أو شركة تأمين أو... وعادة يستخدم المؤجر عقد الاستئجار كضمانة للقرض، أي رهن الأصل لصالح الجهة المقرضة وتسديد دفعات القرض من خلال دفعات الإيجار.

رسم توضيحي لآلية الاستئجار الرفعي



5. تكلفة التمويل بالاستئجار:

5-1. تحديد قيمة دفعة الإيجار (وجهة نظر المؤجر): يتم تحديد دفعة الإيجار بنفس الطريقة التي يتم بها تحديد دفعة

تسديد قرض المدة، أي باستعمال القيمة الحالية السنوية. وهذا القسط يتأثر بالعوامل التالية:

✓ ثمن شراء الأصل الذي سيتم تأجيله ومدة الإيجار والمصاريف التي يتحملها المؤجر خلالها، وقد تكون الأقساط فصلية أو متزايدة أو متناقصة أو سنوية.

✓ نسبة الضرائب التي يدفعها المؤجر وقسط الاهتلاك الواجب حسابه على الأصل.

✓ القيمة المتبقية للأصل في نهاية عمره

✓ معدل تكلفة الأموال المستخدمة في الحصول على الأصل، وهل مصدرها المساهمين أم من الجهاز المصرفي في شكل قروض أو قروض جماهيرية تم طرحها للاكتتاب العام في شكل سندات.

أي أن دفعة الإيجار المطلوبة تساوي التدفق النقدي قبل الضريبة الذي يجب أن يحصل عليه المؤجر، والذي إذا تم خصمه بالعائد المطلوب على الاستثمار يجعل القيمة الحالية للتدفقات الصافية من الإيجار تساوي تكلفة الاستثمار الرأسمالي في المعدات. ويؤخذ بعين الاعتبار التوفير الضريبي من اهتلاك المعدات والقيمة المتبقية لها إن وجدت والتي يستفيد منها المؤجر، وكذلك أعباء صيانتها التي يتحملها المؤجر إذا كان عليه أن يقدم خدمات الصيانة. وعليه تحسب دفعة الإيجار وفقا للعلاقة التالية:

$$F_0 + SV(1 - T)t = L(1 - T)t + Rn(1 + i)^{-n} + Ai(T)t$$

حيث:

F0 ثمن الأصل

SV تكاليف الصيانة الدورية إذا كانت على عاتق المؤجر ، بينما لا تدرج إذا كانت على عاتق المستأجر

T معدل الضريبة على الدخل

t معدل الفائدة المناسب (القيمة الحالية لدفعات متساوية جدول رقم 2)

L قيمة الدفعة (قسط الايجار الدوري)

Rn القيمة المتبقية للأصل

i معدل العائد على الاستثمار

$(1+i)^{-n}$ تمثل معامل القيمة الحالية المناسب لدفعة واحدة الجدول رقم 1

n عدد الأقساط / الحياة الاقتصادية المتوقعة للأصل

Ai قسط الاهتلاك السنوي الثابت: (تكلفة الأصل - القيمة المتبقية) / العمر الافتراضي

مثال: تقوم مؤسسة بإنتاج معدات بمبلغ 100000 دج، يقدر عمرها التشغيلي ب 5 سنوات وقيمتها المتبقية في نهاية

المدة 10000 دج. إذا قامت المؤسسة بتأجير المعدات المذكورة وتولد عن ذلك معدل عائد بعد الضريبة قدره 9%

- أحسب قيمة دفعة الايجار علما أن المؤسسة تستخدم طريقة الهلاك الثابت ومعدل الضريبة على الدخل هو 40%.

الحل: قسط الاهتلاك الثابت هو $18000 = (100000 - 10000) / 5$

معامل القيمة الحالية المناسب لدفعات متساوية هو 3.8897

معامل القيمة الحالية لدفعة واحدة هو $0.6499 = (1 + 0.09)^{-5}$

ومنه:

$$100000 + 0 = L(1 - 0.4)3.8897 + 10000 \times 0.6499 + 18000(0.40)3.8897$$

$$L(1 - 0.4)3.8897 = 65495$$

$$L = 28063.43$$

5-2. المفاضلة بين قرار الاستئجار وقرار الاقتراض والشراء: عند قيام المستأجر بالمفاضلة بين قرار الشراء وقرار

الاستئجار فإنه يهتم بالتدفقات النقدية الخارجة التي تتعلق بهما، ويستلزم قرار المفاضلة إيجاد القيمة الحالية

للمدفوعات النقدية الناتجة عن استخدام كل بديل ويكون البديل الأكثر تفضيلا الذي يتضمن قيمة حالية أقل.

✓ **في حالة الاستئجار:** تنحصر التدفقات الخارجة في أقساط الإيجار، وتكلفة الاستئجار هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات الإيجار المستقبلية محصومة بمعدل الخصم أو معدل الفائدة الحقيقي (بعد الضرائب). ودفعة الإيجار يجب أن تؤخذ بعد الضريبة للحصول على التكلفة الفعلية للإيجار، أي بعد استبعاد الوفر الضريبي الذي يخفض تكلفة الاستئجار، كما يجب الأخذ بعين الاعتبار أن دفعات الإيجار عادة تدفع مقدما (أي في بداية السنة) بينما الوفر الضريبي لا يستفاد منه إلا في آخر السنة (أي وجود فترة تأخير سنة ما بين دفعة الإيجار كتدفق نقدي خارج والتوفير الضريبي كتدفق نقدي داخل).

✓ **في حالة الاقتراض والشراء:** تكلفة الاقتراض والشراء هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات تسديد القرض وتكلفة الصيانة محصوما منها القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن طرح الفائدة على القرض والاهتلاك والصيانة كنفقات زائد القيمة الحالية للقيمة المتبقية للأصل، كلها محصومة بمعدل الفائدة الحقيقي.

وبعد حساب كل من القيمة الحالية لتكلفة الاستئجار ومقارنتها بالقيمة الحالية لتكلفة الاقتراض والشراء، تتخذ المؤسسة قرار التمويل ذو التكلفة الأقل.

ملاحظة: يؤخذ بعين الاعتبار عدة نقاط قد تؤثر على نتائج التحليل والمفاضلة بين البديلين مثل:

- توقيت تسديد أقساط الإيجار: والتي غالبا تسدد عند إبرام العقد مباشرة أي في بداية السنة وهو ما يترتب عليه اختلاف فترة تسديد القسط عن فترة احتساب الوفر الضريبي عليه والذي يحتسب في نهاية السنة المالية.
- طريقة تسديد أصل القرض والفوائد.

6- مثال توضيحي شامل 01:

تحتاج شركة ما إلى آلة في خط الإنتاج وتوفرت البيانات التالية: التكلفة الاستثمارية للآلة: 1000000 دج وعمر الآلة 3 سنوات.

- في حالة الشراء تحتاج الشركة إلى اقتراض المبلغ بمعدل فائدة سنوي 10% مع سداد قيمة القرض في نهاية الثلاث سنوات وتتبع الشركة طريقة الاهلاك الثابت وتبلغ قيمة الآلة كخردة 0.
- في حالة الاستئجار تبلغ القيمة الإيجارية السنوية 400000 دج تدفع نهاية كل سنة. معدل الضريبة 40% ومعدل الخصم للتدفقات النقدية (الحقيقي) 6%.
- أي البديلين أفضل للشركة الاستئجار أم الشراء؟

إدارة مصادر التمويل

الحل: نقوم بحساب القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الخارجة في الحالتين

❖ في حالة الاقتراض والشراء:

6×5=7	6	4-1=5	0.40×3=4	2+1=3	2	1		
القيمة الحالية للتدفق النقدي	معامل الفائدة المناسب %6	صافي التدفق النقدي	الوفر الضريبي %40	نفقات تخصم من الضريبة	الاهلاك	الفائدة %10	سداد القرض	السنة
-69182	0.9434	-73333	173333	433333	333333	100000		1
-65266	0.8900	-73333	173333	433333	333333	100000		2
778030	0.8396	73333	173333	433333	333333	100000	1000000	3
643982	القيمة الحالية للتدفق النقدي الخارج في حالة الاقتراض والشراء							

ملاحظات:

- الفائدة = قيمة القرض × معدل الفائدة = $100000 = 0.10 \times 1000000$
- الاهلاك = (قيمة الألة - القيمة المتبقية) / العمر الافتراضي للألة = $333333 = 3 / (1000000 - 0)$
- نفقات يمكن طرحها لأغراض الضريبة = الفائدة + الاهلاك + مصاريف الصيانة إن وجدت
- الوفر الضريبي = إجمالي النفقات × معدل الضريبة
- صافي التدفق النقدي الخارج = الدفعة المسددة + مصاريف الصيانة - الوفر الضريبي
- معامل الفائدة المناسب = من الجدول 01 معامل القيمة الحالية لكل سنة على حده
- القيمة الحالية للتدفق النقدي الخارج = صافي التدفق النقدي الخارج × معامل الفائدة المناسب
- ضرورة خفض القيمة المتبقية للألة إن وجدت من صافي التدفق النقدي الخارج للسنة الأخيرة (باعتبارها تدفق نقدي

(داخل)

❖ في حالة الاستئجار: (أقساط تدفع نهاية السنة)

4×3=5	4	2-1=3	0.4×1=2	1	
القيمة الحالية لصافي التدفق	معامل الفائدة المناسب %6	صافي التدفق الخارج	الوفر الضريبي %40	قسط الإيجار	السنوات
226320	0.9434	240000	160000	400000	1

إدارة مصادر التمويل

213600	0.8900	240000	160000	400000	2
201600	0.8396	240000	160000	400000	3
641520	القيمة الحالية للتدفق النقدي الخارج في حالة الاستئجار				

ملاحظة: قيم معامل الفائدة المناسب أخذت من جدول القيمة الحالية رقم 01 لكل سنة على حده. كما يمكن اختصار الأسطر للسنوات الثلاث في سطر واحد نظرا لتساوي الدفعات فيها وبالتالي نستخدم معامل الفائدة المناسب للدفعات من الجدول 02 بالشكل التالي:

السنوات	قسط الإيجار	الوفر الضريبي %40	صافي التدفق الخارج	معامل الفائدة المناسب %6	القيمة الحالية لصافي التدفق
3-1	400000	160000	240000	2.6730	641520

إذا الاستئجار هو البديل التمويلي الأفضل لأن القيمة الحالية للتدفق النقدي الخارج فيه **641520** دج أقل منه في حالة الاقتراض وشراء المعدات **643982** دج

❖ حالات أخرى:

❖ إذا كان القرض يسدد على دفعات متساوية (تشمل الفائدة وقسط من أصل القرض) وليس دفعة واحدة في

نهاية المدة: هنا ستتغير التدفقات النقدية الخارجة وصافي القيمة الحالية لها بالشكل التالي:

أولا: إنجاز جدول استهلاك القرض لإيجاد قيمة الفوائد في السنوات الثلاث

- حساب قيمة دفعة سداد القرض:

الدفعة السنوية $a =$ قيمة القرض V_0 / معامل الفائدة المناسب

$$a = \frac{1000000}{2.4869} = 402107$$

حيث حصلنا على القيمة 2.4869 من جداول معامل القيمة الحالية للدفعات

السنوات	الدفعة a	الفائدة على الرصيد المتبقي I	دفعة تقسيط أصل القرض (استهلاكه)	الرصيد المتبقي
0				1000000
1	402107	100000	302107	697893
2	402107	69789	332318	365575
3	402107	36557	365550	025

ثانيا- جدول القيمة الحالية للتدفق النقدي الخارج

7×6=8	7	5-1=6	0.4×4=5	3+2=4	3	2	1	
القيمة الحالية لصافي التدفق	معامل الفائدة المناسب	صافي التدفق الخارج	الوفر الضريبي	نفقات تخصم لغرض الضريبة	الاهتلاك	الفائدة	الدفعة	السنوات
215825	0.9434	228774	173333	433333	333333	100000	402107	1
214364	0.8900	240858	161249	403122	333333	69789	402107	2
213385	0.8396	254151	147956	369890	333333	36557	402107	3
643574	القيمة الحالية للتدفق النقدي الخارج في حالة الاقتراض والشراء							

بما أن **643574** (حالة الاقتراض والشراء) أكبر من **641520** (حالة الاستئجار) فإن خيار الاستئجار هو الخيار الأفضل

❖ إذا كانت دفعات الإيجار تسدد في بداية المدة

بداية نشير إلى أنه:

- إذا لم يذكر في التمرين بأن تسديد الدفعات يكون في بداية أو نهاية السنة فإننا نعتد ونختار بداية السنة أي نبدأ من السنة 0، وبما أن الضريبة تكون في نهاية السنة فإنها لا تذكر في السنة 0 بينما تظهر في باقي السنوات (من 1 إلى 3)
- معامل الفائدة المناسب للسنة 0 هو 1، بينما باقي السنوات فتؤخذ إما من جدول القيمة الحالية رقم 01 لكل سنة على حده أو من جدول القيمة الحالية للدفعات رقم 02 بالنسبة للسنوات التي تحمل نفس قيمة التدفق الخارج أي حتى السنة ما قبل الأخيرة، أما السنة الأخيرة فنستخدم معامل الفائدة المناسب من جدول القيمة الحالية رقم 01 كما سنوضحه في الجدول الموالي:

4×3=5	4 (%6)	2-1=3	0.40×1=2	1	
القيمة الحالية للتدفق النقدي	معامل الفائدة المناسب	صافي التدفق النقدي الخارج	الوفر الضريبي	دفعة الإيجار	السنوات
402107	1	402107	0	402107	صفر
442350	1.8334	241273	160834	402107	2-1
135036 -	0.8396	160834 -	160834 -	-	3
709421	القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي في حالة الاستئجار بدفعات بداية السنة				

بما أن **709421** (حالة الاستئجار بأقساط تدفع بداية السنة) أكبر من القيمة الحالية في حالة الاقتراض والشراء فإن الاقتراض والشراء هو الخيار الأفضل.

5. مثال توضيحي 02:

ترغب شركة المقاولات الهندسية بشراء آلة لاستخدامها في أعمال البناء بمبلغ 100000 دج، لها حياة اقتصادية متوقعة 5 سنوات ويمكن أن تباع في نهايتها ب 10000 دج. يتوفر لدى المؤسسة بديلان:

• استئجار الآلة بمبلغ 27335 دج سنويا من شركة تأجير معدات مع خيار الشراء والتي تقدم خدمات صيانة مع الآلة وتتبع الشركة سياسة الاهلاك الثابت.

• اقتراض ثمن الآلة من البنك بفائدة 12% لكن هنا الشركة تتحمل مصاريف الصيانة البالغة 500 دج وتدفع الشركة ضرائب على أرباحها 25%.

المطلوب: أي البديلين أفضل للشركة الاستئجار أم الاقتراض والشراء في كل حالة من الحالات التالية:

- القرض يسدد دفعة واحدة في نهاية المدة (الخمس سنوات) ودفعات الإيجار تسدد في نهاية السنة
 - القرض يسدد بخمس دفعات سنوية متساوية قيمة كل منها 27741 (مثال سابق) ودفعات الإيجار في نهاية السنة
 - القرض يسدد بخمس دفعات سنوية متساوية قيمة كل منها 27741 (مثال سابق) ودفعات الإيجار في بداية السنة
- الحل:**

❖ القرض يسدد دفعة واحدة في نهاية المدة (الخمس سنوات) ودفعات الإيجار تسدد في نهاية السنة

• القيمة الحالية لتكلفة الاقتراض وشراء الآلة:

7×6=8	7 (9%)	5-3+1=6	0.25×4=5	3+2+1=4	3	2	1		
القيمة الحالية لصافي التدفق	معامل الفائدة المناسب	صافي التدفق النقدي	الوفر الضريبي	نفقات طرح للضريبة	الصيانة	الاهتلاك	الفائدة 12%	سداد القرض	السنة
4472	0.9174	4875	7625	30500	500	18000	12000		1
4103	0.8417	4875	7625	30500	500	18000	12000		2
3764	0.7722	4875	7625	30500	500	18000	12000		3
3453	0.7084	4875	7625	30500	500	18000	12000		4
61659	0.6499	104875) =(10000-	7625	30500	500	18000	12000	100000	5

إدارة مصادر التمويل

		94875							
77451 دج	القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي الخارج								

قيمة الاهتلاك = $100000 - 5/10000 = 18000$ دج

معدل الفائدة الحقيقي (بعد الضرائب) الذي يخصم به التدفق هو $9\% = (1 - 0.25) \times 12$

يمكن إدراج صفوف السنوات الأربع الأولى معا وضررها في معامل القيمة الحالية للدفعات المتساوية كالتالي:

السنة	سداد القرض	الفائدة %12	الاهتلاك	الصيانة	نفقات تطرح للضرية	الوفر الضريبي	صافي التدفق النقدي	معامل الفائدة المناسب	القيمة الحالية لصافي التدفق
4-1		12000	18000	500	30500	7625	4875	3.2397	15793
5	100000	12000	18000	500	30500	7625	94875	0.6499	61659
77451 دج	القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي الخارج								

● القيمة الحالية لتكلفة الاستئجار:

السنوات	قسط الإيجار	الوفر الضريبي %25	صافي التدفق النقدي	معامل الفائدة المناسب 9%	القيمة الحالية لصافي التدفق
4-1	27335	6834	20501	3.2397	66417
5	27335	6834	-20501 =(10000 10501	0.6499	6825
73243 دج	القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي الخارج				

يمكن تفصيل السنوات الأربع الأولى وضررها في معامل الفائدة المناسب لكل سنة على حدى

بما أن 73243 دج أقل من الاقتراض 77541 دج فإن الخيار الأفضل هو الاستئجار

❖ القرض يسدد بخمس دفعات سنوية متساوية قيمة كل منها 27741 (مثال سابق) ودفعات الإيجار في نهاية

السنة:

● القيمة الحالية لتكلفة الاقتراض والشراء

7×8=9	8 (1.09 ⁿ)	6-4+1=7	0.25×5=6	4+3+2=5	4	3	2	1	
القيمة الحالية لصافي التدفق	معامل الفائدة المناسب	صافي التدفق النقدي	الوفر الضريبي	نفقات تطرح للضريبة	الصيانة	الاهتلاك	الفائدة %12	الدفعة	السنة
18913	0.9174	20616	7625	30500	500	18000	12000	27741	1
17750	0.8417	21088	7153	28611	500	18000	10111	27741	2
16693	0.7722	21617	6624	26495	500	18000	7995	27741	3
15734	0.7084	22210	6031	24126	500	18000	5626	27741	4
8399	0.6499	22923) =(10000- 12923	5318	21272	500	18000	2772	27741	5
77489 دج	القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي الخارج								

إذا مازال الاستئجار هو الخيار الأفضل بالنسبة للشركة لأن 77489 دج (خيار الاقتراض) أكبر من 73243 دج (خيار الاستئجار)

❖ القرض يسدد بخمس دفعات سنوية متساوية قيمة كل منها 27741 (مثال سابق) ودفعات الإيجار في بداية

السنة:

4×3=5	4 (9%)	2-1=3	0.25×1=2	1	
القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي	معامل الفائدة المناسب	صافي التدفق النقدي الخارج	الوفر الضريبي	الدفعة	السنوات
27335	1	27335	-	27335	صفر
66417	3.2397	20501	6834	27335	4-1
(10940-)	0.6499	=(10000-6834-) (16834-)	(6834 -)	-	5

القيمة الحالية لصافي التدفق النقدي الخارج	82812 دج
---	----------

يمكن تفصيل السنوات الأربع الأولى وضربها في معامل الفائدة المناسب لكل سنة على حدى في هذه الحالة يكون الاقتراض وشراء الآلة هو الخيار الأفضل للشركة لأنه أقل تكلفة 82812 دج أقل من 77489 دج

ثالثا. أسئلة وتمارين:

- 7- حدد أوجه الاختلاف بين كل من الاستئجار المالي والاستئجار التشغيلي
- 8- ماهي العوامل التي يأخذها المؤجر في الاعتبار في تحديد دفعة الايجار التي يتقاضاها؟
- 9- كيف يتم تحديد جدوى التأجير التمويلي واتخاذ القرار بالاستئجار أو الشراء؟

تمرين 01:

حصلت مؤسسة على قرض بقيمة 12,000,000 دج، لمدة أربع سنوات بمعدل فائدة 6% على أن تسدد المؤسسة القرض وفوائده على شكل أقساط متساوية تسدد عند نهاية كل سنة

المطلوب: حساب قيمة القسط السنوي ثم وضح كيفية تسديد هذا القرض (إعداد جدول تسديد القرض)

تمرين 02:

بهدف تمويل عملية شراء خط إنتاج جديد، قامت الشركة الحديثة للصناعات النسيجية باقتراض 100000 دج من أحد البنوك، ونص الاتفاق على أن تقوم الشركة بسداد القرض بدفعات سنوية متساوية ولمدة 7 سنوات على أن يكون سعر الفائدة على هذا القرض هو 7%

المطلوب: تحديد مقدار الدفعة السنوية الواجب على المنشأة دفعها للبنك موضحا كيفية سداد قيمة القرض والفائدة حتى نهاية السبع سنوات .

تمرين 03:

حصلت شركة على قرض بقيمة 500000 دج بفائدة سنوية قدرها 8% وجيب عليها سداد قيمة القرض في شكل دفعات شهرية على فترة 3 سنوات. معدل الضريبة: 25% المطلوب: حساب تكلفة القرض الفعلية (بعد الضريبة)

تمرين 04:

إذا كان ثمن إحدى الآلات 200000 دج وعمرها الاقتصادي 10 سنوات ويتوقع أن تباع الآلة في نهايتها بـ 15000 دينار. فإذا كان معدل العائد على الاستثمار هو 12% ومعدل الضريبة على أرباح المؤجر 30%، أحسب الإيجار الدوري لهذه الآلة من وجهة نظر المؤجر إذا كان يتبع سياسة الاهلاك الثابت

تمرين 05:

قامت مؤسسة بدر بتوقيع عقدي إيجار، الأول عبارة عن عقد إيجار مبنى حديث الإنشاء قيمته 3 ملايين دج لاستخدامه كمقر رسمي لها بقيمة 120000 دج يتم دفعها مقدما عند توقيع العقد ويتم تجديد هذا العقد بشكل سنوي. أما الثاني فهو عبارة عن عقد استئجار سيارة لمدة 5 سنوات تدفع نهاية كل سنة مع حق الشراء في نهاية المدة، وتبلغ قيمة السيارة نقدا 3500000 دج في حين يبلغ قسط الإيجار السنوي 900000 دج بمعدل فائدة 4%.

المطلوب: حدد نوع العقد في الحالتين.

تمرين 06:

تختار شركة بين اقتراض 100000 دج لشراء جهاز كومبيوتر لمدة سنتين وبفائدة 10% (قسط الاهتلاك يحسب بطريقة القسط الثابت والقرض يسدد آخر المدة)، وبين استئجاره بقسط إيجار سنوي قدره 55000 دج لمدة سنتين المطلوب:- بيان جدوى الاستئجار التمويلي إذا علمت أن معدل الضريبة الذي يخضع له دخل الشركة 40%

تمرين 07:

لدى شركة خطة للحصول على آلة متطورة بكلفة 12 مليون دج، بعمر انتاجي 12 سنة وتخطط الشركة لاستعمال الآلات في الإنتاج لمدة 5 سنوات، تتوقف بعدها عن إنتاج السلعة لاحتمال تغير الذوق وانخفاض الطلب عليها وباستطاعة الشركة اقتراض قيمة الآلة بفائدة 10% ويتوقع أن تكون قيمة الآلات 100000 دج بعد 10 سنوات و3000000 دج بعد 5 سنوات من تاريخ الاستعمال، على أن تسدد القرض على دفعات سنوية متساوية. ولدى الشركة عرض تأجير الآلات لمدة 5 سنوات بأجرة سنوية مقدارها 3 مليون دج تدفع في بداية كل سنة وتحمل الشركة تكاليف الصيانة السنوية 60000 دينار مع خيار شراء المعدات. المطلوب: بين أي من البديلين أفضل للشركة إذا علمت أن معدل الضريبة 40%

تموين 08: تحتاج شركة إلى استعمال أصل قيمته 1 مليون دج لمدة 6 سنوات وعلى الشركة الاختيار بين الاستئجار أو الشراء والمطلوب إجراء المقاضلة بين الخيارين.

أولا- في حالة الاستئجار: تدفع الشركة قسط إيجار سنوي قيمته 600 الف دج في نهاية كل سنة

ثانيا- في حالة الشراء: تحتاج الشركة إلى اقتراض قيمة الأصل من البنك بفائدة نسبتها 10% على أن ترد القرض في نهاية المدة مع اقتراض استهلاك الأصل بالكامل (أي قيمة متبقية = 0)

تمرين 09:

وجدت شركة مؤخرا أنها بحاجة لشاحنة جديدة. يمكن للشركة شراء الشاحنة بمبلغ 40,000 دولار وتمويل عملية الشراء عن طريق قرض مصرفي بسعر فائدة 10% يستحق على أربع دفعات سنوية، وإذا اختارت الشركة هذا الأسلوب فسيكون عليها تحمل مصاريف صيانة الشاحنة التي تبلغ 1,000 دولار سنويا وذلك نهاية كل سنة. في المقابل يمكن للشركة استئجار الشاحنة لمدة أربع سنوات بموجب عقد إيجار يفرض عليها أداء دفعات إيجارية بواقع 10,000 دولار سنويا في نهاية كل سنة من السنوات الأربع التي يغطيها العقد، وتكون مصاريف الصيانة في هذه الحالة على كاهل المؤجر، كما يبلغ معدل الضريبة على أرباح الشركة 30%

المطلوب: احسب القيمة الحالية لتكاليف الاستئجار ثم احسب القيمة الحالية لتكاليف التملك. ثم بين هل على الشركة شراء الشاحنة أم استئجارها

تمرين 10:

ترغب شركة الشمري في استئجار آلة بدلا من اقتراض قيمتها من البنك لشرائها. يطلب المؤجر قسط إيجار 200000 دج سنويا يدفع مقدما لمدة 3 سنوات وثمان شراء الآلة هو 480000 دج. وقد عرض البنك منحه قرضا بسعر فائدة 15% لمدة 3 سنوات هي عمر الآلة وتخضع الشركة لضرائب قدرها 20%.

المطلوب:

حدد الإجابة الصحيحة مما يلي:

- 1- سعر الخصم المناسب لخصم التدفقات النقدية (معدل الفائدة الفعلي أي بعد الضريبة) من أجل هذه المعاملة هو:

أ- 15%	ب- 20%	ج- 12%	د- 10%
--------	--------	--------	--------
- 2- قيمة الاهلاك السنوي هو

أ- 160000 دج	ب- 140000 دج	ج- 180000 دج	د- 120000 دج
--------------	--------------	--------------	--------------
- 3- تكلفة استئجار الآلة هي:

أ- 442 ألف دج	ب- 432 ألف دج	ج- 413 ألف دج	د- 403 ألف دج
---------------	---------------	---------------	---------------
- 4- تكلفة الاقتراض وشراء الآلة:

أ- 442 ألف دج	ب- 432 ألف دج	ج- 413 ألف دج	د- 403 ألف دج
---------------	---------------	---------------	---------------

تمرين 11:

لتحقيق هدف التوسع تحتاج مؤسسة ما إلى معدات بقيمة 10500000 دج. وكان أمامها بديلان للتمويل:

البديل الأول:

شراء المعدات من المورد عن طريق اقتراض تكلفتها من البنك بمعدل فائدة 5% سنويا على أن يسدد أصل القرض وفوائده على دفعات متساوية على مدار 5 سنوات والتي تمثل مدة القرض. يترتب على استخدام المعدات ضرورة القيام بأعمال الصيانة الدورية التي قدرت في نهاية السنة الأولى ب 70000 دج تتزايد بعدها كل سنة بمعدل 10% لمدة 5 سنوات. وفي نهاية العقد قدرت القيمة المتبقية لها ب 1300000 دج

البديل الثاني:

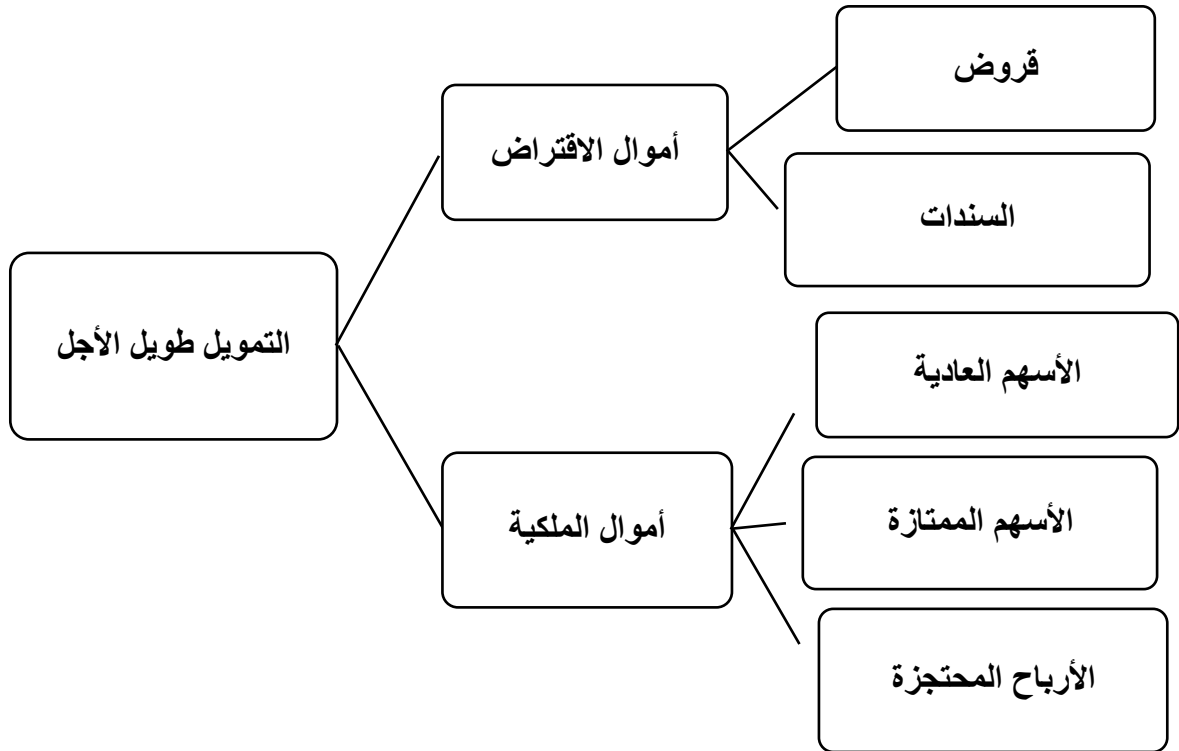
استئجار المعدات بموجب عقد استئجار مالي مع بنك آخر يتولى شراؤها من الشركة المنتجة، وذلك مقابل قسط ايجار سنوي قدره 2700000 دج يسدد الأول منه عند إبرام العقد على أن تتحمل المؤسسة المستأجرة مصاريف الصيانة وفق القيم المذكورة في البديل الأول. مع العلم أن معدل الضريبة على الأرباح هو 20% والمؤسسة معفاة منها خلال السنة الأولى والثانية، أما معدل الخصم بعد الضريبة هو 4%

التمويل طويل الأجل

أهداف الدرس:

- 10- التعرف على طبيعة التمويل طويل الأجل وأهم مصادره.
 - 11- التعرف على مزايا وتكلفة كل نوع من أنواع التمويل طويل الأجل
- ففي نهاية المحور يكون الطالب قادرا على الإجابة عن الأسئلة التالية:
- ما الفرق بين أموال الملكية وأموال الاقتراض؟ وبين الأسهم والسندات؟
 - ما المقصود بالأسهم الممتازة؟
 - كيف تحسب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل طويلة الأجل؟

مخطط الدرس:



تنقسم مصادر التمويل طويلة الأجل في المؤسسة إلى نوعين: داخلية متمثلة بأموال الملكية من إصدارات للأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة، وخارجية متمثلة ب الأموال المقترضة.

أولاً- أموال الاقتراض: وتمثل المصدر الثاني للتمويل بالنسبة للمؤسسات الجديدة، كما أنها تمثل القاعدة التي يمكن الاستناد إليها حينما تكون الشركات القائمة بحاجة إلى زيادة رأس المال أو الأرباح المدورة، فتوفر الأموال المقترضة مثل أموال الملكية عدة وظائف أهمها:

- تمويل الاستثمار الدائم في الأصول المتداولة
 - تشكل جزءاً هاماً من تمويل الاستثمار طويل الاجل
 - تمثل وسيلة لتعظيم ثروة الملاك إن كانت الظروف الاقتصادية مواتية
 - تعد مصدراً محتملاً للوفاء بالديون قصيرة وطويلة الأجل.
- أما أهم مصادر حصول المؤسسة على الأموال المقترضة فتتمثل في:

❖ القروض طويلة الأجل

❖ السندات

1- القروض طويلة الأجل: وهي الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك والمؤسسات المالية، وينطبق عليها ما سبق ذكره في القروض المتوسطة الأجل، ويختلفان فقط في المدة الزمنية حيث تتجاوز القروض هنا السبع سنوات، وتعتبر من أهم مصادر تمويل الأصول الثابتة في المؤسسة. والقروض هي مصدر من أهم مصادر تمويل الأصول الثابتة في المؤسسة وذلك لسهولة الحصول عليها بمبالغ كبيرة وإمكانية ترتيب أقساط الوفاء بها بالشكل الذي يتناسب والتدفقات النقدية المتوقع دخولها على المؤسسة من تلك الأصول. والصورة المثلى للحصول على التمويل الخارجي طويل الأجل هي القروض الآجلة والتي هي عبارة عن اتفاق مكتوب بين المقرض والمقرض يقدم بموجبه المقرض مبلغاً من المال للمقرض، مقابل التزام المقرض بدفع الفوائد عليها وإعادة المبلغ المقرض بموجب دفعات متفق عليها وفي مواعيد محددة، وقد يكون التسديد بموجب عدة دفعات متساوية أو بموجب دفعة واحدة تستحق في نهاية فترة القرض أو بموجب فترة سماح ودفعات صغيرة في السنوات الأولى والوسطى ودفعات كبيرة في السنوات الأخيرة، وفي كل الأحوال ينبغي أن يتزامن التسديد مع التدفقات النقدية الداخلة من الأصل. وتتفاوت وجهات نظر المقرضين عموماً بخصوص الشروط التي تتضمنها اتفاقيات القروض المبرمة مع المقرضين، وتعتبر الشروط الموجودة في اتفاقية أي قرض عن المركز التفاوضي للطرف الأقوى وحسب الظروف الاقتصادية السائدة وحاجة المقرض ورغبة المقرض، وعادة تتضمن اتفاقيات القروض الموقعة بين المقرض والمقرض شروطاً عديدة من أهمها تحديد:

✓ سعر الفائدة والعمولة المستحقة على القرض

✓ طريقة ومواعيد تسديد القرض

✓ الحد الأعلى من السيولة ورأس المال العامل والمديونية الواجب الاحتفاظ بها

✓ السقف المسموح به لتوزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي وزيادة حجم الاقتراض

✓ المدى الذي يسمح للمقترض أن يقترض مبالغ جديدة

1-1. **دوافع الاقتراض طويل الأجل:** إن الدافع الرئيسي للقيام بالاقتراض سواء المتوسط أو الطويل الاجل هو

تأمين المؤسسة من التمويل اللازم للاستثمار، وتلجأ المؤسسات للاقتراض نتيجة للأسباب التالية:

● عدم إمكانية زيادة رأس المال أو الأرباح المحتجزة أو الاحتياطات

● ضعف الطلب على السندات في بورصة الأوراق المالية

● عدم تأثير المقرضين النسبي على قرارات المقترضين

● عدم قدرة حقوق المساهمين على تمويل الاستثمارات طويلة الأجل

● يوفر للمؤسسة مرونة في الاقتراض قصير ال

● قد يشكل مصدرا محتملا للوفاء بالقروض قصيرة الأجل

● انخفاض تكلفته بالمقارنة مع تكلفة الفرصة البديلة للأموال المملوكة.

لا سيما وان تكلفة الاقتراض يسمح بتخفيضها من صافي الربح الخاضع للضريبة، المر الذي من شأنه أن يحقق

وفرا ضريبيا يعادل في قيمته نسبة الضريبة المفروضة على المؤسسة، إضافة إلى ان تكلفة الأسهم تعد تكلفة دائمة

ومستمرة بينما تكلفة القرض تنتهي بانتهاء تسديد القرض.

1-2. **العوامل التي تحدد التمويل بالاقتراض:** لا تستطيع أي مؤسسة الاقتراض بشكل مطلق وبدون حدود، نتيجة

لوجود مجموعة من الأسباب أهمها:

● النصوص القانونية والنظامية

● بنود الاتفاقيات المبرمة

● الضمانات غير الكافية

● محدودية قدرة المؤسسة على خدمة الدين

1-3. **تكلفة القروض طويلة الأجل:**

تعرف تكلفة القروض بأنها معدل العائد المتوقع من قبل الدائنين. أما تكلفتها فتحسب بعد الضريبة بالقانون التالي

في حالة السداد على شكل دفعات متساوية

$$K_d = K_i(1 - T) \quad K_i = \frac{2 \times t \times F}{P(n + 1)}$$

2- السندات: السند هو صك أو وثيقة مديونية تصدره المؤسسات أو الحكومات من أجل الاقتراض، فهو اتفاق بين طرفين بمقتضاه يتعهد الطرف الأول (مصدر السند/البائع) بدفع قيمة القرض كاملة للطرف الثاني حامل السند (المشتري /المقرض) في تاريخ محدد مع فوائد دورية (سنوية أو نصف سنوية) متفق عليها في تواريخ محددة أيضا. وعادة ما تحدد شروط الفائدة والتسديد بنشرة الإصدار* والتي يتم تحضيرها قبل طرح السندات.

يتجسد الاختلاف بين التمويل بالقروض والتمويل بالأسناد بطريقة الحصول على كل منهما، حيث أن القروض يتم الحصول عليها من خلال التفاوض المباشر بين المؤسسة والمقرض، أما الأسناد فيتم الحصول عليها من خلال قيام المؤسسة بطرح سندات على الجمهور في بورصة الأوراق المالية. وتتميز الأولى عن الثانية بسرعة الحصول عليها ومرونة أطرافها وانخفاض تكلفتها، في حين يتطلب إصدار السندات الكثير من الجهد والوقت وإجراءات البورصة من توثيق وتسجيل.

1-2. العوامل التي تحدد إصدار السندات من وجهة نظر المقترضين: هناك عدة عوامل تدعو الشركة لإصدار السندات أهمها:

- الاستفادة من مزايا الرفع المالي: والذي يشترط بطبيعته أن تكون تكلفة السندات أقل من قيمة العائد المتوقع على استثمار الأموال المقترضة.
- التكلفة المحدودة: حيث أن تكلفة السندات محدودة ولا تشارك مطلقا في الأرباح التشغيلية في حالة تحقيق المزيد منها مستقبلا.
- تحقيق الوفر الضريبي: حيث تعتبر الفائدة المدفوعة على السندات من النفقات التي يتم تحميلها لحساب الأرباح والخسائر للوصول إلى الربح الخاضع للضريبة. في حين لا تعتبر توزيعات الأرباح على الأسهم من النفقات التي تطرح من الدخل الخاضع للضريبة. وذلك لكونها تدفع من الأرباح بعد طرح الضريبة.
- تعطي الفرصة لاستخدام أموال الآخرين وتعظيم حقوق المالكين دون اشراكهم في الهيئة العامة أو مجلس الإدارة
- زيادة موارد التمويل المتاحة من غير المشاركة في مخاطر التمويل بحقوق الملكية
- إتاحة المزيد من المرونة لإدارة الشركة، وذلك من خلال اشتراط حقها في استدعاء السندات للوفاء وفي الوقت الذي تراه مناسبا.

2-2. العوامل التي تحدد إصدار السندات من وجهة نظر المقترضين: هناك عدة عوامل تحد من قدرة الشركة على إصدار السندات أهمها:

* نشرة الإصدار هي اتفاقية رسمية بين الشركة المصدرة وحملة السندات وتعد الوثيقة القانونية الأساسية التي يمكن الرجوع إليها في عملية الإصدار حيث تتضمن بيانات ضرورية كتاريخ الإصدار والقيمة الاسمية للإصدار وفئات الإصدار ومعدل الفائدة ومواعيد دفعها و ضمانات الإصدار وغيرها

- إن السند يمثل تكلفة ثابتة على المقترضين، الأمر الذي يؤدي إلى احتمال ظهور بعض حالات العجز عن الوفاء بهذه الالتزامات الثابتة لذلك يفضل استعمال مثل هذا النوع من التمويل فقط في الحالات التي تتصف فيها إيرادات الشركة بالثبات النسبي.
- إن تزايد الاقتراض من شأنه ان يزيد من مخاطر المقترض المالية، الأمر الذي يرفع من تكلفة الاقتراض بدرجة تزيد عن الدخل المتوقع تحقيقه من الاستثمارات التي يتم تمويلها بهذا النوع من الاقتراض
- هناك حدود لا يمكن تجاوزها لما يمكن ان تقوم الشركة باقتراضه، والتي تمثلها بأحلى صورة العلاقة التي تربط بين مجموع الديون قصيرة الأجل والديون طويلة الأجل ومجموع حقوق المالكين ومدى قدرة التدفقات النقدية الداخلة على خدمة السندات
- توجد أحيانا بعض القيود القانونية على إصدار السندات كأن يربط قيام الشركة بإصدار السندات بمدى التزامها بتنفيذ بعض الشروط كأن يكون المساهمون قد استكملوا دفع كامل رأس المال المصرح به، وألا يتجاوز القرض رأسمال الشركة المصرح به والمدفوع.....
- وجود بعض الالتزامات التعاقدية التي من شأنها أن تحد من القدرة على الاقتراض وبمختلف الاشكال المتاحة ومن أي جهة كانت..

2-3. أنواع السندات: للسندات عدة أنواع:

- من حيث الجهة المصدرة: توجد سندات حكومية تصدرها الدولة لتمويل النفقات العمومية، وسندات القطاع الخاص تصدرها المؤسسات الاقتصادية الخاصة لتمويل احتياجاتها التمويلية.
- من حيث الضمان: تكون السندات مضمونة برهن أصول مقابل القرض، أو غير مضمونة أي دون تقديم أي ضمان لصالح حامل السند.
- من حيث قابلية التحويل: تكون السندات قابلة للتحويل إذا نص عقد إصدارها على إمكانية تحويلها لأسهم عادية بتاريخ وسعر محددين مسبقا، ولصاحب السند الحرية في ممارسة حقه في التحويل من مقرض إلى مالك. بينما تكون غير قابلة للتحويل إذا لم ينص عقدها على ذلك.
- من حيث القابلية للاستدعاء: فالسندات القابلة للاستدعاء هي التي يمكن تسديد قيمتها قبل موعد استحقاقها، وعادة ما يتم الاستدعاء عندما تنخفض أسعار الفائدة بصورة كبيرة عن تاريخ الإصدار فليس من مصلحة المؤسسة الاستمرار في دفع فوائد مرتفعة فتقوم بتسديدها واستبدالها بسندات ذات سعر فائدة منخفض. ولأن الأمر في غير صالح المقرض تلتزم المؤسسة بدع قيمة تفوق القيمة الاسمية كتعويض للاستدعاء.
- من حيث سعر الفائدة: حيث توجد سندات ذات سعر فائدة ثابت وهي التي تحمل سعر فائدة (يحسب كنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسند) محدد سلفا ويبقى ثابتا دون تغيير لحين موعد الاستحقاق وبغض النظر عن

التغيرات في أسعار الفائدة في السوق، ويدفع الكوبون بشكل سنوي أو نصف سنوي حسب ما تقرره الجهة المصدرة. كما توجد سندات ذات سعر فائدة عائم (عائد متغير) يتحرك صعودا وهبوطا مع أسعار الفائدة في السوق. ويتحدد سعر الفائدة العائم بربطه بسعر أساسي مثل سعر إعادة الخصم أو الفائدة على أذون الخزينة، ظهر هذا النوع على إثر فترة التضخم التي سادت في عقد السبعينات من القرن العشرين.

2-4. خصائص السندات: تتميز السند بأنه:

- ✓ وثيقة دين طويلة الأجل وحامله هو مقرض أو دائن للمؤسسة التي أصدرته.
- ✓ يتحصل حامله على معدل فائدة ثابت بشكل دوري
- ✓ للسند تاريخ استحقاق يسدد فيه أصل القرض والفوائد المرتبطة به.
- ✓ حامل السند لا يتدخل في إدارة المؤسسة المقترضة.
- ✓ لحامل السند الأولوية في الحصول على مستحقاته من فوائد دورية وحتى في حالة التصفية.

2-5. قيمة السند: للسند عدة قيم:

❖ **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المسجلة على السند، حيث تصدر السندات بقيمة اسمية وتاريخ استحقاق محدد يتم

فيه رد هذه القيمة الاسمية

❖ **القيمة السوقية (سعر الإصدار):** هي قيمة السند في السوق وقد تكون:

- ✓ بنفس القيمة الاسمية:
- ✓ بأعلى من القيمة الاسمية: أي بعلاوة إصدار يحقق لحامله خسارة رأسمالية
- ✓ بأقل من القيمة الاسمية: مع خصم إصدار ويحقق لحامله ربحا رأسماليا

وذلك يعتمد أساسا على العلاقة العكسية بين سعر الكوبون (سعر الفائدة الاسمي) ومعدل العائد المطلوب من

المستثمرين الآخرين (سعر الفائدة في السوق). فإذا كان سعر الكوبون 6% سنويا ثم أصبح سعر الفائدة السوقي (مثلا

سعر الفائدة على الودائع المصرفية) 8% فبديها سيقوم حاملي السندات ذات الفائدة الأقل (6%) من أجل استثمار

أموالهم بعائد أعلى (8%) فيزيد عرض السندات وتنخفض قيمتها السوقية، أي

إذا كان سعر الكوبون أقل من معدل العائد المطلوب في السوق فإن القيمة السوقية للسندات ستكون أقل من قيمتها

الاسمية. ويسمى السند هنا **بسند الخصم**

أما إذا كان سعر الفائدة السوقي هو 8% بينما معدل الكوبون المسجل بالسند هو 10% فإن المستثمرين سيرغبون

بشراء هذه السندات ذات الفائدة أو العائد الأعلى 10% فيزيد الطلب عليها وترتفع قيمتها السوقية. أي:

إذا كان سعر الكوبون أعلى من معدل العائد المطلوب في السوق فإن القيمة السوقية للسندات ستكون أعلى من قيمتها الاسمية، ويسمى السند في هذه الحالة **سند علاوة**.

أما إذا كان معدل العائد المطلوب يساوي معدل الفائدة على السند (سعر الكوبون) فإن سعر السند يكون مساويا لقيمته الاسمية ويسمى في هذه الحالة **بسند القيمة الاسمية Par Bond**.

❖ العلاقة بين سعر السند ومعدل الفائدة السوقية:

سواء كان سعر السند أقل أم أكبر من قيمته الاسمية الان، فإن المستثمر يحصل على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق. ولكن سعر السند خلال فترة الاستحقاق يتذبذب صعودا وهبوطا بشكل مستمر بسبب تغير معدل الفائدة السوقي ومعدل العائد المطلوب. وبما أن معدل العائد المطلوب يعتمد على معدل الفائدة السوقي، فإن هذا الأخير يصبح العامل المهم في تحديد حركة أسعار السندات. وتحاول العديد من النظريات تفسير حركة سعر الفائدة والتنبؤ بها نظرا للأهمية القصوى لهذا العامل في تحديد أسعار السندات. والعلاقة الأساسية التي تربط بين سعر السند ومعدل الفائدة السوقية هي:

توجد دائما علاقة عكسية بين سعر الفائدة في السوق والقيمة السوقية للسندات

أي أن ارتفاع معدل الفائدة يترتب عليه انخفاض سعر السند. ويمكن تفسير هذه العلاقة بأن ارتفاع معدل الفائدة يترتب عليه ارتفاع معدل العائد المطلوب على السندات، وحتى يرتفع هذا العائد إلى الحد المطلوب فإن سعر السند يجب أن ينخفض. ويحدث العكس إذا انخفض معدل الفائدة. ويمكن أيضا تفسير ذلك بطريقة أخرى، فإذا ارتفع معدل الفائدة السوقية فإن الطلب على السندات يقل بسبب تحول المستثمرين عن السندات إلى استثمارات أخرى، ولذلك فإن سعر السند ينخفض.

ويطلق على العلاقة العكسية بين سعر الفائدة وسعر السند **مخاطر سعر الفائدة** وهي تقاس بدرجة التذبذب في سعر السند بسبب التغير في سعر الفائدة. ويحسب التذبذب في سعر السند باستخدام المعادلة التالية:

$$\Delta PB\% = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100$$

حيث أن:

ΔPB هي نسبة التغير في سعر السند

P_t سعر السند في نهاية الفترة

P_{t-1} سعر السند في بداية الفترة

3- تقييم أموال الاقتراض (السندات):

نعني بتقييم السندات حساب القيمة الحالية لها. والقيمة الحالية للسند تتكون من القيمة الحالية لدفعات الفائدة المستقبلية التي يحصل عليها حامل السند زائد القيمة الحالية للقيمة الاسمية التي يحصل عليها المستثمر في تاريخ الاستحقاق. وحساب القيمة الحالية للسند إذا كانت الفوائد تدفع عليه سنويا تتبع الخطوات التالية:

- ✓ حساب الفائدة السنوية على السند بضرب سعر الفائدة على السند في القيمة الاسمية.
- ✓ تحديد معدل العائد المطلوب أو معدل الخصم الذي يتناسب مع مستوى المخاطرة في السندات، وهذا المعدل يساوي العائد الخالي من المخاطرة زائد علاوة تتناسب مع مستوى المخاطرة
- ✓ حساب القيمة الحالية لدفعات الفائدة والقيمة الاسمية باستخدام الفائدة ومعدل العائد المطلوب وذلك باستخدام المعادلة التالية:

$$VB = \frac{I_1}{(1+r)} + \frac{I_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{I_n}{(1+r)^n} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

حيث أن القيمة الحالية للسند: VB ، دفعات الفائدة السنوية I ، معدل العائد المطلوب r ، فترة استحقاق السند n ، القيمة الاسمية للسند P .

وبما أن دفعات الفائدة السنوية في المعادلة السابقة متساوية أي $I_1=I_2=I_3=\dots=I_n$ ، فإنه يمكن إعادة كتابة المعادلة على الشكل التالي:

$$VB = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+r)^n}$$

ويمكن كذلك حساب هذه القيمة الحالية باستخدام جداول القيمة الحالية وهي طريقة أسهل خاصة إذا كانت فترة الاستحقاق طويلة نسبيا. وباستخدام الجداول تصبح المعادلة:

$$VB = (I \times PVFA_{i,n}) + (P \times PVIF_{i,n})$$

حيث $PVFA$ هي معامل القيمة الحالية للدفعات و $PVIF$ هي معامل القيمة الحالية لدفعة.

مثال:

أحسب القيمة الحالية لسند قيمته الاسمية 1000 دينار وفترة استحقاقه 4 سنوات إذا كان معدل العائد المطلوب 12% ومعدل الفائدة على السند 8%.

الحل:

الفائدة على السند

$$1000 \times 0.08 = 80$$

إذا قيمة السند

$$\begin{aligned} VB &= \frac{80}{(1 + 0.12)} + \frac{80}{(1 + 0.12)^2} + \frac{80}{(1 + 0.12)^3} + \frac{80}{(1 + 0.12)^4} + \frac{1000}{(1 + 0.12)^4} \\ &= 71.43 + 63.78 + 56.94 + 50.96 + 635.52 = 878.6 \end{aligned}$$

كما يمكن حل المثال باستخدام جداول القيمة الحالية كالتالي:

$$\begin{aligned} VB &= (80 + PVFA_{12\%,4}) + (1000 + PVIF_{12\%,4}) \\ &= (80 \times 3.037) + (1000 \times 0.636) = 242.96 + 636 = 878.6 \end{aligned}$$

تعتبر القيمة الحالية للسند عن قيمته الحقيقية أي المبلغ الذي يجب على المستثمر دفعه للحصول على السند. وتستخدم هذه القيمة كمؤشر على الاتجاه المتوقع لحركة سعر السند في المستقبل وذلك بمقارنة هذه القيمة بالقيمة السوقية الفعلية للسند فإذا كانت القيمة الحالية أكبر من القيمة السوقية فإن ذلك يعني أن السند يباع بأقل من قيمته الحقيقية ويشير إلى احتمال ارتفاع سعر السند مستقبلاً، وبالتالي يفضل شراء هذا السند. أما إذا كانت القيمة الحالية أقل من القيمة السوقية الفعلية فإن ذلك يعني أن السند يباع بأكثر من قيمته الحقيقية ويشير إلى احتمال انخفاض سعر السند مستقبلاً وبالتالي يفضل بيعه في هذه الحالة.

حساب القيمة الحالية للسندات بدفعات نصف سنوية: إذا كانت الشركة المصدرة للسندات تدفع الفوائد بشكل نصف سنوي، فالفائدة السنوية على السند في مثالنا السابق وهي 120 دينار قد تدفع على دفعتين قيمة كل منهما 60 ديناراً تدفع في منتصف العام وفي نهايته. ويترتب على ذلك وجوب تعديل المعادلة التي استخدمناها لحساب القيمة الحالية، ويتطلب التعديل الأول على المعادلة ان تقسم الفائدة السنوية على السند ومعدل العائد المطلوب على اثنين. أما التعديل

الآخر فهو أن تضرب فترة استحقاق السند في اثنين (2)، أي ان n تصبح $2n$ ، ونحن بذلك نحسب عدد دفعات الفائدة بدلا من فترة الاستحقاق. ففي مثالنا السابق كانت $n=4$ ولذلك فإن عدد الدفعات سيساوي 8. ومع أخذ هذه التعديلات بعين الاعتبار يمكن تعديل المعادلة السابقة لحساب قيمة السند في حالة الدفعات نصف السنوية لتصبح كالتالي:

$$VB = \sum_{t=1}^{2n} \frac{I/2}{(1+r)^t} + \frac{P}{(1+\frac{r}{2})^{2n}}$$

كذلك يمكن تعديل المعادلة الخاصة بمداول القيمة الحالية لتصبح كالتالي:

$$VB = ((I/2) \times PVFA_{i/2,2n}) + (P \times PVIF_{i/2,2n})$$

مثال: إذا كانت الفائدة على السند السابق تدفع بشكل نصف سنوي فما هي قيمة السند في هذه الحالة؟

$$\begin{aligned} VB &= ((80/2) \times PVFA_{6\%,8}) + (1000 \times PVIF_{6\%,8}) \\ &= (40 \times 6.21) + (1000 \times 0.627) \\ &= 248.4 + 627 = 875.4 \end{aligned}$$

ملاحظة:

إذا انخفض معدل الفائدة المطلوب للسند السابق (قيمه الاسمية 1000 دينار وفترة استحقاقه 4 سنوات) من 12% إلى 10% فإن سعر السند يصبح:

$$\begin{aligned} VB &= (80 \times PVFA_{10\%,4}) + (1000 \times PVIF_{10\%,4}) \\ &= (80 \times 3.17) + (1000 \times 0.683) \\ &= 253.6 + 683 = 936.6 \end{aligned}$$

أي أن سعر السند يرتفع من 878.6 إلى 936.6 دينار بسبب انخفاض معدل الفائدة. وبتطبيق المعادلة المذكورة سابقا (لحساب التذبذب في سعر السند) نجد أن نسبة التغير في سعر السند تحسب كالتالي:

$$\begin{aligned} \Delta PB\% &= \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100 \\ &= \frac{936.6 - 878.6}{878.6} \times 100 \end{aligned}$$

$$= 6.6\%$$

وهذا يعني أن انخفاض سعر الفائدة بنسبة 2% أدى إلى ارتفاع سعر السند بنسبة 6.6% ولذلك فإن درجة التذبذب تقيس مدى حساسية سعر السند للتغير في معدل الفائدة.

3-1. العائد على السندات: إذا كان سعر السند يرتبط بعلاقة عكسية مع سعر الفائدة فكيف يتغير معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر مع تغير سعر السند؟

يمكن تقسيم العائد على السند إلى نوعين رئيسيين:

أ- العائد الإجمالي على السند

ب- عائد فترة الاستحقاق

أ- العائد الإجمالي على السند: والذي يتكون بدوره من جزئين هما:

✓ معدل العائد الحالي

✓ عائد الأرباح الرأسمالية

ويحسب معدل العائد الحالي بقسمة الفائدة السنوية من السند على القيمة السوقية للسند (القيمة الحالية)، أما عائد الأرباح الرأسمالية فهو عبارة عن معدل العائد الناتج عن وجود علاوة أو خصم على السند ويحسب كالتالي:

$$\text{عائد الأرباح الرأسمالية} = \frac{\text{سعر السند في نهاية الفترة} - \text{سعر السند في بداية الفترة}}{\text{سعر السند في بداية الفترة}}$$

سعر السند في بداية الفترة

مثال 1:

وجدنا قيمة السند في المثال السابق (ذو الكوبون 8%) 936.6 دينار، لذلك فإن

$$\text{معدل العائد الحالي} = 936.6 / 80 = 8.54\%$$

$$\text{أما عائد الأرباح الرأسمالية} = (936.6 - 1000) / 1000 = -6.34\%$$

لذلك فإن العائد الإجمالي على السند = معدل العائد الحالي + عائد الأرباح الرأسمالية = $6.34 - 8.54 = -2.2\%$.

وهذا يعني أن المستثمر إذا اشترى السند بسعر 1000 دينار ثم باعه بعد سنة بسعر 936.6 دينار نتيجة ارتفاع سعر الفائدة، وحصل على فائدة السند لهذه السنة وهي 80 دينار، فإن إجمالي العائد الذي حصل عليه المستثمر من السند لهذه الفترة هو 2.2%.

مثال 2:

إذا افترضنا أن المستثمر الذي اشترى السند بسعر 936.6 دينار باعه بعد سنة بسعر 980 دينار لذلك فإن:

$$\text{معدل العائد الحالي} = 980/80 = 8.2\%$$

$$\text{عائد الأرباح الرأسمالية} = 936.6 / (980 - 936.6) = 4.6\%$$

$$\text{معدل العائد الإجمالي} = 4.6 + 8.2 = 12.8\%$$

ب- عائد فترة الاستحقاق: ويعرف بأنه متوسط العائد الذي يحصل عليه المستثمر إذا اشترى السند في تاريخ معين واحتفظ به حتى نهاية فترة استحقاقه.

فإذا افترضنا أن مستثمرا اشترى سند بسعر 1300 دينار وأن القيمة الاسمية لهذا السند 1000 دينار وكوبون السند 15%،

وأن الفترة المتبقية حتى تاريخ استحقاق السند هي 10 سنوات، فما هو معدل العائد الذي يحصل عليه المستثمر؟

يسمى هذا العائد بعائد فترة الاستحقاق ويحسب باستخدام المعادلة التقريبية التالية:

$$YTM = \frac{I + \left(\frac{P - M}{N}\right)}{\left(\frac{2P + M}{3}\right)}$$

حيث أن:

I الفائدة على السند

P القيمة الاسمية للسند

M القيمة السوقية للسند

N فترة الاستحقاق

وبتطبيق هذه المعادلة على السند المذكور نجد أن

$$YTM = \frac{150 + \left(\frac{1000 - 1300}{10}\right)}{\left(\frac{2(1000) + 1300}{3}\right)} = \frac{150 - 30}{1100} = 10.9\%$$

يعبر عائد فترة الاستحقاق عن العائد المتوقع على السند، فإذا كان سعر السند مساو لقيمته الاسمية فإن هذا العائد يتكون

من كوبون السند فقط. أما إذا كان السند يباع بعلاوة أو بخخص فإن عائد فترة الاستحقاق يساوي العائد من الفائدة على

السند زائد أرباح رأسمالية موجبة (في حالة العلاوة) أو سالبة (في حالة الخصم). ويتغير عائد فترة الاستحقاق حسب التغير

في سعر الفائدة السوقية المتغيرة باستمرار حتى فترة استحقاق السند.

4- تكلفة التمويل بالسندات K_d :

قد تكون السندات محددة بفترة زمنية أو قروض مستمرة ليس لها تاريخ استحقاق

4-1- تكلفة القروض المستمرة: القروض المستمرة هي الديون التي تبقى بذمة المؤسسة بشكل دائم ولا تسدد خلال الحياة الإنتاجية للمؤسسة، وهو نوع لا يستعمل كثيرا في البلدان النامية. ومن العناصر التي تدخل في حساب كلفة هذا النوع من القروض:

- سعر الفائدة الذي يحدد على شكل نسبة مئوية من قيمة القرض.
- فوائد هذه القروض تعفى من الضرائب باعتبارها عنصرا من تكاليف الإنتاج.
- ثمن بيع السند سواء كان بالسعر الإسمي أو مخصوصا أو مضافا إليه نفقات الإصدار (نفقات البيع والترويج والعمولات)

وتحسب بالقانون التالي: - التكلفة قبل الضريبة:

$$k_d = \left(\frac{r}{sp}\right) \times 100$$

- التكلفة بعد الضريبة

$$k_i = k_d(1 - T)$$

حيث: T هي الفوائد المدفوعة سنويا

sp هو ثمن بيع السند و T هو معدل الضريبة

مثال: باعت مؤسسة سندات بقيمة 200000 دينار وبسعر فائدة 10%. أوجد تكلفة القرض بافتراض انه تم إصدار السندات بموجب الأسعار التالية: بالسعر الإسمي، بسعر خصم 10%، علما انه لا توجد نفقات إصدار ومعدل الضريبة هو 50%.

الحل: - الإصدار بالسعر الاسمي:

$$k_d = \left(\frac{r}{sp}\right) (1 - T) = \frac{20000}{200000} \times (1 - 0.5) = 5\%$$

- الإصدار بخصم:

$$k_d = \left(\frac{r}{sp}\right) (1 - T) = \frac{20000}{180000} \times (1 - 0.5) = 5.5\%$$

4-2- السندات التي لها تاريخ استحقاق: وتحسب أيضا بالتكلفة الفعلية أي مع أخذ الضرائب بعين الاعتبار أي:

$$Kd = Ki(1 - T)$$

حيث K_i هي تكلفة السندات وتحسب حسب الحالات التالية:

- إذا كانت قيمتها السوقية = قيمتها الاسمية

$$K_i = \frac{I}{P}$$

حيث I مقدار الفائدة السنوية المستحقة

P القيمة الاسمية للسند الواحد

- في حالة إصدارها بخخص:

$$K_i = \frac{I + \frac{D}{n}}{\frac{P + M}{2}}$$

حيث I هي الفائدة السنوية

D قيمة الخصم (القيمة الاسمية - القيمة السوقية)

n عدد سنوات الاستحقاق (المدة)

P القيمة الاسمية

M القيمة السوقية

- في حالة إصدارها بعلاوة:

$$K_i = \frac{I - \frac{R}{n}}{\frac{P + M}{2}}$$

حيث R قيمة العلاوة (القيمة السوقية - القيمة الاسمية)

مثال: قامت شركة الصناعات المتحدة بإصدار سندات بقيمة اسمية 1000 دج للسند وبعدل فائدة اسمي 8% وفترة

استحقاقه 10 سنوات. معدل الضريبة 40%. أحسب تكلفة الدين في الحالات التالية:

- السند يباع بقيمته الاسمية
- السند يباع بخصم 5%
- السند يباع بعلاوة 6%
- السند يباع بقيمته الاسمية مع دفع 2% تكلفة إصدار

الحل:

1- يباع بقيمته الاسمية:

$$I = 1000 \times 0.08 = 80 \text{ دينار}$$

$$Ki = \frac{I}{P} = \frac{80}{1000} = 0.08 = 8\%$$

$$Kd = Ki(1 - T) = 0.08(1 - 0.4) = 4.8\% \text{ ومنه}$$

$$I=80 \quad D = 1000 \times 0.05 = 50 \text{ يباع بخصم: } -2$$

$$M = P - D = 1000 - 50 = 950$$

$$Ki = \frac{I + \frac{D}{n}}{\frac{P+M}{2}} = \frac{80 + \frac{50}{10}}{\frac{1000+950}{2}} = 8.72\% \quad Kd = 8.72(1 - 0.4) = 5.23\% \text{ إذا:}$$

$$R = 1000 \times 0.06 = 60 \quad M = 1000 + 60 = 1060 \text{ يباع بعلاوة: } -3$$

$$Ki = \frac{I - \frac{R}{n}}{\frac{P+M}{2}} = \frac{80 - \frac{60}{10}}{\frac{1000+1060}{2}} = 7.18\% \quad Kd = 7.18(1 - 0.4) = 4.31\% \text{ إذا:}$$

4- دفع 2% تكلفة إصدار:

$$980 = (0.02 \times 1000) - 1000 = \text{تكلفة الإصدار} = \text{القيمة الاسمية} = \text{سعر بيع السند الحقيقي}$$

$$Ki = \frac{80}{980} = 8.16\% \quad Kd = 8.16(1 - 0.4) = 4.89\% \text{ ومنه}$$

ثانيا- أموال الملكية:

تمثل أموال الملكية المصدر الأول للتمويل بالنسبة للشركات الجديدة، كما أنها تمثل القاعدة التي يمكن الاستناد إليها حينما تكون الشركات القائمة بحاجة إلى الاقتراض، حيث توفر أموال المالكين للشركة العديد من الوظائف والتي من أهمها:

- تمويل الاستثمار الدائم في الصول المتداولة.
- تشكل جزءا هاما من تمويل الاستثمار طويل الأجل
- تمثل وقاية للدائنين في حالة التعرض للفشل المالي
- يعد مصدرا محتملا للوفاء بالديون قصيرة وطويلة الأجل

أما أهم مصادر حصول المؤسسة على أموال الملكية فتتمثل في:

- إصدار الأسهم العادية أو تقديم رأس المال
- إصدار الأسهم الممتازة
- الأرباح المحتجزة أو المدورة

1- الأسهم العادية: السهم هو جزء من رأسمال شركة المساهمة، حيث يقسم رأسمال الشركة عند تأسيسها إلى أجزاء متساوية يمثل كل منها سهم. وتمثل الأسهم العادية من وجهة نظر المؤسسة القائمة أو الجديدة وسيلة التمويل الرئيسية، لذا فقد كان الاعتماد على هذا النوع من التمويل شبه رئيسي، وذلك لكون هذا النوع من الأسهم لا يحمل المؤسسة أية أعباء أو تكلفة مالية ثابتة للغير كما هو الحال بالنسبة لمصادر التمويل الأخرى، وبناء عليه فان الشركة سوف تكون غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت أو محدد لحملة الأسهم العادية مقابل استخدامها لأموالهم، لكن إذا حققت الشركة أرباحا صافيا واتخذ مجلس الإدارة قرارا بتوزيعها جميعها أو بعضها منها، فعندئذ سوف يحصل حملة الأسهم على حصة من هذه الأرباح. وتتغير حصتهم السنوية فيها بتغير حجم الأرباح وتوزيعاتها. وإذا كان هناك خسائر أو قرارا بالتوزيع من الأرباح المدورة فإن حملة الأسهم العادية حينها لن يحصلوا على اية عوائد من الشركة. ويتمتع حملة الأسهم العادية بصفته مالكيين للشركة بمزايا وحقوق عديدة وتكون القوانين الحاكمة لها قوانين دولة المقر ومن ثم عقد التأسيس والنظام الداخلي. ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له ويعطيه حقوقا تتمثل في:

- ✓ حق حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها.
- ✓ حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة في حال تحقيقها وتوزيعها.
- ✓ حق الحصول على حصة من صافي الشركة عند التصفية.
- ✓ حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأسمالها.

✓ حق نقل ملكية السهم لشخص آخر وبيعه في السوق المالية

✓ حق انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة

1-1. **قيمة السهم العادي:** الأسهم العادية أوراق مالية طويلة الأجل لها عدة قيم:

❖ **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس والنظام الداخلي وتظهر بوضوح على قسيمة السهم

أي تكون مكتوبة على الصك، وقد تختلف قيمة السهم في البورصة عن قيمته الاسمية المنصوص عليها في عد التأسيس، وذلك لأن الأولى تعبر عن أداء الشركة المالي في الحاضر والمستقبل والثانية تعكس حقيقة ما تم التوصل له في الماضي. وتحسب توزيعات الأرباح على السهم من هذه القيمة، وتستخدم في حساب رأسمال الشركة

رأس مال الشركة = عدد الأسهم العادية × القيمة الاسمية للسهم

❖ **القيمة الدفترية:** وهي القيمة التاريخية التراكمية المقيدة التي تعكسها السجلات والدفاتر المحاسبية للشركة، ويتم

الاسترشاد بها عند اتخاذ قرار شراء الأسهم، وتتمثل في حاصل قسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الأسهم المصدرة، أو صافي الموجودات المتداولة والثابتة مطروحا منها الخصوم قصيرة وطويلة الأجل على عدد الأسهم المصدرة. وتحدد كما يلي:

القيمة الدفترية = صافي حقوق المساهمين العاديين / عدد الأسهم العادية المصدرة

أو

(صافي الموجودات - الديون بمختلف أنواعها) / عدد الأسهم المصدرة

أو

(صافي يمة المؤسسة - القيمة الاسمية للأسهم الممتازة) / عدد الأسهم المصدرة

وتشمل حقوق المساهمين قيمة الأسهم العادية وعلاوة الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة.

وتكون القيمة الدفترية للسهم مساوية للقيمة الاسمية عند تأسيس الشركة ولكنها تختلف فيما بعد نظرا لتغير الأرباح المحتجزة من سنة إلى أخرى

❖ **القيمة السوقية:** وهي سعر السهم في السوق أو البورصة، وهو غير ثابت يعتمد على المركز المالي للمؤسسة

وتوزيعات الأرباح وقوى العرض والطلب، ولذلك تكون هاته القيمة أعلى أو مساوية أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية، ويتوقف ذلك على تقديرات حملة الأسهم والمتعاملين بالأوراق المالية لمدى ربحية الشركة في المستقبل

ومقدار الأرباح المتوقع توزيعها والحالة الاقتصادية العامة ومعدلات التضخم ودرجة الكفاءة التي تتمتع بها بورصة الأوراق المالية.

❖ **القيمة التصفوية:** وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها عند تصفية الأصول المتداولة والثابتة التي تملكها الشركة، وذلك بعد خصم حقوق الدائنين والموظفين والحكومة منها، وقد تكون صفراً، ولذلك تعتبر الأسهم العادية ذات مخاطر عالية وتحسب كالتالي:

القيمة التصفوية = (القيمة السوقية لأصول المؤسسة - الخصوم وحقوق الأسهم الممتازة ومصاريف التصفية) / عدد الأسهم العادية

1-2. خصائص الأسهم العادية: يتميز السهم العادي بأنه:

- ✓ وثيقة ملكية وحامله هو شريك في رأسمال للمؤسسة التي أصدرته.
- ✓ يتحصل حامله على ربح متغير ويتحمل الخسارة
- ✓ ليس للسهم العادي تاريخ استحقاق أي أنه بدون أجل.
- ✓ حامل السهم العادي يتدخل في إدارة المؤسسة المصدرة له.
- ✓ حامل السهم ليس له الأولوية في الحصول على مستحقاته السنوية أو حتى في حالة التصفية. ويسبقه في ذلك كل من صاحب السند ثم صاحب السهم الممتاز

وبالنسبة للشركة المصدرة فتميز الأسهم العادية بارتفاع تكلفتها لأن أرباحها لا تعتبر تكاليف ولا تعطي وفراً ضريبياً، كما أن إصدار أسهم جديدة يترتب عليه دخول مساهمين جدد وتدخل في الإدارة وإضعاف مركز المساهمين القدامى.

1-3. مزايا وعيوب الأسهم العادية: تمتاز الأسهم العادية في:

- لا يترتب عليها أية تكاليف ثابتة أو متغيرة إلا بعد أن يتحقق الربح وتتقرر نسبة التوزيع.
- تعطي مرونة أكثر من حيث التكاليف وتكون أقل خطراً على الشركة من مصادر التمويل الأخرى.
- تساعد على تفادي فرض بعض القيود المالية على الشركة
- تعد مصدراً تمويلياً من شأنه أن يزيد الثقة ويوسع القدرة على الاقتراض
- سهولة تسويق وبيع السهم
- لا تشكل عبئاً على التدفقات النقدية المستقبلية.

أما عيوب الأسهم العادية فتتمثل في:

- يؤدي التوسع فيها إلى زيادة قاعدة المالكين الجدد وتضييق سلطة المالكين الحاليين.

- تدني العوائد نتيجة لتوسيع قاعدة توزيع الأرباح
- كثرة إجراءاتها وارتفاع تكاليف إصدارها
- خضوع أرباحها لضريبة الدخل.

2- الأسهم الممتازة: تعد الأسهم من مصادر التمويل طويلة الاجل الهامة في شركات المساهمة ويعتبرها البعض من مصادر التنويع الداخلية والبعض الآخر من مصادر التمويل الخارجية، وذلك لكونها أوراق هجينة بها خليط بين خصائص كل من الأسهم العادية والسندات، حيث تشبه السهم العادي في أن كلاهما وثائق ملكية تمثل مصدر تمويل دائم للمؤسسة وليس لهما تاريخ استحقاق وتختلف المؤسسة عن دفع الأرباح لكلاهما لا يسبب إفلاسها. بينما تشبه السندات في عدم تدخل مالكيها في إدارة المؤسسة وهو من أهم أسباب لجوء المؤسسة لإصدارها، ولكلاهما الأولوية في الحصول على مستحقتهما قبل صاحب السهم العادي كما أن العائد المحصل عليه ثابت إما بقيمة محددة (السند) أو بنسبة محددة من الدخل السنوي (السهم الممتاز)، على عكس السهم العادي الذي يتغير عائده من الدخل السنوي بتغير الأرباح المحققة ونسبة التوزيعات.

وتوجد مجموعة من الأسباب تدعو الشركة إلى القيام بإصدار الأسهم الممتازة، أهمها:

- ✓ ارتفاع حجم الموارد المالية المتاحة
- ✓ الحصول على الفارق الإيجابي بين تكلفة التمويل والعائد المتحقق على الاستثمار
- ✓ الرغبة في الحصول على تمويل إضافي دون التعرض لمخاطر التدخل في الإدارة.

وعلى الرغم من عدم وجود تاريخ استحقاق محدد للأسهم الممتازة حالها حال الأسهم العادية، إلا أن شروط إصدارها غالبا ما تنص على حرق استدعائها في أي وقت، ومن أهم الوسائل المستعملة لممارسة مثل هذا الحق التالي:

- العمل على شراءها من البورصة والقيام بإلغائها
- القيام باستدعائها وفقا لشروط الاستدعاء المنصوص عليها في عقد الإصدار.

2-1. مزايا وعيوب السهم الممتازة من وجهة نظر المؤسسة المصدرة: من أهم مزايا الأسهم الممتازة من وجهة نظر المؤسسة المصدرة ما يلي:

- إن عدم دفع عوائد عليها لا يؤدي إلى الإفلاس
- أن العوائد المستحقة عليها سوف تكون على الاغلب ثابتة
- إن إصدارها لا يؤدي إلى التدخل في قرارات الإدارة
- إن حق استدعائها يعطي الحق في استبدالها بوسائل دين آل تكلفة
- تزيد من هامش الأمان وتحسن من القدرة الائتمانية للشركة

➤ تخفيض نتائج احتمالات تعرض الشركة إلى أوضاع اقتصادية سيئة

أما عيوبها فيمكن حصر أهمها في:

➤ عدم السماح بتنزيل أرباحها المدفوعة من الدخل الخاضع للضريبة

➤ تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة

➤ قد يفرض حملة الأسهم الممتازة بعض القيود على الشركة.

2-2. مزايا وعيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر حملة الأسهم الممتازة:

من أهم مزايا الأسهم الممتازة من وجهة نظر حامله ما يلي:

➤ تحقيق عوائد ثابتة

➤ لها حق الأولوية عند التصفية

➤ عوائدها المقبوضة معفاة من ضرائب الدخل

أما عيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر حاملها فيمكن حصر أهمها في:

➤ الدخل المتحقق منها ثابت إلى حد بعيد

➤ لا يمكن مقاضاة الشركة في حال امتناعها عن التوزيع.

3- الأرباح المحتجزة: وتعتبر من مصادر التمويل الداخلية والذاتية الهامة في الشركات الناجحة في دنيا الاعمال، وذلك

بشرط اتباع سياسة حكيمة في التوزيع يكون من شأنها أن توازن بين الأرباح الموزعة والارباح المدورة (غير الموزعة)، الأمر

الذي من شأنه زيادة الأرباح التشغيلية والرأسمالية في المستقبل، فهي أرباح لم يتم توزيعها بغرض إعادة استثمارها في المزيد

من التوسعات الاستثمارية. وتحصل المؤسسة على موافقة المساهمين على احتجاز الأرباح إذا كان العائد المتوقع تحقيقه من

إعادة استثمارها أكبر من تكلفة الفرصة البديلة للمساهمين، وذلك لتحسين موقفها المالي وتعظيم ثروة الملاك. ومن مزايا

استخدام الأرباح في التمويل:

✓ لا يؤثر استخدام الأرباح في تمويل الشركة على إدارتها من حيث التصويت

✓ لا تحتاج الشركة إلى جهد للوصول إلى هذا المصدر لأنه ملكها وتستطيع استخدامه في أي وقت إذا تحقق الربح.

✓ غير مكلف كالاقتراض الخارجي

✓ يعتبر حقا جماعيا تراكميا لكافة حاملي الأسهم العادية

✓ التوسع فيه لا يؤدي إلى الاخلال بموازن القوى في الهيئة العامة.

4- تقييم أموال الملكية:

4-1- الأسهم العادية: كما هو الحال في السندات، فإن القيمة الحالية للسهم العادي هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع أن يحصل عليها المستثمر من السهم العادي. ولكن بالمقارنة مع السند فإن حامل السهم العادي لا يحصل على فائدة سنوية ثابتة من السهم كما أنه لا يحصل على مبلغ معين في تاريخ معين في المستقبل. إن التدفقات النقدية المستقبلية التي يحصل عليها حامل السهم العادي تتمثل في توزيعات الأرباح السنوية، وهي ليست توزيعات ثابتة كما هو الحال في السهم الممتاز كما سنرى لاحقاً وإنما هي تعتمد على حجم الأرباح التي تحققها المؤسسة وعلى قرار من مجلس الإدارة بتوزيع جزء من هذه الأرباح على المساهمين أو احتجازها بغرض إعادة استثمارها. ولذلك فإنه من المتوقع أن تنمو هذه التوزيعات سنوياً مع زيادة أرباح الشركة وهو ما يميزها عن الأسهم الممتازة والتي تمتاز بثبات نسبة التوزيعات التي تحصل عليها سنوياً.

القيمة الحالية تعبر عن القيمة الحقيقية للورقة المالية، أي المبلغ الذي يجب على المستثمر دفعه للحصول على هذه الورقة. وتستخدم هذه القيمة كمؤشر على الاتجاه المتوقع لحركة سعر السهم في المستقبل، ويمكن بمقارنة هذه القيمة بالقيمة السوقية الفعلية للسهم تقرير ما إذا كان يجب على المستثمر شراء السهم أم بيعه. فإذا كانت القيمة السوقية الفعلية أقل من القيمة الحالية فإن ذلك يعني أن السهم يباع بأقل من قيمته الحقيقية ويشير إلى احتمال ارتفاع سعره في المستقبل وبالتالي يفضل شراء السهم في هذه الحالة. أما إذا كانت القيمة السوقية الفعلية أكبر من القيمة الحالية فإن ذلك يعني أن السهم يباع بأكثر من قيمته الحقيقية ويشير إلى احتمال انخفاض سعره مستقبلاً وبالتالي يفضل بيعه في هذه الحالة.

ويمكن حساب القيمة الحالية للسهم في حالتين وهما فترة احتفاظ واحدة وفترة احتفاظ متعددة.

➤ **قيمة السهم العادي (فترة احتفاظ واحدة):** القيمة الحالية للسهم العادي في حالة احتفاظ المستثمر به لمدة سنة واحدة هي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من السهم خلال سنة، وهي تتكون من توزيعات الأرباح المتوقعة خلال سنة. وعليه يمكن حساب القيمة الحالية باستخدام المعادلة التالية:

$$PVC = \frac{D_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r}$$

حيث أن: القيمة الحالية للسهم العادي PVC

توزيعات الأرباح المتوقعة للسهم خلال السنة = D_1

سعر البيع المتوقع للسهم خلال السنة = P_1

معدل العائد المطلوب = r

وتحسب التوزيعات المتوقعة خلال سنة بالشكل التالي:

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

حيث: التوزيعات الحالية وهي آخر توزيعات حصل عليها السهم = D_0

معدل نمو التوزيعات المتوقع = g

مثال: أحسب قيمة سهم عادي إذا كانت آخر توزيعات حصل عليها السهم 4 دنانير، ومعدل نمو التوزيعات المتوقع 25%، وسعر البيع المتوقع للسهم خلال السنة 30 ديناراً، علماً بأن معدل العائد المطلوب 15%.

الحل:

$$D_1 = 4(1 + 0.25) = 5$$

$$PVC = \frac{5}{1 + 0.15} + \frac{30}{1 + 0.15} = 30.4$$

نستنتج من ذلك أن حساب قيمة السهم العادي يتم باتباع ثلاث خطوات:

- تقدير قيمة التدفقات النقدية المتوقعة من السهم وهي التوزيعات وسعر البيع
- تقدير معدل العائد الذي يطلبه المستثمر والذي يعتمد على حجم المخاطرة المتوقعة
- خصم التدفقات النقدية المتوقعة باستخدام معدل العائد المطلوب.

➤ قيمة السهم العادي (فترات احتفاظ متعددة)

قيمة السهم العادي كما أشرنا سابقاً تساوي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح المتوقعة من السهم، وبما أن المؤسسة مستمرة أو باقية لفترة طويلة جداً فإنه ينظر إلى التدفقات النقدية من توزيعات الأرباح على أنها تدفقات أبدية أو لا نهائية (أي طالما بقيت المؤسسة مستمرة)، ويعني ذلك أن القيمة الحالية للسهم تساوي القيمة الحالية لتدفقات الأرباح الموزعة المتوقعة حتى مالا نهائية. وتحسب القيمة الحالية في هذه الحالة باستخدام نموذج النمو بمعدل ثابت، ويعتمد هذا النموذج على افتراض أساسي وهو أن معدل نمو التوزيعات المتوقع خلال السنوات القادمة ثابت لا يتغير. وحسب هذا النموذج فإن القيمة الحالية للسهم العادي تحسب بالمعادلة التالية:

$$PVC = \frac{D_1}{1 + r} + \frac{P_1}{1 + r} + \dots \dots \dots + \frac{D_\infty}{(1 + r)^\infty}$$

أو باختصار:

$$PVC = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r)^t}$$

حيث أن:

$D_1, D_2, D_3, \dots, D_{\infty}$ = تيار الأرباح الموزعة المتوقعة

r = معدل العائد المطلوب

وإذا افترضنا أن توزيعات الأرباح تنمو بمعدل ثابت من سنة لأخرى، فإن المعادلة السابقة يمكن تبسيطها كالتالي:

$$PVC = \frac{D_1}{r - g}$$

حيث أن:

D_1 = الأرباح الموزعة المتوقعة في نهاية السنة الأولى

r = معدل العائد المطلوب

g = معدل نمو الأرباح الموزعة

ويشترط في هذه المعادلة أن تكون r أكبر من g ، وتحسب الأرباح الموزعة المتوقعة في نهاية السنة الأولى كما ذكرنا سابقاً باستخدام المعادلة

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

مثال:

إذا كانت توزيعات الأرباح على أحد الأسهم العادية في السنة الماضية = 5 دنانير وكان معدل النمو المتوقع لهذه التوزيعات = 10%. وكان معدل العائد المطلوب = 15% فما هي القيمة الحالية لهذا السهم؟

الحل:

الأرباح الموزعة المتوقعة في نهاية السنة الأولى تساوي

$$D_1 = 5(1 + 0.10) = 5.5$$

ومنه القيمة الحالية لهذا السهم تساوي

$$PVC = \frac{5.5}{0.15 - 0.10} = 110$$

4-2- تقييم الأسهم الممتازة: تحسب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس طريقة حساب القيمة الحالية للأسهم العادية مع ملاحظة أن:

- توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير أي أنها لا تنمو خلال السنوات القادمة.
- يحتفظ المستثمر بالسهم الممتاز لفترة طويلة جدا وبالتالي فإنه يعتبر بمثابة دفعة أبدية.

وبالتالي القيمة الحالية للسهم الممتاز تحسب كالتالي:

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

حيث أن:

القيمة الحالية للسهم الممتاز = PVP

توزيعات السهم الممتاز = D

معدل العائد المطلوب = r

وتشير هذه المعادلة إلى أن القيمة الحالية للسهم الممتاز هي القيمة الحالية لتوزيعات الأرباح على السهم الممتاز لفترة ما لا نهاية. وكمثال نفترض السهم في المثال السابق ممتازاً وأن التوزيعات السنوية الثابتة التي يحصل عليها هذا السهم هي 2 دينار للسهم، وأن معدل العائد المطلوب للمستثمر هو 15% فإن:

$$PVP = \frac{2}{0.15} = 13.3$$

5- تكلفة أموال الملكية:

5-1- تكلفة التمويل بالأسهم العادية **Ke**: تحسب تكلفة التمويل بالأسهم (معدل العائد على السهم) باستخدام نموذج النمو بمعدل ثابت "نموذج جوردن" (افتراض معدل نمو التوزيعات خلال السنوات القادمة ثابت لا يتغير) وذلك بالقانون التالي:

$$Ke = \frac{D_1}{M} + g \quad D_1 = D_0(1 + g)$$

حيث: D_1 هي الأرباح الموزعة المتوقعة في نهاية السنة الأولى

g هو معدل نمو الأرباح الموزعة D_0 هو آخر توزيع حصل عليه السهم

وبأخذ تكاليف إصدار الأسهم التي تتحملها الشركة فإن المعادلة تصبح

$$Ke = \frac{D_1}{M(1 - F)} + g$$

حيث F تكاليف الإصدار كنسبة من سعر السهم.

مثال: إذا كانت توزيعات الأرباح على أحد الأسهم العادية في السنة الماضية هو $D_0 = 2$ دينار للسهم وكان معدل

النمو المتوقع لهذه التوزيعات g هو 10% وعلى افتراض أن سعر السهم 40 دينار بتكلفة إصدار F قدرها 15%

فإن معدل العائد المطلوب يحسب كالتالي:

- الأرباح الموزعة المتوقعة في نهاية السنة الأولى هي

$$D_1 = 2(1 + 0.1) = 2.2$$

- معدل العائد المطلوب أو تكلفة التمويل بالسهم العادي هي:

$$Ke = \frac{D_1}{M(1 - F)} + g = \frac{2.2}{40(1 - 0.15)} + 0.10 = 16.5\%$$

5-2- تكلفة الأسهم الممتازة: K_p

بما أن توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير فإنها لا تنمو خلال السنوات القادمة وتحسب تكلفتها كالتالي

$$K_p = \frac{D}{M}$$

وإذا تحملت المؤسسة تكاليف إصدار تصبح كالتالي:

$$K_p = \frac{D}{M(1 - F)}$$

مثال 1: أحسب تكلفة سهم ممتاز قيمته السوقية \$100، يوزع سنويا أرباح ب 8 دولار

$$K_p = \frac{D}{M} = \frac{8}{100} = 0.08 = 8\%$$

مثال 2: تنوي مؤسسة إصدار أسهما ممتازة ستوزع عليها أرباحا ب 10 دولار لكل سهم يباع السهم ب 100 دولار في السوق وتتحمل المؤسسة مصاريف إصدار 25%. أحسب تكلفة السهم الممتاز

$$K_p = \frac{D}{M(1 - F)} = \frac{10}{100(1 - 0.25)} = 0.08 = 8\%$$

ملاحظة: نظرا لكون الأرباح على الأسهم العادية والممتازة تدفع بعد خصم الضرائب فلا حاجة إلى تعديل التكلفة كما هو الحال في السندات والقروض المصرفية

5-3- **تكلفة الأرباح المحتجزة K_{re} :** هي عبارة عن تكلفة الفرصة البديلة المتمثلة في العائد الذي يمكن الحصول عليه المستثمر لو استثمر أمواله من توزيعات الأرباح في فرص استثمارية أخرى. وهنا يستخدم نموذج ثبات النمو المشار إليه سابقا في حساب تكلفة الأسهم العادية مع إجراء تعديل عليها بحذف F من المعادلة لأنها مصاريف إصدار أسهم ولا يوجد مصاريف إصدار في الأرباح المحتجزة، وكذلك الأمر بالنسبة للضريبة فالمساهم يوفر ضريبة الدخل إذا قرر استثمار أرباحه بدلا من الحصول عليها كأرباح. وبالتالي تحسب التكلفة كما يلي:

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

$$K_e = \frac{D_1}{M} + g \quad \text{و}$$

مثال: إذا كانت التوزيعات المتوقعة على أحد الأسهم العادية بعد سنة من الآن هو 3 دينار ويتوقع نمو هذه التوزيعات بنسبة ثابتة قدرها 5% سنويا وكان سعر السهم 15 دينار ومعدل الضريبة 30%، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة هي

$$K_e = \frac{D_1}{M} + g = \frac{3}{15} + 0.05 = 25\% \quad K_{re} = 25(1 - 0.3) = 17.5\%$$

ثالثا- أسئلة وتمارين:

- تعتبر الأسهم الممتازة أصولا هجينة من الأسهم العادية والسندات. وضح ذلك؟
- ما هي السندات القابلة للتحويل وما دوافع الشركات لإصدارها؟
- ما هي مساوئ السندات القابلة للاستدعاء من وجهة نظر المستثمر؟
- لماذا تحسب تكلفة المديونية على أساس ما بعد الضريبة؟

- ما الفرق بين كل من معدل العائد الحالي ومعدل العائد المتوقع على السند؟
- ما الفرق بين التمويل بالأرباح المحتجزة والتمويل بإصدار أسهم جديدة؟

تمرين 01:

أحسب قيمة سند بالمواصفات التالية:

القيمة الاسمية 500 دينار، فترة الاستحقاق 10 سنوات، معدل الكوبون 8% تدفع بشكل نصف سنوي، معدل العائد المطلوب 12%.

كيف تختلف قيمة السند إذا كانت الفائدة على السند تدفع سنوياً؟

تمرين 02:

- أحسب معدل العائد المتوقع على سند بفائدة سنوية 6% واستحقاق 12 سنة. إذا كان سعر السند 1200 دينار وقيمه الاسمية 1000 دينار.
- أحسب معدل العائد الحالي على سند بقيمة اسمية 1000 دينار وفائدة سنوية 11% إذا كان السند يباع بسعر 950 دينار.

تمرين 03:

يبيع سند صادر عن شركة ما بسعر 550 دينار، فإذا علمت أن القيمة الاسمية للسند 500 دينار وفترة استحقاقه 15 سنة ومعدل الفائدة السنوية عليه 8% ومعدل العائد المطلوب 10%

- أحسب معدل العائد المتوقع على السند؟
- أحسب قيمة السند بالنسبة للمستثمر
- هل يجب على المستثمر شراء السند أم لا؟ ولماذا؟

تمرين 04:

يواجه مستثمر ثلاث بدائل للاستثمار:

الأول: سند بقيمة اسمية 1000 دينار، يباع بسعر 1100 دينار، ومعدل فائدة 13% وفترة استحقاق 15 سنة وعلى افتراض أن معدل العائد المطلوب 14%.

الثاني: سهم ممتاز بقيمة اسمية 100 دينار، يباع بسعر 90 دينار، وتوزيعات بقيمة 13 دينار سنويا وعلى افتراض أن معدل العائد المطلوب 15%

الثالث: سهم عادي بقيمة 25 دينار وبسعر 20 دينار، علما أن آخر توزيعات حصل عليها السهم ديناران للسهم، وأن معدل النمو المتوقع للتوزيعات في المستقبل 10% سنويا، ومعدل العائد المطلوب على السهم 20%

- أحسب قيمة كل من الأوراق المالية الثلاثة
- أي الأوراق المالية يعتبر استثمارا مقبولا؟ ولماذا؟
- إذا تغير معدل العائد على الأوراق الثلاث بحيث أصبح 12% للسند، 14% للسهم الممتاز، 18% للسهم العادي. كيف تتغير جابتك على السؤالين السابقين.

تمرين 05:

أحسب تكلفة كل من مصادر التمويل التالية:

- ✓ السندات: بقيمة اسمية 1000 دينار ومعدل فائدة على السند 11%، القيمة السوقية 1125 دينار، تكلفة الإصدار 5% من القيمة السوقية وفترة الاستحقاق 10 سنوات ومعدل الضريبة 30%.
- ✓ الأسهم العادية: التوزيعات الحالية 1.8 دينار للسهم، القيمة الاسمية 15 دينار القيمة السوقية 27.5 دينار، تكلفة الإصدار 5% معدل نمو ربحية السهم 7% ونسبة التوزيعات 30% من الأرباح.
- ✓ الأسهم الممتازة: القيمة السوقية 150 دينار، نسبة التوزيعات 9%، القيمة السوقية 175 دينار وتكلفة الإصدار 12%.

تمرين 05:

ترغب مؤسسة في إصدار سندات بقيمة اسمية 500 دينار للسند، ومعدل فائدة 8% سنويا، وفترة استحقاق 15 سنة، ويرغب المستثمرون في شراء السند بسعر 470 دينار، ويتوقع أن تصل تكلفة الإصدار إلى 10% من سعر السند. فإذا علمت أن معدل الضريبة على أرباح المؤسسة 20% احسب تكلفة هذا السند.

تمرين 06:

أصدرت مؤسسة أسهما عادية جديدة بيعت بسعر 13 دينار للسهم، وقد بلغت توزيعات العام الماضي 3 دنانير للسهم ويتوقع لهذه التوزيعات أن تنمو بمعدل ثابت 5% سنويا، كما بلغت مصاريف الإصدار 6% من سعر السهم. ماهي تكلفة هذه الأسهم على الشركة.

تمرين 07:

تخطط مؤسسة لإصدار أسهم ممتازة بقيمة اسمية 100 دينار للسهم، يباع في السوق بسعر 125 دينار حاليا، غير أن الشركة تتوقع أن تحصل على 100 دينار للسهم إذا أصدرت أسهما جديدة، فإذا كانت نسبة التوزيعات على السهم 15% أحسب تكلفة إصدار هذا السهم.

تمرين 08:

يباع السهم العادي لشركة المعدات الصناعية بسعر 27 دينار للسهم، وإذا أصدرت الشركة أسهما جديدة فإن تكلفة الإصدار تقدر ب 6%، توزع الشركة عادة 50% من أرباحها على المساهمين، وقد كانت آخر توزيعات حصل عليها السهم دينارين للسهم، بلغت ربحية السهم الواحد منذ خمس سنوات مضت 2.5 دينار ويتوقع لهذه الأرباح أن تستمر في النمو في المستقبل بنفس المعدل السنوي للسنوات الخمس الماضية، تدفع الشركة ضريبة بنسبة 30%

- أحسب تكلفة السهم العادي
- احسب تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة.

تكلفة التمويل وهيكل رأس المال الأمثل

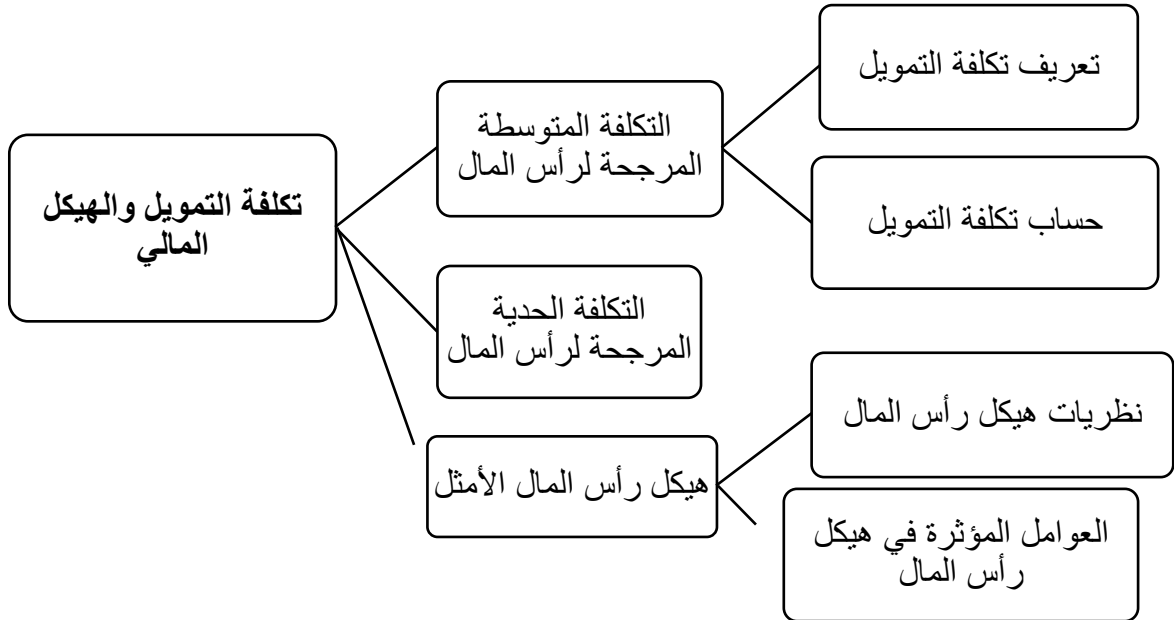
أهداف الدرس:

- 12- التعرف على التكلفة المرجحة لرأس المال.
13- التعرف على مداخل تفسير هيكل رأس المال الأمثل.

ففي نهاية المحور يكون الطالب قادرا على الإجابة عن الأسئلة التالية:

- ما المقصود بتكلفة رأس المال؟
- كيف يتم حساب التكلفة المرجحة لرأس المال؟
- ما المقصود بهيكل رأس المال الأمثل؟

مخطط الدرس:



أولاً- التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

ويقصد بها التكلفة المرجحة لكل مصدر من مصادر التمويل، فتمويل المؤسسات كما رأينا سابقاً يتأتى من مصادر متعددة ولكل مصدر منها كلفة معينة تختلف عن المصادر الأخرى، فإذا جمعنا كلفة كل مصدر ورجحناها بما يتناسب مع حصة كل مصدر فإننا نحصل على التكلفة الإجمالية المرجحة لرأس المال، أي تكلفة توليفة الأموال التي تتكون منها مصادر تمويل المشروع. وتستخدم تكلفة رأس المال عادة لقبول أو رفض المشروعات الاستثمارية بعد مقارنتها مع معدل العائد المتوقع للمشروع. فكلما قلت هذه التكلفة ازدادت ربحية المشاريع الاستثمارية.

1- تعريف تكلفة التمويل: تعرف رياضياً بأنها المتوسط الحسابي المرجح للتكاليف الناجمة عن مختلف الموارد المالية للمؤسسة، وتعرف أيضاً بأنها معدل المردودية الأدنى المطلوب من طرف المستثمرين 'مساهمين ومقرضين) من أجل ضخ رؤوس أموال داخل المؤسسة، ويتطلب تحديدها تقدير تكاليف كل من الأموال الخاصة والديون. وبالتالي فهي تمثل مجموع تكاليف مختلف مصادر التمويل مرجحة بأهميتها النسبية في رأس مال المؤسسة، ولذلك سميت بالتكلفة المتوسطة المرجحة.

2- حساب تكلفة رأس المال: لحساب تكلفة رأس المال نتبع الخطوات التالية:

✓ **حساب تكلفة كل عنصر من عناصر هيكل رأس المال K_s (مصادر التمويل):** شرحنا في المحور السابق كيفية حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل سواء كانت مديونية من قروض مباشرة وسندات أو أموال الملكية كالأسهم العادية والأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة

✓ **حساب الأوزان النسبية لمصادر التمويل W_s :** المقصود بكلمة مرجحة هو الحصة النسبية لكل عنصر من عناصر التمويل من الهيكل الكلي للتمويل ومن ثم يكون لكل مصدر وزناً معيناً مقابل مصادر التمويل الأخرى. ولحساب الأوزان النسبية لمصادر التمويل نستخدم الترجيح باستخدام القيمة السوقية لهاته المصادر، فنحسب وزن كل مصدر ضمن هيكل التمويل حيث:

$$\text{الوزن النسبي} = \text{قيمة المصدر} / \text{القيمة الكلية.}$$

✓ **حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:** بعد حساب الأوزان النسبية نقوم بضرب وزن كل مصدر في تكلفته ثم نقوم بجمع التكاليف المرجحة لكل المصادر حتى نتحصل على التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ككل

$$CMPC = K_0 = \sum_{s=1}^n W_s \cdot K_s \quad \text{أي بالقانون التالي:}$$

حيث:

K_0 أو $CMPC$ هي التكلفة المرجحة لرأس المال

W_s الوزن النسبي لمصدر التمويل

K_s تكلفة كل مصدر على حدى

n عدد مصادر التمويل

فمثلا إذا كان هيكل تمويل المشروع يتكون من ثلاث مصادر تمويلية فتحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للتمويل كما يلي:

$$CMPC = (K_p \times W_p) + (K_d \times W_d) + (K_e \times W_e)$$

وتجدر الإشارة إلى أن مجموع الأوزان النسبية لمصادر التمويل تساوي 1 أو 100%

مثال 1: يوضح الجدول الموالي مكونات هيكل رأس المال لشركة ما مع تكلفة كل مصدر من مصادره والمطلوب حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال

مصادر التمويل	قيمتها	تكلفتها	الوزن النسبي	التكلفة المرجحة
سندات دين	300000	5%	14.3%	0.715%
أسهم ممتازة	300000	8%	14.3%	1.143%
أسهم عادية	1500000	13%	71.4%	9.28%
هيكل رأس المال	2100000		100%	11.14%

فلو أن الشركة تستخدم هذا الهيكل في تمويل مشروع عائدته 12% فإن هذه المصادر هي مجدية وفي صالح الشركة ولذلك تنصح بالدخول في الاستثمار.

مثال 2: تقوم شركة ما بتنفيذ مشروع برأس مال قدره 2 مليون دينار، ويتوقع أن يكون العائد على هذا الاستثمار 12%. ومن أجل تدبير رأس المال لجأت الشركة إلى مصادر التمويل التالية:

- سندات دين قيمتها 200000 دينار حيث سيتم إصدار السند بقيمة اسمية قدرها 1000 دينار وفائدة اسمية 6% وفترة استحقاق 12 سنة وبيع السند بخصم قدره 2.4% ومعدل الضريبة هو 40%.
- أسهم ممتازة بقيمة 300000 دينار يتم إصدار السهم الممتاز بقيمة اسمية 100 دينار وبيع بنفس القيمة وتدفع الشركة أرباحاً موزعة للسهم قيمتها 8 دينار وعليها دفع نفقات إصدار نسبتها 4% من قيمة السهم الاسمية.
- أسهم عادية بقيمة 1.5 مليون قيمة أسهم الاسمية 100 دينار للسهم الواحد وتدفع أرباحاً موزعة قدرها 10 دينار للسهم ويتوقع أن ينمو الربح الموزع بنسبة 5%

المطلوب: - حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل

- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
- هل تنصح الشركة بالدخول في المشروع

الحل:

- تكلفة السندات

$$k_i = \frac{I + \frac{D}{n}}{P + M} = \frac{60 + \frac{24}{12}}{\frac{1000 + 976}{2}} = 6.27\% / K_d = 6.27(1 - 0.4) = 3.76\%$$

- تكلفة الأسهم الممتازة:

$$K_p = \frac{D}{M(1 - F)} = \frac{8}{100(1 - 0.04)} = 8.33\%$$

- تكلفة الأسهم العادية:

$$K_e = \frac{D}{M(1 - F)} + g = \frac{10}{100(1 - 0\%)} + 0.05 = 15\%$$

ومنه يمكن حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال من خلال الجدول التالي:

مصادر التمويل	قيمتها	تكلفتها %	الوزن النسبي %	التكلفة المرجحة %
سندات دين	200000	3.77	10	0.377
أسهم ممتازة	300000	8.33	15	1.25

11.25	75	15	1500000	أسهم عادية
12.88	100		2000000	هيكل رأس المال

ومنه لا ننصح الشركة بالدخول في هذا المشروع بهذه المصادر لأن عائد المشروع أقل من تكلفة رأسماله

ويمكن أن نقترح للشركة التقليل من المصدر المرتفع التكلفة (الأسهم العادية) واستبداله بسندات دين مثلاً فتكون قيمتها 500000 دينار بوزن 15% (0.565%) بينما الأسهم العادية 1200000 دينار بوزن 60% (9%) حيث تصبح التكلفة في هذه الحالة 10.8%

مثال 03: أحسب تكلفة التمويل الكلية بناء على المعلومات التالية:

- أسهم عادية: عدد الأسهم العادية 100000 سهم، سعر السهم في السوق 50 دينار، القيمة الاسمية للسهم 10 دينار، تكلفة الأسهم العادية 16%
- القروض: إجمالي القروض 6000000 دينار، تكلفة القروض 12%
- أسهم ممتازة: عدد الأسهم الممتازة 10000 سهم، سعر السهم الممتاز في السوق 45 دينار، توزيع السهم الممتاز 5 دينار

الحل: - تحديد تكلفة مختلف مصادر التمويل: تكلفة القروض بعد الضرائب = 9.6%، تكلفة الأسهم الممتازة = 11.1%، تكلفة الأسهم العادية (معطاة)

- تحديد الأوزان النسبية: القروض: 6000000 د أي 52%، الأسهم العادية 450000 أي 4%، الأسهم الممتازة: 5000000 دينار أي 44%، الإجمالي 11450000 أي 100%
- حساب التكلفة الوسيطة المرجحة:

$$K_0 = (0.44 \times 16) + (0.04 \times 11.1) + (0.52 \times 9.6) = 12.5\%$$

ثانياً- التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال:

هي تكلفة الأموال الإضافية أو الجديدة أو تكلفة الحصول على الوحدة الأخيرة من الأموال الجديدة، أي هي العلاقة بين كمية التمويل والتكلفة المرجحة لرأس المال، حيث تزداد تكلفة رأس المال إذا استخدمت مصادر تمويل بتكلفة أكبر أو إذا ازدادت قيمة التمويل بمصدر معين، على سبيل المثال يمكن أن تكون تكلفة رأس المال 12% إذا كان مجموع مصادر التمويل 8 ملايين دينار ثم تصبح 15% إذا زاد التمويل عن ذلك، واستخدمت كلمة الحدية لأن تكلفة رأس المال

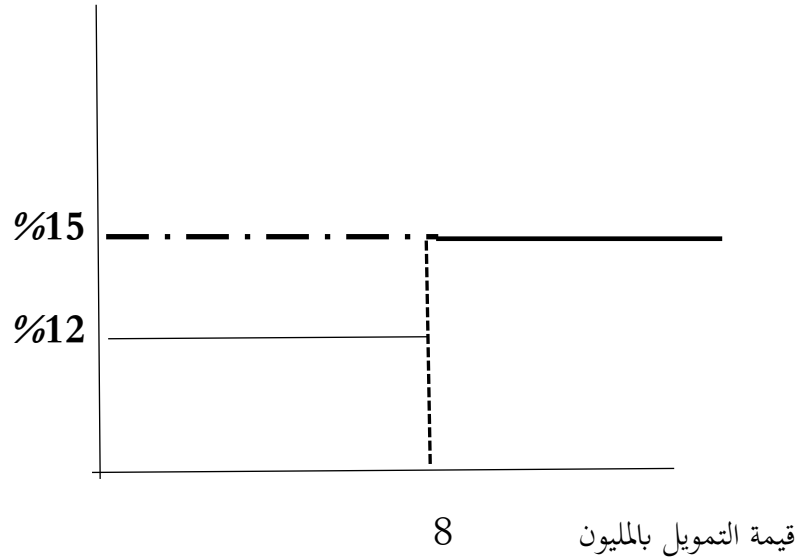
المحسوبة تبين التكلفة المرجحة لكل دينار إضافي من التمويل، وهي المعيار المناسب لاتخاذ القرارات الاستثمارية. وبناءا على هذا المعيار فإنه على المؤسسة أن تستمر في الاستثمار حتى يتساوى معدل العائد الداخلي لأي مشروع استثماري مع التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال المستثمر في هذا المشروع.

ويمكن تحديد نقطة الانكسار في التكلفة الحدية المرجحة باستخدام المعادلة التالية:

مجموع مصادر التمويل = الحد الأقصى للتمويل بالمصدر / نسبة التمويل بالمصدر

التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال

التكلفة المرجحة لرأس المال



المصدر: فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط3، الأردن، 2013، ص 297

مثال: إذا كانت نسبة التمويل بالقروض في مؤسسة ما 40% من مجموع مصادر التمويل، وكان مجموع التمويل من هذا المصدر 6 ملايين دينار، وكانت تكلفة رأسمال عند هذا المستوى 10%، فما هو مجموع مصادر التمويل الذي يمثل الانكسار في التكلفة الحدية المرجحة؟

الحل:

مجموع مصادر التمويل = $0.40 / 6000000 = 15000000$ دينار

وهذا يعني أن تكلفة رأس المال 10% إذا كان مجموع مصادر التمويل 15 مليون أو أقل، أما إذا كان مجموع مصادر التمويل أكبر من 15% فإن تكلفة رأس المال تصبح أكثر من 10%.

ويمكن تلخيص خطوات حساب التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال فيما يلي:

- تحديد نسب التمويل بكل مصدر من المصادر مثل السندات، الأسهم العادية، الأسهم الممتازة....
- حساب النقطة (النقاط) على منحني التكلفة الحدية المرجحة التي تبين الزيادة في التكلفة المرجحة.
- حساب تكلفة التمويل بكل مصدر على حده.
- حساب التكلفة المرجحة لرأس المال والتي تزداد بزيادة قيمة التمويل الإجمالي، أي حساب التكلفة الحدية المرجحة.

وفيما يلي مثال شامل يوضح هذه الخطوات:¹

إذا كان هيكل رأس المال لشركة الوفاء في 2012/12/31 يتكون من 40% مديونية و60% أسهم عادية. وتخطط إدارة الشركة للاحتفاظ بهذا الهيكل في المستقبل، وتتوقع الإدارة أن تحقق الشركة أرباحاً صافية في عام 2013 قيمتها 2.5 مليون دينار، وأن توزع أرباحاً بنسبة 40% من صافي الأرباح. كما أن تكلفة الاقتراض (قبل الضريبة) تعتمد على قيمة القرض، وهي كالتالي:

التكلفة	القرض
12%	صفر-600000
14%	600000-1400000
16%	أكثر من 1400000

تدفع الشركة ضريبة دخل بنسبة 40% ويبلغ سعر سهم الشركة في السوق المالي 30 ديناراً، كما يمكن للشركة أن تصدر أسهماً جديدة وتبيعها بسعر صافي 27.5 ديناراً، تبلغ التوزيعات الحالية 1.5 ديناراً للسهم، ويتوقع أن تنمو بنسبة 10% خلال الفترة القادمة.

المطلوب: استخدام البيانات السابقة في اشتقاق منحني التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال في هذه المنشأة.

الحل: نبدأ الحل بإيجاد نقاط الانكسار في جدول التكلفة الحدية لرأس المال، حيث يوجد ثلاث نقاط الانكسار، اثنتين منها ناتجة عن استخدام المديونية أما الثالثة فهي ناتجة عن استخدام الأرباح المحتجزة.

¹ فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط3، الأردن، 2013، ص297-302.

أولاً- نحسب نقطة الانكسار الأولى B_1 الناتجة عن استخدام المديونية وهي:

$$B_1 = \frac{600000}{0.4} = 1500000$$

ثانياً- نحسب نقطة الانكسار الثانية B_2 الناتجة عن استخدام المديونية وهي:

$$B_2 = \frac{1400000}{0.4} = 3500000$$

ثالثاً- نحسب نقطة الانكسار الثالثة B_3 الناتجة عن استخدام الأرباح المحتجزة وهي:

قيمة الأرباح المحتجزة المستخدمة في التمويل

$$2500000(1 - 0.4) = 1500000$$

إذا نقطة الانكسار:

$$B_3 = \frac{1500000}{0.6} = 2500000$$

رابعاً- نجد تكلفة المديونية بعد الضريبة بناء على التكاليف المذكورة في الجدول أعلاه كالتالي:

- $12\%(1-0.4)=7.2\%$
- $14\%(1-0.4)=8.4\%$
- $16\%(1-0.4)=9.6\%$

خامساً- نجد تكلفة الأرباح المحتجزة كالتالي:

$$C_r = \frac{D_0(1 + g)}{P} + g = \frac{1.5(1 + 0.1)}{30} + 0.10 = 15.5\%$$

سادساً- نجد تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة كالتالي:

$$C = \frac{D_0(1 + g)}{P} + g = \frac{1.5(1 + 0.10)}{27.50} + 0.10 = 16\%$$

سابعاً- نحسب متوسط التكلفة المرجحة لمستويات التمويل الأربعة الناتجة عن نقاط الانكسار الثلاثة وهذه المستويات هي:

أ. المستوى صفر-150000			
التكلفة المرجحة	الوزن × التكلفة		المصدر
2.88	7.20	0.4	المديونية (12%)
9.30	15.5	0.6	الأرباح المحتجزة
%12.18			

نبدأ باستخدام أقل المصادر تكلفة سواء كانت المديونية أو الأسهم العادية أو الأرباح المحتجزة وفي هذه الحالة فإن التكلفة الحدية عند هذا المستوى هي %12.18

ب. المستوى صفر-150000-250000			
التكلفة المرجحة	الوزن × التكلفة		المصدر
3.36	8.40	0.4	المديونية (14%)
9.30	15.5	0.6	الأرباح المحتجزة
%12.66			

في هذه الحالة نستخدم المديونية ذات التكلفة المتوسطة 14% وهي التي تسبب نقطة الانكسار في هذه الحالة ولذلك نجد أن التكلفة عند هذا المستوى %12.66

ت. المستوى 250000×350000			
التكلفة المرجحة	الوزن × التكلفة		المصدر
3.66	8.40	0.4	المديونية (14%)
9.60	16	0.6	أسهم عادية جديدة
%12.96			

في هذه الحالة استبدلنا الأرباح المحتجزة بالأسهم العادية الجديدة ولذلك فإن التكلفة الحدية هي %12.96

ث. المستوى 350000 فأكثر			
التكلفة المرجحة	الوزن × التكلفة		المصدر
3.84	9.60	0.4	المديونية (16%)
9.60	16	0.6	أسهم عادية جديدة
%13.44			

في هذه الحالة استخدمنا المديونية الأكثر تكلفة (16%) بالإضافة إلى الأسهم العادية الجديدة ولذلك فإن التكلفة

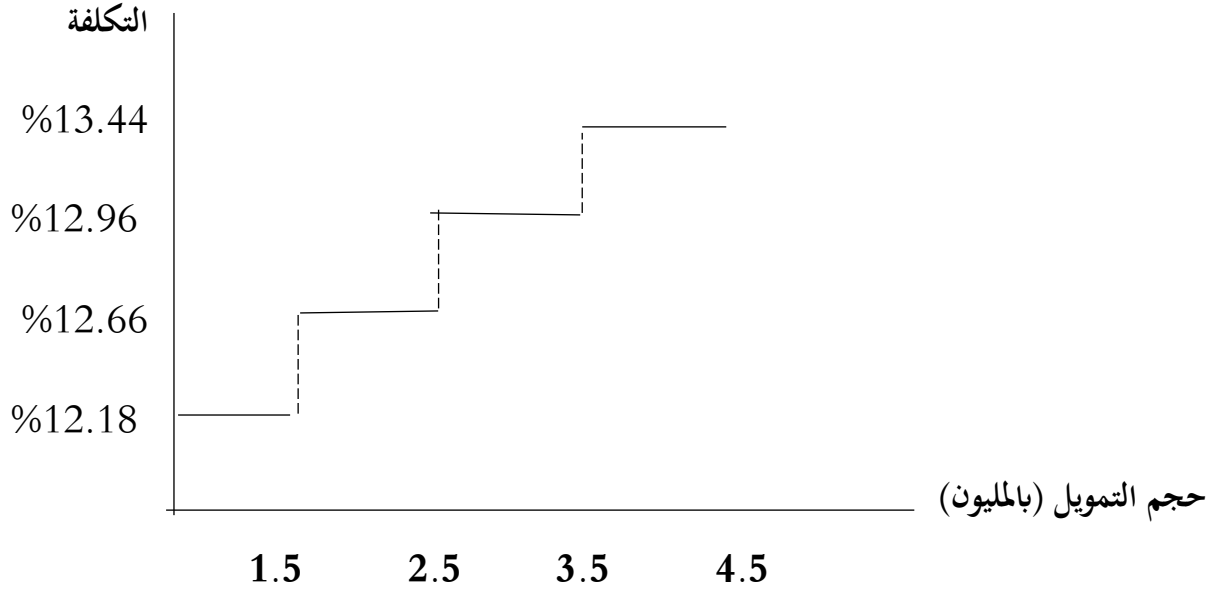
المرجحة هي 13.44%.

ثامنا- نلخص الان التكلفة الحدية عند المستويات الأربعة السابقة

مستوى التمويل	التكلفة الحدية
1500000- صفر	12.18%
2500000-1500000	12.66%
3500000-2500000	12.96%
3500000 فأكثر	13.44%

تاسعا- أخيرا يبين الشكل رقم منحى التكلفة الحدية المرجحة عند مستويات التمويل الواردة في الجدول السابق

الشكل رقم: منحى التكلفة الحدية المرجحة



المصدر: فايز تيم، مرجع سابق، ص 302

حيث يبين المحور الافقي حجم التمويل ويبين المحور الرأسى التكلفة الحدية لرأس المال، ونلاحظ أن التكلفة الحدية

تزداد بزيادة حجم التمويل المطلوب لتمويل الاستثمارات.

ثالثاً- هيكل رأس المال:

كنا قد ميزنا سابقاً بين مفهوم الهيكل المالي Financial Structure وهو هيكل مصادر التمويل والمتمثل في الجانب الأيسر من الميزانية أو جانب الخصوم وحقوق الملكية في كشف الميزانية، أي أنه يشمل جميع أشكال وأنواع التمويل سواء ملكية أو اقتراض، وسواء كانت مصادر قصيرة أو طويلة الأجل، وبين مفهوم هيكل رأس المال Capital Structure، فهيكّل رأس المال يقتصر على مصادر التمويل طويلة الأجل. والهدف الرئيسي هنا هو كيفية اختيار المزيج المناسب من مصادر التمويل طويلة الأجل الذي يؤدي إلى تعظيم القيمة السوقية لسهم المؤسسة في السوق المالي، أو الذي يؤدي إلى تخفيض تكلفة رأس المال إلى أدنى حد ممكن، ويسمى هذا المزيج بهيكل رأس المال الأمثل.

1- نظريات هيكل رأس المال: قدم الباحثون في مجال الإدارة المالية عدد كبيراً من النظريات التي تبحث في هيكل رأس المال الأمثل وتقدم تفسيراً لأسباب اختلاف هيكل رأس المال من شركة إلى أخرى. ويمكن تلخيص هذه النظريات في:

1-1. نظرية المبادلة بين تكاليف الإفلاس والوفر الضريبي: طورت عام 1958 عندما قام الأستاذة مودكيليانى وميلر بنشر ما اعتبره الكثيرون أهم بحث في مجال الإدارة المالية، وتركز النظرية بشكل أساسي على نسبة المديونية في هيكل رأس المال. تقوم النظرية على مجموعة من الافتراضات كعدم وجود عمولات وساطة عند شراء أو بيع الأوراق المالية وعدم وجود ضريبة على الدخل الشخصي وخلو المديونية من المخاطر الائتمانية وقدرة الأفراد على الاقتراض بنفس معدل الفائدة الذي تقترض به المنشآت وأيضاً توفر نفس المعلومات لدى المساهمين والإدارة عن فرص الاستثمار المستقبلية. وتتلخص النظرية في أن قيمة المؤسسة تتزايد باستمرار مع تزايد استخدام المديونية في هيكل رأس المال، لأن الفوائد على المديونية تخصم من ربحية المؤسسة عند احتساب ضريبة الدخل، لذلك فإن قيمة المؤسسة تصل إلى أقصى حد عندما يتم تمويلها بالمديونية بالكامل. غير أن الأبحاث والدراسات تشير إلى أن العديد من الشركات الكبيرة ذات المركز المالي الجيد تستخدم مديونية أقل بكثير مما تقترحه هذه النظرية، مما أدى إلى تطوير نظرية أخرى وهي نظرية الإيجاءات.

2-1. نظرية الإيجاءات: إن الافتراضات التي تقوم عليها النظرية السابقة غير واقعية فمعدل الفائدة يزداد بازدياد نسبة المديونية إلى الموجودات، وفي الواقع العملي نوعية المعلومات لدى الإدارة أفضل من نوعيتها لدى المساهمين، مما يترتب عليه نتائج هامة على القرارات المرتبطة باستخدام المديونية أو الأسهم في التمويل. فالشركات الكبيرة المستقرة ذات المركز المالي الجيد والفرص الاستثمارية الممتازة مثل مايكروسوفت تميل إلى استخدام المديونية في التمويل أكثر من الأسهم، حيث أن استخدامها للأسهم يؤخذ على أنه إشارة أو إيجاء من الشركة بأن مستقبلها

لا يبدو جيدا، ولذلك فإن انخفاض الطلب على أسهمها يؤدي على تخفيض القيمة السوقية للسهم، وقد أيدت الأبحاث والدراسات هذه النتيجة.

2- العوامل المؤثرة على الهيكل المالي: تتأثر التركيبة المستهدفة لرأس المال الذي تحدده المؤسسة (مزيج التمويل

المرغوب فيه) بعدة عوامل:

- نمو المبيعات بمعدلات عالية يمكن المؤسسة من الاعتماد على الدين دون خوف، كما أن استقرارها يوسع الطاقة الاستيعابية على الاقتراض وتحمل نسب مديونية أكثر
- حجم المؤسسة: فكلما زاد حجم المؤسسة كلما زادت قدرتها على الاستدانة.
- درجة المنافسة: فازدياد حدة المنافسة السعرية بين المؤسسات يحد من استطاعة المؤسسة على الاقتراض لانخفاض مقدرتها على خدمة الديون.
- بنية (هيكل) الأصول: فتركيب الأصول أي حجم الأصول الثابتة إلى الأصول المتداولة على قدرة المؤسسة على التمويل بالدين، فزيادة الأصول الثابتة يعني زيادة التكاليف الثابتة في هيكل التكاليف وبالتالي زيادة درجة الرفع التشغيلي والتي تعني زيادة حساسية الأرباح للتغير في مبيعات الشركة أي ارتفاع المخاطرة وانخفاض قدرة الشركة على الاقتراض.
- طبيعة القطاع: فالمؤسسات التي تنتمي لنفس القطاع تكون لها مستويات استدانة خاصة ومقاربة.
- موقف إدارة المؤسسة اتجاه الخطر: فكلما كانت المؤسسة تتجنب الخطر بدرجات عالية قل لجوؤها إلى التمويل بالدين إلا في حدود ضيقة
- موقف المقرضين من القرض: فكلما انخفض التصنيف الائتماني للشركة بسبب تراكم الديون انخفضت معها قدرة الشركة على التمويل بالمديونية.

رابعاً- أسئلة وتطبيقات

- ماذا نعني بتكلفة رأس المال؟ وما أهميتها في تحديد الهيكل التمويلي للمؤسسة؟
- ما المقصود بالتكلفة الحدية لرأس المال؟

تمرين 01:

فيما يلي الهيكل المالي وتكلفة التمويل بالمصادر المختلفة لشركة الاتحاد، أحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.:

المصدر	القيمة	تكلفة التمويل
السندات	1200000	6%
الأسهم الممتازة	300000	14%
الأسهم العادية	3500000	18%

تمرين 02:

تقوم شركة ما بتنفيذ مشروع برأس مال قدره 2 مليون دينار، ويتوقع أن يكون العائد على هذا الاستثمار 12%. ومن أجل تدبير رأس المال لجأت الشركة إلى مصادر التمويل التالية:

- سندات دين قيمتها 200000 دينار حيث سيتم إصدار السند بقيمة اسمية قدرها 1000 دينار وفائدة اسمية 6% وفترة استحقاق 12 سنة وبيع السند بخصم قدره 2.4% ومعدل الضريبة هو 40%.
- أسهم ممتازة بقيمة 300000 دينار يتم إصدار السهم الممتاز بقيمة اسمية 100 دينار وبيع بنفس القيمة وتدفع الشركة أرباحاً موزعة للسهم قيمتها 8 دينار وعليها دفع نفقات إصدار نسبتها 4% من قيمة السهم الاسمية.
- أسهم عادية بقيمة 1.5 مليون قيمة أسهم الاسمية 100 دينار للسهم الواحد وتدفع أرباحاً موزعة قدرها 10 دينار للسهم ويتوقع أن ينمو الربح الموزع بنسبة 5%.

المطلوب: - حساب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل ثم التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال وهل تنصح الشركة بالدخول في المشروع.

تمرين 03:

يتكون الهيكل التمويلي لإحدى المؤسسات مما يلي:

المصدر	القيمة
أسهم عادية	6000 دينار
أسهم ممتازة	2000 دينار
سندات	4000 دينار
أرباح محتجزة	3000 دينار

فإذا علمت أن:

- القيمة الاسمية للسهم العادي 10 دنانير، القيمة السوقية 40 دينار، توزيعات الأرباح الحالية 20% ومعدل نمو الأرباح 15%، عملة ومصاريف إصدار الأسهم 6%
- يبلغ نصيب الأسهم الممتازة من الأرباح 13% سنوياً
- القيمة الاسمية للسند 100 دينار، بمعدل فائدة 11% سنوياً وفترة استحقاق 8 سنوات، وعمولة إصدار 4% ومصاريف إصدار أخرى 2 دينار للسند.

المطلوب: حساب تكلفة رأس المال لهذه الشركة

تمرين 04:

إذا كانت التكاليف الحدية للمديونية والأسهم الممتازة والأسهم العادية في شركة المعدات الطبية على الشكل التالي:

التكلفة %	قيمة التمويل	مصدر التمويل
5	صفر-175000	المديونية
5.5	300000-175001	
6.5	أكبر من 300000	
10	صفر-50000	الأسهم الممتازة
12	75000-50001	
13	أكبر من 75000	
15	صفر-400000	الأسهم العادية
18	750000-400001	
22	أكبر من 750000	

فإذا كان هيكل رأس المال يتكون من 45% مديونية، 5% أسهم ممتازة، 50% أسهم عادية. بين منحني التكلفة الحدية المرجحة لرأس المال.

قائمة المراجع

❖ باللغة الأجنبية:

➤ الكتب:

1. أبو الفتوح على فضالة، التحليل المالي وإدارة الأموال، دار الكتب العلمية للنشر والتوزيع، مصر، 1999.
2. أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، دار وائل للنشر، ط2، الأردن، 2012.
3. إلياس بن ساسي، يوسف قريشي، التسيير المالي الإدارة المالية دروس وتطبيقات، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
4. بن إبراهيم الغالي، أبعاد القرار التمويلي والاستثماري في البنوك الإسلامية دراسة تطبيقية، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2012.
5. براق محمد، بن زاوي محمد الشريف، رأس المال المخاطر- تجارب ونماذج عالمية-، المكتب الجامعي الحديث، ط1، الإسكندرية، 2014
6. بوراس احمد، تمويل المنشآت الاقتصادية: المنشأة الاقتصادية، مصادر التمويل، تكلفة التمويلات، التمويلات المتخصصة، دار العلوم للنشر والتوزيع، الجزائر، 2008.
7. توفيق عبد الرحيم يوسف، إدارة الأعمال التجارية الصغيرة، دار صفاء للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2002.
8. جهاد عبد الله عفانة، قاسم موسى أبو عيد، إدارة المشاريع الصغيرة، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010
9. حسين بلعجوز، مخاطر صيغ التمويل في البنوك الإسلامية والبنوك الكلاسيكية دراسة مقارنة. (مؤسسة الثقافة الجامعية، الإسكندرية، 2009.
10. حسين بن هاني، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الكندي، ط1، الأردن، 2003
11. حمزة محمود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الوراق للنشر والتوزيع، الأردن 2006.
12. خالد أمين عبد الله، محاسبة الشركات-الأشخاص والأموال-، معهد الدراسات المصرفية، عمان، 2000.
13. سمير محمد عبد العزيز، التأجير التمويلي، ط1، مكتبة مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، مصر، 2001
14. شوقي أحمد دنيا، التمويل والمؤسسات المالية الإسلامية، دار الفكر الجامعي، ط1، الإسكندرية، 2017.
15. شوقي بورقبة، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية -دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة-، عالم الكتاب الحديث، ط1، الأردن، 2013.

16. طاهر محسن منصور الغالي، إدارة واستراتيجية منظمات الأعمال المتوسطة والصغيرة، دار وائل للنشر، ط1، الأردن، 2009.
17. طه محمد أبو العلا، الايجار التمويلي الحقيقي للمعدات الانتاجية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2005.
18. ضياء الناروز، المشروعات الصغيرة والمتناهية الصغر بين وسائل التمويل التقليدية والإسلامية "دراسة مقارنة"، دار التعليم الجامعي، ط1، الإسكندرية، 2015.
19. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، مصر 2007.
20. عبد الستار الصياح، سعود العامري، الإدارة المالية أطر نظرية وحالات عملية، دار وائل للنشر ط3، الأردن، عمان، 2007.
21. عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 1998.
22. عدنان تايه النعيمي، ياسين كاسب الخرشنة، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسرة، عمان الأردن 2007.
23. عيبر الصفدي الطوال، التأجير التمويلي مستقبل صناعة التمويل، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
24. عيسى ضيف الله المنصور، نظرية الأرباح في المصارف الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط1، عمان، 2007.
25. فايز تيم، مبادئ الإدارة المالية، إثراء للنشر والتوزيع، ط3، عمان 2013.
26. فيصل محمود الشواورة، مبادئ الإدارة المالية إطار نظري ومحتوى علمي التمويل-الاستثمار-التخطيط-التحليل المالي، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط1، عمان، 2013.
27. قتيبة عبد الرحمان العاني، التمويل ووظائفه في البنوك الإسلامية والتجارية دراسة مقارنة، دار النفائس للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2013.
28. ماجدة العطية، إدارة المشروعات الصغيرة، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط3، عمان، 2009.
29. محسن أحمد الخضيرى، التمويل بدون نقود، مجموعة النيل العربية، ط1، 2001.
30. محمد أمين عزت الميداني، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، 1999.
31. محمد صالح الحناوي، نهي الفريد مصطفى، رسمية زكي قرياقص، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
32. محمد على إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

33. محمد محمود العجلوني، البنوك الإسلامية-أحكامها-مبادئها-تطبيقاتها المصرفية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط3، 2012
34. محمد مفلح عقل، مقدمة في الإدارة المالية، ط1، مكتبة المجتمع العربي للنشر والتوزيع، الأردن، 2008
35. مصطفى كمال السيد طایل، القرار الاستثماري في البنوك الإسلامية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006
36. منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2000
37. مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، ط2، عمان، 2000
38. نihal فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2003
39. يوسف حسن يوسف، التمويل في المؤسسات الاقتصادية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2003..
40. هيثم محمد الزغبى، الإدارة والتحليل المالي، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
2. باللغة الأجنبية:

1. Cherif Monder, **Le Capital-risque**, Revue Banque Edition, Paris, 2000
2. Florence, D, Delahaye, J, & Le Gallo, N, **DCG6 Finance D'Entreprise-Manuel-Réforme 2019-2020**, Paris, Dunod, 2019.
3. Garrido, **Le crédit-bail Outils de financement structurel et d'ingénierie commerciale**, Revue Banque Edition, Paris, 2002.
4. Gitman Lawrence, **Principles of Managerial Finance**, Pearson Higher Education International Editions, USA, 2003
5. JEAN LACHMANN, **Capital-risque Et Capital-investissement**, Edition Economica, Paris, France, 1999
6. -Gilles MOUGENOT, **Tout Savoir Sur Le Capital Investissement**, Gualino Edition, Paris, 2007
7. Jean Louis Amelon, **L'essentiel à Connaitre En Gestion Financière**, MAXIMA, 3ème édition, Paris, 2002
8. Josette Payread, **Analyse Financière**, Librairie Vuibert, 8^{ème} Edition, Paris, 1999.
9. Pierre Battini, **Capital risque: mode d'emploi**, Ed D'organisation, 3 ème édition, Paris, 2008
10. Pierre, V, Yann, L, & Pascal, Q, **Finance D'Entreprise**, Paris, DALLOZ 2015.
11. Richard Thompson, **Real Venture Capital: Building International Businesses**, Palgrave Macmillan, New York, 2008
12. Topsacalian, P, & Teulié, J, **Finance**, 2ème Edition, Paris, Vuibert, 1997.
13. Vizzavona, P, **Gestion Financière**, 9ème Edition, Alger, BERTI, 2004.