

المحور الأول (تمهيدي): مفاهيم أساسية حول التمويل وأنواعه

1.1. مفهوم التمويل والمفاهيم ذات الصلة

1.1.1. تعريف التمويل

2.1.1. تعريف الهيكل المالي

3.1.1. تعريف هيكل رأس المال

2.1. أنواع التمويل

1.2.1. من زاوية مدة التمويل

2.2.1. من زاوية مصدر الحصول على التمويل

3.2.1. من زاوية الغرض الذي يستخدم لأجله

المحور الثاني: التمويل قصير الأجل

1.2. الائتمان التجاري

1.1.2. تعريف الائتمان التجاري

2.1.2. أشكال الائتمان التجاري

3.2.2. تكلفة الائتمان التجاري

2.2. الائتمان المصرفي

1.2.2. تعريف الائتمان المصرفي

2.2.2. أنواع الائتمان المصرفي وتكلفته

3.2.2. الفرق بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي

3.2. أوراق سوق النقد

1.3.2. الأوراق التجارية

2.3.2. القبولات المصرفية

4.2. مصادر أخرى للتمويل قصير الأجل

1.4.2. المستحقات

2.4.2. مدفوعات العملاء

المحور الثالث: التمويل متوسط الأجل

1.3. القروض المباشرة متوسطة الأجل

- 1.1.3 أشكال القروض متوسطة الأجل
- 2.1.3 جدول سداد القرض
- 3.2.3 تكلفة القروض المباشرة متوسطة الأجل
- 2.2 التمويل بالاستئجار
 - 1.2.3 تعريف التمويل بالاستئجار
 - 2.2.3 أشكال التمويل بالاستئجار
 - 3.2.2 تكلفة التمويل بالاستئجار
 - 4.2.3 الاستئجار أو الاقتراض والشراء

المحور الرابع: التمويل طويل الأجل

- 1.4 أموال الاقتراض
 - 1.1.4 القروض طويلة الأجل
 - 2.1.4 السندات
- 2.4 أموال الملكية
 - 1.2.4 الأسهم العادية
 - 2.2.4 الأسهم الممتازة
 - 3.2.4 الأرباح المحتجزة
- 3.4 المقارنة بين أموال الاقتراض وأموال الملكية

المحور الخامس: الهيكل التمويلي الأمثل

- 1.5 التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال
 - 1.1.5 مدخل الأوزان الفعلية
 - 2.1.5 مدخل الأوزان المستهدفة
- 2.3 هيكل رأس المال الأمثل

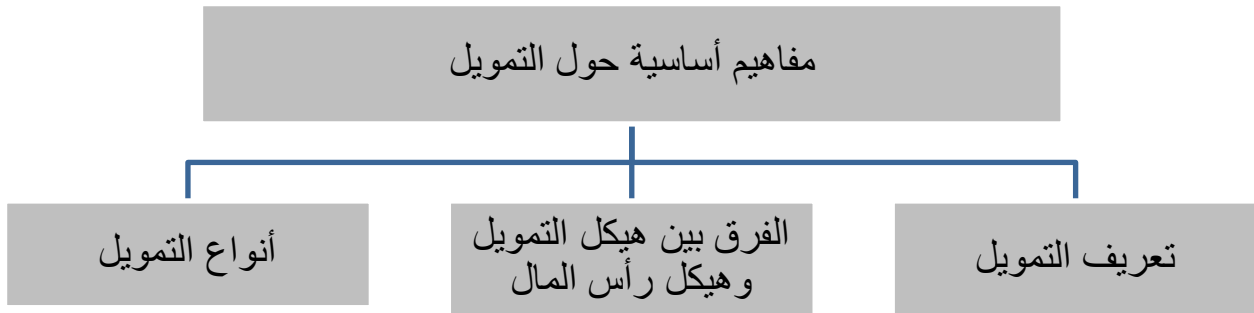
المحور الأول: مفاهيم أساسية حول التمويل وأنواعه

أهداف الدرس

في نهاية المحور يكون الطالب قادرا على الإجابة على الأسئلة التالية:

- ✓ ما المقصود بوظيفة التمويل؟
- ✓ من المسؤول على وظيفة التمويل في المؤسسة؟
- ✓ ما الفرق بين هيكل التمويل وهيكل رأس المال؟
- ✓ ما أنواع التمويل؟

مخطط الدرس



المحور الأول (تمهيدي): مفاهيم أساسية حول التمويل وأنواعه

1.1 مفهوم التمويل والمفاهيم ذات الصلة

تعتبر الوظيفة المالية واحدة من أهم الوظائف في المؤسسة، فلا يمكن للمؤسسة أن تقوم بنشاطها من إنتاج وتسويق وغيرها من الوظائف دون توافر الأموال اللازمة لتمويل أوجه الإنفاق المختلفة. ضمن الوظيفة المالية يتخذ قرار التمويل من قبل المدير المالي.

1.1.1 تعريف التمويل: يعرف التمويل على أنه مجموعة الأسس التي تعمل على تدبير الأموال سواء لإنشاء

المؤسسة أو لضمان سير نشاطها أو توسعها. تكمن مهمة الإدارة المالية (المدير المالي) في تحديد مصادر التمويل والاختيار أو المفاضلة بين البدائل للوصول إلى الهيكل المالي الأمثل والذي يمكنه من تحقيق هدفه النهائي وهو تعظيم قيمة المؤسسة.

2.1.1 تعريف الهيكل المالي: يقصد به المزيج التمويلي كله سواء مصادر التمويل طويلة أو متوسطة أو قصيرة

الأجل.

لا بد من التفريق بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال.

3.1.1 تعريف هيكل رأس المال: هو جزء من الهيكل المالي، ويتضمن مصادر التمويل طويلة الأجل ويستبعد

جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. أي أن هيكل رأس المال يشمل الخصوم طويلة الأجل والمتكونة من أموال الاقتراض طويل الأجل وحقوق الملكية.

2.1 أنواع التمويل: يمكن النظر للتمويل من عدة زوايا والتي نرصد من خلالها أنواع التمويل.

1.2.1 من زاوية مدة التمويل: يقسم إلى:

- **التمويل قصير الأجل:** يخص الأموال التي لا تزيد فترة استردادها عن سنة كالمبالغ المالية التي تخصص لدفع الأجور أو شراء المواد أو غيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من الحصيلة المنتظرة للعمليات الجارية.
 - **التمويل متوسط الأجل:** يخص الأموال التي تكون فترة استردادها أكثر من سنة وأقل من خمس سنوات (إلى سبع سنوات)، وتخص تمويل عمليات شراء الآلات والمعدات.
 - **التمويل طويل الأجل:** تزيد مدته عن سبع سنوات يستخدم في عمليات التوسيع.
- 2.2.1. من زاوية مصدر الحصول على التمويل:** يقسم إلى:

- **تمويل ذاتي:** يعتبر من أهم مصادر التمويل في المؤسسة، بحيث يمكن للمؤسسة أن تمول نفسها دون اللجوء إلى مصادر خارجية.
- **تمويل خارجي:** يكون هذا التمويل بلجوء المؤسسة إلى المدخرات الموجودة في السوق المالية، سواء من خلال اللجوء إلى سوق النقد والاقتراض من البنوك التجارية، أو من خلال سوق رأس المال عن طريق طرح الأسهم والسندات للاكتتاب.

3.2.1. من زاوية الغرض الذي يستخدم لأجله:

- **تمويل الاستغلال:** تلك الأموال التي ترصد لمواجهة الاحتياجات قصيرة الأجل والتي تتعلق بدورة الاستغلال في المؤسسة.
- **تمويل الاستثمار:** يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها طاقة إنتاجية جديدة، أو توسيع للطاقة الإنتاجية الحالية.

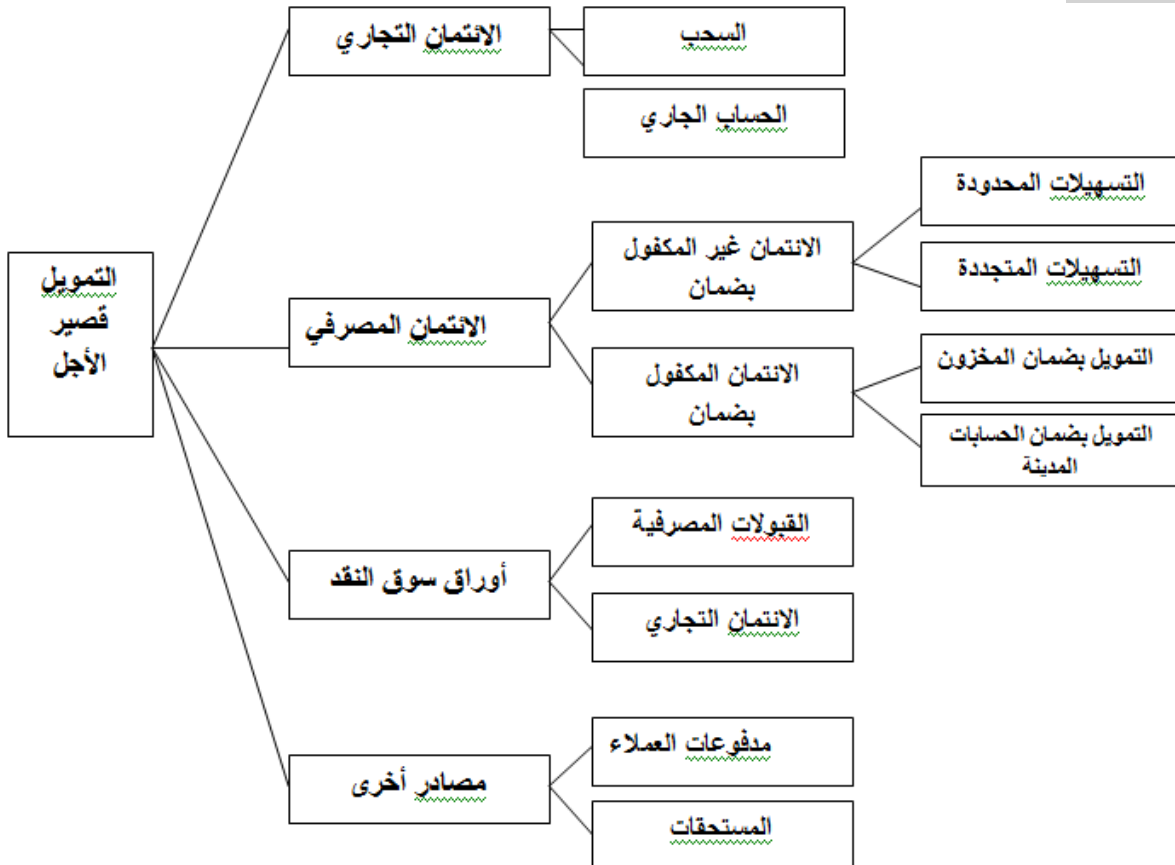
المحور الثاني: التمويل قصير الأجل

أهداف الدرس

في نهاية المحور يكون الطالب قادرا على الإجابة على الأسئلة التالية:

- ✓ مالمقصود بالائتمان التجاري وما أهم أشكاله؟
- ✓ كيف تحسب تكلفة الائتمان التجاري؟
- ✓ مالمقصود بالائتمان المصرفي وما أهم أشكاله؟
- ✓ كيف تحسب تكلفة الائتمان التجاري؟
- ✓ ما مزايا وعيوب كل مصدر تمويلي؟

مخطط الدرس



تعريف التمويل قصير الأجل : يعرف التمويل قصير الأجل بالتزامات الدين التي تستحق الدفع في فترة زمنية اقل من سنة، والتي تستخدم كمصدر لتمويل الاحتياجات الضرورية كأجور العمال وشراء المدخلات اللازمة للعملية الإنتاجية والتي يفترض أن تسدد من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

تتمثل أهم مصادر التمويل قصير الأجل في:

- الائتمان التجاري؛
- الائتمان المصرفي؛
- التمويل بضمان الأوراق التجارية؛
- المتأخرات والقروض الخاصة؛
- أدوات سوق النقد.

1.2. الائتمان التجاري

1.1.2. تعريف الائتمان التجاري: هو التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة من الموردين والمتمثل في القيمة الآجلة للمشتريات كالمواد الأولية والسلع. عند قيام المؤسسة باستخدام الائتمان التجاري فإنه يسجل في دفاترها كحساب الدائن (الموردين) (ذمم دائنة).

تعتمد قدرة المؤسسة في الاستفادة من الائتمان التجاري على عدة عوامل، أهمها:

- سمعة المؤسسة.
- حجم المؤسسة.
- الوضعية المالية للمؤسسة.

- شروط الائتمان التجاري (الخصم النقدي ومدة الائتمان).

2.1.2. أشكال الائتمان التجاري: للائتمان التجاري عدة أشكال، سنتطرق إلى أهمها، وهي:

أ. **الحساب الجاري:** هو أكثر أشكال الائتمان التجاري استخداما وشيوعا وفيه يفتح البائع للمشتري حسابا في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب والمبالغ التي سددها أول بأول، ويطلق عليها أيضا بالحساب المفتوح.

ب. **السحب:** وهو مطالبة بدفع ثمن البضاعة من البائع للمشتري، و يأخذ عدة أشكال :

- سحب بالإطلاع حيث يستحق استلام المبلغ بمجرد رؤية المشتري له.

- سحب زمني (آجل) حيث يستحق المبلغ بعد رؤية المشتري له بفترة زمنية.

ج. **الكمبيالة:** هي تعهد مكتوب وموقع من المشتري بالدفع في الوقت المحدد.

يفضل البائعون الكمبيالات والسحوبات على الحساب الجاري، وذلك للأسباب التالية:

- كلاهما أكثر قانونية من الحساب الجاري، وعليه فان الحساب الجاري لا يستخدم إلا إذا توفر عنصر الثقة العالية في المشتري.

- يستطيع البائع خصم الكمبيالة، أي قبض قيمتها من البنك قبل موعد استحقاقها مقابل مبلغ يقتطعه البنك من قيمة الكمبيالة أو السحب.

- هناك اجل محدد (موعد استحقاق) تستحق فيه الكمبيالة أو السحب مما يساعد البائع على التخطيط لتدفقاته النقدية بشيء من الدقة، أما الحساب الجاري فلا يوجد موعد محدد سلفا للسداد.

3.1.2. تكلفة الائتمان التجاري: سياسة الائتمان التجاري يحكمها عاملين:

- الخصم النقدي؛

- فترة الائتمان.

وهذا يجعل تكلفة الائتمان التجاري تعرف حالتين:

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

- الحالة الثانية: الاستفادة من فترة الائتمان التجاري كاملة وعدم الاستفادة من الخصم النقدي. فإذا لم تسدد المؤسسة التزاماتها في 20 يوما (المثال السابق) فإنها تسدد قيمة المشتريات كاملة في أجل أقصاه 30 يوما. فتكون بذلك المؤسسة قد حصلت على ائتمان تجاري مرتفع التكلفة، حيث أن تكلفة عدم الاستفادة من الخصم النقدي عالية جدا. تحسب هذه التكلفة وفق العلاقة التالية.

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

حيث:

AR : التكلفة الفعلية لعدم الاستفادة من الخصم.

D : نسبة الخصم.

CP : فترة الائتمان.

DP : فترة الخصم.

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

شرط ائتمان: (10/3 صافي 30).

مبلغ المشتريات 100000 دج

المطلوب

- اشرح معنى شرط الائتمان (10/3 صافي 30).

- إذا استفادت المؤسسة من الخصم النقدي، ما هو المبلغ المدفوع؟

- احسب التكلفة السنوية في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي.

4.1.2. مزايا وعيوب الائتمان التجاري كمصدر للتمويل

- المزايا

- يساعد المؤسسات التي لا تستطيع الحصول على الائتمان المصرفي في الحصول على التمويل.

- إن المشتري إذا حصل على جميع الخصومات النقدية التي يمنحها له البائع فإنه يكون قد حصل على تمويل دون

تكلفة.

- سهولة الحصول على التمويل، حيث أن الحصول على الائتمان التجاري لا يتطلب إجراءات تقديم الطلبات

ودراسة المركز المالي للعميل وتقديم الضمانات.

- العيوب

- قد يفشل المشتري بسبب ظروف البيع في الحصول على خصم تعجيل الدفع عند تجاوز فترة الائتمان فتكون تكلفة الائتمان مرتفعة.

- هناك فرق بين سعر الشراء نقدا وسعر الشراء بالآجل.

- المغالاة في الاعتماد على الائتمان التجاري.

2.2. الائتمان المصرفي

1.2.2. تعريفه: هو عبارة عن المبالغ التي تحصل عليها المؤسسات من القطاع المصرفي لمدة لا تزيد عن سنة، ويكون في العادة لثلاثة أو ستة أو تسعة أشهر. وهذا النوع من الائتمان يهدف عادة إلى تمويل العمليات الجارية.

بما أن البنوك تمنح القروض من ودائع الأفراد، لذا فإنها تقوم باتخاذ قرار منح الائتمان بعد الوقوف على

مجموعة من العناصر:

- **القدرة على التسديد:** يعمل البنك المقرض دائما قبل الموافقة على منح القروض على التأكد من وجود مصدر وفاء مؤكد لدى المقرض.

- **قدرة المقرض على إدارة المشروع:** بما أن القرض سيسدد في نهاية الدورة يجري التأكد من خبرة المقرض وقدرته على إتمام الدورة بنجاح.

- **سمعة المقرض:** رغم أن البنك يولي أهمية أكبر لقياس قدرة المقرض على السداد كمياً، غير أن سمعته واستقامته في التعامل مع البنك لا تقل أهمية عن القدرة على التسديد.

- الضمانات: قد تمنح البنوك قروضا مصرفية قصيرة الأجل دون أن تتطلب ضمانات، غير أنها قد تتطلب

ضمانات لمنح الائتمان. تتصف الضمانات المقبولة لدى البنوك بما يلي:

- سهولة التسويق.

- سهولة التقدير.

- استقرار القيمة نسبيا.

- عدم القابلية للتلف.

2.2.2. أنواع الائتمان المصرفي قصير الأجل

أولاً: الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان: يقصد به تلك القروض التي تقدمها البنوك للمؤسسات دون

اشتراط ضمانات. يشمل الائتمان المصرفي غير المكفول بضمان نوعين، هما:

أ. التسهيلات الائتمانية المحدودة: هي ترتيبات ائتمانية بين البنك والمؤسسة المقترضة، يسمح بموجبها البنك

للمؤسسة بالاقتراض خلال السنة، شرط عدم الزيادة عن مبلغ معين، كأن يفتح البنك للمؤسسة اعتماد بمبلغ

معين تستطيع المؤسسة السحب من هذا المبلغ والتسديد في أي وقت خلال السنة. لا يمثل هذا النوع من الائتمان

التزاما أكيدا من البنك، فإذا لم تتوفر السيولة الكافية لدى البنك، أو تدنى الترتيب الائتماني للمؤسسة فإن البنك

قد يرفض منح الائتمان دون أن يترتب على ذلك أي جزاءات قانونية.

ب. التسهيلات الائتمانية المتجددة: يلتزم المصرف بتقديم تسهيلات تصل إلى حد معين وتختلف عن سابقتها

في أنها تمثل التزاما قانونيا للمصرف بتقديم القروض المتفق عليها في أي وقت من السنة تطلبها المؤسسة مقابل

ذلك تدفع المؤسسة رسوم ارتباط (التزام) على الجزء غير المستخدم كتعويض عن التزام المصرف ومعدل فائدة على المبالغ المسحوبة.

- تكلفة الائتمان المصرفي غير المضمون

تختلف تكلفة الائتمان المصرفي قصير الأجل غير المضمون حسب ثلاث حالات:

الحالة الأولى: دفع الفائدة في نهاية الفترة

في هذه الحالة سعر الفائدة الفعلي هو نفسه سعر الفائدة الاسمي

الحالة الثانية: خصم الفائدة مقدما من قيمة القرض

في هذه الحالة يكون معدل الفائدة الفعلي أكبر من معدل الفائدة الاسمي، لان المؤسسة تستلم في البداية قيمة القرض مخصوما منه قيمة الفائدة على القرض، وبالتالي فان المبلغ الذي تستفيد منه المؤسسة اقل من قيمة القرض الذي تحسب عليه الفائدة.

الحالة الثالثة: حالة الرصيد المعوض

عندما يمنح البنك قرضا للمؤسسة فانه في بعض الأحيان يلزمها أن تبقى في حسابها الجاري مع البنك رسيدا مساويا لـ 10% أو 20% من قيمة القرض. تمثل هذه الأرصدة طريقة لرفع معدل الفائدة الحقيقي على القروض الممنوحة للمؤسسات.

في كل الحالات السابقة يحسب معدل الفائدة الحقيقي وفق العلاقة التالية:

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

حيث:

AR : معدل الفائدة الفعلي.

I : مبلغ الفائدة (قيمة القرض مضروباً في معدل الفائدة الاسمي).

L : المبلغ المستفاد منه (ليس بالضرورة قيمة القرض).

مثال 1

ترغب مؤسسة باقتراض 100000 دينار لمدة سنة واحدة من بنك، معدل الفائدة الاسمي 10%. احسب تكلفة

التمويل في حالة:

- دفع الفائدة في نهاية السنة.

- خصم الفائدة مقدماً من القرض.

مثال 2

اقتضت مؤسسة 1000000 دينار بسعر فائدة اسمي 15%، كانت المؤسسة ملزمة بإبقاء رصيد تعويضي في

البنك بنسبة 25% من قيمة القرض.

- احسب سعر الفائدة الحقيقي للقرض.

ثانيا: الائتمان المصرفي المكفول بضمان : قد لا تستطيع بعض المؤسسات الحصول على القروض إلا إذا قدمت ضمانات لحماية حقوق المقرضين لأن مخاطر إقراض هذه المؤسسات تكون أقل لوجود مصدرين لسداد أصل وفائدة القرض هما التدفقات النقدية للمؤسسة والضمانات التي قدمتها. الضمانات قد تكون:

- ضمانات شخصية.
- الأوراق المالية (الأسهم والسندات).
- الأصول المتداولة (الذمم المدينة والمخزون).
- الأصول الثابتة (الأراضي، المباني....)

يشمل التمويل المضمون عدة أنواع، أهمها:

أ. التمويل بضمان الحسابات المدينة: يمكن للمؤسسة أن تقترض من البنك بضمان حساباتها المدينة، حيث تقوم بتخصيص مستحقاتها من هذه الحسابات لصالح البنك (رهن الذمم المدينة) وفي نفس الوقت تظل هذه المؤسسة ملتزمة تجاه البنك بتسديد أي حسابات مدينة تتخلف عن الدفع. في الغالب لا يقرض البنك إلا بنسبة معينة (80% مثلا) من قيمة الحسابات المدينة المرهونة. وهناك بديل آخر لهذا النوع من التمويل وهو قيام المؤسسة ببيع فاتورة الحساب المدين إلى البنك المقرض (بيع الذمم المدينة)، ويسمى هذا البديل ببيع الفواتير بالجملة، ويتم البيع بخخص من قيمتها الاسمية عوضا عن رهنها لأمره، فتصبح بذلك الملكية القانونية لهذه الحسابات عائدة للبنك وليس للمؤسسة. لكن يتعين ملاحظة أن تكاليف التمويل في ظل البديل الأخير قد تكون مرتفعة، لما تتضمنه من خطر الحسابات المدينة بالإضافة إلى معدل الفائدة المحسوب.

ب. التمويل بضمان المخزون: أصبحت القروض المضمونة بالمخزون مصدرا هاما للتمويل قصير الأجل. يحدد البنك النسبة من قيمة المخزون التي سيمنحها كقرض للمؤسسة. تختلف هذه النسبة حسب نوعية المخزون، وهناك عدة عوامل تدخل في تحديد هذه النسبة، منها:

- درجة نمطية المادة.

- القابلية للتسويق.

- مدى الاستقرار في سعرها.

يلاحظ أن تكلفة هذا المصدر التمويلي تكون مرتفعة وقد تتجاوز تكلفة التمويل بضمان الحسابات المدينة.

3.2.2. الفرق بين الائتمان التجاري والائتمان المصرفي

- من حيث التكلفة

- ارتفاع تكلفة الائتمان التجاري في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي عن تكلفة الائتمان المصرفي.

- من حيث السهولة واليسر

الحصول على الائتمان التجاري أسهل من الحصول على الائتمان المصرفي. إذ لا يحتاج الائتمان التجاري إلى تقديم طلبات كما لا يحتاج إلى تحليل ودراسة وضع العميل، كما انه في حالة الائتمان التجاري قد يعطي الدائن للمدين مهلة أخرى للسداد إذا لم يتمكن من السداد في الوقت المتفق عليه. بالمقابل نجد أن الائتمان المصرفي يتطلب تقديم طلبات إلى البنك للحصول عليه، ويتم فحص هذه الطلبات وتحليل المركز المالي للعميل، كما أن البنك لا يعطي مهلة تسديد للعميل الذي لا يتمكن من الدفع في التاريخ المحدد وإذا تم إعطاؤه هذه المهلة فإن البنك يحسب عليه فوائد تأخير.

- من حيث المرونة

تفسر المرونة بإمكانية المقرض الحصول على أموال نقدية تمكنه من تمويل عملياته الجارية من شراء بضاعة وسداد مصاريف تشغيلية وهذا ممكن في حالة الائتمان المصرفي. أما في حالة الائتمان التجاري فيكون فقط على شكل تقديم بضاعة.

- من حيث الضمانات

يتطلب الائتمان المصرفي غالباً أن يقدم المقرض ضمانات للبنك في حين لا يتطلب الائتمان التجاري في الغالب هذه الضمانات.

3.2. أوراق سوق النقد

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

1.3.2. الأوراق التجارية: في الدول التي تتواجد فيها أسواق نقد متطورة، يمكن لبعض المؤسسات الحصول على تمويل قصير الأجل باللجوء إلى أدوات سوق النقد كالأوراق التجارية. والأوراق التجارية عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها المؤسسات الكبيرة المعروفة ذات المراكز المالية الكبيرة. وتباع عن طريق وكلاء متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون البنوك التجارية وشركات تأمين وصناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي يوجد لديها فائض سيولة. والورقة التجارية تتضمن قيمة اسمية ومعدل فائدة وتاريخ استحقاق محدد. فترة استحقاق الأوراق التجارية عادة لا تتجاوز 9 أشهر. أما سعر الفائدة فيكون عادة أكبر من سعر الفائدة على الودائع بقليل لكنه أقل من سعر الفائدة على القروض.

تحسب تكلفة الأوراق التجارية وفق العلاقة 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 الفائدة الاسمي).

V : قيمة الأوراق التجارية.

E : المصروفات الإدارية.

مثال

تقوم مؤسسة بإصدار أوراق تجارية للحصول على التمويل قصير الأجل.

- قيمة الورقة المصدرة 100000 دينار.

- فترة الاستحقاق 9 أشهر (270 يوماً).

- سعر الفائدة السنوي 12%.

- تدفع المؤسسة 1% مصاريف للوسيط (1000 دينار)

احسب تكلفة التمويل بالورقة التجارية.

2.3.2. القبولات المصرفية

هي التزام من طرف البنك لضمان طرف آخر بدفع مبلغ معين وبتاريخ محدد إلى طرف آخر. بموجب هذا القبول فان البنك يتعهد بالدفع في تاريخ الاستحقاق المثبت في حالة عدم قدرة المصدر على الدفع. يشاع استخدام هذا النوع من الأوراق المالية في التجارة الخارجية. بشكل عام فان آجال هذه الأوراق لا يتجاوز 9 أشهر. وتمثل تكلفة القبولات رسوم مقابل الالتزام الذي يقدمه البنك ومعدل الفائدة على القرض في حالة قيام البنك بالدفع بدلا عن مصدر القبول المصرفي.

4.2. مصادر أخرى للتمويل قصير الأجل

1.4.2. المستحقات: قد تدفع المؤسسات أجور العمال إما على أساس أسبوعي أو نصف شهري، أو على أساس شهري، الأمر الذي يؤدي إلى ظهور أجور مستحقة غير مدفوعة في الميزانية. ونفس الأمر بالنسبة لضريبة الدخل واستقطاعات الضمان الاجتماعي، وضريبة المبيعات. وهذا النوع من التمويل يعد من مصادر التمويل قصير الأجل الخالية من الكلفة (مجانية).

2.4.2. مدفوعات العملاء: هي عبارة عن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من عملائها مقدما مقابل تسلمهم السلع لاحقا، وهي تساعد المؤسسة على شراء المواد الأولية الضرورية للعملية الإنتاجية.

- مزايا التمويل بالمصادر قصيرة الأجل

- حاجة المؤسسة الموسمية للأموال لتمويل عمليات شراء بضاعة في الموسم. ففي هذه الحالة تفضل المؤسسة استخدام الأموال قصيرة الأجل نظرا لان التمويل طويل الأجل يصبح مرتفع التكاليف، لان الأموال ستبقى عاطلة فترة طويلة من السنة بعد انتهاء الموسم.
- سهولة الحصول على القروض قصيرة الأجل نظرا لان عنصر المخاطرة فيها اقل مما هو في القروض طويلة الأجل. بالإضافة إلى أن الحصول عليها بضمانات أسهل وفي وقت أسرع.

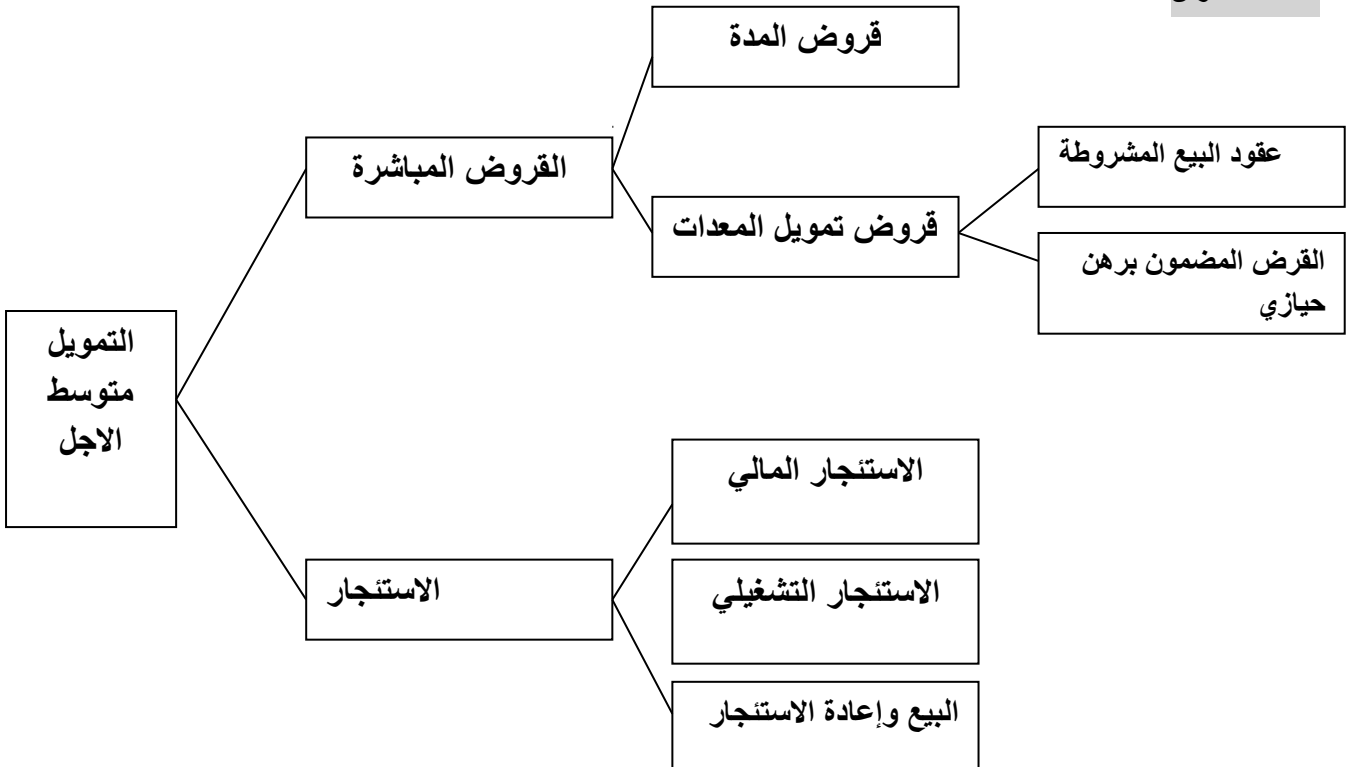
المحور الثالث: التمويل متوسط الأجل

أهداف الدرس

في نهاية المحور يكون الطالب قادرا على الإجابة على الأسئلة التالية:

- ✓ مالمقصود بالتمويل المتوسط الأجل وما أنواعه؟
- ✓ كيف تحسب تكاليف القروض متوسطة الأجل؟
- ✓ ما المقصود بالاستئجار وما أنواعه؟
- ✓ كيف تحسب تكلفة الاستئجار؟
- ✓ كيف تتم المفاضلة بين التمويل عن طريق القروض متوسطة الأجل والتمويل عن طريق الاستئجار؟

مخطط الدرس



يقصد بالتمويل متوسط الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين سواء في صورة نقدية أو أصول، والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها أكثر من سنة وحتى خمس سنوات (قد تمتد الفترة إلى سبع سنوات). توجه هذه الأموال لشراء وسائل الإنتاج المختلفة، أي أنها وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار التشغيلي للمؤسسة.

ينقسم هذا النوع من التمويل إلى نوعين:

- قروض مباشرة متوسطة الأجل؛

- التمويل بالاستئجار.

1.3. القروض المباشرة متوسطة الأجل

يتم الحصول على هذا النوع من القروض من البنوك التجارية، تستخدم في تمويل عمليات شراء المعدات والتجهيزات أو تجديدها، فتح وحدات إنتاجية جديدة أو إدخال تكنولوجيات جديدة.

جدول سداد القرض

يمثل جدول سداد القرض خاصية أساسية لجميع القروض متوسطة وطويلة الأجل، يكون الغرض منه سداد القرض تدريجياً (أقساط) لحماية كل من المقرض والمقترض، ويعرف أيضاً بمدفوعات الإهلاك.

يستخدم جدول إهلاك القرض أيضاً لمقارنة هذا النوع من التمويل بأنواع أخرى متوسطة الأجل (التمويل التاجيري) من حيث التكلفة.

لإعداد جدول إهلاك القرض تتبع الخطوات التالية:

أولاً: حساب الدفعة السنوية

$$\frac{\text{قيمة القرض}}{\text{معامل الفائدة المناسب}} = \text{الدفعة السنوية}$$

معامل الفائدة المناسب لعدد من السنوات يتم الحصول عليه من جدول القيمة الحالية للدفعات، أو باستخدام العلاقة التالية:

$$\text{معامل الفائدة المناسب} = \frac{1 - (1 + \text{معدل الفائدة})^{-\text{عدد الاقساط}}}{\text{معدل الفائدة}}$$

$$\text{أما معامل الفائدة للسنة} = (1 + \text{معدل الفائدة})^{-\text{السنة}}$$

ثانياً: إعداد جدول إهلاك القرض

نهاية السنة	دفعة السداد (1)	الفائدة على الرصيد المتبقي (2) الرصيد المتبقي x معدل الفائدة	السداد من الأصل (3)=(2-1)	الرصيد المتبقي (4)=مبلغ القرض - 3
1				
2				
3				
4				
5				0
المجموع			قيمة القرض	

مثال 1: اقترضت مؤسسة 100000 دولار من بنك تجاري بمعدل فائدة سنوي 12% ولمدة خمس سنوات.

تنص اتفاقية القرض على أن يتم السداد على خمس دفعات متساوية نهاية كل سنة ابتداء من السنة الأولى.

- المطلوب: إعداد جدول إهلاك القرض.

مثال 2: اقترضت مؤسسة 550000 دولار، يسدد القرض على أقساط ربع سنوية لمدة سنة ونصف، معدل الفائدة السنوي 12%.

- المطلوب: إعداد جدول إهلاك القرض.

3.1.3. تكلفة القروض متوسطة (طويلة) الأجل

تعرف تكلفة الدين على أنها معدل العائد الذي تحققه المؤسسة على استثماراتها من أجل تحقيق معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين.

تعطى القروض إعفاءاً ضريبياً مما يعني أن تكلفة القروض تخضع للضريبة.

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

حساب تكلفة القرض قبل الضريبة

في حالة السداد على شكل دفعات متساوية

$$K_i = \frac{2xtxF}{P_0(n+1)}$$

حيث:

K_i : تكلفة القرض.

P_0 : قيمة الدين.

F : إجمالي الفائدة المستحقة على القرض.

n : عدد الدفعات.

t : عدد الأقساط في السنة.

مثال

حصلت شركة على قرض بقيمة 200000 دينار، بفائدة سنوية قدرها 6%، يجب عليها سداد القرض في شكل دفعات شهرية على 4 سنوات، معدل الضريبة 30%.

المطلوب: احسب تكلفة القرض (بعد الضريبة).

2.3. التمويل بالاستئجار

1.2.3. تعريف التمويل بالاستئجار: يعرف التمويل بالاستئجار بأنه عقد يقوم بمقتضاه مالك الأصل بمنح طرف آخر حق استخدامه خلال فترة زمنية معينة (بين سنتين وخمس سنوات أو حتى سبع سنوات) وذلك مقابل قيمة إيجارية محددة. بعدما كان هذا النوع من التمويل مقتصرًا فقط على الأراضي أصبح يشمل أصولًا أخرى مثل السيارات والمعدات...، يقوم المستأجر باستخدام الأصل دون الالتزام بشرائه مع وجود إمكانية التنازل على الأصل المؤجر في نهاية الفترة المتعاقد عليها.

2.2.3. أشكاله

أ. الاستئجار المالي: يتم في هذا النوع تحويل كل الالتزامات والمخاطر إلى المستأجر. يعني ذلك أن مدة العقد كافية لتسمح للمؤجر باستعادة كل نفقات رأس المال مضافًا إليه مكافأة هذه الأموال المستثمرة.

يتميز الاستئجار المالي بالخصائص التالية:

- تقع الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على عاتق المؤسسة المستأجرة؛
- تتفق الفترة الزمنية للعقد عادة مع العمر الإنتاجي للأصل وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل، فيحصل مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل بالإضافة إلى القيمة المتبقية.

ب. الاستئجار التشغيلي: في هذا النوع جزء من الالتزامات والمخاطر والأعباء يتحملها المؤجر. بالإضافة إلى أن فترة العقد تكون عادة اقل من الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي فإن قيمة التأجير لا تغطي تكلفة الأصل ومن ثم يتوقع مالك الأصل استعادة قيمة الاستثمارات الموظفة في هذا الأصل من خلال تكرار عملية التأجير.

ج. البيع وإعادة الاستئجار: يتم هذا النوع عندما تمتلك مؤسسة أرضاً أو عقاراً أو تجهيزات معينة وتقوم ببيعها إلى مؤسسة تمويلية وفي الوقت ذاته تتعاقد مع هذه المؤسسة على استئجار الأصل منها للاستمرار في استعماله لمدة زمنية معينة. فتحصل بذلك المؤسسة على التدفق النقدي الناتج عن عملية البيع وفي الوقت ذاته تحتفظ بالأصل.

3.2.3. تكلفة التمويل بالاستئجار

4.2.3. الاستئجار أو الاقتراض والشراء

لتفهم مزايا وعيوب التمويل بالاستئجار، لابد من مقارنة تكلفة التمويل بالاستئجار بتكلفة امتلاك نفس الأصل باستخدام قرض مباشر متوسط الأجل مضمون بالأصل.

تظهر هذه المقارنة من خلال الجدول الموالي، حيث يفترض أن المؤسسة ترغب في الحصول على آلة معينة تكلفتها 100000 دولار، ويتوافر لديها بديلان.

الأول: اقتراض 100000 دولار بمعدل فائدة سنوي 12% ولمدة خمس سنوات على أساس أن يتم السداد بدفعات متساوية تبلغ 27741 دولار (مثال سابق).

الثاني: استئجار الآلة بمبلغ 27335 دولار سنوياً، حيث تبلغ قيمة الخردة في نهاية المدة 10000 دولار، تلتزم

المؤسسة بتقديم خدمات الصيانة والتي تكلف سنوياً 500 دولار. تتبع المؤسسة سياسة قسط الإهلاك الثابت

السنوي. يقدر العائد على الاستثمار بعد الضريبة بـ 12% وتقدر الضريبة على الدخل بـ 25%.

لإجراء المقارنة لابد من حساب القيمة الحالية لتكلفة استئجار الآلة ومقارنتها بتكلفة الاقتراض وشراء الآلة بدلا من الاستئجار.

أولا: حساب القيمة الحالية لتكلفة استئجار الآلة

نقوم بإعداد الجدول التالي:

(1) نهاية السنة	(2) دفعة الإيجار	(3): (2 x 25%) الوفر الضريبي	(4): (2 - 3) التدفق النقدي الخارج	(5) معامل الفائدة المناسب	(6): (4 x 5) القيمة الحالية
0		-		1	
4 - 1					
5	-				
					المجموع

السنة صفر: دفعة الإيجار تدفع في بداية السنة.

معامل الفائدة لأربع سنوات

$$\text{معامل الفائدة المناسب} = \frac{1 - (1 + \text{معدل الفائدة})^{-\text{عدد الأقساط}}}{\text{معدل الفائدة}}$$

معامل الفائدة للسنة الخامسة $5 - (0.12 + 1)$

ثانيا: حساب القيمة الحالية لتكلفة الاقتراض والشراء

نقوم بإعداد الجدول التالي:

السنة	دفعة القرض الشهرية (1)	الفائدة على الرصيد المتبقي (2)	تكلفة الصيانة (3)	الاهتلاك (4)	نفقات تطرح لعرض الضريبة (5) $4+3+2=5$	الوفر الضريبي $x (5) = (6)$ %25	صافي التدفق النقدي الخارج $6-3+1$	معامل الفائدة المناسب للسنة	القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية الخارجة
1	27741								
2	27741								
3	27741								
4	27741								
5	27741						(*)		
									المجموع

(*) يتم تخفيض دفعة تسديد القرض بـ 10000 دولار (القيمة المتبقية للآلة).

الاهتلاك = (قيمة الآلة - قيمة الحردة) / عدد السنوات

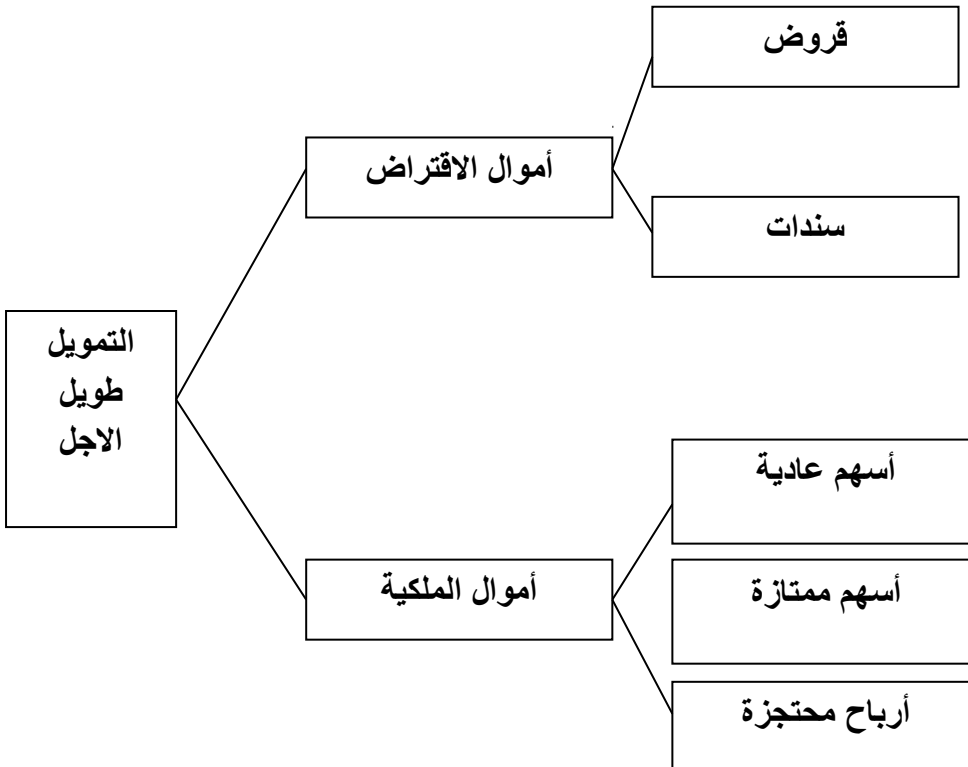
المحور الرابع: التمويل طويل الأجل

أهداف الدرس

في نهاية المحور يكون الطالب قادرا على الإجابة على الأسئلة التالية:

- ✓ مالمقصود بالتمويل طويل الأجل وما أنواعه؟
- ✓ ما هي أموال الملكية؟
- ✓ ما الفرق بين الأسهم والسندات؟
- ✓ ما الفرق بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة؟
- ✓ كيف تحسب تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل؟
- ✓ كيف تتم المفاضلة بين مختلف مصادر التمويل طويل الأجل؟

مخطط الدرس



1.4. أموال الاقتراض طويل الأجل: تصنف إلى:

1.1.4. القروض طويلة الأجل: والتي تحصل عليها المؤسسة من البنوك، تم التطرق سابقا إلى القروض متوسطة وطويلة الأجل.

2.1.4. السندات

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

من الضروري التفريق بين مصطلحات قيمة السند ومفاهيمها، والتي يمكن توضيحها فيما يلي:

أ. القيمة الاسمية: وهي القيمة المحددة على صكوك السندات بموجب قيمة القرض، حيث أن مجموع القيم الاسمية لصكوك السندات يساوي قيمة القرض.

ب. قيمة الإصدار: قيمة الإصدار قد تأخذ أحد الأشكال التالية:

- إصدار السند بنفس القيمة الاسمية، وعليه فان قيمة الإصدار = القيمة الاسمية

- إصدار السند بأعلى من القيمة الاسمية، وعليه فان قيمة الإصدار = القيمة الاسمية بعلاوة إصدار

- إصدار السند بأقل من القيمة الاسمية، وعليه فان قيمة الإصدار = القيمة الاسمية مع خصم إصدار.

- إصدار السندات بخصم إصدار: تقوم المؤسسة بتحديد سعر إصدار السندات وذلك من خلال تحديد القيمة الاسمية للسند، ولكن تظهر مشكلة تتمثل في ظهور قيمة سوقية (حالية) للسند حيث يرفض المستثمر الشراء إلا بالقيمة الحالية، وقد تكون القيمة الحالية أقل من القيمة الاسمية وبالتالي تتحمل المؤسسة خصم إصدار.
- إصدار السندات بعلاوة إصدار: تحاول بعض الشركات تحديد سعر الفائدة على السندات بما يتفق مع سعر الفائدة السائد في السوق، ولكن قد يختلف تاريخ بيع هذه السندات عن تاريخ إصدارها، مما يؤدي إلى انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق عن ذي قبل، أي انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق عن سعر الفائدة المحدد في الصك، وبالتالي يزيد الطلب على هذه السندات، مع استعداد المستثمرين على دفع سعر للسند يزيد عن القيمة الاسمية له، وهذه الزيادة تسمى علاوة إصدار.

ج. القيمة الدفترية: وتمثل قيمة السند كما هي مثبتة بدفاتر وسجلات الشركة. قيمة السند الدفترية ثابتة لا تتغير بأي عوامل باعتباره صك محدد المبلغ والمدة ويسدد كدين على الشركة في ميعاد الاستحقاق.

د. القيمة السوقية: وهي القيمة التي تحددها عوامل السوق من عرض وطلب وهي التي يتداول بها السند يباعا وشراء. والقيمة السوقية هي القيمة التي تظهر في النشرات التي تصدر عن هيئة سوق المال وبورصة الأوراق المالية وتنشرها الصحف يوميا كمؤشرات التداول.

2.2.1.4 خصائص السندات

- حامل السند يعتبر دائنا من دائني المؤسسة؛
- حامل السند يحصل على معدل فائدة دوري محدد؛
- للسند أجل محدد تلتزم المؤسسة بسداد قيمته في نهاية المدة المتفق عليها؛
- حاملوا السندات ليس لهم الحق في التصويت أو المشاركة في إدارة المؤسسة.

3.2.1.4. أنواع السندات: يمكن تصنيف السندات حسب عدة معايير.

- من حيث الجهة المصدرة:

سندات حكومية: يتم إصدارها من قبل الحكومات لتمويل الإنفاق العام.

سندات القطاع الخاص: يتم إصدارها من قبل المؤسسات لتمويل توسعها.

- من حيث الضمان:

سندات مضمونة: هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسة بضمان أصولها لمصلحة حاملي السندات.

سندات غير مضمونة: هي تلك السندات التي تصدرها المؤسسة دون أن تقدم أي ضمانات لمصلحة حاملي

السندات.

من حيث سعر الفائدة (الكوبونات):

سندات ذات سعر فائدة ثابت (عائد ثابت): وهي تلك السندات التي تحمل سعر فائدة محدد سلفاً ويبقى ثابتاً

دون تغيير لحين موعد الاستحقاق وبغض النظر عن التغيرات في حركة أسعار الفائدة في السوق. يحسب سعر

الفائدة كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، ويتم دفع كوبون الفائدة سنوياً أو كل نصف سنة حسب ما تقرره الجهة

المصدرة للسند.

مثال:

سند بقيمة اسمية \$1000

كوبون ثابت 8%

تاريخ الاستحقاق 10 سنوات.

الفائدة المستحقة كل سنة = $80\$ = 1000\$ \times 8\%$

وعليه فإن المستثمر سيحصل على عائد 80 دولار كل سنة حتى تاريخ الاستحقاق.

سندات ذات سعر فائدة عائم (عائد متغير): وهي تلك السندات التي تحمل سعر فائدة متغير، حيث يتحرك صعودا وهبوطا مع حركات أسعار الفائدة في السوق. يتحدد سعر الفائدة العائم بربطه بسعر أساسي مثل سعر إعادة الخصم أو الفائدة على أذون الخزانة.

مثال:

سند بقيمة اسمية \$1000
كوبون سعر متغير (سعر أذون الخزانة 91 يوما + 0.75%) تدفع كل ثلاثة أشهر
تاريخ الاستحقاق 10 سنوات.
إذا كانت أذون الخزانة لـ 91 يوما 8.89% فإن الفائدة على السندات ستكون
الفائدة المستحقة = $(365/91) \times 1000\$ \times (0.75\% + 8.89\%) = 24.03\$$
بما أن سعر أذون الخزانة لمدة 91 يوم يتغير كل ثلاثة أشهر فإن قيمة الكوبون تتغير أيضا كل ثلاثة أشهر.

السندات الصفوية

ليست لها فائدة تدفع دوريا، لذلك يتم بيعها بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها بالإضافة إلى إجمالي الفائدة المستحقة والمتراكمة طوال فترة السندات.

من حيث قابلية التحويل

سندات قابلة للتحويل: هي سندات ينص عقد إصدارها على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية بتاريخ وسعر محدد مسبقا (سعر التحويل)، ويكون لصاحب السند حرية الاختيار في ممارسة حقه في تحويل السندات إلى أسهم عادية أو استرداد قيمة السندات الأصلية في تاريخ الاستحقاق.

سندات غير قابلة للتحويل: سندات لا يتم تحويلها إلى أسهم.

من حيث القابلية للاستدعاء:

سندات قابلة للاستدعاء: هي تلك السندات التي يتم سداد قيمتها قبل موعد استحقاقها، ويذكر ذلك ضمن نص عقد إصدار السندات. عادة يتم استدعاء السندات عندما تنخفض أسعار الفائدة بصورة كبيرة عن تاريخ إصدارها وبالتالي لا يكون من مصلحة الجهة المقترضة الاستمرار في دفع فوائد عالية، فيتم استدعاء السندات ذات معدل الفائدة الثابت والمرتفع، ويتم استبدالها بسندات ذات سعر فائدة منخفض. ولأن خيار الاستدعاء من شأنه أن يكون في غير مصلحة المستثمر فإن السندات التي يمكن استدعاءها تعطي للمستثمر عائد اعلي من تلك السندات غير قابلة للاستدعاء.

السندات غير القابلة للاستدعاء: تلك السندات التي لا يحق للجهة المصدرة استدعاءها قبل تاريخ استحقاقها.

بعض السندات لها خاصية "الخيار العاجل" والتي من شأنها أن تتيح للمستثمر خيار إعادة السند إلى الجهة المقرضة قبل حلول تاريخ استحقاقه، عادة ما يمارس المستثمرون هذا الخيار حين يكونون في حاجة لسيولة نقدية أو حين ترتفع أسعار الفائدة (يتخلصون من السندات ذات الفائدة المنخفض للحصول على سندات ذات فائدة مرتفع).

إطفاء السندات: يقصد به سداد قيمتها، ويكون ذلك:

- عند موعد الاستحقاق
- قبل موعد الاستحقاق (الاستدعاء). وقد يكون الاستدعاء كلياً (استدعاء كل السندات) أو جزئياً (استدعاء جزء محدد من السندات).

حق الأولوية: تتميز السندات بحق الأولوية في حالة ما إذا تمت تصفية المؤسسة، حيث أن القيمة الناتجة عن بيع أصول المؤسسة يتم استخدامها أولاً في دفع الالتزامات للدائنين (المقرضين) ثم حاملي السندات في المرتبة الثانية ثم حاملي الأسهم).

تكلفة التمويل للسند الواحد

أولاً: السندات التي ليس لها تاريخ استحقاق

$$kd = \left(\frac{r}{sp} \right) (1 - t)$$

حيث:

r: معدل الفائدة

sp: ثمن بيع السند

t: معدل الضريبة

مثال 1: إذا باعت مؤسسة 20.000 سند بقيمة 200.000 دج ليس لها تاريخ استحقاق وبمعدل فائدة 12% وكانت نسبة الضريبة 25%. أوجد تكلفة السند.

ثانياً: السندات التي لها تاريخ استحقاق

$$kd = R(1 - t)$$

حيث:

R: العائد لموعد الاستحقاق

(قيمة الخصم أو قيمة العلاوة / عدد السنوات) + مبلغ الفائدة

العائد لموعد الاستحقاق =

(القيمة الاسمية + صافي الثمن) / 2

قيمة الخصم = القيمة الاسمية - صافي الثمن

قيمة العلاوة = صافي الثمن - القيمة الاسمية

مثال 2: إذا أصدرت مؤسسة سندات تستحق بعد 20 سنة، بقيمة اسمية \$1000 وبعمولة إصدار \$100 (السند يباع بـ \$1100). يدفع السند فائدة سنوية مقدارها \$60. معدل الضريبة 25% أوجد تكلفة هذا السند؟

بافتراض أن السند في المثال السابق يباع بخصم \$50. اوجد كلفة هذا السند؟

مثال 3: مؤسسة أصدرت سندات بمعدل فائدة 10% تستحق بعد 25 سنة، قيمتها الاسمية \$5000 وبخصم إصدار 20%. احسب تكلفة السند إذا كان معدل الضريبة 35%.

2.4. أموال الملكية

1.2.4. الأسهم العادية

1.1.2.4. تعريف السهم: السهم جزء من رأس مال شركة المساهمة، حيث يقسم رأس مال الشركة - عند

تأسيسها - إلى أجزاء متساوية، يمثل كل جزء منها سهم، ويمثل هذا السهم بصك يثبت ملكية المساهم له. تخول

الأسهم العادية لحاملها حقوقاً، منها:

- حق حضور الجمعية العامة للشركة، والتصويت على قراراتها؛
- حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحققها وتوزيعها؛
- حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها؛
- حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة لزيادة رأس المال؛
- حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر، بطريق البيع في السوق المالية، أو غيرها من الطرق؛

- حق انتخاب أعضاء مجلس إدارة الشركة؛

- حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.

الأسهم العادية عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل. لها قيمة اسمية، وقيمة دفترية وقيمة سوقية وقيمة تصفوية.

القيمة الاسمية: وهي القيمة المكتوبة على الصك أو قسيمة السهم، والتي توزع الشركة المصدرة لها الأرباح بنسبة

مئوية فيها. يجب أن تكون جميع القيم الاسمية متساوية. كما تستخدم القيمة الاسمية في عملية احتساب رأس مال

الشركة حيث :

$$\text{رأس مال الشركة} = \text{عدد الأسهم العادية} \times \text{القيمة الاسمية للسهم}$$

القيمة الدفترية: وهي عبارة عن قيمة السهم المقيدة في الدفاتر المحاسبية للشركة، تمثل حصة حامل السهم في مجمل

حقوق المساهمين. يعبر عنها بالمعادلة التالية:

$$\frac{\text{حقوق المساهمة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

القيمة السوقية: سعر السهم في السوق المالي، وهو غير ثابت بل يرتفع وينخفض حسب قوى العرض والطلب.

القيمة التصفوية: قيمة السهم عند تصفية الشركة، تحسب وفق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - \text{الالتزامات و حقوق الأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة التصفوية للسهم}$$

2.1.2.4. خصائص الأسهم العادية

تمتاز الأسهم العادية بما يلي:

- أنها أموال ملكية؛
- لا يوجد لها موعد استحقاق، بل تنتهي مع تصفية الشركة؛
- يحصل حاملها على حقوقه ومنها الربح ويتحمل جميع المخاطر التي تتعرض لها الشركة بمقدار مساهمته فيها.

3.1.2.4. مزايا وعيوب الأسهم العادية كمصدر للتمويل

أولاً: المزايا

- تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها؛
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو أمر يترتب عليه زيادة القدرة الاقتراضية المستقبلية للشركة؛
- لا توجد أي التزامات أو أعباء ثابتة على الشركة مثل الفوائد، كما أن الشركة غير ملزمة قانونياً بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم.

ثانياً: العيوب

- ارتفاع التكلفة التي تتحملها الشركة، ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين: أولهما أن العائد الذي يتطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفعاً، نظراً للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة. ثانيهما أن أرباح الأسهم على

عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية .

- إصدار أسهم جديدة يحتتمل أن يترتب عليه دخول مساهمين جدد، مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن هذا العيب قد يمكن التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية.

5.1.2.4. تكلفة التمويل بالأسهم العادية

تمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق العائد الذي يمكن الحصول عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطرة (وهو ما يطلق عليه تكلفة الفرصة البديلة).

يمكن حساب تكلفة الأسهم العادية بالعلاقة التالية:

$$K_e = \frac{D_t}{P_0(1 - z)}$$

حيث:

P_0 : القيمة السوقية للسهم

D_t : نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة سنويا.

z : تكاليف الإصدار

مثال: إذا كان رأس المال الخاص لشركة يقدر بـ 5000000 دولار، وعدد الأسهم العادية 20000 سهم، والأرباح المتوقعة تقدر بـ 400000 دولار، أما سعر السهم في السوق فيقدر بـ 250 دولار.

احسب تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

- حساب تكلفة الأسهم العادية عن طريق معدل النمو الثابت

$$K_e = \frac{D_t}{P_0(1 - z)} + g$$

حيث:

g: معدل نمو الأرباح.

مثال: سعر السهم العادي السوقي لشركة هو 50 دولار ويتوقع أن تحقق ربح للسهم 4 دولار، ومعدل نمو الأرباح 5%. احسب تكلفة السهم.

2.2.4. الأسهم الممتازة

1.2.2.4. تعريف الأسهم الممتازة: تعتبر الأسهم الممتازة مصدر من مصادر التمويل بأموال الملكية، وهي

من المصادر طويلة الأجل. والسهم الممتاز عبارة عن ورقة مالية تجمع بين صفات السهم العادي والسند.

2.2.2.4. خصائص الأسهم الممتازة

للسهم الممتازة خصائص تشترك فيها مع الأسهم العادية، وهي:

- أنها أموال ملكية؛

- ليس لها موعد استحقاق؛

تحصل على نصيبها من الأرباح.

أما الخصائص التي تشترك فيها مع السندات فهي:

- ربحها محدد سلفا (غالبا ما يكون كنسبة مئوية من القيمة الاسمية)؛

- ليس لها الحق في الإدارة والتصويت إلا إذا ورد نص خلاف لذلك؛

- ليس لها حق المشاركة في الأرباح المحتجزة.

تأتي الأسهم الممتازة في المرتبة الثانية بعد الديون في الأولوية في الحصول على حقوقهم عند تصفية

المؤسسة، وبالتالي قبل المساهمين العاديين.

5.2.2.4 . تكلفة الأسهم الممتازة

تحسب تكلفة الأسهم الممتازة وفق العلاقة التالية:

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

حيث:

K_p : التكلفة الفعلية للسهم

D_p : نصيب السهم الواحد من الأرباح الموزعة سنويا.

V_p : قيمة السهم السوقية.

إذا تحملت المؤسسة تكاليف إصدار، تحسب التكلفة على النحو التالي:

$$K_p = \frac{D_p}{V_p(1 - \alpha)}$$

حيث:

α : تكاليف الإصدار.

مثال: سهم ممتاز قيمته السوقية 100 دولار، يوزع سنويا إرباح بـ 8 دولار.

مثال 2: إحدى المؤسسات تنوي إصدار أسهما ممتازة، ستوزع عليها أرباحا بـ 10 دولار لكل سهم. يباع السهم

بسر 100 دولار في السوق. كما تتحمل المؤسسة مصاريف اصدرا بـ 25%.

- احسب تكلفة السهم الممتاز.

- مزايا التمويل بالأسهم الممتازة

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت على انتخاب مجلس الإدارة ، ولا يحق لهم الترشح لعضويته، وبالتالي فان

المؤسسة تحصل على التمويل دون التخوف من تدخل أصحاب هذه الأموال في إدارة المؤسسة.

3.2.4. الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة مصدرا تمويليا داخليا، وهي أرباح لم يتم توزيعها بغرض إعادة استثمارها. تحصل المؤسسة

على موافقة المساهمين على احتجاز الأرباح إذا كان العائد المتوقع تحقيقه من إعادة استثمارها أكبر من تكلفة

الفرصة البديلة للمساهمين.

1.3.2.4. مزايا استخدام الأرباح المحتجزة في عملية التمويل

- لا يؤثر استخدام الأرباح في تمويل الشركة على إدارتها من حيث التصويت والترشيح؛

- لا تحتاج الشركة إلى جهد للوصول إلى هذا المصدر التمويلي لأنه ملك لها؛

- تستطيع الشركة استخدامه في أي وقت إذا تحقق الربح؛

- غير مكلف كالاقتراض الخارجي.

2.3.2.4. تكلفة الأرباح المحتجزة

تعتبر الأرباح المحتجزة من أسهل مصادر التمويل وتكلفتها تماثل تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال لأنه لو لم يتم حجزها لوزعت على المساهمين الذين بدورهم سيقومون باستثمارها بأفضل البدائل إذا نحن بحجز هذه الأرباح أضعنا على المستثمر فرص استثمارها بأحد البدائل المتاحة لذلك فإن تكلفتها تكون مساوية للإيراد المفقود والذي كان من الممكن أن يحصل عليه حامل السهم لو قام باستثمار هذه الأرباح فيما إذا وزعت. ومن المعروف أن الفرص المتاحة أمام حامل السهم كلها ستكون مقارنة لتكلفة السهم لأنه لو أتاحت له فرصة أفضل من الأسهم لقام على الفور ببيع هذه الأسهم لذلك تحسب تكلفة الأرباح المحتجزة بنفس طريقة الأسهم العادية :

$$K_e = \frac{D_t}{P_0(1 - z)} + g$$

مثال: إذا فرضنا أن التوزيعات المتوقعة في السنة المقبلة لإحدى المنشآت هي 12 دولار للسهم الواحد وتنمو هذه

التوزيعات بمعدل سنوي ثابت قدره 8% وكان السعر السوقي للسهم الواحد 100 دولار.

احسب تكلفة الأرباح المحتجزة.

يدفع حملة الأسهم العادية ضريبة على الأرباح الموزعة، وإذا رمزنا إلى معدل الضريبة بـ t فإن تكلفة الأرباح

المحتجزة تصبح تكلفة الأسهم العادية مضروبا في $(1 - t)$.

3.4. المقارنة بين أموال الملكية أموال الاقتراض

- الأولوية في الحصول على الدخل لأصحاب أموال الاقتراض يليهم أصحاب أموال الملكية؛
- يطلق على دخل المقرض فائدة، أما دخل أموال الملكية فيطلق عليها ربح؛
- الفوائد التي تحصل عليها أموال الاقتراض محدود وثابتة، أما أرباح الملكية فهي متغيرة؛
- أصحاب أموال الاقتراض متأكدون من الدخل الذي سيحصلون عليه (فائدة ثابتة) ، أما أصحاب أموال الملكية هم غير متأكدون لا من حجم الربح ولا من اتخاذ قرار التوزيع؛
- لا يوجد موعد استحقاق لأموال الملكية، أما أموال الاقتراض فلها موعد استحقاق؛
- أصحاب أموال الملكية لهم الحق في التصويت والترشيح وبالتالي السيطرة على مجلس الإدارة، أما المقرضين ليس لهم الحق في ذلك.

التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال

$$WACC = W_d K_d(1 - t) + W_p K_p + K_c W_c$$

حيث :

W_d : نسبة الديون في هيكل التمويل المستهدف.

W_p : نسبة الأسهم الممتازة في هيكل التمويل المستهدف.

W_c : نسبة الأسهم العادية في هيكل التمويل المستهدف.

K : تكلفة تمويل كل عنصر.

t : معدل الضريبة المفروض على المنشأة .

مثال: بفرض أن منشأة صناعية قررت تشكيل هيكل رأسمالها على النحو التالي : ديون بنسبة 40% بتكلفة 9%، وأسهم ممتازة بنسبة 20% بتكلفة 8%، وأسهم عادية 40% بتكلفة 15.5%. تخضع المنشأة لمعدل ضريبة على الدخل يعادل 40%.

المطلوب: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للمنشأة.

الهيكل التمويلي الأمثل - الهيكل الأمثل لرأس المال

إن غرض المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر التمويل، بل يقع على عاتقه أيضا أن يحصل عليها بأفضل الشروط وان يحدد ذلك المزيج التمويلي الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن أو اقل تكلفة. فغرض المدير المالي هو التوصل إلى الهيكل المالي المثالي الذي يمكنه من تحقيق هدفه النهائي وهو تعظيم قيمة المؤسسة. وعلى العموم هناك مجموعة من المعايير لاختيار الهيكل المالي للمؤسسة، أهمها:

- **الملائمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام:** يقتضي مبدأ الملائمة بتمويل احتياجات المؤسسة القصيرة الأجل من مصدر قصير الأجل لان تمويلها من مصدر طويل الأجل يتعارض وهدف الربحية. وتعتبر عملية الملائمة جد ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقع الحصول عليها من الأصول وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول.

- **المرونة:** تعني المرونة قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة وذلك تبعا للتغيرات في الحاجة إلى الأموال، كما أنها تعني أيضا تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمام المؤسسة.

- **الخطر:** ينتج خطر التمويل عن زيادة الاعتماد على الاقتراض في تمويل عمليات المؤسسة ويؤدي مثل هذا الاعتماد المتزايد إلى زيادة أعباء خدمة الدين، وقد تتعرض المؤسسة للفشل وذلك في حالة عجزها عن سداد

ديونها. وعندما تواجه المؤسسة هذا الفشل سوف يهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم لأنهم آخر من يستوفي حقه عند القيام بعملية التصفية للمؤسسة.

- الإدارة والسيطرة: معنى ذلك بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة وهي من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر الأموال، لهذا السبب كثيرا ما نجد المالكين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار أسهم عادية.

- حجم المؤسسة: يعتبر حجم المؤسسة عاملا يحدد قدرتها على التوسع في الاقتراض، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالبا ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسة الصغيرة.

التكلفة: رغم أهمية كل العناصر السابقة الذكر في تحديد الهيكل التمويلي الأمثل، إلا أن تكلفة التمويل تعد اهم هذه العناصر.