

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة عمار ثليجي الأغواط

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مطبوعة محاضرات في مقياس:

تمويل المؤسسة

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر اقتصاد وتسيير المؤسسات -السداسي الأول-.

من إعداد الدكتور:

بوهالي محمد

السنة الجامعية: 2023/2022

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة عمار ثليجي الأغواط

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية



مطبوعة محاضرات في مقياس:

تمويل المؤسسة

موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر اقتصاد وتسيير المؤسسات -السداسي الأول-.

من إعداد الدكتور:

بوهالي محمد

السنة الجامعية: 2023/2022

اعتمدت هذه المطبوعة بعد مصادقة المجلس العلمي لكلية
العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بجامعة الاغواط، بناء
على المحضر رقم: 2023/05، المنعقد بتاريخ: 2023 /07 /04
تحت رقم اعتماد: 2023/م/03



تقديم المطبوعة

جاءت هذه المطبوعة كخلاصة المجهود المبذول لسنوات مع طلبتي الأعزاء في تناول مقياس تمويل المؤسسة، وتضمنت عديد المحاضرات المتعلقة بالمقياس، بالإضافة إلى جملة من الأمثلة التطبيقية، وكذا مجموعة من التمارين غير المحلولة، بالإضافة إلى بعض الأسئلة النظرية، والتي تساعد الطالب على تعميق فهمه للمقياس، وقد تم الاعتماد على البساطة قدر الإمكان في معالجة مواضيعها بغية تذليل الصعوبات والعقبات وتيسير فهم المقياس من طرف الطلبة.

فهرس المطبوعة

الصفحة	الموضوع
01	تقديم المطبوعة.....
02	فهرس المطبوعة.....
03	المحاضرة رقم 01: مفاهيم أساسية.....
05	المحاضرة رقم 02: التمويل قصير الأجل.....
08	المحاضرة رقم 03: الائتمان التجاري.....
13	المحاضرة رقم 04: الائتمان المصرفي.....
18	المحاضرة رقم 05: أنواع الائتمان المصرفي قصير الأجل.....
25	المحاضرة رقم 06: التمويل عن طريق الشراكة.....
27	المحاضرة رقم 07: التمويل عن طريق البورصة.....
29	المحاضرة رقم 8: بورصة الجزائر.....
35	المحاضرة رقم 08: التنبؤ بالاحتياجات المالية.....
45	المحاضرة رقم 09: التمويل متوسط الأجل.....
49	المحاضرة رقم 10: مقارنة تكلفة الاستئجار مع تكلفة الاقتراض والشراء.....
54	المحاضرة رقم 11: التمويل بالسندات.....
62	المحاضرة رقم 12: التمويل بالأسهم الممتازة.....
66	المحاضرة رقم 13: التمويل بالأسهم العادية.....
72	المحاضرة رقم 14: التمويل بالأرباح المحتجزة.....
74	المحاضرة 15: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال.....
78	المحاضرة 16: الرافعة المالية.....
91	المحاضرة 17: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر.....
94	المحاضرة رقم 18: النظريات المفسرة لتأثير القروض على قيمة المؤسسة.....
106	خلاصة.....
107	قائمة المراجع.....

المحاضرة رقم 01: مفاهيم أساسية

1. تمهيد: يعتبر تمويل المؤسسة أو مالية المؤسسة عموماً أحد فروع علم الإدارة الذي يهتم بالجانب المالي للمؤسسة أو كيفية إدارة التدفقات النقدية في المؤسسة بهدف تعظيم قيمة ملاكها، وبرز هذا الحقل من العلم مع النصف الثاني من القرن العشرين، نتيجة عدة عوامل منها كبر حجم المؤسسات.

2. الوظيفة المالية: تعني النشاط المالي في المؤسسة، وهذه الوظيفة تشمل عملية تحديد الاحتياجات المالية وتوفير التمويل المناسب لها ثم استعمالها في حيازة مختلف أنواع الأصول أي استثمارها لتعظيم قيمة المؤسسة وثروة ملاكها.

أو هي مجموع المهام والأنشطة التي تقوم بها عدد من المصالح والأقسام، وتهدف إلى إدارة التدفقات المالية والبحث عن الموارد المالية الضرورية والاستخدام الأمثل لها. فالوظيفة المالية هي عبارة عن الحقل الإداري أو مجموعة الوظائف الإدارية المتعلقة بإدارة مجرى النقد والرامية إلى تمكين المؤسسة من تنفيذ أهدافها ومواجهة ما عليها من التزامات في الوقت المحدد باستخدام الأدوات المتاحة. وتتجلى الوظيفة المالية في المهام التي يقوم بها المديرون الماليون من وضع لخطط التمويل للحصول على الموارد المالية ومن ثم استخدام هذه الموارد بطريقة تؤدي إلى تحقيق أهداف المؤسسة، والمتمثلة أساساً في زيادة ثروة مساهميها.

3. أهمية الوظيفة المالية: تعتبر الوظيفة المالية أهم الوظائف في أي مؤسسة، وهذا لأن أي نشاط في المؤسسة سواء كان نشاطاً استغلالاً أو نشاطاً استثماراً لا وله أثر مالي، كما تكمن أهمية الوظيفة المالية في البحث عن مصادر الأموال اللازمة بالنسبة للمؤسسة وفي إطار محيطها المالي بالكمية والتكلفة الملائمة وفي الوقت المناسب والسهر على إنفاقها بأحسن طريقة لتحقيق أغراض المؤسسة وكل من له مصلحة في المؤسسة.

4. إطار الوظيفة المالية: قد تختلف مهام الوظيفة المالية من مؤسسة لأخرى إلا أنها عموماً تتمحور في:

- التخطيط المالي، من خلال تقدير الاحتياجات المالية المختلفة،
- اتخاذ القرارات الاستثمارية، من خلال تقييم الفرص الاستثمارية والمفاضلة بينها.
- القرارات المالية؛ تدير الأموال الضرورية وحساب تكلفة كل مصدر واختيار أحسنها.
- الرقابة المالية، التأكد من أن الأموال خصصت بكفاءة وفعالية.
- توزيع الأرباح، تحديد ذلك الجزء من النتيجة الصافية الذي سيتم احتجازه واستعماله في التمويل الذاتي، وذلك الجزء الذي سيتم توزيعه على حملة الأسهم العادية.
- معالجة بعض المشاكل الخاصة، مثل التصفية، الانضمام، الاندماج والتقييم.

5. مصادر التمويل: هي المصادر التي حصلت منها المؤسسة على الأموال، وتتمثل في اجمالي الخصوم، ويمكن التمييز بين مفهومين أساسيين هما:

1.5 هيكل رأس المال: **Capital Structure** يشمل فقط مصادر التمويل طويلة الأجل (قروض. ط.أ، أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات، أرباح محتجزة)

2.5 الهيكل المالي: **Financial Structure** يشمل مختلف مصادر التمويل القصيرة، المتوسطة، وطويلة الأجل.

6. أنواع مصادر التمويل: تنقسم مصادر الأموال في المؤسسة عموماً الى ثلاثة أنواع رئيسية، وكل نوع بدوره ينقسم الى أقسام فرعية، أما الأقسام الأساسية فهي:

1.6 التمويل قصير الأجل: **Short-Term Financing** وهو تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة لا تزيد عن السنة. وتشمل الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، وهذا النوع من التمويل يستعمل في تمويل الأصول الجارية، أي نشاط الاستغلال في المؤسسة.

2.6 التمويل طويل الأجل: **long-Term Financing** وهو تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة تزيد عن العشر سنوات. قروض طويلة الأجل، أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات، أرباح محتجزة، وهذا النوع من التمويل يستخدم في تمويل الأصول غير الجارية، أو نشاط الاستثمار في المؤسسة.

3.6 التمويل متوسط الأجل: **Medium-Term Financing** وهو تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة بين السنة والعشر سنوات. قروض متوسطة الأجل، سندات متوسطة، القرض الإيجاري، وتستعمل في تمويل الأصول التي تتلاءم مع مدتها مع مدة استحقاق هذا النوع من التمويل.

سؤال 1: إلى أي مدى يمكن أن تعتمد المؤسسة على التمويل قصير الأجل؟

جواب 1: يتوقف الأمر على هيكل الأصول، بمعنى أن تمويل الأصول الثابتة من مصادر تمويل طويلة الأجل، والأصول المتداولة من مصادر قصيرة الأجل، غير أنه إذا كانت الإدارة من النوع الذي يحب المخاطرة، فيمكن أن تمويل الأصول الثابتة من مصادر قصيرة الأجل أو العكس، مثلاً تمويل أصول متداولة من مصادر طويلة الأجل.

وترجع عملية المفاضلة بين مصادر التمويل إلى أمرين هما: تكلفة المصدر، ودرجة إتاحة المصدر.

المحاضرة رقم 02: التمويل قصير الأجل

ينقسم قرار التمويل إلى عدة أنواع، حسب عدة معايير ومن المعايير المستخدمة في تصنيف قرار التمويل نجد التصنيف حسب المدة وينقسم التمويل حسب المدة إلى تمويل قصير الأجل ومتوسط وطويل الأجل.

1. مفهوم التمويل قصير الأجل

يقصد بالتمويل قصير الأجل ذلك التمويل الذي تحصل عليه المؤسسة من الغير وتلتزم برده مع الفوائد المترتبة عليه إن وجدت في مدة تقل عن السنة، وعموما نجد نوعين من التمويل قصير الأجل هما الائتمان التجاري والائتمان المصرفي.

2. أسباب اللجوء إلى التمويل قصير الأجل: وتلجأ المؤسسات إلى التمويل قصير الأجل للأسباب التالية:

- 1- تناسبه مع النشاط المراد تمويله؛
- 2- ضعف نسبة المخاطرة وهو عامل مهم لدى المقرضين، حيث يفضل المقرض استثمار أمواله في مشاريع قصيرة الأجل، والتي غالبا ما تكون فترة استرداد الأموال فيها قصيرة، وبالتالي حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها عالية؛
- 3- قد يكون الحصول على تمويل قصير الأجل أقل من تكلفة الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل لقصر فترة السداد ولضعف نسبة المخاطرة؛
- 4- الحاجة للأموال في بعض المؤسسات والنشاطات موسمية، مثل مؤسسات صناعة الأدوات المدرسية والأنشطة الفلاحية، الأمر الذي يؤدي إلى تواجد سيولة لا توجد هناك حاجة لها في حالة التمويل طويل الأجل لذا تلجأ المؤسسات إلى البحث عن مصدر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص في السيولة ولتمويل احتياجاتها الموسمية؛
- 5- بعض حالات التمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد أي لا تتحمل المؤسسات أي تكلفة وذلك في حالات الشراء بالأجل على أن يتم التسديد بمدة معينة فإذا لم يتم التسديد بالمدة المتفق عليها فإن ذلك يعني عدم تحميل المشروع أي تكلفة نتيجة لحصوله على ذلك الائتمان (في حالة عدم وجود خصم نقدي تشجيعي مثلا وظروف مالية معينة).

3. عيوب الاعتماد على التمويل قصير الأجل: إن الاعتماد على مصادر التمويل قصيرة الأجل لا تخلو من بعض العيوب والمخاطر، والتي من بينها ما يلي:

- ✓ قصر مدة الائتمان واستحقاق الوفاء بالدين في مدة قصيرة، قد لا يتوفر خلالها لدى المؤسسة النقدية اللازمة للوفاء بالدين في ميعاد استحقاقه، الأمر الذي يجعل المؤسسة مرتبطة بالمقرض وتحت سيطرته، بعكس الحال بالنسبة لمصادر التمويل طويلة الأجل.
- ✓ عدم قيام المقرضين بمنح المؤسسة المزيد من الأموال أو الائتمان، في حالة ثبوت عدم قدرتها على السداد، مما يعرض المؤسسة لمخاطر مالية وإنتاجية تهدد بقائها واستمرارها.
- ✓ ارتفاع تكلفة التمويل قصير الأجل، لارتفاع معدل الفائدة، بالرغم من أنه قد سبق وحددنا أن انخفاض تكلفة التمويل أحد مميزات هذا النوع من المصادر المالية، وهذا لا يشير إلى نوع من التعارض، لأنه عمليا وفي ظل مخاطر الاقتراض القصير الأجل، وانخفاض وسائل حماية المقرض ماليا يرتفع احتمال عدم قدرة المؤسسة على السداد، ومن وجهة نظر اقتصادية تجاه حجم القرض، فإن المقرضين يطلبون معدل فائدة أعلى. ولكن من وجهة نظر محاسبية دفترية، أن سهولة توفير الأموال من مصادر التمويل قصير الأجل وفي ظل معدل فائدة مرتفع، يساعد على تمويل عمليات المؤسسة وتحقيق أرباح كبيرة تفوق تكلفة التمويل عن طريق هذه المصادر المالية.

ولكي يتم اختيار مصدر التمويل القصير الأجل المناسب ينبغي أخذ الاعتبارات التالية في الحسبان:

- ✓ التكلفة: أي تدنية تكلفة التمويل إلى أقصى حد ممكن والتي يعبر عنها بمعدل الفائدة السنوي أي أنه يهتم باختيار المصدر الأقل تكلفة بالمقارنة بالبدائل الأخرى مع عدم إغفال العوامل الأخرى التي يكون لها تأثير في بعض المواقف على عملية الاختيار.
- ✓ أثر المصدر على نسبة المديونية قد يترتب على استخدام بعض المصادر التأثير على مستوى المديونية للمؤسسة بالمقارنة بالمصادر الأخرى، فتجاوز المديونية لمستوى معين يؤثر على مقدرة المؤسسة في الحصول على أموال إضافية ويرفع من تكلفة هذه الأموال.
- ✓ مدى الوثوق والاعتماد على المصدر في توفير احتياجات المؤسسة حيث تتفاوت هذه المصادر من حيث إمكانية الاعتماد عليها في الحصول على الأموال عندما تدعو الحاجة إليها وفي الوقت المناسب، الأمر الذي يتطلب المفاضلة بين هذه المصادر.
- ✓ القيود المفروضة على استخدام المصدر قد يكون لبعض المقرضين المقدرة على فرض قيود على المؤسسة أكثر من غيرهم فقد تكون هذه القيود في شكل وضع حد أقصى على ما يتم توزيعه من أرباح، وعلى المكافآت والإنفاق الرأسمالي.

✓ المرونة فقد تكون بعض المصادر أكثر مرونة من غيرها بحيث يمكن للمؤسسة أن تحصل على أو تسدد جزء من ديونها.

تطبيق: أجب بدقة واختصار على الأسئلة التالية:

1. لخص إيجابيات التمويل قصير الأجل؟
2. اعط ثلاث أمثلة عن بعض الأصول التي ينبغي تمويلها من خلال التمويل قصير الأجل؟
3. ما رأيك في تمويل السلع الرأسمالية عن طريق التمويل قصير الأجل؟

المحاضرة رقم 03: الائتمان التجاري Trade crédit

1. الائتمان التجاري: Trade crédit هو نوع من التمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين. ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تتجر فيها المؤسسة أو تستخدمها في العملية الإنتاجية. وتعتمد عليه المؤسسة بدرجة أكبر من المصادر الأخرى قصيرة الأجل.

2. مميزاتة:

- أنه تلقائي (آلي)، أي يزيد أو ينقص حسب حجم الطلب، أي يتاح بالكمية وفي الوقت المناسب.
- أنه يتم دون إجراءات أو تعهدات رسمية، ولا يستغرق وقت طويل في الحصول عليه.

3. شروط الائتمان التجاري: وتوجد ثلاث شروط أساسية هي:

- مدة الائتمان: وهي عدد الأيام التي تمر قبل استحقاق قيمة الفاتورة بالكامل.
- الخصم النقدي: الخصم النقدي هو تخفيض في سعر المبيعات إذا تم الدفع خلال فترة معينة، وغالبا ما يتراوح بين 1 % و 5 % من قيمة البضاعة المباعة، ويستفيد المشتري من هذا الخصم إذا قام بالدفع خلال فترة زمنية معينة يشار إليها صراحة في شروط الائتمان.
- مدة الخصم النقدي: وهي أقصى عدد الأيام من بداية الائتمان التي يمكن من خلالها الحصول على الخصم النقدي.

4. مثال: شروط الائتمان التجاري يعبر عنها كما يلي: 10/2 صافي 30 يوم.

معناه الخصم النقدي هو 2 %.

مدة الخصم النقدي هي 10 أيام.

مدة الائتمان هي 30 يوما.

ومعناه تستفيد المؤسسة من خصم نقدي قدره 2 %، إذا تم التسديد خلال العشر أيام التي تلي تاريخ الشراء، وإذا لم تسدد في هذه المدة عليها أن تسدد المبلغ كاملا ولا تستفيد من الخصم وفي أجل لا يتعدى 30 يوما.

5. تكلفة الائتمان التجاري: تعتمد تكلفته على شروط الموردين ونميز حالتين:

- الحالة 01: في غياب الخصم النقدي: يعتبر تمويل مجاني، غير أنه قد ينقلب الى تمويل مكلف للغاية إذا لم تحسن المؤسسة استخدامه، فعدم قيام المؤسسة بسداد مستحقات الموردين في الوقت المناسب قد يترتب عليه الإساءة الى سمعة المؤسسة، وبالتالي لا تستطيع الحصول على احتياجاتها مستقبلا بشروط معقولة.

- الحالة 02: في وجود الخصم النقدي ونميز حالتين:

1/ إذا استفادت المؤسسة من الخصم النقدي: أي إذا قامت بسداد قيمة الفواتير خلال فترة الخصم، يعتبر تمويل مجاني.

2/ إذا لم تستفد المؤسسة من الخصم النقدي: بمعنى التسديد بعد انقضاء فترة الخصم، فهنا يعتبر الائتمان التجاري مكلف للغاية.

حساب تكلفة الائتمان التجاري: تحسب تكلفة الائتمان التجاري كما يلي:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{100 - \text{نسبة الخصم}} \times \frac{360 \text{ يوم}}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}}$$

مثال: تشتري مؤسسة مواد أولية بشروط ائتمان 10/2 صافي 30 يوما.

أحسب تكلفة الائتمان التجاري؟

الحل: نستعمل العلاقة أعلاه كما يلي:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{360 \text{ يوم}}{10 - 30} \times \frac{2}{2 - 100} = 36.73\%$$

تكلفة الائتمان التجاري = 36.73%

فإذا كانت قيمة المشتريات 50 مليون دينار، فإذا استفادت المؤسسة من الخصم (أي تدفع في اليوم العاشر الذي يلي تاريخ الشراء)، فسوف تسدد قيمة المشتريات ناقص الخصم أي 49 مليون دينار، ويعتبر تمويلا ممنوحا من الموردين بدون تكلفة، أما إذا لم تستفد من الخصم (أي تسدد بعد انتهاء العشر أيام) فإنه يجب حساب تكلفة عدم الاستفادة من الخصم والبالغة 36.73%.

6. مزايا الائتمان التجاري: يتمتع الائتمان التجاري المكتسب بعدة مزايا من أهمها ما يلي:

- 1- التوافر: باستثناء المؤسسات التي تعاني من مشاكل مالية، فإن الائتمان التجاري يتم بشكل تلقائي وأنه لا يتطلب مفاوضات أو ترتيبات خاصة للحصول عليه. خاصة بالنسبة للمؤسسات الصغيرة التي قد تواجه محدودات وقيود عند الحصول على الأموال من المصادر الأخرى للتمويل؛
- 2- المرونة: في حالة زيادة مبيعات المؤسسة، فإن ذلك بالنتيجة يؤدي إلى زيادة مشترياتها من السلع والخدمات، الأمر الذي يؤدي إلى استجابة الائتمان التجاري المكتسب بشكل تلقائي، والعكس من ذلك يحدث في حالة انخفاض حجم المبيعات؛
- 3- قلة القيود أو عدمها فشروط الائتمان التجاري بشكل عام، هي أبسط من تلك الشروط التي تتطلبها مصادر الأموال الأخرى التي تحتاج إلى التفاوض من الجهات المانحة، التي قد تفرض قيود صارمة على التصرفات المالية للمنشأة تحد من حريتها.

خلاصة: يتوجب على إدارة المؤسسة (الإدارة المالية) حساب تكلفة الائتمان التجاري ومقارنتها مع تكلفة بدائل التمويل الأخرى قبل اتخاذ قرار التمويل بالائتمان التجاري أم لا.

تطبيقات:

1- على ماذا تتوقف شروط الائتمان التجاري؟

جواب : تتوقف شروط الائتمان التجاري على عدة عوامل منها:

- طبيعة السلعة: من حيث سرعة بيعها، فإذا كانت السلعة تباع خلال فترة قصيرة تكون فترة الائتمان قصيرة نسبياً.
 - ظروف البائع: فالبائع (المورد) ذو الوضع المالي الضعيف يطلب من المشتري الدفع نقداً أو يمنحهم شروط (فترة) ائتمان قصيرة.
 - المركز المالي للعميل (ظروف المشتري): إذا كانت المؤسسة قوية تستطيع الحصول على الائتمان ولفترة أطول.
 - درجة المنافسة: تقوم مؤسسة معينة بمنح شروط ائتمان مماثلة أو أيسر من شروط الائتمان التي تمنحها المؤسسات المنافسة.
- 2- ما هي شروط الائتمان التجاري؟

جواب: تتمثل شروط الائتمان التجاري فيما يلي: الخصم النقدي، مدة الائتمان، مدة الخصم النقدي

3- اشرح بدقة شرط الائتمان التجاري 7/1 صافي 20 يوم؟

جواب: معناه ستحصل المؤسسة على خصم نقدي قيمته 1 بالمائة إذا سددت فاتورة المشتريات خلال 7 أيام من تاريخ الشراء، والا فعليها التسديد خلال 20 يوماً دون الاستفادة من الخصم النقدي.

التمرين 1: بلغت فاتورة مشتريات إحدى المؤسسات بتاريخ 2019/04/01 500000 دج، وكانت شروط البيع 10/2 صافي 30

1/ كم ستدفع المؤسسة لو سددت بتاريخ 2019/04/05؟ وما هي التكلفة التي ستتحملها؟

2/ لو سددت المؤسسة بتاريخ 2019/04/13؟ وما هي التكلفة التي ستتحملها؟ وكم ستدفع؟

3/ كم ستدفع المؤسسة لو تسدد بتاريخ 2019/06/05؟ وما هي التكلفة التي ستتحملها؟

تطبيق 2: تشتري مؤسسة بضاعتها بتسهيلات ائتمانية بشروط 10/2 صافي 30 يوم، وتبلغ قيمة مشتريات المؤسسة 100000 دج.

1- نفترض أن المؤسسة قامت بالتسديد في اليوم الخامس الذي يلي تاريخ الشراء، كم ستدفع

المؤسسة وكم تبلغ تكلفة التمويل؟

2- نفترض أن المؤسسة قامت بالتسديد في اليوم العاشر الذي يلي تاريخ الشراء، كم ستدفع المؤسسة وكم تبلغ تكلفة التمويل؟

3- نفترض أن المؤسسة قامت بالتسديد في اليوم الخامس والعشرين الذي يلي تاريخ الشراء، كم ستدفع المؤسسة وكم تبلغ تكلفة التمويل؟

تطبيق 3: تشتري مؤسسة مواد أولية عن طريق الائتمان التجاري بشروط 10/3 صافي 45 يوم، وتبلغ قيمة مشترياتها 200000 دج. نفس أسئلة التطبيق السابق.

المحاضرة رقم 04 : الائتمان المصرفي Short-term financing

1/ الائتمان المصرفي: يقصد به القروض قصيرة الأجل التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك لمدة قصيرة لا تتعدى في الغالب السنة، على أن تلتزم بإرجاع أصل المبلغ والفوائد المترتبة عن عملية القرض.

2/ مميزات: وله مجموعة من المميزات منها:

- تعتمد عليه المؤسسة بدرجة كبيرة بعد الائتمان التجاري.
- يعتبر أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالة فشل المؤسسة من الاستفادة من الخصم.
- يستعمل أحيانا في تمويل الأصول الدائمة في حالة المؤسسات التي تعاني من صعوبات في تمويل تلك الأصول من مصادر تمويل متوسطة أو طويلة الأجل.
- يعتبر أكثر مرونة من الائتمان التجاري إذ يأتي في صورة نقدية وليس في صورة بضاعة.
- يعتبر أحيانا صعب المنال لأنه عادة ما تضع البنوك شروطا تجعله صعب المنال بالنسبة لبعض المؤسسات (خاصة الصغيرة، أو التي في بداية نشاطها، أو التي لا تتميز بمركز مالي قوي)، فقد تطلب البنوك من هذه المؤسسات تقديم ضمانات أو تطلب توقيع طرف ثالث كضامن للتعاقد.

3/ صور الائتمان المصرفي: يأخذ صورتين:

الصورة 01: مبلغ إجمالي تحصل عليه المؤسسة مرة واحدة وتقوم المؤسسة بسداد قيمة الائتمان والفوائد في التواريخ المتفق عليها.

الصورة 02: مبلغ إجمالي يمثل حدا أقصى لما يمكن أن تحصل عليه المؤسسة خلال فترة متفق عليها وهو ما يطلق عليه بالخط أو السقف الائتماني line of credit . وفي ظل السقف الائتماني يكون للمؤسسة الحق في الحصول على المبلغ المتفق عليه دفعة واحدة أو على دفعات. ويمكن للمؤسسة الحصول على دفعات متتالية من القروض حتى تصل جملة الأموال المقرضة الى الحد الأقصى المتفق عليه، بما يسمح لها مستقبلا من الحصول على مزيد من القروض طالما أن الفترة المتفق عليها لم تنقضي، وبشرط ألا تتعدى القروض الإضافية مستوى السقف الائتماني.

4/ تكلفة الائتمان المصرفي: تتمثل في الفائدة التي تدفعها المؤسسة وتكون نسبة مئوية من قيمة القرض وتسمى سعر الفائدة الاسمي، الذي يختلف عن سعر الفائدة الفعلي الذي يتوقف على شروط الاتفاق بين البنك والمؤسسة، كما يتوقف على معدل الضريبة التي تخضع لها المؤسسة.

وبالنسبة لشروط الاتفاق فهناك احتمالات أهمها:

- أن يطلب البنك من المؤسسة الاحتفاظ برصيد معوض.

- أو أن يطلب منها سداد الفائدة مسبقا.

- أو سداد القرض على دفعات.

1/4 شرط الرصيد المعوض:

مثال: اتفقت مؤسسة مع بنك لاقتراض 10000 دينار لمدة سنة، على أن تدفع فوائد قدرها 1000 دينار، وذلك مقابل احتفاظ المؤسسة لدى البنك برصيد معوض خلال فترة القرض لا يقل عن 2000 دينار.

تخضع المؤسسة للضريبة بمعدل 20%. أحسب معدل الفائدة الفعلي؟

الحل:

- في ظل هذا الاتفاق يكون معدل الفائدة الاسمي: $10\% = \frac{1000}{10000}$

- أما معدل الفائدة الفعلي فسوف يزيد عن معدل الفائدة الاسمي، فاحتفاظ المؤسسة برصيد معوض قدره 2000 دينار، يعني أن المؤسسة تدفع 1000 دينار سنويا مقابل قرض تبلغ قيمته الفعلية 8000 دينار.

- حساب معدل الفائدة الفعلي: يحسب وفق العلاقة: $Tie = \frac{I}{S-C}$

Tie: معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة.

I: قيمة الفائدة قبل الضريبة.

S: تمثل قيمة القرض.

C: تمثل الرصيد المعوض.

معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة

$$= \frac{1000}{10000-2000} = Tie = \frac{I}{S-C} 12.5\%$$

أما معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة فيحسب وفق العلاقة: $I \times T - I \times Tr$ حيث:

$I \times T$: يسمى الوفر الضريبي الذي تحققه المؤسسة جراء خصمها لفوائد القروض، التي تعتبر من الأعباء الواجب خصمها قبل حساب الربح الصافي.

Tr: معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة.

I: معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة.

T: معدل الضريبة التي تخضع لها المؤسسة

$$\text{أي أن معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة: } Ir = 0.125 \times (1 - 0.2) = 10\%$$

2/4 شرط سداد الفائدة مسبقا: نفترض أن الاتفاق لم يقض بالاحتفاظ برصيد معوض، بل تم بضرورة سداد الفائدة مسبقا، مع بقاء معدل الفائدة الاسمي 10 %.

الحل: سداد الفائدة مسبقا 1000 دينار، يعني أن القيمة الفعلية للقرض 9000 دينار يدفع عنها فوائد قيمتها 1000 دينار.

$$Tie = \frac{I}{S - I}$$

معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة

$$= \frac{1000}{10000 - 1000} = Tie = \frac{I}{S - I} 11.11\%$$

$$\text{أي أن معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة: } Ir = 0.1111 \times (1 - 0.2) = 8.88\%$$

3/4 شرط سداد القرض على دفعات: نفترض أن الاتفاق تم بدفع قيمة القرض على دفعات ربع سنوية (أي أن المؤسسة تدفع 2500 دينار $\frac{10000}{4}$ كل ثلاثة أشهر) إلى جانب الفائدة السنوية 1000 دينار.

حساب معدل الفائدة الفعلي (قبل الضريبة)

$$Tie = \frac{2 \times N \times I}{S(N + 1)}$$

ا: قيمة الفائدة.

S: تمثل قيمة القرض.

N: عدد الدفعات

معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة

$$= 16\% Tie = \frac{2 \times N \times I}{S(N + 1)} = \frac{2 \times 4 \times 1000}{10000(4 + 1)}$$

$$\text{أي أن معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة: } Ir = 0.16 \times (1 - 0.2) = 12.8\%$$

3/ محددات اختيار البنك: تعتبر عملية الاقتراض من البنك عملية إقامة علاقة مالية معه، لذا فانه ينبغي مراعاة بعض الأمور من أجل السير الحسن لهذه العملية خصوصاً من جهة المؤسسة المقترضة، لتفادي حدوث بعض الصعوبات والعراقيل التي من شأنها التأثير على السير الحسن لنشاط المؤسسة المقترضة، ومن بين الأمور التي ينبغي على المؤسس اتباعها في حالة اختيار البنك ما يلي:

- 1- لا بد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة التي تعتزم الحصول على القروض، ويرجع ذلك بصفة أساسية الى أن هناك قيوداً اقتصادية وقانونية على مقدار القروض التي يمكن لأي بنك أن يمنحها لعميل أو مؤسسة واحدة؛
- 2- على المؤسسة أن تختار البنك الذي يتبع سياسات تتماشى مع حاجياته وظروفه حيث أنه من المعروف أن البنوك تختلف فيما بينها فيما يتعلق بسياساتها وشروطها في منح الائتمان؛
- 3- يلاحظ أن البنك في حالة درايته وخبرته بعمليات المؤسسة يكون قادراً على مدها بالمشورة المالية. ولكن من ناحية أخرى، نجد أنه من غير المرغوب فيه أن يتم التعامل مع بنك له اتصال وثيق بالمؤسسات المنافسة حتى لا تتسرب المعلومات عن المؤسسة للمؤسسات الأخرى المنافسة؛
- 4- يجب على المؤسسات أن تتجنب التعامل مع البنوك التي لا تتمتع بعلاقات طيبة مع البنوك الأخرى أو مع البنك المركزي؛
- 5- ينبغي التعامل مع البنوك القوية ذات المركز المالي السليم والإدارة الواعية الرشيدة.

تطبيقات:

1. اشرح كيف تؤثر طريقة التسديد على المؤسسة المقترضة (من الناحية المالية)؟
 تطبيق 1: تحصلت مؤسسة السلام على قرض بقيمة 100000 دج لمدة سنة، على أن تدفع عنه فوائد قدرها 10000 دج مقابل احتفاظ المؤسسة بـ 20 % من أصل القرض كرصيد معوض، إذا علمت أن معدل الضريبة 25 %. أحسب معدل الفائدة الفعلي؟
- تطبيق 2: اتفقت مؤسسة مع بنك لاقتراض مبلغ 100000 دج لمدة سنة على أن تدفع عنه فوائد بمعدل 10 % مسبقا، إذا علمت أن معدل الضريبة 25 %. أحسب معدل الفائدة الفعلي؟
- تطبيق 3: اتفقت مؤسسة مع بنك لاقتراض مبلغ 100000 دج لمدة سنة على أن تدفع عنه فوائد بمعدل 10 % سنوية، ويكون تسديده على دفعات ثلاثية. إذا علمت أن معدل الضريبة 25 %. أحسب معدل الفائدة الفعلي؟
- تطبيق 4: بالاعتماد على التطبيقات السابقة، إذا كنت متخذ القرار بشأن الحصول على قرض بقيمة 100000 دج، وأتيحت أمامك البدائل الثلاثة السابقة، أي البديل ستختار؟ ولماذا؟
- تطبيق 5: بصفتك مدير مؤسسة واحتاجت مؤسستك لتمويل قصير الأجل، لسنة واحدة، بقيمة 500000 دج، وطرح عليك البنك ثلاث حالات للإقراض وأمامك فرصة لاختيار أحدها، وهذه الحالات هي:
 - 1- أن تدفع فائدة بنسبة 10 %، مع الاحتفاظ برصيد معوض قدره 20000 دج.
 - 2- أن تدفع فائدة بنسبة 10 % مسبقا.
 - 3- تسديد القرض على دفعات ثلاثية مع العلم أن معدل الفائدة 10 %.
 أي حالة ستختار ولماذا؟

المحاضرة رقم 05: أنواع الائتمان المصرفي قصير الأجل

للائتمان المصرفي قصير الأجل عدة أنواع منها.

1- اعتمادات الصندوق

1-1- تسهيلات الصندوق:

هي عبارة عن قروض معطاة لتخفيض صعوبات السيولة المؤقتة، او القصيرة جدا، التي يواجهها الزبون، والناجمة عن تأخر الإيرادات عن النفقات او المدفوعات، فهي اذا ترمي الى تغطية الرصيد المدين الى حين اقرب فرصة تتم فيها عملية التحصيل لصالح الزبون حيث يقتطع مبلغ القرض، ويتم اللجوء الى مثل هذه القروض في فترات معينة كنهاية الشهر مثلا حيث تكثر نفقات الزبون نتيجة لقيامه بدفع رواتب العمال، او تسديدة لفواتير حان اجلها، او فواتير الكهرباء والغاز والماء الى غير ذلك من النفقات، ولا يكفي ما عنده بالخرينة من سيولة لتغطية كل هذه النفقات، فيقوم حينها البنك بتقديم هذا النوع من القروض، ويتجسد ذلك في السماح للزبون بان يكون حسابه مدينا وذلك في حدود مبلغ معين ومدة زمنية لا تتجاوز عدة أيام من الشهر. ويقوم البنك بحساب اجر هذا التسهيل على أساس الاستعمال الفعلي له، وكذلك على أساس المدة الزمنية الفعلية، أي تلك المدة التي يتبقى فيها الحساب مدينا.

2-1- المكشوف: ويعني المبلغ الذي يسمح المصرف لعميله بسحبه بما يزيد عن رصيد حسابه الجاري، أي بما يزيد عن رصيده الدائن-الموجب- ويفرض الصرف فائدة على العميل خلال الفترة التي تسحب فيها مبالغ تفوق رصيده الدائن في الحساب الجاري (وخلال تلك الفترة فقط)

ويوقف المصرف فرض الفائدة بمجرد عودة الرصيد من مدين الى دائن. وبعبارة أخرى فان الفائدة ترتبط بمقدار المبلغ الذي ينكشف فيه الحساب الجاري-أي يصبح مدين-وعلى فترة الانكشاف وتحسب الفائدة على أساس أيام السحب ومدة المكشوف قد تصل الى سنة واحدة.

وعلى الرغم من التشابه الموجود بين تسهيل الصندوق والمكشوف في كون كل منهما يتجسد في ترك حساب الزبون لكي يكون مدينا، فان هناك اختلافات جوهرية بينهما تتمثل خاصة في مدة القرض وطبيعة التمويل، فاذا كانت مدة القرض في تسهيل الصندوق لا تتجاوز عدة أيام من الشهر، فان المكشوف قد يمتد من 15 يوما الى سنة كاملة وذلك حسب طبيعة عملية التمويل.

وكما هو الحال في تسهيلات الصندوق فان المؤسسة ترغب عادة في طلب المكشوف المؤكد وذلك مقابل عمولة تساوي في المعدل 1% من المبلغ المسموح به، وتعتبر هذه الطريقة مكلفة جدا لأنها وان كانت فيها الفائدة لا تحتسب الى على المبلغ المستعمل، فإنها من حيث المدة تطبق حسب نظام الأيام ذات القيمة

ومعنى ذلك ان المبلغ يعتبر محصلا عدة أيام بعد تاريخ التحصيل الفعلي، وبالعكس فان السحب يعتبر مسبقا، لذلك فان الفائدة المحسوبة فعلا على الزبون تصبح أكبر من الفائدة المحسوبة على المدة الفعلية.

3-1- **قرض الموسم:** هذا النوع من قروض الاستغلال، له خصوصيات عن بقية قروض الاستغلال الأخرى في طبيعتها، وكذا المؤسسات المصرفية التي تمنحها، بحيث ينشأ على أساس نشاط موسمي يرغب صاحبه في تمويله عن طريق قروض بنكية، وعلى سبيل المثال مؤسسات فلاحية التي تحتاج الى تمويل بنكي في مواسم الحرث والزرع وفي حملة الحصاد، ومدة هذا القرض الموسمي ترتبط مباشرة بدة الدورة الاستغلالية المراد تمويلها من طرف البنك والتي لا تزيد عن 5 اشهر، والمختصين في هذا المجال يدرجون كذلك المؤسسات التي تقوم بنشاط تجاري او صناعي خلال مواسم معينة، مثل المؤسسات الإنتاجية للأدوات المدرسية التي تحتاج الى رأسمال متداول خلال الدخول المدرسي، لكن قبل الاقدام على منح هذا النوع من القروض فان الزبون مطالب بان يتقدم الى البنك بمخطط تمويلي، يبين فيه كيفية تغطية نفقات النشاط وكذا عائداته وعلى هذا الأساس يقوم البنك بتقديم القرض، ويقوم الزبون اثناء بيع الإنتاج بتسديد القرض وفقا لجدول الامتلاك.

4-1- **قروض الربط:** وتسمى كذلك اعتماد الوصل، وهو الاعتماد الذي يسبق عملية مالية لها حظوظ اكيدة او شبه اكيدة للإنجاز أي ابرام الصفقة، فمثلا عندما تعطى الموافقة على قرض طويل الاجل في مؤسسة مالية لتمويل مشروع استثماري، فهذا الاتفاق لا يمكن ان يتجسد حال التوقيع على العقد لان هناك ضمانات حقيقية وقوية تؤخذ من المؤسسة المستفيدة، وهذا ما يسبب تأخر بداية المشروع، وربحا للوقت فان هذه الأخيرة تتقدم بطلب تسبيقات من البنك الذي تتعامل معه، وهذا للبدء في انجاز المشروع وتغطية التأخر الزمني في الحصول على القرض الحقيقي.

5-1- **التوطين:** تتم هذه العملية بالنسبة للأوراق التجارية خاصة الكمبيالة والسند الأذني، وتوطين الورقة التجارية يعني تحديد اسم بنك ورقم حساب للمدين لكي يتم منه تسديد قيمتها ويكون التوطين مطلوبا في السند الاذني أكثر. ان توطين السند يعطي ضمنا أكبر للحصول على السيولة في تاريخ الاستحقاق، وبالتالي ففي حالة عدم الدفع في هذا التاريخ فان حامل السند يمكنه نظريا طلب سجن صاحب السند، لأنه في تاريخ الاستحقاق يصبح شبيها بالشيك، والمخالفة هنا هي اشبه بإصدار شيك بدون رثيد. لذا فان على المدين في تاريخ الاستحقاق ان يتدبر امره بتغطية المبلغ المطلوب، او يتفاوض مع حامل السند على عدم تقديمه في تاريخ الاستحقاق.

6-1- الاعتماد المعتمد: هذه الطريقة هي إمكانية التصرف بالنسبة للمؤسسة او العميل في أموال توضع تحت تصرفها في أحد فروع البنك التي تتعامل معه او لدى أحد مراسليه بطلب من هذا الأخير، ويكون على نوعين:

أ- اعتماد بسيط: حيث يتم لعملية واحدة وبمبلغ محدد ولأجل معين.

ب- اعتماد مستمر: حيث يكون مفتوحا ومتجددا ويمكن استعماله لأكثر من عملية.

يمكن ان تتم العملية في حالتين، اذا كان العميل يملك رصيدا في حسابه لدى البنك وهنا يتم خصم المبلغ مسبقا من حساب العميل او المؤسسة ثم ارساله الى الجهة المطلوبة، ويمكن ان يتم الخصم من الحساب بعد استعمال هذه الأموال، وحتى ان تم عادة تحديد المبلغ والمدة (100.000 دج لمدة أسبوع مثلا) الا انه قد يكون المبلغ قرضا لان هناك احتمال السحب دون وجود رصيد في الحساب يشكل كاف ويتم هذا النوع من الاعتماد (في الحالتين) عادة بطريقة خطاب الاعتماد، وهو الخطاب الذي يمنحه البنك لعميله ليأخذه الى الفرع او البنك المراسل ليسحب به الأموال، واذا قام البنك المصدر لهذا الخطاب بإشعار الفرع او البنك المراسل بإصداره يسمى الخطاب بالمؤكد او المبلغ عنه.

2- اعتمادات تحريك الحقوق التجارية:

1-2- الخصم التجاري: هو شكل من اشكال القروض التي يمنحها البنك للزبون، وتتمثل عملية الخصم التجاري في قيام البنك بشراء الورقة التجارية من حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، ويحل محل هذا الشخص في الدائنية الى غاية هذا التاريخ. فالبنك يقوم اذا بإعطاء سيولة لصاحب الورقة قبل ان يحين اجل تسديدها، وتعتبر عملية الخصم قرضا باعتبار ان البنك يعطي مالا الى حاملها وينتظر تاريخ الاستحقاق لتحصيل هذا الدين، ويستفيد البنك مقابل هذه العملية من ثمن، يسمى سعر الخصم، ويطبق هذا المعدل على مدة الانتظار فقط، أي مدة القرض وهي عبارة عن الفترة التي تفصل بين تاريخ تقديم الورقة للخصم وتاريخ الاستحقاق، وسميت هذه العملية بالخصم لان المبلغ الذي يستفيد منه البنك يقطع مباشرة من مبلغ الورقة، وهي طريقة أخرى للقول ان الزبون عند خصم الورقة، لا يحصل على القيمة الاسمية لهذه الورقة كاملة، ولكنه يحصل على مبلغ اقل من القيمة الاسمية بمقدار مبلغ الخصم، ويتكون معدل الخصم من ثلاثة عناصر أساسية هي معدل الفائدة وهو ثمن القرض ويطبق بين التاريخين، والعنصر الثاني هو عمولة التحصيل وهي عمولة الجهد المبذول والوقت المضى به اثناء تحصيل الورقة، وأخيرا عمولة الخصم وهي اجر البنك من العملية ويسمى مجموع الفائدة ومختلف العمولات المدفوعة مقابل الخصم، والأوراق التجارية المخصومة هي عموما أوراق قابلة للتعبئة لدى معهد الإصدار (

البنك المركزي)، أي ان هذه الأوراق يمكن إعادة خصمها لدى البنك المركزي اذا احتاج البنك الى السيولة مقابل ثمن يسمى سعر إعادة الخصم.

2-2- طريقة Daily: وتنسب هذه الطريقة الى مبتكرها الفرنسي Etienne Daily ومفادها ان المؤسسة يمكن ان تطلب قرضا من البنك او مؤسسة مالية مقابل تحويل او رهن ديونها او جزء منها لهذه المؤسسة، خاصة تلك التي لا تكون ممثلة بأوراق تجارية، وتتم هذه العملية بطريقتين:

أ- طريقة الخصم: وهنا تتحصل المؤسسة على قيمة اقل من ديونها المستحقة على عملائها لان البنك يخصم منها ما يساوي تكلفة الخصم العادي.

ب- طريقة الضمان: وهنا تعتبر الديون المحولة من طرف المؤسسة على البنك مجرد ضمان للحصول على القرض، حيث تقوم المؤسسة بتحصيل ديونها بنفسها ثم تسدد الى البنك، وفي هذه الحالة يكون مبلغ القرض غالبا اقل او يساوي حجم الديون.

من مزايا هذه الطريقة (خاصة الخصم) انها تسمح للمؤسسة بالحصول على أموال عن طريق تحريك ديونها بسهولة أكبر، كما ان القرض يكون حسب احتياجات المؤسسة، لان العملية مرتبطة برقم اعمالها. ومن مساوئها انها ليست طريقة مثلى لتحصيل الديون، بمعنى ان المؤسسة المشتري للديون يمكن ان تعود على المؤسسة الاصلية صاحبة تلك الحقوق وتطالبها بالسداد في حالة ما إذا لم تتمكن من تحصيل ديونها من المدين.

2-3- طريقة الفوترة: تعود كلمة الفوترة L'affacturage الى الكلمة الإنجليزية Factoring والتي تعني بالنسبة للمؤسسة بيع الفواتير او الحقوق التجارية لدى العملاء الى البنك او الى مؤسسة مالية متخصصة تسمى Factor ولقد عرفها البنك المركزي الفرنسي كالآتي: " تتمثل طريقة L'affacturage في تحويل الحقوق التجارية من المؤسسة الى البنك او المؤسسة المالية المتخصصة Factor التي تقوم بمراقبة زبائن المؤسسة وتسيير حساباتهم، بما في ذلك تحصيل ديونهم تجاه المؤسسة مقابل عائد محدد مسبقا، وتعمل مؤسسة Factor على إيجاد الضمانات اللازمة ضد المخاطر، اذن تعتبر طريقة الفوترة تقنية للتغطية والضمان من المخاطر وتحصيل الحقوق التجارية.

وبالنسبة للجزائر، وبالرغم من عدم انتشار هذه العملية بشكل كبير في المعاملات التجارية والمالية، الا ان المشروع الجزائري ومن خلال القانون التجاري نظم هذه العملية في الكتاب الرابع-الباب الثالث-الفصل الثالث-المواد: من 543 مكرر الى 543 مكرر 18. وقد عرفت المادة 543 مكرر 14 عقد تحويل الفاتورة او " الفاكторинг " بانه " عقد محل بمقتضاه شركة متخصصة تسمى (وسيط) محل زبونها المسمى (المنتمي)، عندما تسدد فورا لهذا الأخير المبلغ التام الفاتورة لأجل محدد ناتج عن عقد، وتتكفل بتبعية عدم

التسديد، وذلك مقابل اجر " ومن الملاحظ عمليا ان المؤسسات ذات القدرات المالية المحدودة هي التي تلجا عادة الى هذه الصيغة من التمويل، خاصة اذا كانت لديها عوائق في الحصول على قروض او اعتمادات من البنوك، ومن مزايا هذه الطريقة بالمقارنة مع الوسائل الأخرى لتحريك الحقوق التجارية كالخصم او Daily انها تتضمن حسن النهاية لديون المؤسسة من طرف مؤسسة Factor، لان خطر عدم السداد تتحمله هذه الأخيرة، ولكن مساوئ هذه الطريقة تتمثل في ان مؤسسة Factor تختار العملاء الذين تتوفر فيهم معايير معينة وبالتالي تحتفظ تحتفظ بحقها في رفض بعضهم. كما ان تكلفة هذه العملية تكون اعلى من التقنيات التقليدية لتحريك الحقوق. كما ان عملية بيع الفواتير Factoring يمكن ان تتم على المستوى الوطني او المحلي، كما يمكن ان تتم على المستوى الدولي خاصة في عمليات التجارة الخارجية.

2-3- اعتمادات على البضائع:

2-3-1- التسبيق على البضائع: المؤسسة التي تمتلك بضائع في مخزنها تستطيع ان تطلب قرضا بضمان هذه البضائع، والتي توضع كرهن في مخازن المؤسسة الى غاية تسديد القرض.

2-3-2- خصم سند الرهن: تقوم المؤسسة بوضع بضائعها في المخازن العمومية كرهن مقابل حصولها على وثيقة تسمى سند الرهن، حيث تتكون هذه الوثيقة من جزأين:

أ- الوصل: وهو الذي يثبت إيداع البضاعة في المخازن ويحدد فيه اسم ومهنة وعنوان المودع، وكذلك نوعية وقيمة البضاعة، ولا يمكن اعتباره كورقة تجارية؛

ب- سند رهن البضاعة: وهو عبارة عن ورقة تجارية تسمح للمؤسسة بالحصول على قرض استنادا الى قيمة البضاعة المودعة، ويحتوي على نفس المعلومات الموجودة في الوصل بالإضافة الى تاريخ الاستحقاق؛

وإذا ارادت المؤسسة الحصول على تسبيق من طرف البنك، تقوم بتظهير سند الرهن لصالحه، وتتعهد بتسديد القرض عند تاريخ الاستحقاق المسجل على السند، وفي حالة إذا ما ارادت المؤسسة بيع البضاعة قبل تاريخ استحقاق سند الرهن فيكون لها خياران:

- تسديد القرض الى البنك لتحرير البضاعة؛

- بيع البضاعة بأقل من تكلفتها، مع تكليف المشتري بتسديد ثمن القرض الى البنك.

3- الاعتمادات بالإمضاء: (القرض بالالتزام)

مفادها ان البنك يقوم بتقديم ضمان في شكل توقيع، أي انه يكون في هذه الحالة كضامن لقدرة المؤسسة على التسديد، ولا يقدم أموالا الا في حالات استثنائية مثل الإفلاس او العجز عن التسديد، ويعتبر

الاعتماد بالإمضاء الأفضل بالنسبة للبنوك مقارنة باعتمادات الصندوق وذلك بسبب عدم تحريك رؤوس الأموال من الخزينة الا في بعض الحالات.

وتوجد عدة صور للاعتمادات بالإمضاء أهمها:

3-1-القبول أو التعهد:

القبول المصرفي هو أن يقبل البنك كمبيالة يسحبها عليه العميل أو الطرف الآخر الذي يتعامل مع العميل، فيصبح من السهل تداولها أو خصمها لدى بنك آخر.

ويكون قبول البنك لورقة تجارية او تعهده يدفعها في تاريخ الاستحقاق في حالتين:

أ- عندما تريد المؤسسة تمويل مخزونها فإنها تحتاج إلى ثقة البنك تجاه مورديها، وهنا يقبل البنك او يتعهد بدفع ورقة تجارية مسحوبة من طرف البائع على العميل.

ب- عندما تطلب المؤسسة من البنك الذي تتعامل معه ان يتعاون معها في تسيير خزيتها ولكن قد يكون البنك نفسه يعاني من مشاكل في الخزينة فتضطر المؤسسة الى اللجوء الى بنك اخر للحصول على قروض، هذا الأخير يطلب ثقة البنك الأول الذي تتعامل معه المؤسسة فيقبل هذا الأخير ورقة تجارية او يتعهدا بالإمضاء، وقد يكون الاعتماد مقسما من حيث التمويل وتحمل الخطر بين البنكين. ومن المعلوم أن البنك يتقاضى عمولة مقابل اقراض توقيعه، وتكون هذه العمولة نسبة معينة من قيمة الكمبيالة يراعى في تحديدها قيمة الخطر، وقد يطلب البنك ضمانات إذا لم يثق في سمعة العميل.

3-2-خطاب الضمان (الكفالة المصرفية):

وهي عبارة عن تعهد خطي مكتوب يصدر عن البنك بناء على طلب عميله وذلك بدفع مبلغ محدد يمثل قيمة الكفالة لأمر المستفيد خلال مدة سريانها.

أي ان خطاب الضمان يتضمن ثلاثة أطراف وهي البنك، العميل والمستفيد.

وتتخذ خطابات الضمان أشكالاً مختلفة وفقاً لحاجة العملاء وأهم أنواعها:

أ- خطابات الضمان الابتدائية: وهي الخطابات التي تطلبها المؤسسات الحكومية والهيئات الرسمية من المقاولين او مقدمي طلبات تنفيذ العمليات والمشاريع، وذلك لضمان جدية هؤلاء المقاولين في تنفيذ تلك العمليات وعدم انسحابهم منها عند رسو العملية عليهم.

ب- خطابات الضمان النهائية: وهي خطابات ضمان حسن التنفيذ والأداء وفقا للمواصفات المطلوبة وفي الوقت المحدد لتنفيذ العقد، وهذه الخطابات تستحق الدفع عند عدم وفاء العميل بالتزاماته المنصوص عليها في العقد.

المحاضرة رقم 06: التمويل عن طريق الشراكة

1/ تمهيد: تعتبر الشراكة بين القطاع العام والقطاع الخاص أحد أهم استراتيجيات تمويل الاستثمارات العمومية، واحتلت في الآونة الأخيرة أهمية متزايدة لارتباطها بأبعاد عديدة.

2/ تعريف الشراكة: للشراكة عدة تعاريف منها:

تعريف الشراكة: هي الاتفاقيات التي بموجبها يوفر القطاع الخاص البنيات التحتية والخدمات التي كانت من مسؤولية الدولة.

تعريف الشراكة: هي التعاون بين القطاعين العام والخاص قصد تنفيذ المشاريع الكبرى، بحيث تكون الموارد والإمكانات مستغلة معاً، وذلك بالطريقة التي تؤدي إلى اقتسام المسؤوليات والمخاطر بين القطاعين لتحقيق التوازن الأمثل لكل شريك.

3/ أهداف الشراكة: يعتبر قيام الشراكة بين القطاعين من أجل تحقيق جملة من الأهداف منها:

- تنفيذ الاستثمارات في الوقت المحدد وبالميزانية المحددة،
- المحافظة على الأصول ومنشآت الخدمات العمومية نتيجة الصيانة،
- نقل المخاطر التي يمكن إدارتها بشكل أفضل بواسطة القطاع الخاص،
- تحويل نشاط الحكومة وتركيزه إلى إعداد السياسات والخطط،
- تحسين جودة الخدمات المقدمة،
- عدم قدرة الحكومات على تحقيق التنمية المستدامة بمفردها،
- المنافسة المتزايدة،
- نقص مصادر التمويل الحكومية.

4/ أشكال الشراكة بين القطاع العام والخاص: تتنوع أشكال الشراكة حسب درجة مساهمة ومسؤولية كل طرف، وفيما يلي أهم أشكالها:

1/ عقود الخدمة: وتعتبر من أنواع الاتفاقيات بين الطرفين، وتتم بين هيئة حكومية لها الصلاحيات اللازمة ومؤسسة أو أكثر تنتمي للقطاع الخاص لتقوم هذه الأخيرة بالمهام المتفق عليها، وتكون مدة هذه العقود محددة وقصيرة.

2/ عقود الإدارة: تقوم الهيئة العمومية بنقل مسؤولية إدارة مجموعة من الأنشطة في قطاع معين إلى القطاع الخاص، بحيث تقوم الهيئة العمومية بالتمويل، وتراوح مدة هذا النوع من العقود بين 3 و 5 سنوات.

3/ عقود التأجير: تقوم المؤسسات الخاصة باستئجار المرفق العام وتحمل مسؤولية تشغيل وإدارة هذا المرفق وتحصيل الرسوم، وتقوم كذلك المؤسسات الخاصة بشراء الحق في الإيرادات وبالتالي يتحمل المخاطر التجارية، وتتراوح مدة هذه العقود ما بين 5 و 15 سنة، كما يمكن تمديدها.

4/ عقود الامتياز: في هذا النوع من العقود، يستأجر القطاع الخاص أصولاً من هيئة عامة لفترة معينة، يتولى فيها تمويل استثمارات ثابتة جديدة محددة خلال تلك الفترة، وبعدها تنتقل الأصول إلى القطاع العام عند انتهاء تاريخ العقد، ويحتفظ الشريك الخاص بمسؤولية إدارة المؤسسة وتشغيلها واستغلال التجهيزات وصيانتها، وتكون مدة هذه العقود بين 20 و 30 سنة.

5/ عقود البناء والتشغيل والتحويل: وهي عقود يمنح من خلالها المؤسسة خاصة امتياز تقديم خدمة ما ويتعهد بتمويل وتصميم وبناء التجهيزات اللازمة لتزويد الخدمة وصيانتها وإصلاحها، وعند انتهاء العقد يقوم بتحويل ملكيتها إلى القطاع العام، ويتم كذلك الاتفاق على كيفية تحصيل المتعامل الخاص للعوائد من المستفيدين من الخدمة مقابل استثماراته طيلة العقد، والتي تكون عادة لمدة طويلة.

6/ عقود نقل الملكية: يصبح القطاع الخاص مالكا ومسئولا عن المرفق العام ويخضع لهيئة رقابية، وتسمح هذه العقود باسترداد التكاليف الاستثمارية وتحقيق هامش ربح مقبول.

5/ ايجابيات الشراكة بين القطاع العام والقطاع الخاص: للشراكة بين القطاعين ايجابيات عديدة من بينها:

- محاولة الاستفادة من خبرة كل طرف،
- تعزيز دور القطاع الخاص في المساهمة في التنمية الاقتصادية،
- تخفيف الأعباء التمويلية عن الحكومات خاصة في مشاريع البنى التحتية،
- خلق مناصب شغل،
- احترام آجال تسليم المشاريع عن طريق تضافر جهود القطاعين،
- تخفيف مخاطر الاستثمارات عن الحكومات،
- الاستفادة من خبرات الإدارة والاستثمار والتسويق خاصة تلك الموجودة في القطاع الخاص.

المحاضرة رقم 07: التمويل عن طريق البورصة

1. تمهيد: يعود استخدام كلمة بورصة إلى عام 1954 عندما أصدر الملك هنري الثامن الأمر الملكي الذي يم به إنشاء بورصة تولوز، ويرى البعض أن كلمة بورصة ترجع إلى اللقب الذي كان يلقب به تاجر كان يمتلك فندقا في مدينة (بروجس) البلجيكية، وكان اسمه Vande Burse، وقد كان هذا الفندق ملتقى للتجار في هذه المدينة في القرن 15.

2. شكل البورصة: يمكن أن تكون البورصة شركة مساهمة، ويمكن أن تكون مؤسسة عمومية.

3. أنواع البورصات: هناك عدة أنواع للبورصة منها:

1/ بورصة البضائع: وتسمى كذلك البورصات التجارية أو بورصات العقود ويتم التعامل فيها على بضائع معينة.

2/ بورصة الأوراق المالية: وتسمى بورصة القيم المنقولة، ويجرى التعامل فيها على الأوراق المالية الأسهم والسندات.

3/ بورصة العقود: وهي التي يتم فيها بيع السلع غير الحاضرة بسعر بات أو معلق على سعر البورصة.

4/ بورصة القطع: وهي التي يتم فيها تبادل العملات، أي الصرف، وذلك إما بسعر قطع فوري يتم به التبادل حاضرا، وإما بسعر قطع أجل ويتم به التبادل بالأجل.

5/ بورصة المعادن النفيسة: وهي البورصة التي يتم فيها تبادل المعادن النفيسة كالذهب.

4. بورصة الأوراق المالية:

تعريف: عبارة عن سوق يتم فيها تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها، ويجتمع فيها المتعاملون في الأوراق المالية في أوقات محددة ويحكم التعامل فيها مجموعة من الأنظمة والقواعد التي تحكم وتنظم سلوك المتعاملين وطرق التبادل القانونية.

ملاحظة: يقوم في البورصة مجموعة من الوسطاء بتنفيذ أوامر البيع والشراء نيابة عن عملائهم وتعلق بداخلها أسعار الأوراق المالية بنظام المزايدة التي تتم أمام جميع الحاضرين، وتكون البورصة مزودة بالوسائل والأجهزة الالكترونية في مجال الاتصالات السريعة.

5. شروط إنشاء بورصة الأوراق المالية: لإنشاء البورصة لا بد من توفر مجموعة من الشروط منها:

- الحاجة إلى الأموال لتوفير احتياجات المؤسسات بتكلفة أقل، وللمحد من الاعتماد على القروض.

- وجود فوائض مالية ومدخرات لدى الأفراد لاستثمارها في الأوراق المالية بأنواعها.
 - الاستقرار السياسي والاقتصادي للدولة.
 - توفر عدد لا بأس به من الأوراق المالية المتداولة في البورصة.
 - وجود قواعد قانونية وإدارية تنظم التعامل في البورصة.
 - وجود درجة عالية من الإفصاح المالي ونشر البيانات والمعلومات الدورية عن المؤسسات المدرجة في البورصة.
 - توفر مناخ جيد للاستثمار يشجع الأفراد والمؤسسات على الاستثمار وكذا إنشاء المؤسسات المساهمة.
 - توافر المؤسسات المالية التي تقوم بتوفير خدمات بنكية متطورة.
 - تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين لاختيار النوع الذي يناسبه.
6. وظائف البورصة: للبورصة عدة وظائف، تعود بالنفع على المؤسسات الاقتصادية، الأفراد والاقتصاد ككل، ومن بين وظائفها ما يلي:

- تسجيل ونشر الأسعار الرسمية وتداولها لتسهيل عقد الصفقات.
- التحوط والمضاربة.
- تأمين المعاملات المالية وحماية الأموال.
- تقليل سيولة الودائع في البنوك.
- تشجيع الادخار.
- تقليل التضخم والمحافظة على القدرة الشرائية للنقود.
- توفير الأموال اللازمة لتحقيق الاستثمار وهذا يؤدي إلى النمو الاقتصادي.
- المساهمة في خلق رؤوس أموال جديدة.
- حماية المساهمين من التلاعب والممكن أن يمارسها إدارة المؤسسات المساهمة.
- المساهمة في زيادة قدرة المؤسسات على الاستثمار.
- توفير البيانات والمعلومات للمستثمرين في ترشيد قراراتهم الاستثمارية.
- تنويع مصادر التمويل.
- المساهمة في تحويل الأموال من أصحاب العجز إلى أصحاب الفائض.

المحاضرة رقم 8: بورصة الجزائر

1. تعريف شركة تسيير بورصة القيم:

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم، المعروفة اختصاراً بـ SGBV، في 27 شارع العقيد عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 485200000.00 دينار جزائري، وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في 25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها. وقد شرعت الشركة، منذ نشأتها، في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في البورصة.

2. المؤسسون لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

البنوك الوطنية: بنك التنمية المحلية BDL، البنك الخارجي الجزائري BEA، بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، القرض الشعبي الجزائري CPA، البنك الوطني الجزائري BNA، الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط CNEP Banque. شركات التأمين الوطنية: الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين CAAR، الشركة المركزية لإعادة التأمين CCR، الشركة الجزائرية للتأمين SAA، الشركة الجزائرية للتأمينات CAAT، الصندوق الوطني للتعاضدية الفلاحية CNMA. البنك الخاص: يونيون بنك UB

3. المساهمون في شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

بنك التنمية المحلية (BDL)، البنك الخارجي الجزائري (BEA)، بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) القرض الشعبي الجزائري (CPA)، البنك الوطني الجزائري (BNA) الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (بنك) (CNEP - Società Générale Algérie BNP PARISBAS El Djazair)، Tell Markets، البركة بنك الجزائر Al Baraka Banque Algérie، السلام بنك للجزائر Al Salam Bank، Algeria

4. مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

-التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛

-التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛

-نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. (COSOB)

5. أسواق بورصة الجزائر

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة ما يلي:

- سوق لسندات رأس المال، ويتكون من:
- القسم الرئيسي مخصص لسندات رأس المال التي تصدرها شركات المساهمة التي:
 - تبلغ رسميتها كحد أدنى، خمسة مليارات دينار (5.000.000.000 دج)؛
 - توزع على الجمهور سندات رأسمال تعادل كحد أدنى، مليار دينار (1.000.000.000 دج)، موزعة على ما لا يقل عن مائة وخمسين مساهماً (150) على أقصى تقدير في يوم الإدخال.
- يتم تقييم رسملة الشركة والسندات الموزعة على الجمهور، المذكورين أعلاه، على أساس سعر الاكتتاب أو الإدخال عند الاقتضاء.

- وقسم النمو مخصص لسندات رأس المال التي تصدرها شركات المساهمة، بغض النظر عن رسميتها، التي توزع على الجمهور سندات رأسمال تعادل كحد أدنى، عشرة ملايين دينار (10.000.000 دج)، موزعة على ما لا يقل عن خمسين (50) مساهماً أو ثلاثة (03) مستثمرين محترفين المشار إليهم في المادة 61 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-23 مؤرخ في 25 أكتوبر سنة 2023 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، في يوم الإدخال كأقصى أجل.

- سوق سندات الدين، ويتكون من:
- القسم الممتاز مخصص لسندات الدين التي تصدرها الدولة والجماعات المحلية، بغض النظر عن المبلغ المُصدّر، وكذلك سندات الدين التي تصدرها الهيئات العمومية وشركات المساهمة، التي يكون قيمة إصدارها يفوق أو يساوي مليار دينار (1.000.000.000 دج) يوم الإدخال.
- والقسم الناشئ مخصص لسندات الدين، التي تصدرها الهيئات العمومية وشركات المساهمة، التي يقل قيمة إصدارها عن مليار دينار (1.000.000.000 دج) في يوم الإدخال.
- سوق للسندات الصادرة عن هيئات التوظيف الجماعي؛
- سوق المستثمرين المحترفين المخصص للأسهم وسندات الدين والسندات التي تصدرها هيئات التوظيف الجماعي والتي يتم تداولها حصرياً لحساب المستثمرين المحترفين المنصوص عليهم في

المادة 61 من نظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 04-23 مؤرخ في 25 أكتوبر سنة 2023 يتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، في يوم الإدخال كأقصى أجل.

- سوق قيم الخزينة العمومية مخصص لسندات الخزينة المماثلة ذات فترات استحقاق 7 و10 و15 سنة.

6. المتدخلون في السوق:

1. لجنة المراقبة

1.6 لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB

1.1.6 دور COSOB : تتمثل مهام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) في تنظيم ومراقبة سوق القيم المنقولة، ولا سيما من خلال الحرص على:

- حماية المستثمرين في القيم المنقولة؛
- السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.
- ومن أجل تمكينها من تحقيق مهامها، خُولت هذه اللجنة بالسلطات التالية:
- السلطة التنظيمية؛
- سلطة الإشراف والمراقبة؛
- السلطة التأديبية والتحكيمية.

1.6.2 التشكيل:

- تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات،
- ستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات.

1.6.3 السلطات:

خُولت لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها COSOB من أجل انجاز مهامها بالسلطة التنظيمية وسلطة الإشراف والمراقبة والسلطة التأديبية.

1.3.1.6 السلطة التنظيمية : تصدر اللجنة اللوائح التنظيمية المتعلقة، خاصة ب:

- التزامات الإفصاح عن المعلومات من جانب الجهات المصدرة عند إصدار القيم المنقولة من أجل اللجوء العلي للاذخار، وعند القبول في البورصة أو العروض العلنية؛
 - اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة فضلاً عن القواعد المهنية التي تنطبق عليها؛
 - شروط التداول والمقاصة للقيم المنقولة المسجلة في البورصة؛
 - القواعد المتعلقة بمسك حساب الحفاظ على السند؛
 - القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية/ تسليم السندات؛
 - تسيير محفظة القيم المنقولة.
- وتخضع اللوائح التنظيمية الصادرة عن اللجنة لتصديق وزير المالية وتُنشر في الجريدة الرسمية.
- 2.3.1.6 سلطة المراقبة والإشراف :** وتسمح هذه السلطة للجنة بأن تضمن، على وجه الخصوص:
- الالتزام بالقوانين والأنظمة من قبل المشاركين في السوق؛
 - قيام الشركات باللجوء العلي للاذخار بما يتوافق مع التزامات الإفصاح عن المعلومات التي تخضع لها؛
 - السير الحسن للسوق.
- 3.3.1.6 السلطة التأديبية والتحكيمية:** تُنشأ بداخل لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها غرفة تأديبية وتحكيمية تتألف من رئيس وعضوين (02) منتخبين من بين أعضاء اللجنة، وعضوين (02) من القضاة يعينهم وزير العدل.
- وتختص الغرفة في المسائل التأديبية بالتحقيق في أي خرق للالتزامات المهنية والأخلاقية يرتكبه الوسطاء في عمليات البورصة، وكل انتهاك للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم.
- وأما في المسائل التحكيمية، فتختص الغرفة بالتحقيق في النزاعات التقنية الناشئة عن تفسير القوانين واللوائح التنظيمية التي تحكم نشاط سوق البورصة والناشئة بين:
- الوسطاء في عمليات البورصة؛
 - الوسطاء في عمليات البورصة وشركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV)؛
 - الوسطاء في عمليات البورصة وزبائنهم؛
 - الوسطاء في عمليات البورصة والجهات المصدرة

2.6. المؤتمر المركزي

1.2.6 الدور: تم تحديد دور المؤتمر المركزي بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، ويُعنى المؤتمر المركزي (الجزائر للمقاصة) بالعمليات التالية:

-فتح وإدارة الحسابات الجارية للسندات المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافضي السندات (TCC) المتدخلين؛

-مركزة حفظ السندات مما يسهل انتقالها بين الوسطاء الماليين؛

-إنجاز المعاملات على السندات لفائدة الشركات المُصدرة، (توزيعات الأرباح، زيادة رأس المال...);

-الترقيم القانوني للسندات المقبولة في عملياته، وفقاً للمعايير الدولية: (ISIN) الرقم الدولي لتعريف الأوراق المالية؛

-نشر المعلومات المتعلقة بالسوق.

ويساعد إنشاء هذه الهيئة على تقليل التكاليف وأجال عمليات التسوية/ التسليم وغيرها من العمليات المتعلقة بالسندات (استلام توزيعات الأرباح والفوائد وممارسة الحقوق ...).

3.6 الوسطاء في عمليات البورصة: حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23

مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أنّها الجهة التي تمنحهم الاعتماد. ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة أدناه:

ويتضمن سوق المال في الجزائر حالياً أحد عشر وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك العمومية التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR، وبنك التنمية المحلية BDL، وبنك الجزائر الخارجي BEA، والبنك الوطني الجزائري BNA، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque، والقرض الشعبي الجزائري CPA، و البنوك الخاصة Société Générale Algérie بنك السلام، بنك البركة وشركتين خاصتين Tell Markets و Invest Market

4.6 الوسطاء المهام: يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة

بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي:

-توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية لجهة المصدرة؛

-التداول في السوق لحساب زبائنهم؛

-تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛

-نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛

-عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
-وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد
للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...

تطبيقات:

1/ بالاعتماد على الموقع الالكتروني لشركة تسيير القيم المنقولة لخص ما يلي:

1. شروط القبول
2. مزايا الادراج
3. عمليات الادراج
4. أهم النصوص التنظيمية

2/ أجب على الأسئلة التالية:

- ما هي الأوراق المالية الممكن تداولها في البورصة؟ عرف كل نوع، ثم بين الفروق بينهم؟
- ما الفرق بين البورصة والسوق؟
- ما أهمية البورصة بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية؟
- القيام ببحث حول بورصة الجزائر، المؤسسات المدرجة، معوقات تطورها.

المحاضرة رقم 08: التنبؤ بالاحتياجات المالية Forecasting Financial Needs

1. تمهيد: التخطيط المالي هو مجموعة الخطط اللازمة للحصول على الموارد المالية واستخدامها، ويهدف أساساً إلى تحديد الاحتياجات المالية للمؤسسة، ويعتمد التخطيط المالي أساساً على التنبؤ.

فالتنبؤ هو عملية التوقع أو التقدير لما سوف يحصل مستقبلاً، ومن بين أهم المتغيرات التي تبدأ بها عملية التنبؤ المالي هي التنبؤ بالمبيعات **sale forecast**، وتعتمد المبيعات المستقبلية على الأوضاع الاقتصادية المتوقعة، معدل نمو الاقتصاد الوطني، تطور الصناعة التي تعمل فيها المؤسسة، درجة المنافسة، وعلى نشاط المؤسسة وسياساتها التسويقية... ويعتمد حجم المبيعات على الأصول المتاحة للمؤسسة، فقد تتطلب الزيادة في المبيعات زيادة في الأصول، وبالتالي الحاجة إلى تمويل إضافي، وهذا بدوره يؤدي إلى زيادة التزامات المؤسسة تجاه الغير متمثلة في الفوائد والمبالغ المقرضة، توزيعات الأرباح على المساهمين.

2. أسلوب النسبة المئوية من المبيعات: the percentage of sales method

توجد علاقة قوية بين زيادة مبيعات المؤسسة وأصولها وخصومها (عناصر الميزانية)، فهناك عناصر في الميزانية تتغير بصورة مباشرة مع التغير في المبيعات وهي الأصول المتداولة مثل المخزونات، النقدية...، وتوجد كذلك عناصر في الخصوم تتغير بصورة مباشرة مع الزيادة في المبيعات وهي الخصوم المتداولة (الجارية) مثل: الموردين، أجور، فوائد، ضرائب...، وتعتبر مصادر تمويل تلقائية (آلية)

وهناك عناصر في الميزانية لا تتغير بصورة مباشرة مع التغير في المبيعات، وهذه العناصر هي الأصول الثابتة والأموال الخاصة والخصوم غير الجارية.

3. سبب عدم تغير الأصول الثابتة بصورة مباشرة:

- إذا حدثت زيادة في الطلب على سلعة المؤسسة وكان لديها طاقة إنتاجية فائضة، فما على المؤسسة إلا أن تزيد من معدل الإنتاج دون أن تتكلف أية نفقات رأسمالية.
- أما إذا كانت المؤسسة تعمل بكامل طاقتها الإنتاجية، فإن المؤسسة سوف تحتاج إلى القيام باستثمارات رأسمالية وتوسيع ورفع الطاقة الإنتاجية لرفع الإنتاج إلى مستوى المبيعات المطلوبة، في هذه الحالة الزيادة في المبيعات تعني الزيادة في الأصول الثابتة.

4. سبب عدم تغير الأموال الخاصة والخصوم غير الجارية بصورة مباشرة:

إن التغير في رأس المال والأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل، قروض قصيرة الأجل، ليس لها ارتباط مباشر بنمو المبيعات وإنما تحدده السياسات التمويلية للمؤسسة.

5. طرق التنبؤ بالاحتياجات المالية:

1/ أسلوب النسبة المئوية من المبيعات: تعتمد على وجود علاقة جوهرية بين مبيعات المؤسسة وعناصر الميزانية، وترتكز على عناصر الميزانية التي تتغير مباشرة مع التغير في المبيعات كنسبة من المبيعات، وذلك باستخدام أرقام الميزانية والمبيعات لأحدث سنة مالية، ثم تجمع كل من نسب عناصر الأصول ونسب عناصر الخصوم على حدى.

لتوضيح هذه الطريقة نستعين بالمثل التالي:

مثال 01: إليك الميزانية التالية لمؤسسة بتاريخ 2020/12/31 (المبالغ بالآلف)

الأصول	الخصوم
أصول غير جارية (صافي) 400	الأموال الخاصة 500
أصول جارية	خصوم غير جارية
المواد الأولية واللوازم 200	اقتراضات لدى مؤسسات القرض 100
الموردون المدينون 300	خصوم جارية
الصندوق 100	موردو المخزونات 400
المجموع 1000	المجموع 1000

- إذا علمت أن المبيعات في سنة 2020 بلغت 2000 دينار.

- المبيعات المتوقعة لسنة 2021 ستزيد بنسبة 20 % عن سنة 2020.

المطلوب: تقدير الاحتياجات المالية لسنة 2012، إذا علمت أن المؤسسة تشتغل بكامل طاقتها الإنتاجية؟

الحل:- نلاحظ أن عناصر الأصول ستتغير، لأن المؤسسة تشتغل بكامل طاقتها الإنتاجية. كما يلي:

الأصول	الخصوم
أصول غير جارية(صافي) $400 \div 2000 = 20\%$	الأموال الخاصة 500
أصول جارية	خصوم غير جارية
المواد الأولية واللوازم $200 \div 2000 = 10\%$	اقتراضات لدى مؤسسات القرض 100
الموردون المدينون $300 \div 2000 = 15\%$	خصوم جارية
الصندوق $100 \div 2000 = 5\%$	موردو المخزونات $400 \div 2000 = 20\%$
المجموع 50 %	المجموع 20 %

- نلاحظ أن زيادة المبيعات ب 100 دينار تتطلب زيادة الأصول ب 50 دينار، تتطلب هذه الزيادة تمويلا، يزداد موردو المخزونات تلقائيا مع زيادة المبيعات وتوفر تمويلا مقداره 20 دينار عن كل زيادة في المبيعات قدرها 100 دينار.

- أي أن التمويل الإضافي المطلوب هو: $50\% - 20\% \times 30\% = 30\%$ من مبيعات 2021 أي:
 $30\% \times 20\% \times 2000 = 120$ مبيعات 2020 = 30 % دينار.

مثال 02: نفس معطيات المثال السابق، بالإضافة للمعلومات التالية:

- هامش الربح الصافي المتوقع في المبيعات (لسنة 2021) هو 9 %
 - ستوزع المؤسسة أرباحا على المساهمين بنسبة 75 % من الربح الصافي.
- المطلوب: تقدير الاحتياجات المالية للمؤسسة؟

الحل 02: - المبيعات المتوقعة: $2000 + 20\% \times 2000 = 2400$ دينار.

صافي الربح: $2400 \times 20\% = 216$ دينار.

الربح المحتجز: 25 % من صافي الربح أي: $216 \times 0.25 = 54$ دينار. إذن المؤسسة ستحتاج من المصادر الأخرى إلى: $120 - 54 = 66$ دينار $\times 1000$

2/ أسلوب المعادلة الحسابية: تعتمد على نفس الافتراضات والخطوات المستعملة في الأسلوب السابق، ويمكن استخدام المعادلة التالية للتنبؤ بالاحتياجات المالية:

$$AFN = \left[\left(\frac{A}{S} - \frac{L}{S} \right) \times (ds) - (pm \times s1 \times rr) \right]$$

حيث:

AFN : الاحتياج المالي الإضافي الخارجي.

A: مجموع الأصول التي تتغير مع التغير في المبيعات في سنة الأساس.

L : مجموع الخصوم التي تتغير مع التغير في المبيعات في سنة الأساس.

S : المبيعات الصافية للسنة السابقة (سنة الأساس).

Ds : مقدار التغير في المبيعات أي الزيادة المتوقعة.

Pm : هامش الربح الصافي المتوقع في المبيعات.

S1 : المبيعات الصافية للسنة المخططة.

rr : نسبة الأرباح المتوقعة احتجازها في السنة المخططة.

مثال: نفس المثال أعلاه (رقم 02). أحسب الاحتياج المالي الخارجي؟

$$AFN = \left[\left(\frac{1000}{2000} - \frac{400}{2000} \right) \times (400) - (0.09 \times 2400 \times 0.25) \right]$$

دينار AFL=66000

3/ الأسلوب الرياضي الإحصائي:

ويعتبر الأكثر استخداما وبموجبه يعبر عن علاقة الانحدار البسيط بالعلاقة التالية:

$$y = \alpha + \beta X + e$$

حيث:

Y: المتغير التابع أو عنصر الميزانية الخاضع للدراسة، مثلا المخزون.

X: المتغير المستقل وهو المبيعات.

α : الحد الثابت مقدار التمويل لعنصر الميزانية (المخزون) لما تكون المبيعات = 0.

β : الميل، معدل التغير في قيمة Y عندما تتغير X بوحدة واحدة.

e: عامل الخطأ العشوائي.

e = 0 عند التقدير الدقيق أي يصبح

$$y = \alpha + \beta X$$

$$\beta = \frac{n\sum XY - \sum X \sum Y}{n\sum X^2 - (\sum Y)^2}$$

$$\alpha = \bar{Y} - \beta \bar{X}$$

$$\bar{Y} = \frac{\sum Y}{n}$$

$\bar{Y}$ الوسط الحسابي لقيم y

$$\bar{X} = \frac{\sum X}{n}$$

$\bar{X}$ الوسط الحسابي لقيم x

n عدد السنوات

مثال: إليك قيمة المبيعات والمخزون لمؤسسة ما من سنة 2012 إلى 2022 والمطلوب تقدير الاحتياجات المالية للمخزون لسنة 2023، إذا كانت مبيعاتها التقديرية 750000 دينار بطريقة الانحدار الخطي البسيط؟ (المبالغ بالآلاف)

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
المبيعات	175	200	215	185	235	265	300	280	350	420	500
المخزون	33	38	44	35	43	45	52	47	61	71	85

الحل: نستعين بالجدول التالي:

السنوات	المبيعات	المخزون y	xy	X^2
2012	175	33	5775	30625
2013	200	38	7600	40000
2014	215	44	9460	46225
2015	185	35	6475	34225
2016	235	43	10105	55225
2017	265	45	11925	70225
2018	300	52	15600	90000
2019	280	47	13160	78400
2020	350	61	21350	122500
2021	420	71	29820	176400
2022	500	85	42500	250000
المجموع	3125	554	173770	993825

$$\beta = \frac{n\sum XY - \sum X \sum Y}{n\sum X^2 - (\sum Y)^2}$$

$$\beta = \frac{11.(173770) - (3125).(554)}{11.(993825) - (3125)^2}$$

$$\beta = 0.1545$$

$$\bar{Y} = \frac{\sum Y}{n}$$

$$\bar{Y} = \frac{554}{11}$$

$$\bar{Y} = 50.36$$

$$\bar{X} = \frac{\sum X}{n}$$

$$\bar{X} = \frac{3125}{11}$$

$$\bar{X} = 284.09$$

$$\alpha = \bar{Y} - \beta \bar{X}$$

$$\alpha = 50.36 - 0.1545(284.09)$$

$$\alpha = 6.46$$

$$y = \alpha + \beta X$$

$$y = 6.46 + 0.1545(750)$$

$$y = 122.33$$

قيمة المخزون هي: $122.33 \times 1000 = 122330$

يتبين أن $\alpha = 6.46$ أي لما $\alpha = 646$ تكون المبيعات = 0

أما $\beta = 0.1545$ أي 1545 دينار، وهذا يعني أن زيادة المبيعات ب 10000 دينار تزداد المخزونات ب 1545 دينار.

وكما تم تقدير الاحتياجات المالية من المخزون يمكن تقدير الاحتياجات المالية لباقي عناصر الأصول.

تطبيقات:

1- على ماذا يرتكز أسلوب النسبة المئوية من المبيعات للتنبؤ بالاحتياجات المالية؟

2- توجد طريقة أخرى للتنبؤ بالاحتياجات المالية وهي طريقة الرسم البياني. اشرح هذه

الطريقة؟

التمرين 1: لدينا ميزانية مؤسسة لسنة 2022، حيث تبلغ المبيعات السنوية 1000000 دينار، مع العلم أن المؤسسة لا تشتغل بكامل طاقتها الإنتاجية، ويبلغ هامش الربح بعد الضريبة 4 %، وقد حققت المؤسسة سنة 2022 أرباحا صافية بلغت 40000 دينار، وبلغت التوزيعات على المساهمين 20000 دينار، وتنوي المؤسسة توزيع 50 % من أرباحها على المساهمين مستقبلا.

1. ما هي الاحتياجات المالية الإضافية المطلوبة لو أن المبيعات زادت إلى 1600000 دينار سنة 2023؟

الميزانية في 2022/12/31

الأصول	الخصوم
أصول ثابتة (صافي) 300000	أسهم عادية 200000
مخزون 200000	أرباح محتجزة 200000
عملاء 170000	سندات 140000
نقد 20000	ضرائب وأجور مستحقة 50000
	موردون 100000
المجموع 690000	المجموع 690000

التمرين 2: إليك المعلومات التالية عن مؤسسة ما، والمطلوب التنبؤ بالاحتياجات المالية من -3

البضائع للسنة المقبلة باستخدام طريقة الانحدار الخطي البسيط؟ إذا كان يتوقع أن تبلغ

المبيعات 1000 وحدة نقدية.

السنة	2014	2015	2016	2017	2018
المبيعات	500	800	700	600	400
البضائع	100	400	300	200	100

تطبيق 3: إليك قيمة المبيعات والمخزون لمؤسسة ما من سنة 2017 إلى 2022 ويطلب منك تقدير الاحتياجات المالية للمخزون لسنة 2023 إذا علمت أن مبيعاتها التقديرية لسنة 2023 هي 350000 دج، بطريقة الانحدار الخطي البسيط.

السنوات	2017	2018	2019	2020	2021	2022
المبيعات	160	200	215	185	235	265
المخزون	30	38	44	35	43	45

المحاضرة رقم 09: التمويل متوسط الأجل

وهو ذلك النوع من التمويل الذي يمتد من سنة إلى خمس سنوات، ويمكن أن يصل إلى السبع سنوات.

1/ القروض البنكية متوسط الأجل:

وهي تلك القروض التي تتحصل عليها المؤسسة من البنوك التجارية أو المؤسسات المالية المتخصصة وهذا النوع من القروض موجه لتمويل شراء الأصول الثابتة معدات، أدوات، آلات وتتراوح مدة هذه القروض بين السنتين (2) و السبع سنوات (7)، وتستخدم عوائد الأصل في تسديد القرض، ويأخذ هذا النوع من القروض أحد الأشكال التالية:

1- القروض القابلة للتعبئة لدى المؤسسات المالية الأخرى؛ القروض القابلة للتعبئة فالأمر يعني أن البنك المقرض بإمكانه إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي.

2- القروض غير القابلة للتعبئة فان هذا يعني أن البنك لا يتوفر على إمكانية إعادة خصم هذه القروض لدى مؤسسة مالية أخرى أو لدى البنك المركزي، وبالتالي فانه يكون مجبرا على انتظار سداد المقرض لهذا القرض.

2/ الاستئجار (الائتمان الايجاري)

1/2- تعريف الاستئجار

هو عبارة عن عملية يقوم بموجبها بنكاً، أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك، بوضع آلات أو معدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها، ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها تسمى ثمن الإيجار.

2/2- أنواع الاستئجار:

1-2/2- الاستئجار التشغيلي: يعد عقد الاستئجار التشغيلي التجهيزات وخدمات الصيانة إلى المستأجر، لذلك فانه يدعى أحيانا بعقد استئجار خدمات، وتستدعي مثل هذه العقود أن يقوم المؤجر بتقديم خدمات الصيانة للتجهيزات وتكون تكلفة الصيانة محسوبة في دفعة الإيجار الدورية، أو انه يتم التعاقد عليها بشكل منفصل. ويكون المؤجر عادة مسئولاً عن تكاليف تأمين الأصل بتغطية مناسبة. ودفع الضرائب العقارية المستحقة إن كان الأصل عقاراً.

ومن مميزات هذا النوع من الاستئجار ما يلي:

تقوم الشركة المؤجرة بصيانة وخدمة المعدات المستأجرة وتضمن تكاليف هذه الصيانة إلى أقساط الإيجار أو تحصلها من الشركة المستأجرة باتفاق منفصل عن عقد الإيجار.

إن ما تدفعه الشركة المستأجرة من أقساط الإيجار لا تكفي لتغطية مجمل تكاليف الأصل، لأن فترة الاستئجار تكون عادة أقل بكثير من العمر الاقتصادي المتوقع للأصل، ولذا يتوقع المؤجر أن يسترد مجمل قيمة الأصل، إما عن طريق إعادة تأجير الأصل (بعد نهاية فترة العقد) وإما عن طريق بيعه.

تعطي عادة عقود استئجار الخدمة -عادة- للشركة المستأجرة الحق في إلغاء العقد وإرجاع الأصل إلى المؤجر قبل نهاية مدة العقد الأساسية، علما بأن هذه الميزة مهمة جدا للشركة المستأجرة لأنها تستطيع إعادة الأصل إلى المؤجر في حالة ظهور أصل آخر له ميزة تكنولوجية أكثر تقدما أو عندما لم تعد بحاجة للأصل.

2-2-2- البيع ثم الاستئجار:

وهو بيع الأصول مع الاحتفاظ بحق استئجارها من المشتري. وفي هذه الحالة تقوم الجهة البائعة ببيع بعض أصولها نتيجة لحاجتها إلى الأموال، إلا أنها لا تستطيع الاستغناء عن هذه الأصول. ولذلك فإن الجهة البائعة تقوم ببيع هذه الأصول مقابل مبلغ نقدي، وعليها أن تحتفظ بهذه الأصول في مقابل دفع إيجار دوري لهذه الأصول.

ولعل من أهم ميزات البيع وإعادة الاستئجار أن الشركة البائعة تحصل على تدفق نقدي كبير يساوي ثمن الأصل الذي تم بيعه، وتحتفظ بالوقت نفسه بالأصل لديها لاستعماله أن ذلك يمنح الشركة سيولة نقدية كبيرة يمكن أن تستعملها لتمويل استثمارات أو لسداد ديون، وهذا النوع مماثل وبديل للحصول على قرض بضمانة من المصرف، لذلك فإنه عند الحاجة إلى تمويل من هذا النوع يجب دراسة هذين المصدرين للتمويل واختيار البديل الأقل تكلفة.

2-2-3- الاستئجار المالي :

إن الاستئجار المالي البحت هو الاستئجار الذي لا يضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر والذي يستهلك قيمة المعدات المستأجرة بكاملها (أي أن الأقساط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة).

ومن خصائص عقود الاستئجار التمويلي أيضا أنها لا تقدم أية خدمات صيانة، حيث يتكفل المستأجر بنفقات الصيانة بالكامل، وكذلك بتكاليف التأمين والضرائب العقارية، كما أن عقد الاستئجار التمويلي لا يمكن إلغاؤه. فإذا أراد المستأجر أن ينهي العقد فعليه أن يسدد كافة دفعات الإيجار المتبقية دفعة

واحدة. أما إذا تخلف المستأجر عن تسديد دفعات الإيجار، فإن ذلك قد يؤدي في النهاية إلى إجبار الشركة على الإفلاس.

إن الاستئجار المالي يشبه كثيرا البيع ثم الاستئجار ولكن الفرق الرئيسي بينهما هو أن الاستئجار المالي يتضمن أصلا جديدا تشتريه مؤسسة التمويل من مورد هذا الأصل مباشرة، بينما في حالة البيع ثم الاستئجار تشتري مؤسسة التمويل الأصل من الشركة المستأجرة نفسها، ويكون هذا الأصل من إحدى الأصول المستخدمة في الشركة المستأجرة بوجه عام، يمكن أن يعتبر البيع ثم الاستئجار كنوع خاص من الاستئجار المالي.

3/2- ايجابيات وسلبيات قرض الإيجار: كغيره من بدائل التمويل المتاحة أمام المؤسسة لقرض الإيجار الكثير من الايجابيات نذكر منها:

✓ يسمح للمؤسسة بتمويل استثمارها كليا بسرعة وسهولة كبيرة دون أن يحدث ذلك أي تأثير على مستوى الميزانية وعلى مستوى قدرة المؤسسة على الاستدانة.

✓ يسهم قرض الإيجار في تأمين المؤسسة ضد المخاطر التقنية، فيمجرد ظهور استثمار بديل يتميز بفعالية أكبر وتقنيات أحدث يمكن للمؤسسة استبداله بشكل أسرع مما سيكون عليه الأمر لو قامت المؤسسة بحيازته.

✓ يعطي أفضلية للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي تتميز بضعف في قدرتها على الاستدانة في تمويل احتياجاتها للنمو والتطوير دون الحاجة للاقتراض.

✓ يسمح القرض الإيجاري بتمويل 100% للأصل

✓ لا يؤثر على القدرة الاقتراضية للمؤسسة.

✓ في حالة ظهور آلات جديدة في السوق مشابهة يمكن إلغاء العقد (في الحالات التي يمكن فيها إلغاء عقد القرض الإيجاري)، وهنا يعتبر مفضلا مقارنة بتملك الأصل.

✓ يسمح للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي لها قدرة اقتراض ضعيفة بتمويلها.

4/2 سلبيات الانتماء الإيجاري: وله العديد من السلبيات لعل أكثرها أهمية:

✓ يعتبر بديل تمويلي مكلف جدا في حال عدم إمكانية الاستفادة من الوفورات الضريبية.

✓ بسبب سهولة الحصول عليه بعد الاستثمار اقل مردودية مقارنة ببقية البدائل الأخرى.

✓ بالإضافة الى عدم إمكانية الاستفادة المؤسسة من القيمة المتبقية للاستثمار في نهاية عمره والتي تعتبر لها قيمة قد تؤثر في عملية التقييم المالي للاستثمار.

4/2- أسباب اللجوء إلى الاستئجار: هناك العديد من الأسباب التي تقود إلى الاعتماد على الاستئجار كمصدر للتمويل من أهمها:

1. مقابلة الاحتياجات المؤقتة: تحتاج الشركات في حالات عديدة إلى استخدام بعض الأصول لفترات قصيرة الأجل أو لأداء أغراض محددة.
2. إمكانية إنهاء الاستئجار.
3. توفير خدمات الصيانة.
4. النمطية تؤدي إلى تخفيض التكاليف الإدارية للاستئجار: تقوم الشركات المتخصصة في تأجير الأصول بإتمام عدد كبير من عمليات الاستئجار وبالتالي فهي تعتمد عادة على مجموعة من الإجراءات النمطية والمتكررة مما يقلل من التكاليف الإدارية التي تتحملها.
5. المزايا الضريبية: يحقق كل من المؤجر والمستأجر مزايا ضريبية كنتيجة لعملية الاستئجار حيث أن أقساط الاستئجار تعتبر مثلها مثل الفائدة على الضريبة من المصروفات التي تخصم من الإيراد قبل سداد الضريبة.
6. الاحتفاظ برأس المال: يمكن الاستئجار من احتفاظ المنشأة بأموالها واستخدامها في استثمارات بديلة طالما أنها تحصل على خدمات الأصل الذي تحتاج إليه دون الحاجة إلى شراء.
7. تجنب النفقات والإجراءات المرتبطة بالإنفاق الرأسمالي: إن حصول المنشأة على الأصل الذي تحتاج إليه عن طريق الاستئجار يمكن من تجنب كافة النفقات المرتبطة بعملية تحليل وتقييم فرص الإنفاق الرأسمالي المتاحة، كما يمكن أيضا من تجنب الإجراءات اللازمة للحصول على الموافقات الضرورية لإتمام عملية شراء الأصل وبصفة خاصة في المشروعات العامة حيث يتطلب الأمر الحصول على موافقة بعض الهيئات الحكومية الرقابية قبل القيام بأي إنفاق رأسمالي يتميز بـكبر حجم الأموال الموظفة فيه.

المحاضرة رقم 10: مقارنة تكلفة الاستئجار مع تكلفة الاقتراض والشراء

لاتخاذ قرار الاقتراض وشراء الأصل أو استئجاره، ينبغي على إدارة المؤسسة أن تقوم بمقارنة تكلفة كلا منهما، ثم تقرر على أساس البديل الأقل تكلفة، وفيما يلي كيفية المقارنة بينهما.

الفاضلة بين الاستئجار أو الاقتراض والشراء من وجهة نظر المستأجر:

بعد القيام بتقييم مشروع استثماري والتأكد من جدواه الاقتصادية والمالية ينبغي التفكير في كيفية تمويله، فإذا كان الاستثمار عبارة عن آلات يمكن استئجارها، فعلى المؤسسة أن تقوم بتقييم بدلين ممكنين للتمويل، وهما الاقتراض وشراء الآلة أو استئجارها واختيار البديل الأقل تكلفة.

إن بديل استئجار المعدات يشبه بديل الاقتراض وشراء الآلة، لأن كلا البديلين يرتبان على المؤسسة تسديد دفعات دورية، وتسمى دفعات تسديد القرض في حالة الاقتراض، ودفعات إيجار في حالة الاستئجار، لكن امتلاك الآلة وتمويلها بالاقتراض يعطي المؤسسة بعض المزايا، كالاستفادة من الوفورات الضريبية الناتجة عن الفائدة على القرض وعن اهتلاكها وصيانتها وأيضا القيمة المتبقية للآلة، أما الاستئجار فيعطي للمؤسسة مرونة إلغاء العقد عند توقف الحاجة إلى الآلة إذا كان العقد قابلا للإلغاء، كما يمكن المؤسسة من الاستفادة من التطور التقني بالاستئجار لفترات قصيرة نسبيا وإعادة استئجار آلات حديثة.

تحليل كل من بدلي الاستئجار أو الاقتراض والشراء:

1/ تحديد تكلفة الاستئجار:

ان تكلفة الاستئجار عبارة عن القيمة الحالية لدفعات الإيجار المستقبلية مخصومة بمعدل الفائدة الذي يجب أن تدفعه المؤسسة إلى البنك إذا اقترضت مبلغا مساويا لقيمة الآلة ولنفس الفترة. ودفعة الإيجار يجب أن تؤخذ بعد الضريبة للحصول على التكلفة الفعلية للإيجار، أي بعد استبعاد الوفر الضريبي الذي يخفض تكلفة الإيجار، كذلك يجب الأخذ بعين الاعتبار أن دفعات الإيجار تدفع مقدما أي في بداية السنة، لكن الوفر الضريبي لا تتم الاستفادة منه إلا في آخر السنة، هذا يعني أن هناك فترة تأخير سنة ما بين دفعة الإيجار (تدفق خارج) والوفر الضريبي الناتج عن هذه الدفعة (تدفق داخل)

مثال:

ترغب مؤسسة في شراء آلة يبلغ ثمنها 100000 دينار، مدة حياتها الاقتصادية 5 سنوات يمكن أن تباع في نهايتها ب 10000 دينار، تستطيع المؤسسة أن تستأجر هذه الآلة ب 27335 دينار سنويا والتي تقدم خدمات الصيانة أيضا مع الآلة، (المؤسسة المؤجرة تقدم خدمات الصيانة)

ويوجد أمام المؤسسة بديل آخر وهو أن تقترض من البنك ثمن الآلة بفائدة 12 % سنويا، على أن يتم تسديد القرض على خمس دفعات سنوية متساوية قيمة كل منها 27741 دينار، وفي هذه الحالة على المؤسسة أن تتحمل تكاليف الصيانة السنوية البالغة 500 دينار، تدفع المؤسسة ضرائب على الربح بمعدل 25 %.

نستعين بالجدول التالي:

نهاية السنة	دفعة الايجار	الوفر الضريبي	التدفق النقدي الخارج	عامل الفائدة 12 %	القيمة الحالية
0	27335		27335	1	27335
1	27335	6833.75	20501.25	0.892	18304.68
2	27335	6833.75	20501.25	0.797	16343.47
3	27335	6833.75	20501.25	0.711	14592.38
4	27335	6833.75	20501.25	0.635	13028.91
5		6833.75	(6833.75)	0.567	(3877.65)
المجموع= القيمة الحالية لاستئجار الآلة					85726.78

ملاحظة:

- دفعة الإيجار التي يجب أن تدفع الآن في السنة صفر، وفي نهاية كل من السنوات الأولى حتى الرابعة.

- يلاحظ أن الوفر الضريبي لكل دفعة إيجار تتم الاستفادة منه في نهاية العام القادم لأن تكلفة الإيجار تدفع مقدما، لذلك لا يوجد وفر ضريبي للسنة صفر، ولكن هناك وفر ضريبي لكل من السنوات من 1 إلى 5.

2/ تحديد تكلفة الاقتراض والشراء:

إن تكلفة الاقتراض والشراء هي عبارة عن القيمة الحالية لدفعات تسديد القرض وتكلفة الصيانة ناقص القيمة الحالية للوفر الضريبي الناتج عن طرح الفائدة على القرض والاهتلاك والصيانة كنفقات زائد القيمة الحالية للقيمة المتبقية للآلة كلها مخصومة بمعدل الفائدة علة الاقتراض، كما يلي:

$$PV = \sum_{t=0}^n \frac{Dr_t + M_t}{(1+k)^t} - \sum_{t=1}^n \frac{(I + D + M)^t \cdot T}{(1+k)^t} + \frac{SV}{(1+k)^n}$$

حيث:

PV : القيمة الحالية لتكلفة الاقتراض والشراء.

Dr_t : دفعة تسديد القرض.

M_t : تكلفة الصيانة السنوية.

I : تكلفة الفائدة السنوية على القرض.

D : تكلفة الاهتلاك السنوي.

T : معدل الضريبة على أرباح المؤسسة.

SV : القيمة المتبقية.

k : معدل الفائدة على القرض (معدل الخصم)

ونسنعين بالجدول التالي لحل المعادلة:

القيمة الحالية للتدفقات النقدية الخارجة 10	عامل الفائدة 9	التدفق النقد ي الخارج 8	الوفر الضريه ي 6=7 0.25)	+4+3=6 5	الاهتلا ك5	تكلفة الصيا نة4	الفائدة 3	دفعه تسديد القرض	السر نة
18408	0.8929	20616	7625	30500	18000	500	12000	27741	1
16811	0.7972	21088	7153	28611	18000	500	10111	27741	2
15387	0.7118	21617	6624	26495	18000	500	7995	27741	3
14114	0.6355	22209	6032	24126	18000	500	5626	27741	4
7304	0.5674	12873 - 10000 SV	5367	21472	18000	500	2972	27741	5
72024	القيمة الحالية لتكلفة الاقتراض والشراء								

ملاحظات:

$$7 - 4 + 2 = 8$$

$$9 \cdot 8 = 10$$

- يبين العمود 2 و 3 دفعات تسديد القرض والفائدة (من جدول تسديد القرض)

- يبين العمود 5 الاهتلاك السنوي = (قيمة آلة - قيمة متبقية) / العمر.

- العمود 8 في السنة الأخيرة يتم طرح القيمة المتبقية.

المفاضلة بين البديلين:

بما أن القيمة الحالية لتكلفة الاقتراض والشراء 72024 دينار أقل من القيمة الحالية لتكلفة الاستئجار

85725 دينار فان الاقتراض وشراء آلة هو البديل الأقل تكلفة والأفضل.

تطبيقات:

أجب على الأسئلة التالية بدقة:

1/ في الاستئجار التشغيلي من يقوم بصيانة الأصل؟

2/ في الاستئجار المالي من يقوم بصيانة الأصل؟

3/ لماذا تلجأ المؤسسة للبيع ثم إعادة الاستئجار؟

المحاضرة رقم 11: التمويل بالسندات

تحتاج المؤسسة أثناء نشاطها إلى أنواع عدة من مصادر التمويل بحيث تتلاءم هذه المصادر مع أوجه استعملاتها، من بينها التمويل طويل الأجل الذي تلجأ إليه المؤسسات لتمويل استثماراتها، وهو ذلك التمويل الذي يفوق السبع سنوات ويمتد إلى العشرين سنة أو يفوق، ويكون عن طريق الاقتراض طويل الأجل، إصدار سندات، أو الأسهم الممتازة، أو عن طريق احتجاز الأرباح، أو الأسهم العادية.

أولاً: التمويل باستعمال السندات: تعتبر السندات من مصادر التمويل طويلة الأجل والتي تتحصل منها المؤسسة على الأموال لفترة تزيد عن الخمس سنوات. غير أنه توجد أنواع عديدة من السندات والتي تختلف فيما بينها في الكثير من الخصائص.

1/ تعريف Bonds: تتمثل السندات في مستند مديونية يمثل دائنية حاملها للمؤسسة التي أصدرته ويتحصل حامل السند على معدل عائد ثابت. كوبون.

2/ مزايا التمويل عن طريق السندات: يحقق التمويل عن طريق السندات عدة إيجابيات منها:

- سهولة تحديد تكلفة السندات.
- قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية والممتازة.
- في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة، فذلك يعطي مرونة أكبر لعمل المديرين.
- تمثل تكلفة السندات عبئاً، فتخصص مثل باقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة، مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي.
- السندات محددة المدة والقيمة والفائدة، فالمؤسسة يسهل عليها توقع الاحتياطي لا هلاكها، وعليها فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة التأثير على هيكل التمويل.

3/ عيوب السندات بالنسبة للمؤسسة: كما أن للتمويل بالسندات عدة مساوئ منها:

- تمثل السندات التزاماً ثابتاً على المؤسسة، وبالتالي فهي تمثل عبئاً يرهق المؤسسة خاصة إذا لم تحقق المؤسسة أرباحاً كبيرة تغطي فوائد السندات، كما أن الالتزام الثابت يمثل خطورة كبيرة على المؤسسات التي تتعرض إيراداتها لتقلبات كبيرة.
- محدودية الاستفادة من السندات، حيث تنص التشريعات القانونية في كثير من البلدان على تحديد كمية المبالغ التي تستطيع المؤسسة اقتراضها عن طريق إصدار السندات.
- إذا قامت المؤسسة برهن بعض أصولها مقابل إصدار السندات فإن ذلك يعتبر تقييداً لحرية المؤسسة في التصرف بالأصول المرهونة.

- تخصيص مبالغ كبيرة سنويا من ارباح المؤسسة لتسديد قيمة السندات ودفع الفوائد المستحقة عليها، مما يؤثر على سيولة المؤسسة.
- بما ان مدة استحقاق السندات غالبا ما تكون طويلة، فقد تمر المؤسسة بظروف سيئة خلال تلك المدة والتي لا يمكن التنبؤ بها، مما يزيد من المخاطر التي تعترض المؤسسة.
- 4/ تكلفة السندات: ويمكن حساب تكلفة السند أو القرض عن طريق المعادلة:

$$N_d = \sum_{t=1}^n \frac{I_t}{(1 + K_d)^t} + \frac{MV}{(1 + K_d)^n}$$

N_d : المبلغ الذي تم تحصيله نتيجة بيع السند.

I_t : الفائدة السنوية على القرض أو السند.

K_d : معدل العائد المطلوب أو تكلفة الدين (السند).

n : فترة استحقاق القرض أو السند.

MV : قيمة القرض في تاريخ الاستحقاق أو القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق.

ويعتمد حل المعادلة السابقة على طريقة التجربة والخطأ في إيجاد تكلفة التمويل، وهذه الطريقة تأخذ وقت وجهد، لهذا توجد طريقة تقريبية لإيجاد تكلفة التمويل وهي كما يلي:

$$K_d = \frac{I + \frac{M - N_d}{n}}{\frac{N_d + M}{2}}$$

حيث أن:

K_d : معدل العائد المطلوب أو تكلفة الدين (السند).

M : القيمة الاسمية للسند.

I : الفائدة السنوية المدفوعة.

N_d : صافي المتحصلات من بيع السند أو من القرض.

n : مدة استحقاق السند.

أما تكلفة التمويل بالقرض أو السند بعد الضريبة = تكلفة القرض قبل الضريبة. (1- معدل الضريبة)

مثال: مؤسسة تمكنت من الحصول على مبلغ صافي قدره 940 دينار من جراء اصدار سندات بقيمة اسمية 1000 دينار للسند الواحد ومعدل كوبون (عائد) 15 % سنويا، ويستحق هذا السند بعد 20 سنة، وتخضع أرباح المؤسسة للضريبة على الدخل بمعدل 20 %.

أحسب تكلفة التمويل؟

الحل: نستعمل المعادلة التقريبية:

$$K_d = \frac{I + \frac{M - N_d}{n}}{\frac{N_d + M}{2}}$$

$$K_d = \frac{150 + \frac{1000 - 940}{20}}{\frac{940 + 1000}{2}}$$

$$K_d = 15.77\%$$

حيث:

$$I = 1000(15\%) = 150$$

أما تكلفة التمويل بعد الضريبة = $0.1577(1 - 0.2) = 12.61\%$

أما تكلفة الدين الذي تم الحصول عليه بقرض بنكي يسدد بالتقسيط، فيتم الحصول عليها بطريقة تقريبية كما يلي:

$$K_d = \frac{2mD}{P(n + 1)}$$

حيث:

m : عدد دفعات تسديد القرض بالسنة.

D : اجمالي الفائدة المستحقة على القرض.

P : قيمة القرض الممنوح.

n : اجمالي عدد دفعات القرض.

مثال: تقترض مؤسسة 1000 دينار بفائدة سنوية 6 %، على أن يسدد هذا القرض على دفعات شهرية متساوية على فترة ثلاث سنوات.

الحل: نستعمل العلاقة أعلاه:

$$K_d = \frac{2mD}{P(n+1)}$$

$$K_d = \frac{2(12)(180)}{1000(36+1)}$$

$$K_d = 11.67\%$$

حيث:

m : 12 دفعة بالسنة.

$$D = 1000(0.06)(3) = 180.$$

$$P = 1000$$

$$n = 12(3) = 36 \text{ دفعة.}$$

ملاحظة: إذا كان السند يباع بخصم أي أقل من قيمته الاسمية، فتكلفته تحسب بنفس العلاقة.

مثال: يباع سند قيمته الاسمية 2000 دينار بخصم في السوق، إذ يبلغ سعره في السوق 1900 دينار، يدفع السند فائدة مقدارها 100 دينار سنويا ويستحق بعد 25 سنة. معدل الضريبة على أرباح المؤسسة 19 %

أحسب تكلفة التمويل بهذا السند؟

الحل: نستعمل العلاقة أعلاه:

$$K_d = \frac{I + \frac{M - N_d}{n}}{\frac{N_d + M}{2}}$$

$$K_d = \frac{100 + \frac{2000 - 1900}{25}}{\frac{2000 + 1900}{2}}$$

$$K_d = 5.33\%$$

التكلفة الفعلية بعد الضريبة = $0.0533 (1 - 0.19) = 4.31\%$

أما إذا كان السند يباع بعلاوة إصدار أي أعلى من قيمته الاسمية، فبنفس الطريقة يمكن حساب تكلفته.

مثال: في المثال السابق إذا كان السند يباع بسعر 2100 دينار، أحسب تكلفة التمويل؟

الحل: نطبق نفس العلاقة السابقة:

$$K_d = \frac{I + \frac{M - N_d}{n}}{\frac{N_d + M}{2}}$$

$$K_d = \frac{100 + \frac{2000 - 2100}{25}}{\frac{2000 + 2100}{2}}$$

$$K_d = 4.68\%$$

التكلفة الفعلية بعد الضريبة = $0.0468 (1 - 0.19) = 3.79\%$

القروض طويلة الأجل: تمثل القروض طويلة الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك الاستثمارية لفترة تفوق الخمس سنوات.

وتحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية، المختلفة مثل البنوك وشركات التأمين وغالبا ما تستحق هذه القروض بعد فترة طويلة من الزمن، وتتوقف عملية سداد القرض على ما يتم الاتفاق عليه من الشروط يتفق عليها بين الشركة والجهات التي تقدم على هذه الأموال في شكل قروض وذلك فيما يتعلق بمعدل الفائدة، وتاريخ الاستحقاق وطريقة السداد وما إذا كان سيسدد مرة واحدة أو على دفعات. ونظرا لان مدة هذه القروض عادة ما تفوق السبع سنوات فإنها تتطلب بعض الضمانات التي تطلبها الجهة المقرضة.

2/ مزايا التمويل عن طريق القروض متوسطة وطويلة الأجل: يوفر التمويل عن طريق القروض مجموعة من المزايا منها:

- ✓ تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الإصدار العام إلى الجمهور.
- ✓ عملية الحصول على قروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه إجراءات عملية الإصدار العام للجمهور.
- ✓ سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقرضة خاصة إذا كان القرض طرفا وحيدا.
- ✓ الاستعانة بالقروض المتوسطة وطويلة الأجل يغني عن اللجوء إلى القروض قصيرة الأجل وبالتالي تفادي مخاطر احتمال عدم التجديد أو مواعيد الاستحقاق القصيرة.

3/ دوافع الاقتراض متوسط وطويل الأجل: وهناك عدة دوافع تؤدي بالمؤسسة إلى الاعتماد على القروض متوسطة وطويلة الأجل منها:

- (1) عدم إمكانية طرح أسهم جديدة أو التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة.
- (2) ضعف الطلب في السوق المالي واحتمالات عدم تغطية الإصدار.
- (3) عدم تأثير الاقتراض في السيطرة الحالية على إدارة المؤسسة.
- (4) يقارب هذا النوع من التمويل في طبيعته رأس المال إلى حد ما، لذا يمكن استعماله لتمويل الأصول غير الجارية.
- (5) يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل.
- (6) قد يشكل مصدرا للوفاء بالقروض قصيرة الأجل.
- (7) كونه اقل تكلفة من إصدار الأسهم.

4/ مساوئ اللجوء إلى التمويل بالقروض متوسطة وطويلة الأجل: وللاقتراض المتوسط والطويل الأجل عدة سلبيات من بينها:

إن سداد القروض متوسطة وطويلة الأجل بأقساط سنوية طويلة المدة المحددة لإهلاك هذه القروض يعرض المؤسسة الى الاستنزاف النقدي المستمر، وهنا تتجلى أفضلية اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسهم (لما تتميز به من عدم محدودية لتاريخ التسديد).

في العادة تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصاً مقيدة للمؤسسات المقترضة لحماية حقوق الدائنين، بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذا القيد.

كون هذه القروض طويلة الأجل، فالمقرض يطلب ضمانات قد لا تكون في متناول المؤسسة، ويلجأ إلى استقصاءات مفصلة ودقيقة عن وضعية المؤسسة وقد تكون تكاليف هذه الاستقصاءات عالية، ولذا فالمقرض يضع هذا القرض المقدم لغرض تغطية هذه التكلفة.

تطبيقات:

1. حدد الأنواع المختلفة للسندات، مبرزاً خصائص كل نوع؟
2. لخص إيجابيات التمويل عن طريق السندات؟
3. لخص سلبيات التمويل عن طريق السندات؟

تطبيق 1: يباع سند قيمته الاسمية 1000 دينار بخصم في السوق، حيث يبلغ سعره في السوق 950 دينار، يدفع السند فائدة سنوية قدرها 60 دينار ويستحق بعد 20 سنة، معدل الضريبة على أرباح المؤسسة 30 %.

أحسب تكلفة السند؟ قبل وبعد الضريبة.

تطبيق 2: بافتراض السند المقدمة خصائصه في التطبيق السابق يباع في السوق بسعر 1100 دينار، أحسب تكلفة التمويل بهذا السند؟ قبل وبعد الضريبة.

تطبيق 3: يمكن لمؤسسة ما الحصول على مبلغ صافي قدره 97 دينار من بيع سند قيمته الاسمية 100 دينار، ومدته 10 سنوات وسعر فائدته 3.5 %، علماً أن معدل الضريبة على أرباح المؤسسة 30 %.

أحسب تكلفة هذا السند؟

تطبيق 4: أصدرت مؤسسة 400000 سند بقيمة اسمية 1000 دينار للسند تستحق بعد 12 سنة، بمعدل فائدة 10 % من قيمة السند الاسمية، وتم بيع السند بنفس القيمة الاسمية، وتحملت المؤسسة نفقات إصدار قدرها 2 % من القيمة الاسمية، علماً أن معدل الضريبة على أرباح المؤسسة 30 %.

أحسب تكلفة هذا السند؟

تطبيق 5: أحسب تكلفة قرض قيمته 10000 دينار، إذا علمت أن معدل الفائدة الاسمي على القرض 8 % سنوياً، وأن القرض يسدد على أقساط شهرية لمدة 5 سنوات؟

المحاضرة رقم 12: التمويل بالأسهم الممتازة

تعتبر الأسهم الممتازة من مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتحصل منها المؤسسة على الأموال لفترة طويلة.

- 1/ تعريف Preferred Stock: تعتبر الأسهم الممتازة مستند ملكية ولكنه ليس مثل الاسهم العادية فحامل السهم الممتاز يتحصل على نصيب ثابت من الارباح يتمثل في نسبة من قيمته الاسمية، ولا يتمتع بكامل الحقوق التي يتمتع بها حملة الاسهم العادية. وتجدر الإشارة الى أنه في السنوات الأخيرة ظهرت أنواعا جديدة من الأسهم الممتازة وغيرها من الأوراق المالية الأخرى، والتي تختلف فيما بينها من حيث الخصائص.
- 2/ ايجابيات التمويل بالأسهم الممتازة: وبذلك فان التمويل عن طريق الاسهم الممتازة حسب وجهة نظر الشركة المصدرة لها يحقق ما يلي:

1. عدم الالتزام القانوني على دفع توزيعات الارباح أو مبلغ التمويل لحملة الاسهم الممتازة.
2. زيادة العائد لحملة الاسهم العادية اذا كان الرفع المالي موجبا و نسبة الربح عالية.
3. تجنب الشركة شروط المساواة في الحصول على الربح مع حملة الاسهم العادية لان عائد الاسهم الممتازة محدود وثابت.
4. ان استخدام هذا التمويل يبقي الرقابة والادارة من قبل حملة الاسهم العادية الحاليين على الشركة.
5. أكثر مرونة بالمقارنة مع السندات لأنه ليس لها تاريخ استحقاق محدد ولا يتطلب تكون احتياطي استهلاك لهذه الاسهم.
6. لا يتطلب اصدارها ضمانات محددة كما يحدث في حالة التمويل بالدين ولكن هذا لا يعني عدم وجود كلف اضافية عند اصدار الاسهم الممتازة وأول هذه الكلف أن معدل عائدها اعلى من معدل عائد السندات كما ان التوزيعات الخاصة بالأسهم الممتازة لا تعطي اي وفر ضريبي كما في حالة التمويل بالقروض لعدم السماح باعتبارها مصاريف على الشركة.

3/ سلبيات الاسهم الممتازة: للتمويل بالأسهم الممتازة مجموعة من السلبيات منها:

- عدم حصول المؤسسة على وفر ضريبي من توزيعات الارباح، حيث أن التوزيعات تدفع من صافي الربح بعد الضريبة، ولا تخصم كمصروفات من ارباح المؤسسة عند احتساب الضريبة، وبالتالي فان تكلفة الاسهم الممتازة أكبر من تكلفة السندات.

- يمكن ان تسبب التوزيعات المتراكمة غير المدفوعة في سنوات سابقة مشاكل مالية وادارية كثيرة للمؤسسة.

- تباع الاسهم الممتازة على اساس ان العائد عليها أكبر من العائد على السندات.

4/ تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة: إن تكلفة الأسهم الممتازة تساوي معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين في الأسواق المالية للاستثمار في هذه الأسهم، وبما أن أغلب الأسهم الممتازة لا تستحق وتوزع أرباحاً ثابتة فإن العائد المطلوب على الاستثمار في هذه الأسهم K_p يساوي الربح الموزع السنوي D_p مقسوماً على سعر السهم في السوق P_m وتحسب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة كما يلي:

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

D_p : الأرباح السنوية الموزعة لكل سهم.

P_m : القيمة السوقية للسهم.

K_p : تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.

مثال: تقوم مؤسسة بإصدار أسهم ممتازة، القيمة الاسمية للسهم 100 دينار، ويبيع في السوق بهذه القيمة، يدفع السهم أرباحاً موزعة بنسبة 15 % سنوياً.

أحسب تكلفة التمويل؟

الحل: نستعمل العلاقة أعلاه:

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

$$K_p = \frac{15}{100}$$

$$K_p = 15 \%$$

الأرباح الموزعة بالسهم = $(0.15)100 = 15$ دينار.

ملاحظة: إذا كان السهم يباع في السوق بأقل من قيمته الاسمية أي ب 90 دينار، فإن تكلفته هي:

$$K_p = \frac{15}{90}$$

$$K_p = 16.67 \%$$

افترضنا أنه لا توجد نفقات إصدار لبيع الأسهم الممتازة، لكن الواقع غير ذلك، فالمؤسسات تستعين بالبنوك لضمان وتسويق إصداراتها مقابل أتعاب وساطة تدفعها المؤسسة للبنك، إن نفقات الإصدار تزيد من تكلفة التمويل، ويتم ذلك بتقسيم الأرباح الموزعة بالسهم على سعر بيع السهم الممتاز الجديد في السوق مضروباً في واحد ناقص نسبة نفقات الإصدار كما يلي:

$$K_p = \frac{D_p}{P_m(1 - F)}$$

حيث:

F: نسبة نفقات الإصدار.

مثال: في المثال السابق، إذا كان بنك الإصدار يتقاضى 5 دينار كأتعاب وساطة على كل سهم ممتاز قيمته الاسمية 100 دينار، ويبيع السهم في السوق ب 90 دينار.

أحسب تكلفته؟

الحل: نحسب أولاً نسبة نفقات الإصدار ثم نطبق العلاقة أعلاه:

$$\frac{5}{100} = 5\% \text{ نسبة نفقات الإصدار}$$

$$K_p = \frac{D_p}{P_m(1 - F)}$$

$$K_p = \frac{15}{90(1 - 0.05)}$$

$$K_p = 17.54\%$$

تطبيقات:

- أذكر ايجابية واحد من ايجابيات التمويل بالأسهم الممتازة؟
- أذكر سلبية واحد من سلبيات التمويل بالأسهم الممتازة؟
- ما هو أثر اصدار المزيد من الأسهم الممتازة على الطاقة الاقتراضية للمؤسسة؟
- حدد الأنواع الجديدة للأسهم الممتازة، مبرزا خصائص كل نوع؟

تطبيق 1: مؤسسة أصدرت أسهما ممتازة بيعت بسعر 40 دينار للسهم الواحد، وذلك مقابل حصول حاملها على توزيعات سنوية قدرها 6 دينار، إذا علمت أن نسبة المصاريف الخاصة بالإصدار إلى القيمة الاسمية بلغت 10 %.

أحسب تكلفة هذه الأسهم الممتازة؟

تطبيق 2: ترغب مؤسسة بإصدار أسهم ممتازة بقيمة اسمية 2000 دينار، ويحصل حاملها على توزيعات سنوية بقيمة 6 %، وتحمل المؤسسة نفقات إصدار 2 % من سعر بيع السهم.

أحسب تكلفة التمويل إذا تم بيع السهم بالقيمة الاسمية؟

تطبيق 3: أحسب تكلفة التمويل عن طريق الأسهم الممتازة إذا رغبت المؤسسة بإصدار أسهم تحمل أرباحا مقدارها 9 %، تباع بقيمة اسمية تبلغ 10 دينار، تتحمل المؤسسة مصاريف إصدار تبلغ 4 %؟

تطبيق 4: أصدرت مؤسسة أسهما ممتازة ويحصل حاملها على توزيعات سنوية تقدر ب 10 %، وسعر السهم الاسمي 100 دينار، وقدرت نفقات الإصدار ب 5 %: ولدينا الحالات الثلاثة التالية:

- إذا تم بيع السهم بالسعر الاسمي.
- إذا تم بيع السهم بزيادة تقدر ب 10 % عن السعر الاسمي.
- بخصم مقداره 5 %

فما هي تكلفة السهم الممتاز في الحالات الثلاثة السابقة؟

المحاضرة رقم 13: التمويل بالأسهم العادية Common Stock

1/ تعريف الأسهم العادية: تمثل الأسهم العادية مستند ملكية ثبتت ملكية حائزها لجزء في رأس مال المؤسسة التي أصدرته.

2/ القيم المختلفة للسهم العادي: ان للسهم العادي خمس قيم يمكن استعراضها على النحو التالي:

1- القيمة الاسمية: وهي القيمة المنصوص عليها في عقد التأسيس والنظام الداخلي وتظهر

بوضوح على قسيمة السهم الصادرة عن المؤسسة ذات العلاقة، وقد تختلف قيمة السهم في البورصة عن قيمته الاسمية المنصوص عليها في عقد التأسيس وذلك لان الاولى تعبر عن أداء المؤسسة المالي في الحاضر والمستقبل والثانية تعكس حقيقة ما تم التوصل له في الماضي.

2- القيمة الدفترية: وهي القيمة التاريخية التراكمية التي تعكسها السجلات المحاسبية

للمؤسسة وتتمثل في حاصل قسمة مجموع حقوق الملكية على عدد الاسهم المصدرة، او في صافي الموجودات المتداولة والثابتة مطروحا منها الخصوم قصيرة وطويلة الاجل على عدد الاسهم المصدرة، او في صافي قيمة المؤسسة مطروحا منها القيمة الاسمية للأسهم الممتازة على عدد الاسهم المصدرة.

3- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يعبر عنها سعر السهم في البورصة والذي يتشكل بموجب

آلية العرض والطلب والتي تتحرك وفقا لمتغيرات داخلية وخارجية بعضها تحت السيطرة و البعض الآخر خارج السيطرة، و بالتالي فهي في حالة تغير وتبدل دائم ومستمر ولا تستقر ابدا على حال، لذا فان القيمة السوقية للسهم قد تكون اعلى او مساوية او اقل من القيمة الاسمية او القيمة الدفترية، ويتوقف هذا على تقديرات حملة الاسهم و المتعاملين بالأوراق المالية لدى ربحية المؤسسة في المستقبل، و لمقدار الارباح المتوقع توزيعها والحالة الاقتصادية العامة و معدلات التضخم و اسعار الفوائد، ودرجة الكفاءة التي تتمتع بها بورصة الاوراق المالية.

4- القيمة التصفوية: وهي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها اذا ما تنم تصفية

الاصول المتداولة و الثابتة التي تملكها الشركة و ذلك بعد القيام بخصم حقوق الدائنين و الموظفين و الحكومة منها ، و يتم الوصول الى هذه القيمة عادة بعد تقييم القيمة النقدية التي يتوقع الحصول عليها من كل بند من بنود الاصول عند البيع ، و هنا يجب ان نفرق بين القيمة التي يتوقع الحصول عليها من بيع المؤسسة في حال الاستمرار (كل المؤسسة) و بين بيع مكونات الشركة بشكل انفرادي (اجزاء المؤسسة)، و من المتوقع ان تكون قيمة تصفيات مكونات بشكل انفرادي اقل بكثير من قيمة تصفية المؤسسة بشكل اجمالي.

5- القيمة الحقيقية او العادلة: و هي القيمة التي تعبر عن العائد الذي من المتوقع ان تعطيه الاسهم مستقبلا، و يعبر عنها بالثمن الذي يقبل ان يدفعه للحصول على العائد الذي تعطيه الاسهم في قادم الايام، و هي تساوي حاصل قسمة العائد المتوقع على معدل العائد المطلوب، فلو كان هناك مستثمر يرغب بالحصول على اسهم المؤسسة و يتطلع الى تحقيق عائد نسبته 50 % على استثمارات فيها (العائد المطلوب) و كان العائد المتوقع الحصول عليه من المؤسسة هو 100 مليون دينار (معدل العائد المتوقع).

3/ حقوق حملة الاسهم العادية: لحملة الاسهم العادية مجموعة من الحقوق منها:

- 1- الحق في الاشتراك في الادارة: يتمتع صاحب السهم العادي بحق الاشتراك في انتخاب اعضاء مجلس الادارة، كما يحق له الترشح لعضوية المجلس ضمن شروط معينة، كما يحق له الاقتراع على اي موضوع ضمن جمعيات حملة الاسهم.
- 2- يحق لمالك السهم نصيب من الارباح الموزعة وهذا لا يحصل عليه إلا إذا تحقق ربحا واتخذ قرار بتوزيعه.
- 3- اولوية الشراء للأسهم الجديدة: عندما تصدر المؤسسة اسهما جديدة لزيادة رأسمالها بغرض تحقيق اهداف تسعى اليها المؤسسة فانه غالبا ما تكون أولوية الشراء لحملة الاسهم القدامى ان هذا الحق في الاكتتاب بالأسهم الجديدة يعطهم فرصة المحافظة على مركزهم النسبي في التصويت و انتخاب اعضاء مجلس الادارة كما يحافظ على نصيبهم في الاحتياطات و الارباح المحتجزة في حالة بيع الاسهم الجديدة بسعر اقل من قيمتها الحقيقية.
- 4- الحق في نقل الملكية: وهذا يعني ان حامل السهم يستطيع التخلي عن سهمه بواسطة البيع او التنازل عنه عن طريق السوق المالي بدون اخذ موافقة الشركة او باقي المساهمين.
- 5- الحق في حصول على نصيبه من نتائج تصفية الشركة وهذا لا يتحقق الا بعد الوفاء بالتزاماتها نحو الدائنين واصحاب الاسهم الممتازة والالتزامات الاخرى، بعد توزيع نتائج التصفية على حملة الاسهم العادية.

4/ مميزات التمويل بالأسهم العادية: وتتميز الاسهم العادية كمصدر للتمويل بالنسبة للمؤسسة بمجموعة من المميزات أهمها:

1. لا تشكل الاسهم العادية التزاما ماليا على المؤسسة. فاذا حققت الارباح. تقوم بتوزيع جزء منها على المساهمين. الا ان عدم تحقيقها للأرباح لا يلزمها بدفع اية عوائد للمساهمين بعكس السندات التي تشكل التزاما ثابتا على المؤسسة سواء حققت ارباحا ام لم تحقق.

2. لا يوجد للأسهم تاريخ استحقاق معين، وبالتالي لا تلتزم المؤسسة بتخصيص مبالغ اطفاء كما تفعل في حالة السندات التي تحمل تاريخ استحقاق معين.

3. تعتبر الاسهم عامل امان للدائنين، وبالتالي تستطيع المنشأة الاقتراض اذا لزم الامر، كما ان الاسهم تشكل عامل ثقة للدائنين.

4. سهولة التعامل بالأسهم من حيث البيع والشراء، كما يمكن تداول الاسهم بأعداد قليلة.

5. تستطيع المنشأة الناجحة بيع اسهم جديدة و تتقاضى ما يسمى بعلاوة الاصدار او "الضميمة" و هي القيم الزائدة عن القيم الاسمية، فمثلا اذا كان سعر السهم الاسمي دينارا، و رغبة المؤسسة في طرح اسهم جديدة بعد مضي فترة من الزمن اثبتت فيها المنشأة نجاحها، فإنها تستطيع بيع الاسهم الجديدة بدينار و نصف مثلا، في هذه الحالة تستفيد المنشأة من المبلغ الاضافي (نصف الدينار) باعتباره ربحا اضافيا.

5/ ايجابيات الاسهم العادية: ومن ايجابيات التمويل بالأسهم العادية ما يلي:

- ان الاعتماد عليها كمصدر تمويلي يؤدي الى زيادة نسبة حقوق الملكية الى القروض في الهيكل التمويلي، الامر الذي يؤدي الى زيادة قدرة المؤسسة على الاقتراض.
- لا يجوز لحاملي الاسهم العادية ان يستردوا قيمة اسهمهم من المؤسسة المصدرة، الا عند التصفية، ووفقا للقواعد المنظمة لذلك، وبالتالي فإنها تمثل مصدرا تمويليا دائما.

6/ سلبيات الاسهم العادية: للتمويل بالأسهم العادية عدة سلبيات منها:

1. انخفاض ربحية السهم الواحد EPS عند اصدار و بيع اسهم لمساهمين جدد، و كذلك انخفاض حقوق التصويت للمساهمين الحاليين، و زيادة عدد المساهمين الذين يحق لهم الرقابة على المؤسسة.
2. ارتفاع تكلفة إصدار الأسهم العادية مقارنة بالسندات، حيث أن تكلفة الأسهم العادية اكبر من تكلفة السندات
3. كلما زاد اعتماد المنشأة على التمويل بالأسهم العادية كلما زاد متوسط تكلفة راس المال بحيث تفوق هذه التكلفة المستوى الأمثل لها.
4. عدم وجود وفر ضريبي من توزيعات الأرباح التي توزعها المنشأة على المساهمين، حيث أن التوزيعات تدفع من صافي الربح بعد خصم جميع المصروفات، ولا تخضع لأي إعفاء ضريبي كما هو الحال عند دفع الفوائد.

7/ تكلفة الأسهم العادية: ويتم حساب تكلفة الأسهم العادية وفق المعادلة التالية:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

$\frac{D_1}{P_0}$ عائد الربح الموزع

$\frac{P_1 - P_0}{P_0}$ عائد الربح الرأسمالي.

K_e : التكلفة الأولية للسهم العادي.

P_0 : سعر شراء السهم من السوق.

P_1 : سعر بيع السهم في السوق.

F : نسبة نفقات الإصدار.

D_1 : الربح الموزع بالسهم المتوقع.

إذا اعتبرنا أن السعر المتوقع للسهم يساوي إلى سعر الشراء مضروباً بواحد زائد معدل النمو المتوقع (g)، أي: $P_1 = P_0 (1 + g)$ ، فيمكن كتابة المعادلة السابقة كما يلي:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_0(1 + g) - P_0}{P_0}$$

وبتبسيطها نحصل على:

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g \dots \dots \dots 2$$

ويسمى نموذج gordon

حيث: g: معدل النمو المتوقع في سعر السهم

مثال: اشترى مستثمر السهم العادي لمؤسسة مساهمة ب 200 دينار، ويتوقع أن توزع المؤسسة أرباحاً مقداره 20 دينار للسهم، وبأن يتحسن سعر السهم خلال سنة ليصل إلى 250 دينار.

أحسب تكلفة التمويل؟

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

الحل: بتطبيق المعادلة 1:

$$K_e = \frac{20}{200} + \frac{250 - 200}{200}$$

$$K_e = 35\%$$

أو بتطبيق المعادلة 2، بعد حساب معدل النمو المتوقع في سعر السهم والبالغ $\frac{50}{200} = 25\%$.

في المعادلة السابقة لم يتم أخذ نفقات الإصدار بعين الاعتبار، فالتمويل بإصدار أسهم عادية جديدة يجب أن يتضمن نسبة نفقات الإصدار f ، وذلك كما يلي:

$$K_{cs} = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g \dots \dots \dots 3$$

$$K_{cs} = \frac{D_1}{P_n} + g$$

K_{cs} : تكلفة التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة.

P_0 : سعر بيع السهم في السوق.

f : نسبة نفقات الإصدار.

D_1 : الربح الموزع بالسهم المتوقع.

P_n : الحصيلة الصافية من بيع السهم الواحد.

g : معدل النمو المتوقع في سعر السهم.

مثال: في المثال السابق إذا افترضنا أن بنك الاستثمار يتقاضى 10 % مقابل أتعاب خدمات تمويلية، أحسب تكلفة التمويل؟

$$K_{cs} = \frac{D_1}{P_0(1-f)} + g \quad \text{الحل: بتطبيق المعادلة 3:}$$

$$K_{cs} = \frac{20}{200(1-0.1)} + 0.25$$

$$K_{CS} = 36.11\%$$

تطبيق:

1. حدد الأنواع المختلفة التي ظهرت في الأسهم العادية؟
2. حدد إيجابيات التمويل بالأسهم العادية؟
3. حدد سلبيات التمويل بالأسهم العادية؟
4. قد يكون من الأحسن الاستثمار في الأسهم العادية، وقد يكون من الأفضل تفاديها. حلل العبارة السابقة مبينا وجهة نظرك.

المحاضرة رقم 14: التمويل بالأرباح المحتجزة

1/ تعريف Retained Earnings: وهي ذلك الجزء من الأرباح الصافية التي لم تقرر المؤسسة توزيعها بل قررت احتجازها لاستعمالها كمصدر من مصادر التمويل الذاتي.

2/ مزايا الأرباح المحتجزة : تحقق المؤسسة من جراء استعمال الأرباح المحتجزة في التمويل عدة مزايا منها:

- زيادة ربحية راس المال الخاص وزيادة العائد على السهم الواحد.
 - زيادة قدرة المنشأة على الحصول على قروض جديدة.
 - ان تكلفة الأرباح المحتجزة هي اقل من مصادر التمويل الأخرى.
 - ان الاعتماد على التمويل الذاتي يعطي المنشأة درجة من الاستقلالية.
- 3/ عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة: ومن عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة ما يلي:

- اذا كانت الأرباح الموزعة محدودة فهو وضع يؤدي الى عدم رضا اصحاب الاسهم.
- عند الاعتماد الكلي على هذا المورد المحدود يعني عدم الاستفادة من الموارد المالية المتاحة في السوق المالية.
- قد يصاحب اعادة استثمار الاموال من التمويل الداخلي فكرة انها بدون تكلفة مما يجعلها تستعمل بشكل غير عقلاني مقارنة بباقي الموارد.

4/ تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة: ان تكلفة التمويل عن طريق احتجاز الأرباح هي تكلفة ضمنية وتساوي من الناحية النظرية التكلفة الاساسية للتمويل عن طريق اصدار أسهم عادية جديدة، لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للملاك، والتمويل عن طريق احتجاز الأرباح يشبه عملية توزيعها ثم اصدار أسهم عادية جديدة بقيمة الأرباح الموزعة وبيعها للملاك مباشرة، لذلك فان تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي العائد المطلوب من قبل المساهمين للاستثمار في أسهم المؤسسة، أي تساوي تكلفة اصدار أسهم عادية جديدة كما يلي: $K_r = K_e$

حيث: K_r : تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة.

أما عمليا: فتكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة تقل عن تكلفة التمويل باصدار أسهم عادية جديدة، نظرا لخضوع الأرباح الموزعة لضريبة دخل الخاصة بكل مساهم، كما ان اعادة استثمار الأرباح الموزعة من المساهم يتطلب دفع عمولة للوساطة، أي أن احتجاز ارباح أحسن من توزيعها ثم اصدار أسهم جديدة

بقيمتها لاستردادها، أي أن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة بواحد ناقص نسبة ضريبة دخل المساهم مضروبة بواحد ناقص معدل عمولة الوساطة، كما يلي:

$$K_r = K_e(1 - t)(1 - b)$$

K_r : تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة.

K_e : تكلفة التمويل بالملكية.

t : متوسط معدل ضريبة دخل الملاك.

b : معدل عمولة الوساطة.

مثال: باستعمال المثال قبل السابق، (تكلفة = 35 %)، وبافتراض أن متوسط ضريبة دخل ملاك المؤسسة 30 %، وأن عمولة الوساطة لإعادة استثمار الأرباح الموزعة 5 %، أحسب تكلفة التمويل باستعمال الأرباح المحتجزة؟

الحل: بتطبيق المعادلة:

$$K_r = K_e(1 - t)(1 - b)$$

$$K_r = 0.35(1 - 0.3)(1 - 0.05)$$

$$K_r = 32.25\%$$

$K_{CS} =$ يتبين أن تكلفة التمويل بالأرباح المحتجزة أقل من تكلفة التمويل بإصدار أسهم عادية جديدة 36.11%

وذلك لأن التمويل بالأرباح المحتجزة يوفر على المؤسسة نفقات الإصدار الخاصة بإصدار أسهم عادية جديدة، ويوفر على المساهمين ضريبة الدخل وعمولات الوساطة في حالة إعادة استثمار الأرباح الموزعة.

المحاضرة رقم 15: المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال:

بعد حساب تكلفة التمويل الخاصة بكل عنصر من مصادر التمويل المختلفة التي تحصل منها المؤسسة على الأموال، فيمكن استخدام تلك المعلومات في حساب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال كما يلي:

$$K_0 = \frac{D}{D + P + E} \cdot K_i(1 - t) + \frac{P}{D + P + E} K_p + \frac{E}{D + P + E} K_e$$

حيث:

E ،، تمثل قيمة أموال الملكية.

P تمثل قيمة الأسهم الممتازة.

D تمثل قيمة الدين.

K_i : تكلفة التمويل بالديون.

K_p : تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة.

K_e : تكلفة التمويل بالأسهم العادية.

t : معدل الضريبة الذي تخضع لها المؤسسة.

مثال: نفترض أن هيكل رأس المال لمؤسسة ما يتكون من 30 % ديون، و 10 % أسهم ممتازة، و 60 % ملكية، وأن تكلفة مصادر التمويل هي 12 % للديون قبل الضريبة، و 17.54 % للأسهم الممتازة، و 29.7 % للملكية، معدل الضريبة على أرباح المؤسسة 19 %

أحسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال لهذه المؤسسة؟

الحل:

باستعمال المعادلة السابقة:

$$K_0 = \frac{D}{D + P + E} \cdot K_i(1 - t) + \frac{P}{D + P + E} K_p + \frac{E}{D + P + E} K_e$$

$$K_0 = 0.3(0.12)(1 - 0.19) + 0.1(0.1754) + (0.6)(297)$$

$$K_0 = 22.49\%$$

سؤال:

بصفتك مدير الإدارة والمالية لمؤسسة مساهمة، وترغب هذه المؤسسة في الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشروع استثماري واقترحت عليك المصادر السابقة (المثال السابق)، ما رأيك إذا علمت أن العائد المتوقع على المشروع المراد تمويله هو 18.5%.

تطبيقات:

1/ أذكر ايجابية واحدة من ايجابيات التمويل بالأسهم العادية؟

2/ أذكر سلبية واحدة من سلبيات التمويل بالأسهم العادية؟

3/ ما هو أثر اصدار المزيد من الأسهم العادية على الطاقة الاقتراضية للمؤسسة؟

تطبيق 1: اشترى مستثمر سهم عادي ب 100 دينار، ويتوقع أن توزع المؤسسة ربحا مقداره 12 دينار للسهم، كما يتوقع أن ينمو سعر السهم بمعدل 2 %.

أحسب عائد السهم؟

تطبيق 2: وزعت مؤسسة أرباحا مقدارها 1 دينار لكل سهم عادي، ومن المتوقع أن تنمو تلك الأرباح بمقدار 6 % سنويا، علما بأن سعر السهم في السوق 25 دينار.

أحسب تكلفة هذا السهم؟

تطبيق 3: ترغب مؤسسة بتحديد تكلفة سهمها العادي، فإذا بلغ سعر سهمها في السوق 25 دينار ويتوقع أن تقوم بتوزيع أرباح قدرها دينارين للسهم في نهاية السنة القادمة. إذا كان معدل النمو في توزيعات أرباح هذه المؤسسة 5 %.

أحسب تكلفة السهم العادي لهذه المؤسسة؟

تطبيق 4: يباع السهم العادي لاحدى المؤسسات في السوق ب 100 دينار، وترغب المؤسسة في اصدار أسهم عادية جديدة لزيادة رأسمالها بمبلغ 100000 دينار، ومن المتوقع أن يكون عائد كل سهم مباع مساويا لقيمتها السوقية، فإذا كانت المؤسسة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد تبلغ 4.75 دينار، ومن المتوقع أن تزيد الأرباح المتوقعة بنسبة 6 % سنويا، إذا علمت ان نسبة نفقات الاصدار تساوي 5 %.

أحسب تكلفة الاصدار الجديد من الأسهم العادية؟

تطبيق 5: في التطبيق السابق نفترض أن متوسط الضريبة التي يدفعها الملاك هي 30 %، ونسبة العمولة هي 3 %، فما هي تكلفة الأرباح المحتجزة؟

تطبيق 6: هيكل رأس المال لإحدى المؤسسات موزع كما يلي:

أسهم عادية 50 %

أسهم ممتازة 30 %

قروض 20 %

إذا علمت أن السعر الحالي للسهم العادي في السوق هو 10 دينار، وتوزيعات الأرباح المتوقعة لحملوا أسهم العادية 0.8 دينار للسهم، ويتوقع أن تنمو هذه التوزيعات بمعدل 10 % سنويا، وتكاليف إصدار السهم العادي 0.3 دينار، وأن سعر إصدار السهم الممتاز 12 دينار ومعدل العائد السنوي 1.2 دينار وتكاليف الإصدار 0.3 دينار. كما أن معدل فائدة القروض السائد في السوق 9 %، ومعدل الضريبة على أرباح المؤسسة 25 %

أحسب:

- تكلفة التمويل بالأسهم العادية؟

- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة؟

- تكلفة التمويل بالقروض؟

- المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؟

تطبيق 7: تنوي إحدى المؤسسات القيام بمشروع استثماري جديد بقيمة 200000 دينار، وعائده المتوقع 11 %، ولغرض توفير الأموال اللازمة اقترح المدير المالي الهيكل التالي:

مصادر الأموال	القيمة	التكلفة
أسهم عادية	70000	10 %
أرباح محتجزة	40000	8 %
أسهم ممتازة	40000	7 %
سندات	50000	3 %

1. أحسب المتوسط المرجح لتكلفة رأس المال؟ إذا علمت أن معدل الضريبة على أرباح المؤسسة 25 %

2. بصفتك كمالي، ما رأيك في اقتراح المدير المالي للمؤسسة؟

المحاضرة 16 : الرافعة المالية Financial leverage

الرافعة المالية يقصد بها اعتماد المؤسسة على مصادر التمويل ذات الدخل الثابت سواء كانت قروض أو سندات أو أسهم ممتازة، وتعني أيضا قيام المؤسسة باستعمال أموال الغير من أجل تحقيق أكبر عائد ممكن للمساهمين.

ويعكس الرفع المالي التغير الذي يحدث في العائد المتاح للملاك أي صافي الربح بعد الضريبة أو ربحية السهم من جراء تغير معين في صافي ربح العمليات، ومع بقاء العوامل الأخرى ثابتة ترتفع درجة الرفع المالي كلما زادت التكاليف المالية الثابتة، مما يعني أن تغيرا بمعدل معين في صافي ربح العمليات يترتب عليه تغيرا بمعدل أكبر في صافي الربح بعد الضريبة، أي صافي الربح المتاح للمساهمين (ربحية السهم)

مثال: اذا كان من المتوقع للمؤسسة A أن تحقق صافي ربح قبل الفوائد والضرائب (صافي ربح العمليات) قدره 100000 دينار في هذه السنة وكان على المؤسسة ديون مقدارها 200000 دينار بفائدة بمعدل 10 %، كما توزع المؤسسة أرباحا قدرها 40 دينار على كل سهم من أسهمها الممتازة والمقدرة ب 600 سهم ممتاز، وكان عدد الأسهم العادية للمؤسسة 10000 سهم عادي وتدفق المؤسسة ضريبة بمعدل 40 %.

1. أحسب أثر التغير في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب EBIT على صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة EPS عند المستويات المختلفة لصافي الربح قبل الفوائد والضرائب المبينة كما يلي:

140000	100000	60000	صافي الربح قبل الفوائد والضرائب
20000	20000	20000	- الفوائد
120000	80000	40000	= صافي الربح قبل الضرائب
48000	32000	16000	- الضريبة 40 %
72000	48000	24000	= صافي الربح بعد الضريبة
24000	24000	24000	- توزيعات أرباح أسهم ممتازة
48000	24000	0	= صافي الربح المتاح لحملة الاسهم
10000	10000	10000	العادية
			- عدد الأسهم العادية
4.8 دينار	2.4 دينار	0	= صافي الربح للسهم العادي

من الجدول نستنتج:

الحالة 1: إن انخفاض ب 40 %، في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب من 100000 الى 60000 دينار

$$\left(40\% = \frac{60000-100000}{100000} \right)$$
 ينتج عنه انخفاض ب 100 % في صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة.

الحالة 2: إن زيادة ب 40 %، في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب من 100000 الى 140000 دينار

$$40\% = \frac{100000-140000}{100000}$$
،، ينتج عنه زيادة ب 100 % في صافي الربح للسهم العادي الواحد من الأرباح المحققة.

التغير النسبي في صافي الربح للسهم العادي
 درجة الرفع المالي = $\frac{\text{التغير النسبي في صافي الربح قبل الفوائد والضرائب}}{\text{التغير النسبي في صافي الربح للسهم العادي}}$

$$\text{الحالة 1: } - \frac{0-2.4}{2.4} = 100\%$$

$$- \frac{60000-100000}{100000} = 40\%$$

$$Dfl = \frac{100\%}{40\%} = 2.5$$

$$\text{الحالة 2: } - \frac{2.4-4.8}{2.4} = 100\%$$

$$- \frac{100000-140000}{100000} = 40\%$$

$$Dfl = \frac{100\%}{40\%} = 2.5$$

$Dfl = 2.5$ يعني أن تغيرا في صافي ربح العمليات نسبته 1 % يترتب عليه تغيرا في ربحية السهم بنسبة 2.5 %.

في المثال: حالة 1: تغير صافي ربح العمليات ب 40 %، يعني أن ربحية السهم ستخفض ب 100 %

$$40\% = 2.5 \times 100\%$$

ويمكن كذلك حساب درجة الرافعة المالية عند مستوى معين من صافي ربح العمليات (صافي الربح قبل الفوائد والضرائب)

$$Dfl = \frac{EBIT}{EBIT - I - \left(\frac{pd}{1-t}\right)}$$

Dfl: درجة الرافعة المالية.

EBIT: الأرباح قبل الفوائد والضرائب.

I: الفائدة على الديون.

Pd: توزيعات أرباح الأسهم الممتازة.

T: معدل الضريبة.

مثال: أحسب درجة الرافعة المالية عند مستوى صافي الربح قبل الفوائد والضرائب 100000 دينار؟ المثال السابق.

الحل:

$$Dfl = \frac{100000}{100000 - 20000 - \left(\frac{24000}{1-0.4}\right)} = 2.5$$

خلاصة:

الرفع المالي هو سلاح ذو حدين، ففي حالة زيادة صافي ربح العمليات تزداد ربحية السهم العادي بدرجة أكبر، وفي حالة انخفاض صافي ربح العمليات تنخفض ربحية السهم العادي بدرجة أكبر. أي إذا ما كان صافي ربح العمليات مستقر أو يتوقع له الزيادة فقد يكون من صالح الملاك زيادة نسبة مصادر التمويل ذات الدخل الثابت (قروض، سندات، وأسهم ممتازة) لأن لها تأثير ايجابي على معدل العائد الذي يحصلون عليه، أما إذا كان صافي ربح العمليات متقلبا أو يتوقع انخفاضه فهنا ينبغي الحد من نسبة مصادر التمويل ذات الدخل الثابت وخاصة القروض.

ملاحظة:

- تعتبر درجة الرافعة المالية مقياسا للمخاطر المالية، أي كلما كانت درجة الرافعة المالية كبيرة كانت المخاطر المالية كبيرة، وذلك لما يترتب على الرفع المالي من أعباء خدمة الدين على شكل تسديد لأقساط هذا الدين والفوائد المترتبة عليه.
- إن هياكل التمويل المختلفة هي اقتراحات تبادل ما بين العائد والمخاطرة، حيث أن نسبة المديونية الأعلى تعني عائدا متوقعا أكبر ومخاطر أكبر كذلك، واختيار نسب المديونية الأنسب يعتمد على علاقة التفضيل ما بين العائد والمخاطرة.
- نقطة التعادل التمويلي: هي مستوى المبيعات الذي يؤدي الى نفس العائد على الأسهم بغض النظر عن طريقة التمويل.
- عند مستوى مبيعات أقل من مبيعات التعادل يفضل التمويل بأموال الملكية، لأنها تحقق أرباحا للسهم أعلى من التمويل بالدين، أما اذا كان مستوى المبيعات أكبر من مبيعات التعادل التمويلي فانه يفضل التمويل بطريقة الدين لأنها تحقق أرباحا للسهم أعلى.
- أهمية الرافعة المالية: تبين للمؤسسة الحالات التي يكون فيها أثر استخدام الديون ايجابي على المردودية المالية، مما يسمح لها باختيار هيكل التمويل الأمثل (المزيج الأمثل بين الأموال الخاصة والديون)، الذي يسمح لها بتمويل مختلف الاستخدامات مع ضمان أكبر عائد ممكن.

حساب أثر الرافعة المالية: لدينا:

Rf: المردودية المالية

RN: النتيجة الصافية

CP: الأموال الخاصة

D: الديون

REX: نتيجة الاستغلال

RE: المردودية الاقتصادية

I: الفائدة المدفوعة = D . I

T: معدل الضريبة على أرباح المؤسسة

R_f

$$RF = \frac{RN}{CP} \quad \dots\dots\dots 1$$

$$RN = (RE - i)(1 - T) \quad \dots\dots\dots 2$$

$$D.i = I \quad \dots\dots\dots 3$$

$$RE = \frac{REX}{A} \quad \dots\dots\dots 1$$

$$A = (CP + D) \rightarrow REX = RE (CP + D) \quad \dots\dots\dots 4$$

بتعويض 4 و 3 في 2 نجد:

$$RN = (RE (CP + D) - D.i)(1 - T) \quad \dots\dots\dots 5$$

بتعويض (5) في (1) نجد:

$$RF = \frac{(RE (CP + D) - D.i)(1 - T)}{CP}$$

$$RF = (RE + (RE - i) \frac{D}{CP})(1 - T)$$

$(RE - i) \frac{D}{CP}$ يسمى أثر الرافعة المالية

اذن أثر الرافعة المالية يعتمد على المردودية الاقتصادية ومعدل الفائدة وهناك ثلاث حالات:

1- إذا كان $RE > i$ يكون أثر الرافعة المالية موجب وبالتالي يمكن للمؤسسة في هذه الحالة استخدام الديون لأن أثرها ايجابي على المردودية المالية وبالتالي زيادة عوائد المساهمين.

2- إذا كان $RE = i$ يكون أثر الرافعة المالية معدوم، لا يوجد أي أثر للديون على المردودية المالية وعلى عوائد المساهمين.

3- إذا كان $RE < i$ يكون أثر الرافعة المالية سالب، وفي هذه الحالة لا يمكن للمؤسسة استخدام الديون لأن أثرها سيكون سلبي على المردودية المالية وبالتالي انخفاض عوائد المساهمين.

ملاحظة: يمكن حساب درجة الرافعة المالية كما يلي:

$$DFL = \frac{REX}{REX - I}$$

حيث:

$$REX = RE \cdot A$$

مثال: نشاط استثماري يتطلب رأس مال قدره 400 وحدة نقدية، لاقتناء هذا الرأسمال لدينا عدة فرضيات ممكنة للتمويل، كما يلي:

فرضية 1	فرضية 2	فرضية 3	فرضية 4	
400	320	240	100	أموال خاصة
/	80	160	300	الديون

معدل الفائدة على الديون 12% ، ومعدل الضريبة على أرباح المؤسسة 30 %

تتغير المردودية الاقتصادية حسب ثلاث حالات كما يلي: 14%، 12%، 11%

أحسب المردودية المالية لكل فرضية؟ واستنتج أثر الرافعة المالية؟

الحل:

الحالة 1: RE = 14%

فرضية 1: D = 0 CP = 400

$$RF = (0.14 + (0.14 - 0.12) \frac{0}{400}) (1 - 0.3)$$

$$RF = 9.8\%$$

أثر الرافعة المالية = 0

فرضية 2: D = 80 CP = 320

$$RF = (0.14 + (0.14 - 0.12) \frac{80}{320})(1 - 0.3)$$

$$RF = 10.15\%$$

أثر الرافعة المالية = 0.005

$$CP = 240 \quad D = 160 \quad \text{فرضية 3:}$$

$$RF = (0.14 + (0.14 - 0.12) \frac{160}{240})(1 - 0.3)$$

$$RF = 10.73\%$$

أثر الرافعة المالية = 0.013

$$CP = 100 \quad D = 300 \quad \text{فرضية 4:}$$

$$RF = (0.14 + (0.14 - 0.12) \frac{300}{100})(1 - 0.3)$$

$$RF = 14\%$$

أثر الرافعة المالية = 0.06

الحالة 2: **RE** = 12%

$$CP = 400 \quad D = 0 \quad \text{فرضية 1:}$$

$$RF = (0.12 + (0.12 - 0.12) \frac{0}{400})(1 - 0.3)$$

$$RF = 8.4\%$$

أثر الرافعة المالية = 0

$$CP = 320 \quad D = 80 \quad \text{فرضية 2:}$$

$$RF = (0.12 + (0.12 - 0.12) \frac{80}{320})(1 - 0.3)$$

$$RF = 8.4\%$$

أثر الرافعة المالية = 0

$$CP = 240 \quad D = 160 \quad \text{فرضية 3:}$$

$$RF = (0.12 + (0.12 - 0.12) \frac{160}{240})(1 - 0.3)$$

$$RF = 8.4\%$$

أثر الرافعة المالية = 0

$$CP = 100 \quad D = 300 \quad \text{فرضية 4:}$$

$$RF = (0.12 + (0.12 - 0.12) \frac{300}{100})(1 - 0.3)$$

$$RF = 8.4\%$$

أثر الرافعة المالية = 0

الحالة 3: **RE** = 11%

$$CP = 400 \quad D = 0 \quad \text{فرضية 1:}$$

$$RF = (0.11 + (0.11 - 0.12) \frac{0}{400})(1 - 0.3)$$

$$RF = 7.7\%$$

أثر الرافعة المالية > 0

$$\text{فرضية 2: } D = 80 \quad CP = 320$$

$$RF = (0.11 + (0.11 - 0.12) \frac{80}{320})(1 - 0.3)$$

$$RF = 7.52\%$$

أثر الرافعة المالية > 0

$$\text{فرضية 3: } D = 160 \quad CP = 240$$

$$RF = (0.11 + (0.11 - 0.12) \frac{160}{240})(1 - 0.3)$$

$$RF = 7.23\%$$

أثر الرافعة المالية > 0

$$\text{فرضية 4: } D = 300 \quad CP = 100$$

$$RF = (0.11 + (0.11 - 0.12) \frac{300}{100})(1 - 0.3)$$

$$RF = 5.6\%$$

أثر الرافعة المالية > 0

ملاحظات:

- 1- الحالة 1: لما $RE > i$ نلاحظ في غياب المديونية، المردودية المالية تساوي المردودية الاقتصادية المحسوبة بعد الضريبة، وتتحسن المردودية المالية بارتفاع نسبة المديونية. وبالتالي زيادة عوائد المساهمين.
- 2- الحالة 2: لما $RE = i$ يزول أثر الرافعة المالية، وهذا يعني أنه مهما كان هيكل التمويل تبقى المردودية المالية ثابتة.
- 3- الحالة 3: لما $RE < i$ في هذه الحالة تنخفض المردودية المالية كلما زادت المديونية، وتتسم هذه الحالة بأثر سلبي للرافعة المالية.

تطبيقات:

1. ما الفرق بين هيكل التمويل وهيكل رأس المال؟
 2. عرف تكلفة التمويل؟
 3. درجة الرافعة المالية = 2، ماذا تعني؟
 4. ناقش الحالات الممكنة لأثر الرفع المالي بدلالة تكلفة الاستدانة والمردودية الاقتصادية؟
 5. يرجع الرفع المالي إلى عاملين أساسيين، ما هما؟
- تطبيق 1:** تقوم مؤسسة بدراسة أربعة بدائل ممكنة لهيكل التمويل كما يلي:

- الهيكل المالي 1: نسبة الديون 00 %
- الهيكل المالي 2: نسبة الديون 20 %
- الهيكل المالي 3: نسبة الديون 50 %
- الهيكل المالي 4: نسبة الديون 80 %

معدل الفائدة على الديون 10% ، معدل الضريبة على أرباح المؤسسة 20 %

رأس المال 20000 دج، القيمة الاسمية للسهم العادي 20 دج.

إذا علمت أن الأرباح قبل الفوائد والضرائب المتوقعة 10000 دج.

أي البدائل تنصح به إدارة المؤسسة؟

تطبيق 2: إذا توفرت لدينا البيانات التالية عن مؤسسة A ما:

المبيعات	تكلفة ثابتة	تكلفة متغيرة	إجمالي التكاليف	الفوائد على القروض
3000000	500000	1500000	2000000	3200000

أحسب درجة الرافعة المالية؟

تطبيق 3: إذا كان لدينا المعلومات التالية عن مؤسسة ما:

- الربح قبل الفوائد والضرائب 150000
- الديون 500000
- نسبة الفائدة على الديون 8 %

أحسب درجة الرافعة المالية؟

تطبيق 4: إذا توفرت لدينا البيانات التالية عن مؤسسة B ما:

الربح قبل الفوائد والضرائب	ديون بفائدة 8 %	أسهم ممتازة بعائد 10 %	ضريبة
115000	300000	250000	40 %

أحسب درجة الرافعة المالية؟

تطبيق 5: بالاعتماد على التطبيقين 2 و 4 أعلاه:

- قارن بين المؤسستين؟
- يتوقع انخفاض في الربح قبل الفوائد والضرائب لكلاهما، بماذا تنصحهما؟
- يتوقع ارتفاع في الربح قبل الفوائد والضرائب لكلاهما، بماذا تنصحهما؟
- تطبيق 6: تكلفة الديون لمؤسسة ما 13 %، الأموال الخاصة تمثل 62.5 % من الديون، إذا علمت أن معدل الضريبة 30 %، ما هو معدل المردودية الاقتصادية للحصول على مردودية مالية تقدر ب 20 %.
- تطبيق 7: معدل المردودية الاقتصادية لمؤسسة ما 15 %، نسبة الديون الى الأموال الخاصة = 2.
- ما هو معدل تكلفة التمويل للحصول على مردودية مالية 14 %؟، إذا علمت أن معدل الضريبة 35 %
- تطبيق 8: إذا بلغ سعر الفائدة 10 % على الدين الذي تدفعه المؤسسة والمقدر ب 200000 دينار، كما وقامت المؤسسة باصدار 1000 سهم ممتاز، بتوزيعات سنوية تقدر ب 3 دينار لكل سهم ممتاز، وتخضع المؤسسة للضريبة بمعدل 30 %، علما أن عدد الأسهم العادية 1000 سهم عادي.

- أحسب ربحية السهم العادي في الحالات التالية؟ وماذا تستنتج؟

1. إذا كان صافي الربح قبل الفوائد والضرائب 30000 دينار.
2. إذا كان صافي الربح قبل الفوائد والضرائب 40000 دينار.
3. إذا كان صافي الربح قبل الفوائد والضرائب 50000 دينار.

أحسب درجة الرافعة المالية في الحالات الثلاثة السابقة؟ وماذا تستنتج؟

تطبيق 9: تتكون الهيكلية المالية لمؤسسة ما من 100.000 وحدة نقدية أموال خاصة وديون بمبلغ 100.000 وحدة نقدية، وتحقق نتيجة قبل المصاريف المالية والضريبة تقدر بمبلغ 55.000 وحدة نقدية، تفكر هذه المؤسسة في رفع استثماراتها بمبلغ 80.000 وحدة نقدية.

وأمام المؤسسة البديلين المستقلين الآتين:

- اقتراض مبلغ 80.000 وحدة نقدية بسعر فائدة 5%؛
- طرح 800 سهم عادي بقيمة إسمية 100 وحدة نقدية للسهم،

المطلوب: إذا علمت أنه لا توجد تكلفة إصدار، معدل الضريبة على الأرباح 19% وسعر الفائدة 5% للقروض القديمة والجديدة؛

- ما هو معدل المردودية الاقتصادية الذي يجب تحقيقه حتى تبقى أرباح حملة الأسهم العادية دون تغيير؟
تطبيق 10: مؤسسة ترغب في المفاضلة بين ثلاث هياكل تمويلية والمعلومات الخاصة بكل منها مبينة أسفله.

الهيكل التمويلي	ربحية السهم	درجة الرفع المالي
1	7	1
2	5.8	2
3	8.9	1.3

ناقش حالات اتخاذ القرار؟

تطبيق 11:

مؤسسة رأسمالها 500000 دينار (اسهم عادية) ، وترغب في الحصول على 500000 دينار اضافية لتمويل مشروع استثماري، امام المؤسسة اربعة بدائل للتمويل:

البديل 01: إصدار اسهم عادية بكامل المبلغ..

البديل 02: إصدار اسهم عادية للحصول على 50% من المبلغ المطلوب و 50% الاخرى من خلال اصدار سندات بمعدل فائدة سنوية (معدل كوبون) 9% .

البديل 03: إصدار سندات بمعدل فائدة سنوية 10% .

البديل 04: إصدار اسهم عادية 50% من المبلغ المطلوب و 50% الاخرى من خلال اصدار اسهم ممتازة تعطي فائدة سنوية قدرها 8% .

فاذا علمت ان الربح قبل الفوائد والضرائب للمؤسسة 90000 دينار ومعدل الضريبة 40 % وان عدد الاسهم المصدرة حاليا 5000 سهم وان السعر السوقي للسهم 100 دينار. (الاسهم الجديدة تباع بنفس القيمة)

1/ احسب ربحية السهم لكل بديل؟ واي بديل ستختار ولماذا؟

2/ احسب درجة الرافعة المالية لكل بديل؟ وماذا تلاحظ؟

3/ بالاعتماد على السؤالين السابقين ما هو البديل الأفضل؟ ولماذا؟

المحاضرة رقم 17: التمويل عن طريق رأس المال المخاطر

1. تعاريف:

1.1 تعريف: رأس المال المخاطر آلية لتمويل المشاريع الاستثمارية التي تتميز بمخاطرة عالية وعدم امتلاكها للضمانات الكافية للحصول على التمويل التقليدي، مع توقع عوائد مرتفعة.

2.1 تعريف 02: تقنية التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر من أهم الأساليب المستحدثة في التمويل، إذ أن هذه التقنية لا تعتمد على تقديم السيولة فقط للمؤسسات، بل تقوم على أساس المشاركة، فشركة رأس المال المخاطر تقوم بتمويل المشروع من دون ضمان العائد ولا مبلغه وبذلك فهي تخاطر بأمواله، وهذا النوع يتناسب مع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الجديدة والناشئة والتي تطمح للتوسع وتواجه صعوبات في هذا المجال لعدم حصولها على القروض البنكية بسبب غياب الضمانات.

3.1 تعريف 03: كل رأس مال يوظف بواسطة وسيط مالي متخصص في مشروعات خاصة ذات مخاطر مرتفعة تتميز باحتمال نمو قوي لكنها لا تملك يقينا تاما بالحصول على مداخيل أو التأكد من استرداد رأس المال في التاريخ المحدد.

4.1 تعريف 04: شركات رأس المال المخاطر هي وسيلة تمويلية للمشروعات الناشئة أو المتعثرة التي لاقت رفضا من قبل طرق التمويل التقليدية وتتميز بدرجة مخاطر عالية، كما أنه لجانب الدعم المالي الذي تقدمه هذه المؤسسات فإنها تقدم خبرتها الفنية، ومن ثم تقوم شركات رأس المال المخاطر على مبدأ المشاركة لا الإقراض، وتعمل على تحقيق الربح الرأسمالي لها والقيمة المضافة للمؤسسة.

2. أسباب اللجوء إلى شركات رأس المال المخاطر: هناك جملة من الأسباب منها:

- تمويل مشروعات ذات مخاطر عالية والتي لا تقبل البنوك عادة تمويلها وذلك لغياب الضمانات التي تطلبها البنوك، أي يقبل أصحاب رأس المال المخاطر على عكس البنوك تقديم التمويل بدون ضمانات.
- لا يقتصر دور رأس المال المخاطر على توفير التمويل اللازم للمشروعات الصغيرة والمتوسطة سواء عند نشأتها أو عند التوسع، وإنما يمتد ليشمل إمداد المشروعات بالكوادر والخبرات الفنية والإدارية التي تفتقد إليها.
- يساهم رأس المال المخاطر في توفير وظائف جديدة خاصة في قطاع التكنولوجيا التي تم تمويلها برأس المال المخاطر.
- تحقيق النمو الاقتصادي.

3. أنواع شركات رأس المال المخاطر: يمكن تصنيف شركات رأس المال المخاطر حسب مراحل حياة الشركة التي تستهدفها كما يلي:

1. رأس المال ما قبل الإنشاء: لتغطية نفقات البحث وتطوير المنتج وإجراء التجارب عليه، فهو يهتم بالمؤسسات الجديدة التي تنشط في مجال البحث والتطوير.

2. رأس المال الإنشاء:

3. رأس المال التنمية: الذي يهتم بتمويل المؤسسات التي تملك منتجات في السوق، وتعرف مرحلة نمو سريع، هنا الخطر يصبح تجاريا وحجم المبالغ المستثمرة أكبر.

4. رأس المال بعد الإنشاء: وهو الأكثر انتشارا ويشمل تشكيلة واسعة من رأس المال المخاطر المرتبط، غير المرتبط والهجين، ويشير عادة إلى رؤوس الأموال المخاطر التي بالقطاع الخاص لوحده.

4. أهمية رأس المال المخاطر:

- مساعدة البنوك على توظيف السيولة الزائدة التي تمتلكها، ولا تستطيع في بعض الأحيان توظيفها بسبب ارتفاع المخاطر والقيود التي يفرضها عليها النظام المصرفي.
- تمويل الابتكارات الجديدة وصناعة البرمجيات والتي لا تستطيع البنوك تمويلها لدرجة مخاطرها العالية وكذلك عدم امتلاكها للضمانات.

5. إجراءات تطبيق التمويل عن طريق شركات رأس المال المخاطر:

- تقوم شركة رأس المال المخاطر بتجميع الموارد المالية، وهنا تظهر قدرة الفريق المكون لهذه الشركة ومهارته في جمع الموارد وجذب المستثمرين.
- بعدها تأتي مرحلة البحث التي يتمثل هدفها في إثارة ملفات الترشيح التي تقدم من طرف المشروعات الطالبة لهذا النوع من التمويل وهنا تظهر فعالية شركات رأس المال المخاطر.
- يتم تصنيف ملفات الترشيح بحسب درجة المصدقية وذلك بإجراء اختبار معمق للملفات لاختيار المناسب منها لتصل شركة رأس المال المخاطر إلى مرحلة تحديد شكل أو كيفية تدخلها في المشروعات المستفيدة من التمويل والمساعدات ا أخرى المتعلقة بمرحلة الإنشاء والانطلاق أو المتعلقة بتسويق المنتجات وتسهيل العلاقات مع البنوك أو البحث عن شركاء آخرين.
- تقوم شركات رأس المال المخاطر بإعادة بيع الاشتراكات للخروج من المشروعات الممولة لتعيد طرح اشتراكاتها في السوق التمويلي.

6. شروط ممارسة نشاط مؤسسات رأس المال المخاطر في الجزائر:

- تخضع ممارسة نشاط رأس المال الاستثماري الى رخصة مسبقة يسلمها الوزير المكلف بالمالية بعد استشارة لجنة تنظيم عمليات البورصة.
- لا يجوز لشركة رأس المال الاستثماري أن تخصص أكثر من 5 % من رأسمالها واحتياطياتها كمساهمة بأموال خاصة في مؤسسة واحدة، كما لا يمكنها أن تحوز أسهما تمثل أكثر من 49 % من رأس مال مؤسسة واحدة.
- لا يتم المشاركة في رأس مال مؤسسة أخرى إلا على أساس عقد المساهمين، الذي يحدد على وجه الخصوص مدة المساهمة في الاستثمار وشروط الاستثمار في شركات رأس المال الاستثماري، كما لا يمكن لشركات رأس المال الاستثماري الاقتراض بما يفوق 10 % من أموالها الخاصة الصافية ولا يمكنها استخدام المبالغ المقترضة في عمليات المساهمة، أما فيما يخص مراقبة النشاط فان مؤسسات رأس المال الاستثماري تخضع لمراقبة لجنة عمليات تنظيم البورصة ومراقبتها.

المحاضرة رقم 18: النظريات المفسرة لتأثير القروض على قيمة المؤسسة

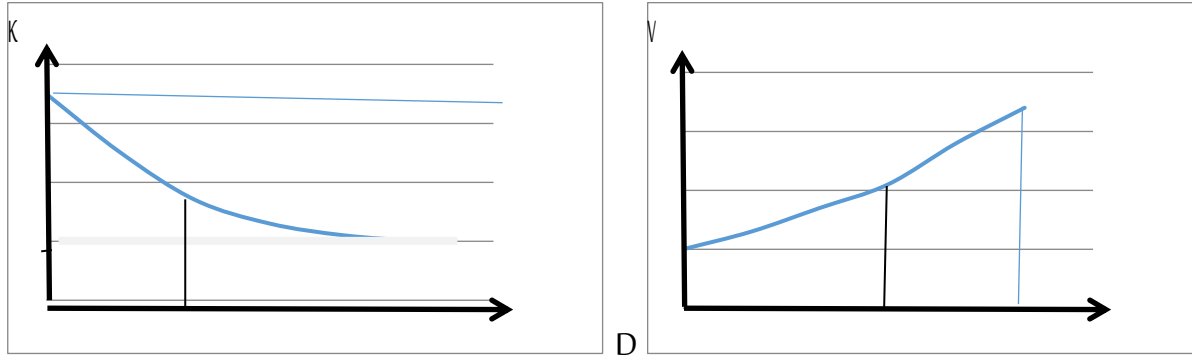
فيما يتعلق بتأثير القروض على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة، فلقد تناولت العديد من النظريات بداية من خمسينيات القرن الماضي هذا الأثر، وفيما يلي أهم النظريات التي تناولت أثر الاقتراض على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة حسب تسلسلها الزمني.

1/ تأثير الاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة: في ظل قروض السوق الكامل الفكر التقليدي

1/1. مدخل صافي الربح : يفترض مدخل صافي في الربح أن تكلفة كل من الاقتراض و حقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة القروض فارتفاع أو انخفاض نسبة الاقتراض في هيكل رأسمال المؤسسة، لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في معدل العائد على الاستثمار الذي يطلبه المقرضون أو الملاك و طالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة إصدار أسهم عادية جديدة فإن زيادة نسبة الاقتراض أي نسبة مصادر التمويل الرخيصة يترتب عليها انخفاض في تكلفة الأموال و ارتفاع في قيمة المؤسسة.

فرضيات النظرية: تستند هذه النظرية إلى مجموعة الفرضيات، منها:

- معدل العائد من قبل المساهمين ومعدل العائد من قبل المقرضين يبقى ثابت (درجة المخاطر ثابتة) ولن تتغير بتغير نسب الرفع المالي.
- معدل العائد الذي يطلبه المساهمون يكون أكبر من معدل العائد الذي يطلبه المقرضون.
- حجم الاستثمارات ثابت ويبقى صافي ربح العمليات ثابت.
- تكلفة الاستدانة K_d وتكلفة الأموال الخاصة K_e لا يتغيران عند تغيير نسبة الاستدانة في الهيكل المالي، وبما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة فإن الاعتماد على الاقتراض بنسبة أكبر يؤدي إلى انخفاض تكلفة رأس المال وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.



تكلفة رأس المال والقيمة السوقية

عيوب النظرية: ما يعاب على هذه النظرية هو افتراض ثبات كلا من تكلفة الديون وتكلفة الأموال الخاصة، وهذا يعني أن المقرضين لا يوجد لديهم أي رد فعل عند تغيير الهيكل المالي ولا يغيرون مطالبهم تبعاً لهذه التغيرات.

2/1. مدخل صافي ربح العمليات: يفترض مدخل صافي ربح العمليات أن تكلفة القروض ثابتة لا تتغير مع تغير نسبة الاقتراض، أما تكلفة حقوق الملكية المتمثلة في العائد الذي يطلبه الملاك فترتفع مع كل زيادة في نسبة الاقتراض بسبب المخاطر المالية (اثر الرفع المالي) كما يفترض هذا المدخل كذلك أن زيادة تكلفة الأموال بسبب الزيادة في تكلفة حقوق الملكية التي تنجم عن زيادة نسبة الاقتراض سوف يعوضها انخفاض بنفس القيمة في تلك التكلفة نتيجة لزيادة الاعتماد على القروض (السندات)، أي نتيجة لزيادة الاعتماد على مصادر تمويل ذات تكلفة منخفضة نسبياً لذا فمن المتوقع أن تظل تكلفة الأموال ثابتة مهما تغيرت نسبة الاقتراض.

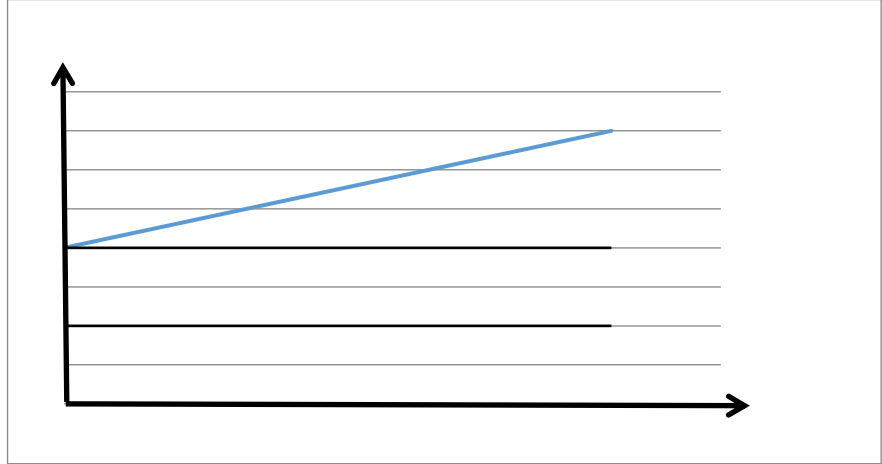
وتؤكد هذه النظرية على استقلالية مخاطر الأعمال عن تكلفة رأس المال وأيضاً عن تشكيلة الهيكل المالية، وهو ما يعني أن القيمة السوقية للمؤسسة تبقى ثابتة رغم التغيرات التي ستطرأ في مستويات الرفع المالي، مما يعني أن التغيرات في الهيكل المالية لا تأثير لها سواء على القيمة السوقية للمؤسسة ولا تؤثر كذلك على تكلفة رأس المال، الأمر الذي يجعل فكرة وجود هيكل مالية مثلى غير مقبولة.

وحسب النظرية تتضمن تكلفة الديون متغيرين أساسيين هما:

- تكلفة صريحة وهي سعر الفائدة.
- تكلفة ضمنية تنشأ عن الزيادة في تكلفة الأموال الذاتية بسبب الزيادة في الديون.

فرضيات النظرية: تستند نظرية صافي ربح العمليات إلى جملة من الفرضيات منها:

- لا توجد أهمية لتقسيم القيمة السوقية للمؤسسة بين الاقتراض والملكية.
- المزايا الناتجة عن الاعتماد على القروض تضيق نتيجة مطالبة المساهمين بمعدل عائد أكبر لتعويضهم عن المخاطر المالية الإضافية.
- ثبات معدل الفائدة على القروض.
- لا توجد ضريبة على دخل المؤسسة.



تكلفة رأس المال

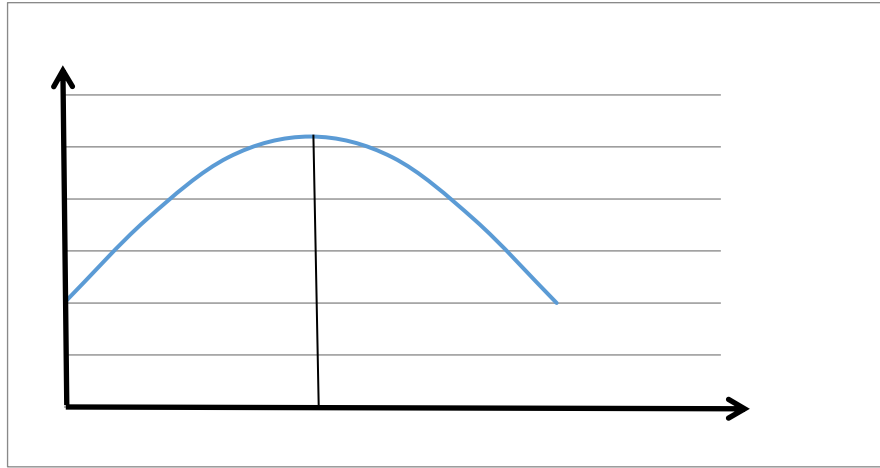
3/1. المدخل التقليدي: على عكس مدخل صافي ربح العمليات يفترض المدخل التقليدي وجود هيكل رأسمال مثالي أي وجود نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى حدها الأدنى و تصل عندها قيمة المنشأة إلى حدها الأقصى كذلك يفترض هذا المدخل أن معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون (دائنون و ملاك) يزداد مع ازدياد نسبة الاقتراض و ذلك بسبب ازدياد المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي يتوقعون الحصول عليه و أنصار هذا المدخل لم يربطوا بين ارتفاع تكلفة التمويل المصاحبة للزيادة في نسبة الاقتراض و التكاليف المصاحبة لاحتمال الإفلاس.

و يقوم هذا المدخل على فكرة مؤداها أن تكلفة الأموال تنخفض تدريجيا مع زيادة الأموال المقترضة، إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى حد معين تعطي أكبر قيمة سوقية للمؤسسة، بعده تأخذ تكلفة الأموال في الارتفاع، و يطلق على نسبة الاقتراض التي يتحول عندها اتجاه تكلفة الأموال بنسبة الاقتراض المثالية.

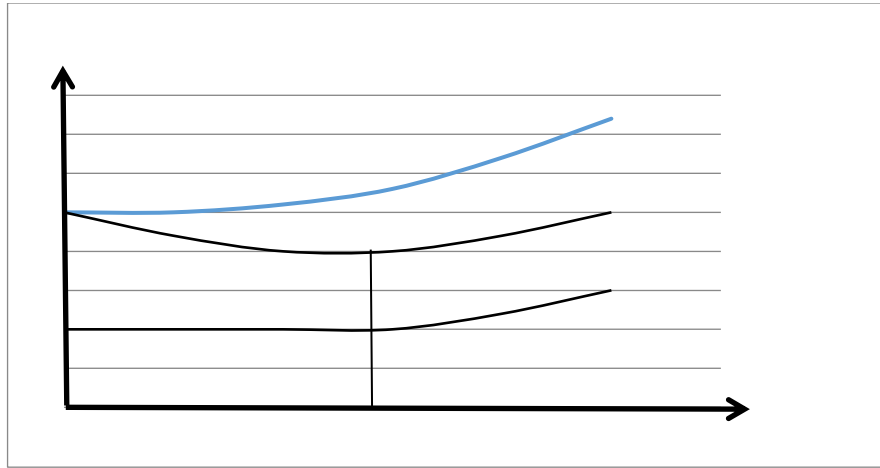
افتراضات النظرية: تستند هذه النظرية إلى جملة من الفرضيات منها:

- تكلفة التمويل الذاتي ستزداد مع الزيادة في نسبة الرفع المالي، وهذا بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها الملاك.
 - معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين يزداد بزيادة الاقتراض بسبب زيادة المخاطر التي يتعرض لها الملاك.
 - تكلفة الديون تبقى ثابتة لمستويات عالية من الرفع المالي، إلا أن هذه التكلفة ستبدأ في الارتفاع التدريجي إذا تجاوزت المؤسسة الحدود المقبولة من الرفع المالي، ونظرا لارتفاع تكلفة التمويل الذاتي مع انخفاض قيمته في مزيج الهيكل المالية وتزايد مقدار القروض، وبسبب انخفاض تكلفتها (القروض) مقارنة بتكلفة التمويل الذاتي، فإن تكلفة رأس المال سوف تبدأ في الانخفاض حتى تصل إلى أدنى حد لها عند مستوى معين من الرفع المالي الذي يسمى بنقطة الاقتراض المثلى لتكون القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى.
- وحسب هذه النظرية تتحدد نسبة الديون المثلى التي تجعل من القيمة السوقية للمؤسسة عند حدها الأعلى إلى ثلاث مراحل هي:

- المرحلة 1: ظهور تغيرات بطيئة في تكلفة الأموال الذاتية بزيادة قيمة القروض، إلا أن ارتفاع تكلفة الأموال الذاتية في هذه المرحلة تكون أقل من المزايا الناتجة عن الاقتراض وبقاء تكلفة الاقتراض ثابتة، وهذا يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للمؤسسة كلما زادت نسبة الرفع المالي بسبب التغيرات التي تحصل في تكلفة رأس المال واتجاهها نحو الانخفاض.
 - المرحلة 2: في هذه المرحلة تستعمل المؤسسة نسبا من الديون لا تؤثر على قيمتها السوقية، وهذا لأن المزايا الناتجة عن الاعتماد على الديون والمتمثلة في انخفاض تكلفتها سيقابلها ارتفاع بنفس المقدار في تكلفة التمويل الذاتي وهنا تتشكل نقطة الاقتراض المثلى.
 - المرحلة 3: تتجاوز المؤسسة نقطة الاقتراض المثلى، وهذا ما يؤدي إلى ضياع مزايا الاعتماد على القروض كمصدر منخفض التكلفة، وذلك لأن المساهمين يطالبون بزيادة معدل العائد المطلوب بسبب الزيادة في المخاطر المترتبة على القروض، وهذا يؤدي إلى ارتفاع في تكلفة رأس المال وبسببها تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.
- خلاصة: ترى النظرية التقليدية أن تكلفة رأس المال تتجه نحو الانخفاض بزيادة الديون في الهيكل المالية حتى تصل إلى أدنى انخفاض لها والذي يقابلها أعلى ارتفاع في القيمة السوقية للمؤسسة، ثم تبدأ تكلفة رأس المال في الارتفاع مع الزيادة المفرطة في الاستدانة وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.



نسبة الاقتراض المثلى



المرحلة 1

المرحلة 3

تكلفة رأس المال والقيمة السوقية حسب النظرية التقليدية

أسئلة:

- أجب بصحيح أو خطأ، مع تصحيح الخطأ في حالة الإجابة ب خطأ.
- يرى أنصار نظرية صافي ربح العمليات أن زيادة نسبة الرفع المالي سيؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال مما يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للمؤسسة.
- يرى أنصار نظرية صافي الربح أن زيادة نسبة الرفع المالي سيؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.
- يرى أنصار نظرية صافي الربح عدم وجود هيكلية مالية مثلى.

2/ تأثير القروض على قيمة المؤسسة في ظل فروض السوق الكامل:

1/2. مدخل مدكلياني وميلر: تعتبر من أهم النظريات التي تناولت الهيكلة المالية، نشرت عام 1958، تتفق مع نظرية صافي الربح العمليات فيما يخص عدم وجود هيكلية مالية مثلى، إذ أكدا على أن القيمة السوقية للمؤسسة مستقلة تماما عن الهيكلة المالية لها، كما أن تكلفة رأس المال مستقلة تماما عن الهيكلة المالية للمؤسسة.

ويؤكد موديقلياني وميلر بأنه لا يهم المساهمين إذا كانت المؤسسة تمويل بالاقتراض أو ببيع الأسهم، لأن قرارات التمويل ليس لها أي أثر على ثروتهم، وتقوم هذه النظرية على أن لكل مشروع فرص خاصة للربح ويواجه كذلك مخاطر، وان كلا من الربح والمخاطر توجد بغض النظر عن كيفية التمويل.

النظرية الأولى:

القيمة السوقية لأي منشأة مقترضة أو غير مقترضة لا علاقة لها بهيكل رأس المال فقيمة المنشأة تتحدد برسملة العائد المتوقع، على أساس معدل للرسملة يتمثل في معدل العائد على الاستثمار في السهم العادي للمنشأة من ذات فئة المخاطر ولكنها تعتمد فقط على أموال الملاك في التمويل.

النظرية الثانية: هذه النظرية اشتقت من النظرية الأولى وتقضي بأن:

المعدل المتوقع أن يتولد على السهم العادي للمنشأة يتكون هيكل رأسمالها من قروض و حقوق ملكية، يتمثل في معدل الرسملة الملائم للتدفق النقدي المتاح لملاك منشأة أخرى مماثلة، تنتهي لنفس فئة المخاطر، و لكنها تعتمد بالكامل على أموال الملكية، يضاف إلى ذلك مكافأة للتعويض عن المخاطر المالية الناشئة عن وجود القروض في هيكل رأس المال و تقاس تلك المكافأة بنسبة القروض إلى حقوق الملكية مضروبة في الفرق بين معدل العائد للسهم العادي للمنشأة التي تعتمد بالكامل على حقوق الملكية (يساوي معدل الرسملة المشار إليه)، و معدل الفائدة على القروض .

النظرية الثالثة: وتقضي هذه النظرية بأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار في أي اقتراح استثماري لا يخرج عن كونه - في جميع الحالات دون استثناء- متوسط التكلفة الأموال الذي لا يتأثر بالمرّة بالمصدر الذي استخدم في تمويل ذلك الاقتراح.

3./ تأثير القروض على قيمة المؤسسة في ظل افتراض السوق غير الكامل

1.1/3. تأثير القروض في ظل وجود ضرائب: مودكلياني وميلر

1.1/3 النظرية الأولى: تقضي بأن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وحقوق ملكية، تزيد عن القيمة السوقية لمنشأة مثيلة يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، وذلك بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية لفوائد القروض.

2.1/3. النظرية الثانية: تقضي بأن تكلفة حقوق الملكية للمؤسسة المقترضة، ينبغي أن تساوي تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة، مضافا إليها مكافأة عن المخاطر المالية تتحدد على أساس: الفرق بين تكلفة حقوق الملكية لمؤسسة غير مقترضة وتكلفة الاقتراض، التي يفترض مودكلياني وميلر أنها ثابتة لكافة المؤسسات، كما تتحدد على أساس معدل الضريبة على أرباح المؤسسة، ونسبة الأموال المقترضة إلى حقوق الملكية في هيكل رأسمال المنشأة.

3.1/3. النظرية الثالثة: تقضي بوجود تأثير إيجابي للاقتراض على القيمة السوقية للمؤسسة، فالأقتراض من شأنه أن يولد وفورات ضريبية تضاف إلى قيمة المؤسسة.

2/3 تأثير القروض في ظل تكلفة الإفلاس:

تتعرض المؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية و قروض لمخاطر الإفلاس و هي مخاطر لا تتعرض لها المؤسسات التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط و يرجع هذا إلى أن فشل المؤسسة في سداد قيمة القروض و الفوائد في تواريخ الاستحقاق يعطي الحق للمقرضين في اتخاذ إجراءات قانونية قد تنتهي بإعلان إفلاسها أما المؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط فلا تلتزم تجاه الملاك برد قيمة الأسهم كما لا تلتزم بإجراء توزيعات حتى لو تحققت أرباح و من ثم لا تكون عرضة لمثل هذه الإجراءات وعندما تكون نسبة الاقتراض عند مستوياتها الدنيا فان مخاطر الإفلاس تزداد مع الزيادة في نسبة الاقتراض و ذلك في علاقة خطية و تستمر العلاقة على هذا النحو إلى أن تصل نسبة الاقتراض إلى نقطة معينة بعدها تبدأ مخاطر الإفلاس في الزيادة بمعدل أكبر من معدل الزيادة في نسبة الاقتراض و كقاعدة عامة كلما زادت مخاطر الإفلاس كان لذلك اثر عكسي على كل من تكلفة الأموال و قيمة المؤسسة فزيادة مخاطر الإفلاس يترتب عليها زيادة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم و السندات الأمر الذي يعني ارتفاع تكلفة الأموال و انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة.

3/3 تأثير الضريبة وتكلفة الإفلاس:

من المتفق عليه أن زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية يترتب عليها انخفاض في متوسط تكلفة الأموال نظرا لانخفاض التكلفة الفعلية للأموال المقترضة بسبب الوفورات الضريبية غير أن زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية بعد نقطة معينة يترتب عليه ظهور تكلفة الإفلاس، بعبارة أكثر شمولاً تترك زيادة نسبة الاقتراض إلى حقوق الملكية أثراً متضاداً على تكلفة الأموال فزيادة نسبة الاقتراض يترتب عليها تخفيض تكلفة الأموال بسبب الزيادة في الوفورات الضريبية، كما يترتب عليها بعد نقطة معينة ظهور مخاطر الإفلاس و ما يصاحبها من تكاليف مما يؤدي إلى زيادة تكلفة الأموال، وبالطبع تتوقف تكلفة الأموال في النهاية على حجم كل من الوفورات الضريبية و تكلفة الإفلاس المترتبة على قرار الاقتراض.

أي أن القيمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكل رأسمالها من قروض وحقوق ملكية تفوق القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة يتكون هيكل رأسمالها من حقوق ملكية فقط، وذلك بمقدار الفرق بين القيمة الحالية للوفورات الضريبية والقيمة الحالية لتكلفة الإفلاس.

4/3 تكلفة الوكالة: قد ينص في عقد الاقتراض على ضرورة الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ إدارة المؤسسة لبعض القرارات التي قد يكون لها تأثير على مصالحهم، و من بين القرارات التي تخضع لمراجعة المقرضين قرارات شراء أصول جديدة، و القرارات الخاصة بإجراء توزيعات و قرارات رفع مرتبات المديرين و ما شابه ذلك، و عادة ما ينص العقد على إعطاء الحق للمقرضين في المطالبة فوراً بقيمة القرض أي قبل تاريخ الاستحقاق إذا ما تجاهلت الإدارة شرط الرجوع إلى المقرضين قبل اتخاذ القرارات المشار إليها، و لكي يتأكد المقرضين من أن إدارة المؤسسة لم تخل بشروط التعاقد فإنه يصبح من الضروري عليهم القيام بمتابعة ما يجري داخل المؤسسة سواء بأنفسهم أو بواسطة وكيل عنهم، و يطلق على التكاليف التي يتكبدها المقرضون من أجل عملية المتابعة بتكلفة الوكالة، و كما هو الحال بالنسبة لتكلفة الإفلاس فإن المقرضين عادة ما ينقلون تكلفة الوكالة إلى الملاك و ذلك برفع سعر الفائدة على الأموال التي يقرضونها و هو أمر يضطر الملاك إلى رفع معدل العائد الذي يطلبونه على الاستثمار و النتيجة هي ارتفاع تكلفة الأموال و انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة بالتبعية.

5/3 تأثير الفروض في ظل وجود ضريبة على دخل المستثمر:

في عام 1976 قدم ميلر Miller نموذجاً لهيكل رأسمال لمؤسسة خلص انه لا يوجد أي تأثير للاقتراض على قيمة المؤسسة فلقد بدأ ميلر بالاعتراض على أهمية تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة بوصفهما متغيرين يلعبان دوراً في التأثير على هيكل رأس المال.

و يشير ميلر إلى وجود هيكل رأسمالي مثالي لجميع المؤسسات تتوقف مكوناته على الشريحة الضريبية لمختلف المستثمرين كما تتوقف على حجم الموارد المتاحة للاستثمار لديهم وهذا الهيكل المثالي لا يمكن له أن يكون إلا إذا استطاعت تلك المؤسسات تلبية احتياجات كافة المستثمرين الراغبين في شراء السندات أي أولئك المستثمرين الذين يخضعون لضريبة على دخولهم بمعدلات تقل عن معدل الضريبة على دخول المؤسسات هذا وإذا ما حدث تغير في معدل الضريبة على الدخل الشخصي حينئذ ستفتقد حالة التوازن ، و تتحقق حالة توازن جديدة عند نسبة مختلفة للقروض إلى حقوق الملكية:

6/3 نظرية العلاقة التوازنية: ميلر 1977 Miller

تقضي نظرية العلاقة التعويضية أو التوازنية Trade off theory بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض هو محصلة للتوازن بين التأثير الإيجابي على القيمة السوقية للمؤسسة الذي تحدثه الوفورات الضريبية والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة:

أيأن نظرية العلاقة التوازنية تقضي بوجود حجم أمثل للاقتراض بعده تنخفض القيمة السوقية للمؤسسة.

7/3 نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل : و تعرف كذلك بنظرية الترتيب السلي ل مايرز 1984 Myers

وتقوم النظرية على الترتيب السلي بترتيب مصادر التمويل للمؤسسة فقد اثبت بان الاختيار العكسي في المؤسسة يؤدي إلى تفضيل الأرباح المحتجزة والتي هي أفضل من الديون والديون بدورها أفضل من الأسهم من ناحية التمويل.

و تعتمد نظرية الترتيب السلي على مفهوم عدم تماثل المعلومات و يقصد بعدم تماثل المعلومات في المؤسسة أن للمديرين معلومات خاصة بالزبائن، المخاطرة، قيمة المؤسسة وغيرها أكثر مما لدى المستثمرين الخارجيين، فعندما تقوم المؤسسة بالإعلان عن زيادة في توزيع الأرباح فإن القيمة السوقية للأسهم ترتفع لأن المستثمرين يترجمون هذه الزيادة على أنها دليل لثقة المديرين في حصول المؤسسة على أرباح مستقبلية، بصيغة أخرى، فإن زيادة الأرباح ماهي إلا تحويل لمعلومة متوفرة من المديرين إلى المستثمرين، هذا التحويل لا يكون إلا إذا كان للمديرين معلومات أكثر وأوفر، عدم التماثل في المعلومات يؤثر على الاختيار بين التمويل الداخلي و الخارجي، وبين الإصدارات الجديدة للسندات والأسهم هذا ما يقود إلى وضع ترتيب سلي لطرق التمويل، فالاستثمارات تمويل أولاً عن طريق الأموال الداخلية ، وبصفة خاصة عن طريق إعادة استثمار

الأرباح ثم عن طريق إصدارات جديدة للسندات، و أخيرا عن طريق إعادة إصدارات للأسهم التي تأتي في آخر السلم.

وبالتالي يمكن ترتيب مصادر التمويل حسب نظرية الترتيب السلمي كما يلي:

تفضيل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي.

و إن كانت المؤسسة بحاجة إلى تمويل خارجي فإن المؤسسة تصدر الأوراق المالية المضمونة أولاً، ذلك أنها تبدأ بالديون ثم إصدار الأوراق المالية الهجينة مثل السندات القابلة للتحويل، و أخيرا القيام بإصدار أوراق الملكية الخارجية و المتمثلة بالأسهم العادية.

لكل مؤسسة نسبة من الاستدانة في هيكلتها المالية تعكس احتياجاتها المتراكمة للتمويل الخارجي، أي أنه لا توجد نسبة استدانة معرفة بدقة ومحددة كهدف يجب الوصول إليه.

8/3 نظرية الإشارة: Signal theory مايرزوماجلوف 1964 Myers Majluf

وتقوم على قاعدة أساسية وهي عدم تماثل العمليات التي تتصف بها الأسواق المالية، إذ أن المعلومات التي تنشرها المؤسسات ليست بالضرورة حقيقية وصادقة ومن ثم فإن هذه النظرية تنطلق من إمكانية المسيرين في المؤسسات الأحسن أداء إصدار إشارات خاصة وفعالة تميزها عن مؤسسات أخرى ذات مستوى أداء أقل وخاصة هذه الإشارات هو صعوبة تقليدها من طرف مؤسسات ضعيفة تتعدد هذه الإشارات، من بينها الهيكلة المالية، سياسة مكافأة رأس المال، اللجوء إلى أوراق مالية معقدة أو إلى شروط خاصة في مختلف السياسات المالية وغيرها. وتستند نظرية الإشارة إلى فكرتين وهما أن نفس المعلومة غير موزعة في جميع الاتجاهات، فبإمكان المسير في مؤسسة ما تهيئة معلومات لا تكون متوفرة لدى المستثمر، أما الفكرة الثانية فهي حتى وإن كانت تلك المعلومات منشورة ومتوفرة لدى الجميع، فإنها لا تفهم بنفس الأسلوب والطريقة.

تقترح هذه النظرية نمودجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلتها المالية، فالمستثمرون يقسمون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفين A و B بحيث أن المؤسسات من الصنف A أحسن أداء من المؤسسات من الصنف B من أجل تصنيف المؤسسات في المجموعتين A أو B يحدد المستثمرون في السوق مستوى من المديونية D^+ تسمى بالمديونية الحرجة فالمؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها القدرة على الاستدانة أعلى من D^+ وهكذا.

المسيرون لديهم معلومات أفضل حول الظروف الحالية للمؤسسة و الفرص المستقبلية المتاحة مقارنة بالمستثمرين الخارجيين هذا التباين في المعلومات له اثر مهم في تحديد التركيبة المثلى للهيكله المالية للمؤسسة حيث انه من المعروف أن المؤسسة تلجأ إلى التمويل بالديون عندما تتوقع ظروف مستقبلية مشجعة و ذلك رغبة منها في عدم وجود من يشاركها النمو المحتمل ، أما عندما تتوقع المؤسسة ظروفًا

سيئة فإنها تفضل اللجوء إلى التمويل عن طريق إصدار أسهم جديدة غير أن ذلك لا يعني أن كل إصدار جديد للأسهم العادية يعني وجود توقع عن الظروف السيئة فالمؤسسة ترغب في كثير من الأحيان المحافظة على طاقتها الاقتراضية، فالهيكله المالية للمؤسسة ترتبط بالإشارات الصادرة عنها و التي يمكن أن تحمل توقعات عن الظروف المستقبلية التي قد تواجهها كما يمكن لبعض المؤسسات أن تتخذ إجراءات مكلفة كثيرا مقارنة بالمؤسسات الأخرى من اجل إعطاء إشارات جيدة للمؤسسة.

خلاصة

لقد حاولنا التطرق لمختلف مواضيع تمويل المؤسسة بدء بالمفاهيم النظرية مروراً بمصادر التمويل المختلفة القصيرة، المتوسطة وطويلة الأجل، كما تم التطرق الى البورصة بشكل عام ثم بورصة الجزائر بشكل خاص، وطرق أخرى للتمويل.

ويعتبر مقياس تمويل المؤسسة من المقاييس المهمة، حيث يستمد المقياس أهميته من أهمية الوظيفة المالية في المؤسسة، على اعتبار أن الوظيفة المالية تتأثر بطريقة أو بأخرى بأي نشاط في المؤسسة. لأن أي نشاط الا وله انعكاس مالي.

المراجع:

- عدنان هاشم السامرائي، الإدارة المالية (المدخل الكمي)، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013
- محمد عثمان اسماعيل حميد، اسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الاعمال، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1993
- عبد الغفار حنفي، الادارة المالية مدخل اتخاذ القرارات، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر، 2007
- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، ط5، 2014
- عبد العزيز النجار، اساسيات الإدارة المالية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2007
- شاكر القزويني، محاضرات في اقتصاد البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، بدون طبعة، 1989
- عبد القادر بحيج، الشامل لتقنيات اعمال البنوك، دراسة تحليلية لتقنيات النظام المصرفي الجزائري مع الإشارة الى الاقتصاد البنكي الإسلامي كبديل لنظام البنكي الكلاسيكي، دار الخلدونية للنشر والتوزيع، الجزائر، ط1، 2013
- شوقي بورقبة، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية دراسة مقارنة من حيث المفاهيم والإجراءات والتكلفة، عالم الكتاب الحديث للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013
- خالد امين عبد الله وإسماعيل إبراهيم الطراد، إدارة العمليات المصرفية المحلية والدولية، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2006
- فرد ويستون يوجين برجام، تعريب عبد الرحمان دعالهبيله وعبد الفتاح السيد سعد النعماني، التمويل الاداري، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الطبعة العربية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1993
- براق محمد وغربي حمزة، مدخل الى السياسة المالية للمؤسسة، المكتب الجامعي الحديث، ط1، الاردن، سبتمبر 2014
- فرد ويستون يوجين برجام، تعريب عبد الرحمان دعالهبيله و عبد الفتاح السيد سعد النعماني، التمويل الاداري، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الطبعة العربية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1993 .
- فرد ويستون يوجين برجام، تعريب عبد الرحمان دعالهبيله و عبد الفتاح السيد سعد النعماني، التمويل الاداري، الجزء الثاني، دار المريخ للنشر، الطبعة العربية، الرياض، المملكة العربية السعودية، 1993 .
- الياس بن سامي و يوسف قريشي، التسيير المالي (الادارة المالية) دروس وتطبيقات، الجزء الاول، دار وائل للنشر، ط2، الاردن، 2011
- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، الادارة المالية التحليل المالي لمشروعات الاعمال، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، 2008

-لمزيد من التفصيل حول النظريات وفرضياتها، أنظر منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مطبعة الدلتا، مصر، 2011.

منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، مطبعة الدلتا، مصر، 2011.