

المحاضرة رقم 01:

I- أسس الإدارة المالية:

تمهيد: تتولى الإدارة المالية مسؤولية تسيير الوظيفة المالية التي تعتبر من أهم الوظائف في المؤسسة الاقتصادية كما هو موضح في التقسيم التالي:

تقسيم (أو تصنيف) الوظائف الرئيسية في المؤسسة الاقتصادية:

- **المجموعة الأولى:** مجموعة الوظائف الفرعية للإدارة: تشمل هذه المجموعة على الخصوص مايلي: التخطيط، التنظيم، التنسيق، التوجيه (بالإضافة إلى وظائف فرعية أخرى مثل القيادة والتحفيز،... إلخ) ثم الرقابة.

- **المجموعة الثانية:** وتشمل الوظائف الفرعية للإستغلال (أي نشاط، التشغيل، العادي واليومي)، التالية: وظيفة التموين، وظيفة الإنتاج ووظيفة التسويق.

- **المجموعة الثالثة:** وتضم وظائف المساندة أو المساعدة الرئيسية (التي تسمى كذلك بوظائف توفير عوامل الإنتاج: L، K، ... إلخ) التالية:

وظيفة الموارد البشرية ووظيفة الموارد المالية (أي الوظيفة المالية)، حيث أن الوظيفة الإدارية تُمارس على مستوى كل واحدة من الوظائف الفرعية للإستغلال وكذلك الوظائف المساندة، المذكورة سابقا، فنجد على هذا الأساس:

إدارة التموين، إدارة الإنتاج، إدارة التسويق، إدارة الموارد البشرية والإدارة المالية،

وكل إداري له سلطة أمر، ومهما كان مستواه في السلم الإداري (أو في الهيكل التنظيمي)، يتولى مهام التخطيط والتنظيم والتنسيق والتوجيه و...، والرقابة على مستوى الوظيفة التي يكون مسؤولا عن تسييرها، في حدود الصلاحيات والسلطة المخولة له.

-1 **مفهوم الوظيفة المالية:** سنقوم فيما يلي بتوضيح مفهوم الوظيفة المالية في المؤسسة الاقتصادية، من خلال تعريفها وشرح تطورها التاريخي، بالإضافة إلى إبراز مهامها وكذا أهدافها وعلاقتها بالوظائف الأخرى.

1-1- تعريف الوظيفة المالية:

هناك عدة تعاريف للوظيفة المالية، تُعتبر كلها مكملة لبعضها البعض وتتفق، عموما، فيما بينها على أن هذه الوظيفة هي عبارة عن "مجموعة المهام أو الأنشطة التي تقوم بها عدد من المصالح (أو الأقسام) وتهدف إلى إدارة التدفقات المالية والبحث عن الموارد المالية الضرورية والاستخدام الأمثل لها"، في المؤسسة الاقتصادية.

وعلى هذا الأساس يمكن القول أن الوظيفة المالية تشمل مجموعة المهام التي يتولاها المسيرون الإداريون على مستوى الإدارة المالية، ابتداء من وضع خطط للتمويل إلى الحصول على الموارد المالية بالأحجام اللازمة وبأقل التكاليف الممكنة، ثم استخدام هذه الموارد المالية بأمثل الطرق التي تسمح بتحقيق أهداف المؤسسة.

1-2- التطور التاريخي للوظيفة المالية:

مرّت الوظيفة (أو الإدارة) المالية، في تطورها، في المؤسسة الإقتصادية، بعدة مراحل يمكن تلخيصها على النحو التالي:

أولاً: مرحلة الثلاثينات (من القرن 20):

بعد أن كانت هذه الوظيفة سابقاً (خاصة في العشرينات) تركز خصوصاً على تدبير وتوفير رؤوس الأموال اللازمة للمؤسسة الإقتصادية، من مختلف مصادرها الممكنة، أصبحت إنطلاقاً من الثلاثينات على إثر الأزمة الإقتصادية الكبرى (الكساد والتضخم: 1929-1932) تهتم كذلك بحماية المؤسسة القائمة من مخاطر الإفلاس الذي يهددها، وعلى هذا الأساس توسعت مهام هذه الوظيفة أكثر وامتدت إلى إعادة تنظيم السيولة وإدارتها وكذا تطبيق التحاليل المالية للكشف عن أسباب الفشل المالي ومحاولة التنبؤ به لاجتناب حدوثه، بالإضافة إلى تسيير حالات الاندماج مع مؤسسة أخرى (أو أكثر) عند الحاجة.

ويعتبر الكثير من المختصين في مجال الإدارة المالية أن الميلاد الرسمي لهذه الوظيفة يرتبط بهذه المرحلة (الثلاثينات) بعد أن توسعت بهذا الشكل الملحوظ مهامها الأساسية.

ثانياً: مرحلة الأربعينات (من القرن الـ 20):

نتيجة لتطور أنظمة الاتصال وتكنولوجية المعلومات، زاد اهتمام الوظيفة المالية في هذه المرحلة بدراسة التدفقات النقدية وأساليب التخطيط المالي والرقابة المالية، بالإضافة إلى البحث عن الاستخدام الأمثل للموارد المالية المتاحة.

ومن جهة أخرى أدت المنافسة المتزايدة على الأموال في الأسواق المالية المتنامية إلى اهتمام هذه الوظيفة بتصميم وتحقيق الهيكل الأمثل للتمويل مع أخذ تكاليف الأموال بعين الاعتبار واختيار أفضلها وأنسبها للمؤسسة.

ثالثاً: مرحلة الخمسينات (من القرن الـ 20):

زاد اهتمام الوظيفة المالية في هذه المرحلة بكيفية الاستخدام الأمثل لرؤوس الأموال (في شكل أصول ثابتة وأصول متداولة)، بالإضافة إلى الاهتمام بشكل خاص بمصدر الأموال (الطويلة والمتوسطة وقصيرة

الأجل)، ثم انتقلت هذه الوظيفة إلى الاهتمام بمقارنة سيولة المؤسسة بربحيتها والبحث عن كيفية التوفيق بينهما بأفضل الطرق الممكنة.

رابعاً: مرحلة الستينات (من القرن الـ20):

أصبحت الوظيفة المالية في هذه المرحلة تهتم كذلك باستخدام الأساليب الكمية في التحليل المالية (والاقتصادية عامة)، وتوسعت على إثر ذلك مهامها إلى اتخاذ القرارات الاستثمارية التي يمكن أن تؤدي إلى تحقيق أقصى الأرباح للمؤسسة.

خامساً: مرحلة السبعينات وحتى وقتنا الحاضر:

بالإضافة إلى كل مهامها السابقة الذكر، اتجهت الوظيفة المالية في هذه المرحلة إلى الاهتمام أكثر بالوظائف الفرعية للتخطيط المالي والرقابة المالية نظراً لما شهدته هذه الفترة (من القرن الـ20) من مشاكل اقتصادية متنوعة كالتضخم وندرة الأموال وارتفاع تكاليفها في الأسواق المالية وغير ذلك من المشاكل التي سادت بيئة المؤسسة الاقتصادية.

استنتاج:

من خلال تطورها التاريخي، نلاحظ أن اهتمام الوظيفة (أو الإدارة) المالية كان ينصب في بداية ظهورها وبروزها (أي حسب النظرة التقليدية لهذه الوظيفة) على البحث عن مصادر التمويل الممكنة والحصول على الأموال اللازمة لتغطية وتلبية الحاجات المالية للمؤسسة الاقتصادية.

أما حسب النظرة الحديثة لهذه الوظيفة، فقد أصبحت مهامها أكثر شمولاً وأكثر اتساعاً، حيث انتقلت إلى الاهتمام، في آن واحد، بالجانبين الرئيسيين للتسيير المالي وهما:

- تدبير وتوفير رؤوس الأموال اللازمة للمؤسسة، من جهة.
- ثم صرف واستخدام هذه الأموال، في شكل أصول (ثابتة ومتداولة)، بأفضل وأمثل الطرق الممكنة، من جهة أخرى.

وتبعاً لذلك، أصبحت هذه الوظيفة (أو الإدارة) تختص باتخاذ القرارات (المالية) الرئيسية التالية:

- قرارات التمويل:

وهي القرارات التي تحدّد كيفية اختيار المصادر التي يمكن اللجوء إليها والحصول منها على الأموال اللازمة، ممّا يسمح بالتالي بتمويل موجودات المؤسسة.

- قرارات الاستثمار:

وهي القرارات التي تحدّد كيفية استخدام الموارد المالية التي تحصلت عليها المؤسسة من المصادر الممكنة، بحيث يجب أن يكون هذا الاستخدام أفضل ما يمكن في شكل استثمارات (تجهيزات إنتاجية، مباني، وسائل نقل، أراضي،... إلخ).

- قرار توزيع الأرباح:

وهي القرارات التي تُتخذ بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح المحققة (في نهاية كل سنة مالية) على الملاك (وحتى المستخدمين) وبين احتجاز تلك الأرباح لفائدة المؤسسة نفسها، بغرض إعادة استثمارها وتوسيع الطاقة الإنتاجية المتاحة.

المحاضرة رقم (02)

1-3-3 مهام الإدارة المالية:

يمكن تلخيص المهام الرئيسية التي تقع على عاتق الإدارة في الوظيفة المالية، على النحو التالي:

1-3-1-1 التخطيط المالي:

يعتبر التخطيط من المهام الرئيسية للإدارة (وهو بدايتها تحديدا) في كل الوظائف، بدون استثناء ، في المؤسسات الاقتصادية.

والتخطيط المالي هو نوع من أنواع التخطيط الذي يخص الموارد المالية ، بحيث يساعد على الإعداد للمستقبل و يسمح بمعرفة احتياجات المؤسسة من الاموال اللازمة لتنفيذ كل عملياتها التشغيلية(عمليات الاستغلال) وكل عملياتها التوسيعية (عمليات الاستثمار) ، و يتم ذلك من خلال اعداد الخطط (مثل الموازنات التقديرية) القصيرة وطويلة الأجل، بحيث يجب في هذا الإطار على الإدارة المالية أن تأخذ بعين الاعتبار صعوبة التنبؤ بالمستقبل وأن تقوم خططها على مفهوم عدم التأكد، وبالتالي يجب أن تتمتع هذه الخطط بالمرونة الكافية لمواجهة الظروف غير المتوقعة.

1-3-2-1 الرقابة المالية :

تقوم الرقابة (العلمية) على أساس تقييم الأداء من خلال قياس المحقق منه ومقارنته بالخطط الموضوعه (التي تتضمن الأداء المخطط) ، وذلك بغرض اكتشاف الانحرافات(بين المحقق و المخطط) و معرفة الصعوبات و العوائق التي تعترض تطبيق الخطط بفعالية ، و من ثمة العمل على تصحيح أخطاء الأداء و التأكد من تنفيذه على أكمل وجه و عدم تكرار نفس الأخطاء في المستقبل.

1-3-3-1 تنظيم الوظيفة المالية:

يبين التخطيط المالي كل التدفقات النقدية الداخلة و الخارجة التي من المتوقع أن تمس خزينة المؤسسة خلال الفترة التي تغطيها الخطة ، كما يبين مقدار الأموال التي تحتاجها المؤسسة و مواعيد الحاجة الى هذه الأموال، و من أجل تغطية هذه الحاجات فإن الإدارة المالية تهتم بكيفية تدبير الأموال اللازمة و الحصول عليها آخذة في الاعتبار مصادرها المختلفة و تكاليفها و مخاطرها ، و كذا البدائل التمويلية المتاحة ، و تحاول أن تجمع الأموال بأفضل الشروط الممكنة .

1-3-4- استثمار الأموال:

بعد قيام الإدارة المالية بإعداد الخطط المالية والحصول على الأموال اللازمة ، عليها أن تتأكد أن هذه الأموال تستخدم بحكمة و بالطريقة المثلى ، لأنها تكون عادة محدودة في حين أن الحاجة إليها تكون دائماً متزايدة ، كما يجب على الإدارة المالية أن تتأكد أن استخدام هذه الأموال يؤدي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن في ظل المخاطر المحيطة بها .

وتعتمد الإدارة المالية في عمليات الاستثمار على استخدام المعايير الاستثمار للمفاضلة بين البدائل المتاحة و بالتالي اختيار أمثلها.

1-3-5- مواجهة مشكلات خاصة:

إن مجموعات المهام (أو الوظائف الفرعية) الأربعة السابقة الذكر هي مهام دورية ، و متكررة بشكل مستمر للإدارة المالية ، و لكن قد تواجه هذه الإدارة من وقت إلى آخر مشاكل مالية ذات طبيعة خاصة و غير معتادة، و من هذه المشاكل نذكر مثلاً العسر المالي، إعادة التنظيم، الاندماج مع مؤسسة أخرى (أو أكثر)، الانفصال عن وحدات تجمعها مؤسسة واحدة، الإفلاس، والتصفية،... إلخ ، مما يستوجب اتخاذ القرارات والاجراءات اللازمة لمواجهتها أو معالجتها في الأوقات المناسبة.

1-4-4- أهداف الإدارة المالية:

ترمي الإدارة المالية إلى تجسيد عدة أهداف، من بينها تحقيق أعلى قيمة سوقية للمؤسسة، وهذا الهدف يترجم أهداف البقاء والاستمرار والنمو، ويتطلب الموازنة بين الهدفين الماليين، الفرعيين، التاليين:

أولاً : هدف تحقيق سيولة ملائمة :

تقع على عاتق الإدارة المالية في الأجل القصيرة، مسؤولية توفير السيولة الكافية التي تسمح للمؤسسة بالوفاء بالتزامات التسديد ، اليومية، في مواعيد استحقاقاتها، حتى لا تفقد قدرتها على التسديد وتحافظ خاصة، على سمعتها الائتمانية.

وعلى هذا الأساس يجب على الإدارة المالية أن توفق بين التدفقات النقدية الداخلة إلى الخزينة والتدفقات النقدية الخارجة منها، في الزمن والقيمة، بما يجنبها ظهور الأرصدة السالبة في أي وقت كان، ولانتعّض بالتالي إلى عسر مالي ، سواء كان فنياً أم حقيقياً.

ملاحظة:

- السيولة: تعني القدرة على توفير الأموال (النقود أو القيم الجاهزة) بتكاليف معقولة لمواجهة التزامات التسديد عند تواريخ استحقاقها.

- السيولة: تعني كذلك القدرة على تحويل بعض الموجودات (الأصول) الى نقديات جاهزة، خلال فترة قصيرة، و دون خسائر مهمة.

- السيولة: و يستعمل هذا المصطلح للإشارة إلى النقود.

- العسر المالي الفني: يعني عدم قدرة المؤسسة على التسديد و الوفاء بالتزاماتها خلال مدة زمنية محدّدة.

- العسر المالي الحقيقي: يعني عدم قدرة المؤسسة على التسديد، حتى ولو أعطيت وقتا كافيا، وذلك لأنّ القيم السوقية لأصولها (الحقيقية) لا تكفي (في حالة بيع وتحويل هذه الأصول إلى سيولة) لتسديد جميع التزاماتها. وعلى هذا الأساس يعتبر العسر المالي الحقيقي أخطر من العسر المالي الفني (المؤقت).

ثانيا: هدف تحقيق أقصى ربح ممكن:

في الأجل الطويلة، يجب على الإدارة المالية أن تستخدم الموارد المالية للمؤسسة بالشكل الذي يمكنها من تعظيم أرباح المساهمين في رأس المال الاجتماعي، وهذه الأرباح تتمثل في العائدات على الأموال المستثمرة من قبل هؤلاء المساهمين، بحيث لا يجب أن تقلّ هذه العائدات عن تلك الممكن تحقيقها في الاستثمارات البديلة في نفس الظروف من المخاطرة.

حيث أنّ العائد على الاستثمار يمثل مقياسا عاما لكفاءة المؤسسة، وقدرتها على حسن استعمال موجوداتها كما يعبر عن مدى قدرة كلّ وحدة نقدية (الدينار الواحد) المستثمرة في الأصول الثابتة على توليد أو خلق أرباح إضافية.

ملاحظة:

يمكن القول أنّ هدف تحقيق سيولة ملائمة، من جهة، وهدف تحقيق أقصى ربح ممكن من جهة أخرى، هما هدفان متلازمان ولكنهما متعارضين.

بحيث نجد أنّ الربحية تتطلب استثمار الأموال (السيولة) بأحجام كبيرة في أصول ثابتة، نظرا لارتفاع عوائدها، في حين أنّ هذه الأصول تتصف بأعمارها الطويلة (أو المتوسطة) وبالتالي عدم تحوّلها إلى سيولة من جديد

إلا على المدى الطويل (أو المتوسط)، مما يجعلها أقل سيولة من غيرها من الأصول، وهذا الأمر يتعارض مع هدف السيولة، لأن المؤسسة قد تتعرض إلى نقص في السيولة (إذا لجأت بكثرة إلى الاستثمار في الأصول الثابتة، بحثا عن تحقيق أقصى الأرباح) وبالتالي قد تتوقف عن الدفع وتفقد قدرتها على التسديد.

1-5- علاقة الوظيفة المالية بالوظائف الأخرى:

إن أي قرار تتخذه أي إدارة في أي وظيفة كانت، هو في الحقيقة قرار مالي في جانب من جوانبه، ولهذا لا يمكن عزل الوظيفة المالية عن باقي الوظائف في المؤسسة الاقتصادية.

فعلى سبيل المثال، قد ترى إدارة الإنتاج أن تتوسع في الإنتاج، ولذلك فهي تحتاج إلى الآلات والمواد الأولية و الأيدي العاملة،... إلخ، اللازمة لتحقيق ذلك، وقد ترى كذلك إدارة التسويق فتح معارض جديدة أو القيام بحملات إعلانية إضافية تسمح لها بتوسيع حصتها السوقية، كما قد تطلب إدارة الموارد البشرية القيام ببرامج تدريبية أو ترفيهية للعامل،... إلخ، وكل هذه القرارات التي تؤدي إلى التوسع في النشاط، من زيادة حجم الإنتاج وحجم البيع، أو رفع إنتاجية العمال،... إلخ، ستؤدي إلى زيادة التدفقات النقدية الخارجة من الخزينة مما يستدعي تغطيتها بالموارد المالية اللازمة، وهذه المهمة الأخيرة هي من المهام الأساسية للإدارة المالية، وذلك يعكس بوضوح علاقة الوظيفة المالية بالوظائف الأخرى في المؤسسة الاقتصادية.

المحاضرة رقم 3

2 - مصادر الأموال:

تمهيد:

إن مهام إيجاد وتدبير مصادر التمويل الكافية لتغطية الاحتياجات المالية المتزايدة للمؤسسة الاقتصادية في ظل كثرة القيود المفروضة على هذه المهام تعتبر من أكبر التحديات التي تواجه الإدارة المالية، حيث يتوجب على هذه الأخيرة أن تتمكن من ضمان التمويل اللازم للأصول (الثابتة و المتداولة) دون أن يؤثر ذلك سلباً على الأهداف المالية الأخرى والتي تشمل على سبيل الذكر أهداف السيولة الملائمة و المردودية المناسبة و كذلك أهداف الاستقلالية المالية و التوازن المالي و النمو المستمر و المستدام للمؤسسة و غير ذلك.

وفي هذا الإطار سنقوم في هذه الخطوة بتوضيح أهم مصادر التمويل التي يمكن للمؤسسة أن تلجأ إليها و نتحصل عليها من (خارجها و من داخلها) و الكشف عن أهم خصائصها و أبرز المزايا (و العيوب) التي تطرحها من أجل حصر العوامل التي يتم على أساسها المفاوضات بين هذه البدائل التمويلية لاختيار الهيكل المالي المناسب للمؤسسة .

و للعلم يتم تصنيف مصادر الأموال وفقاً لعدة طرق و تبعا لمعايير معينة ومن هذه التصنيفات نجد ما يلي:
(تبعا لملكية الأموال)

- الصنف الرئيسي الأول / مصادر الأموال المملوكة (الأموال الخاصة)

- الصنف الرئيسي الثاني / مصادر الأموال المقترضة (الديون)

2- 1 - مصادر الأموال المملوكة (الأموال الخاصة)

يشمل هذا الصنف كل الأموال المقدمة للمؤسسة من قبل الشركاء (مجموع الملاك في الشركة) أو (المالك في المؤسسة الفردية) كمساهمات نقدية أو عينية في رأس المال الاجتماعي (أسهم أو حصص اجتماعية)،

بالإضافة الى ذلك الجزء من الأرباح التي قد تُترك للمؤسسة (الاحتياطات أو الأرباح غير الموزعة)

بحيث تقوم باحتجازها لنفسها و الاحتفاظ بها لتدعيم أموالها الخاصة و بالتالي مركزها المالي.

2 - 1 - 1 - الأسهم

تمثل الأسهم المصدر الأول للموارد المالية الموضوعة تحت تصرف المؤسسة، بصورة دائمة مبدئياً، من قبل المساهمين في رأس مالها الاجتماعي، وهي تعتبر أهم مكون لرأس المال الاجتماعي و مصدرها خارجي وتتكون من نوعين رئيسيين هما :

- الأسهم العادية ،

- الأسهم الممتازة.

أ - الأسهم العادية :

أ-1 - تعريف السهم العادي :

يمكن تعريف السهم العادي بأنه عبارة عن "سند قابل للتداول، تصدره شركات الأموال (شركات المساهمة) بالإضافة إلى شركات التوصية بالأسهم، كتمثيل لجزء من المساهمات في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة ".
و يعتبر السهم العادي كمستند ملكية لحامله ووسيلة للتمويل تتمتع بحقوق متبقية على المؤسسة لاتؤدي إلى خلق امتيازات ضريبية على التسديدات، كما أن عمر السهم العادي غير محدد و غير منتهي مبدئياً.

أ-2 - قيم الأسهم العادية :

تتعدد قيم الأسهم العادية حيث نجد ما يلي:

أ-2-1 - القيمة الاسمية

و هي القيمة المدونة على قسيمة (أو سند أو مستند) السهم، و عادة ما يكون منصوصا عليها في عقد التأسيس.

أ-2-2 - القيمة الدفترية

وتتمثل في حقوق الملكية مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، و ذلك في حالة عدم وجود أسهم ممتازة، أما إذا وجدت هذه الأخيرة فان القيمة الدفترية تصبح متمثلة في حقوق الملكية مطروحة منها حقوق الأسهم الممتازة، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة .

أ-2-3 - القيمة السوقية

هي القيمة (السعر) التي يباع بها السهم في السوق المالية حيث يتم تداوله و تتميز هذه القيمة بالتغير (بالزيادة أو بالنقصان) نظرا لتغير العوامل المحددة لها (مثل المركز المالي و أداء المؤسسة ، توزيعات الأرباح، الظروف الاقتصادية العامة المحيطة بالمؤسسة...).

أ- 2- 4 - القيمة التصفية

هي القيمة التي يمكن أن يتحصل عليها حامل السهم عند تصفية الموجودات الحقيقية للمؤسسة و سداد حقوق كل الدائنين و كذلك حقوق الأسهم الممتازة .

أ- 2- 5- القيمة حسب العائد

وتتمثل في القيمة التي يبدي المستثمر استعداداه لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يحقق له العائد الذي يطمح بالحصول عليه.

أ- 3 - أنواع الأسهم العادية

لقد وردت تصنيفات كثيرة للأسهم العادية تعتمد على معايير مختلفة بحيث نجد مثلا حسب القانون التجاري الجزائري الأصناف التالية:

أ - 3- 1- حسب شكل السهم وطريقة تداوله

يمكن التمييز في هذه الحالة بين:

- النوع الأول: الأسهم الاسمية

و هي التي تحمل اسم مالكها (بحيث يكون مدونا على السند) .

-النوع الثاني: الأسهم لحاملها

وهي عكس الأولى لا تحمل اسم مالكها (لا يكون مدونا على السند).

أ- 3- 2 - حسب طبيعة المساهمة

تبعا لهذا المعيار نجد مايلي:

النوع الأول: الأسهم النقدية

تعتبر أسهما نقدية تلك التي :

تم وفاؤها نقداً أو عن طريق المقاصة،

تم إصدارها بعد ضمها إلى رأس المال الاحتياطي أو الأرباح أو علاوة الإصدار ،

يتكون مبلغها في جزء منه نتيجة ضمّه إلى الاحتياطيات أو الأرباح أو علاوة الإصدار و في جزء آخر منه عن طريق الوفاء به نقداً.

النوع الثاني: الأسهم العينية

و هي الأسهم التي يتم وفاؤها بأي طريقة أخرى فيما عدا أشكال تسديد الأسهم النقدية، و مثال ذلك أن يساهم مستثمر في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة بقطعة أرض أو بتجهيزات إنتاجية أو غير ذلك .

أ - 3 - 3 - حسب الحق الممنوح (للمساهم)

في هذه الحالة نجد ما يلي :

النوع الأول: أسهم التمتع

هي الأسهم التي يتم تعويض مبالغها الاسمية الى المساهم عن طريق الاستهلاك المخصص إمّا من الأرباح أو من الاحتياطيات، و يمثل هذا الاستهلاك دفعا مسبقا للمساهم عن حصته في تصفية موجودات المؤسسة في المستقبل .

النوع الثاني: أسهم رأس المال

أما هذه الأسهم فلا يتم تعويض مبالغها و ليس لها تاريخ انقضاء محدد.

أ - 3 - 4 - حسب معايير أخرى

تجدر الإشارة أنّ أنواعا جديدة من الأسهم العادية ظهرت في السنوات الأخيرة بحيث لم تكن معروفة سابقا، و من بينها تلك التي ظهرت في الولايات المتحدة الأمريكية و هي:

- الأسهم الخطاطة ،

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة،

- و الأسهم العادية ذات القيمة المضمونة.

أ - 4 - خصائص الأسهم العادية

يمكن التعرف على أهم خصائص الأسهم العادية من خلال الاطلاع على الحقوق و الامتيازات التي يتمتع بها حاملها ، و التي تتمثل أساسا فيما يلي:

- يتمتع حامل السهم العادي بحق التصويت في جمعية الشركاء ،

- لحامل السهم العادي الحق في نقله أو تحويل ملكيته بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريقة أخرى (أي أن السهم قابل للتداول)،

- لحامل السهم العادي الحق في الحصول على الأرباح إذا تقرر توزيعها بكاملها أو جزء منها ،

- يتمتع حامل السهم العادي بحقوق أخرى يمكن أن ينص عليها القانون الأساسي للمؤسسة ومن هذه الحقوق نذكر ما يلي:

- الأولوية في الاكتتاب عن طريق طرح أسهم جديدة من قبل المؤسسة،
- الحصول على نصيب من موجودات المؤسسة عند تصفيتها ،
- الترشح لعضوية مجلس الإدارة اذا كان لحامل السهم العادي الحد الأدنى المطلوب من الأسهم،
- و أخيرا تجدر الإشارة أن مسؤولية حامل السهم العادي هي محدودة بقدر المساهمة التي قدمها في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة .

أ - 5 - تقييم الأسهم العادية كمصدر تمويلي للمؤسسة

يتمتع هذا المصدر التمويلي الهام بعدة مزايا كما أنه يتصف بعيوب عديدة كما هو موضح فيما يلي:

أ - 5 - 1 - مزايا الأسهم العادية

- تتمتع الأسهم العادية (مقارنة بسندات القرض مثلا) بجاذبية أكبر و بقابلية أكبر للبيع ،

- تدرّ عادة الأسهم العادية عوائد أعلى مما تدرّه سندات القرض و الأسهم الممتازة ،

- توفر الأسهم العادية حماية لحاملها في فترات التضخم التقدي بشكل أفضل من الحماية التي توفرها سندات القروض و الأسهم الممتازة مثلا، حيث أنّ قيم الأسهم العادية ترتفع طالما ارتفعت قيم الأصول الحقيقية في فترات التضخم النقدي،

- تمثل الأسهم العادية مصدرا للتمويل (إذ ليس لها تاريخ استحقاق محدد) .

- إنّ المعدلات الضريبية المفروضة على عوائد الأسهم العادية تكون عادة أقل من معدلات الضريبة المطبقة على فوائد سندات القرض مثلا .

أ - 5 - 2 - عيوب الأسهم العادية

من أهم عيوب الأسهم العادية نذكر ما يلي:

- إنّ إصدار أسهم عادية جديدة يؤدي الى توسيع قاعدة المساهمين مما يترتب عنه تشتت أكبر للأصوات في جمعية الشركاء، و بالتالي زيادة حرية الحركة و التصرف لمجلس الإدارة ويزيد من جهة أخرى من تكلفة الوكالة التي يتحملها حملة الأسهم،

- إنّ تكاليف إصدار و بيع الأسهم العادية مرتفعة بالمقارنة مع تكاليف اصدار سندات القرض و الأسهم الممتازة مثلا،

- إنّ زيادة إصدار الأسهم العادية تؤدي الى ارتفاع تكاليف الأموال التي تجمعها المؤسسة ،

- إنّ التوسع في الاعتماد على التمويل بالأسهم العادية يكون مبدئيا على حساب التمويل بالاقتراض، و هو الأمر الذي يؤدي إلى الابتعاد عن المزيج التمويلي (أو الهيكل المالي) المناسب و الأفضل الذي تقابله أقل التكاليف و الذي يضمن التوازن بين التمويل بالملكية (بواسطة الأموال المملوكة) و التمويل بالدين (بواسطة الأموال المقترضة).

المحاضرة رقم 04 :

ب- الأسهم الممتازة:

ب-1- تعريف الأسهم الممتازة:

يعتبر السهم الممتاز من الأصول المالية القابلة للتداول، كما أنه "عبارة عن سند ملكية لحامله و إن كانت هذه الملكية تختلف عن الملكية التي تنشأ عن السهم العادي".

و تلجأ المؤسسة الاقتصادية إلى "إصدار الأسهم الممتازة عندما تحاول تحفيز المستثمرين للاكتتاب في رأسمالها الاجتماعي و تمويل مشاريعها الجديدة أو توسيعها أو مواجهة صعوبات مالية اخرى".

و على هذا الأساس تسمى هذه الأسهم بالممتازة لأنها توفر لحاملها امتيازات خاصة لا توفرها الأسهم العادية، و من اهم هذه الامتيازات نجد ما يلي:

*الأولوية في الحصول على نصيب من الأرباح في شكل نسبة مئوية ثابتة ،ومحددة مسبقا ، من القيمة الإسمية للسهم الممتاز .

*الأولوية في استيفاء القيمة الاسمية للسهم الممتاز من الأصول الحقيقية في حالة:

-افلاس المؤسسة و تصفيتها أو كذلك في حالة حلها (بشرط أن يحدث ذلك بعد حصول حامل سند القرض على كامل مستحقاته).

ب-2- قيم الأسهم الممتازة :

للسهم الممتاز عدة أنواع من القيم، يمكن تلخيصها فيما يلي:

ب-2-1- القيمة الإسمية :

هي القيمة المدونة على قسيمة السهم الممتاز .

ب-2-2- القيمة الدفترية:

و هي قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر مدونة في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة، مقسومة على عدد الأسهم الممتازة، علما أن السهم الممتاز ليس له نصيب في الاحتياطات التي قد تظهر في الميزانية أو في الأموال الخاصة تحديدا للمؤسسة.

ب-2-3- القيمة السوقية:

هي سعر تداول (بيع أو شراء) السهم الممتاز في السوق المالي، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أصغر أو تساوي القيمة الاسمية للسهم أو كذلك قيمته الدفترية.

ب-2-4- القيمة المصدرة:

وهي مبدئيا تساوي القيمة الإسمية للسهم الممتاز، ولكنها قد تكون أكبر من هذه الأخيرة في حالة وجود علاوة الإصدار، كما قد تكون أصغر منها في حالة وجود خصم الإصدار.

ب-3- أنواع الأسهم الممتازة:

تنقسم الأسهم الممتازة إلى عدة أنواع، هي:

ب-3-1- الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:

في حالة هذه الأسهم ، لا يضيع حق حاملها في الحصول على أرباح السنوات المالية التي لم يتم توزيعها بحيث يتم ترحيل هذا الحق إلى السنة المالية الموالية، و لا يمكن إعلان توزيع الأرباح على حملة الاسهم العادية إلا بعد أن يتم دفع المستحق المتجمع من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة بالكامل.

ب-3-2- الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

و هي تلك الاسهم الممتازة ، التي تعطي لحاملها حق مشاركة حملة الاسهم العادية في اقتسام ما تبقى من الأرباح بعد أخذه نصيبه منها .

ب-3-3- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

إن هذه الأسهم الممتازة يمكن تحويلها إلى أوراق مالية أخرى، مثل الأسهم العادية، و ذلك إذا نص على هذا الأمر القانون الأساسي للمؤسسة.

ب-3-4- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء :

أما هذا النوع من الأسهم الممتازة فيتميز بقدرة المؤسسة على استدعائه من أجل إعادة شرائه من حملته ، و عادة ما يكون ذلك وفق شروط محددة مسبقا(مثل إعادة شراء هذه الأسهم بعد انقضاء فترة زمنية معينة من تاريخ اصدارها).

ب-3-5- أنواع أخرى من الاسهم الممتازة :

تجدر الإشارة أن أنواعا جديدة من الأسهم الممتازة لم تكن معروفة من قبل، ظهرت في السنوات الأخيرة في دول عديدة، و مثال ذلك تلك التي ظهرت في الولايات المتحدة الامريكية و هي على الخصوص:

-الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة،

-الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة والقابلة للتحول،

-الأسهم الممتازة التي تتغير بتغير القيمة السوقية للسهم،

و الأسهم الممتازة لسوق النقد.

ب-4- خصائص الأسهم الممتازة :

تتمثل أهم الخصائص التي تتصف بها الأسهم الممتازة فيما يلي :

-تذّر الأسهم الممتازة عوائد منتظمة ، ثابتة و محددة مسبقا، على المستثمرين فيها(حاملها) ،

-لحامي الأسهم الممتازة حق الأولوية (الأسبقية) في الحصول على العوائد المنتظرة قبل حملة الأسهم العادية،

-إن العديد من المؤسسات ترغب في الاستثمار في الأسهم الممتازة عندما تعفى عوائدها من الخضوع للضريبة.

ب-5-تقييم الأسهم الممتازة كمصدر تمويلي للمؤسسة :

تتمتع الأسهم الممتازة بعدة مزايا، ولكنها لا تخلو من العيوب التي يجب أن تأخذها المؤسسة في الحسبان،

و فيما يلي توضيح لأهم تلك المزايا و العيوب :

ب-5-1-مزايا الاسهم الممتازة :

ويتمثل أهمها فيما يلي:

- إن الأسهم الممتازة من مصادر التمويل طويلة الأجل (الدائمة)، وحقا من حقوق الملكية التي تعمل على تخفيض نسبة الاقتراض، وبالتالي زيادة الثقة في المؤسسة وتدعيم طاقتها الاقتراضية،
- إن استخدام الأسهم الممتازة في التمويل، من قبل المؤسسة، يجعل هذه الأخيرة في مأمن من حالة الإفلاس في ظل العسر المالي (نقص السيولة) طالما أنها تكون غير ملزمة قانونا بتوزيع الأرباح على حاملي هذه الأسهم في آجال محددة، بل يمكن تأجيل توزيع تلك الأرباح إلى أن تتحسن الوضعية المالية للمؤسسة ،
- إن الأسهم الممتازة تمتاز بمرونة عالية في الاستخدام لعدم وجود تواريخ محددة مقيدة لسدادها، وبالتالي لا تخصص أموالا جاهزة من أجل ردها كما هو الحال بالنسبة لسندات القرض مثلا،
- لا يحق لحاملي الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت (في الجمعية العامة للشركاء)، كما لا يحق لهم الترشح لعضوية مجلس ادارة المؤسسة، وبذلك تتمكن هذه الأخيرة من استخدام أموالهم بحرية أكبر، دون تدخل أو اشراك هؤلاء في تحديد الاستراتيجيات والسياسات التي ستعتمدها المؤسسة.

ب-5-2- عيوب الأسهم الممتازة:

ومن أبرز عيوب الأسهم الممتازة، نذكر ما يلي:

- إن عوائد الأسهم الممتازة لا تخضع كمصروف ضريبي أو تكلفة من نوع معين، وهذه الخاصية تجعل عبأها مرتفعا بالمقارنة بسندات القرض مثلا،
- إن الأسهم الممتازة تصدر على أساس عائد يكون في الغالب أعلى من فائدة سند القرض مثلا، وذلك نتيجة لارتفاع خطورتها بالمقارنة مع هذا الأخير.
- يعاب على الاسهم الممتازة مجمعة الأرباح إلزامية توزيعها (من الأرباح المحققة)، بحيث لا يسقط حق حملة هذه الأسهم في الحصول على عوائدهم ولو أنها قد تصبح مؤجلة، وهذا الأمر يؤدي إلى تراكم الأعباء المالية لعدة سنوات مالية على عاتق المؤسسة.

المحاضرة رقم 05:

2-1-2- الأرباح المحتجزة:

إن تطوير نشاط المؤسسة الإقتصادية وتوسيعه يستدعي إيجاد الموارد المالية الدائمة، من مصادر داخلية وحتى خارجية، لتمويل إستثماراتها واحتياجاتها من رأس المال العامل، ومن بين تلك الموارد الدائمة نجد، الأرباح المحتجزة من قبل المؤسسة لنفسها (أي غير الموزعة).

أ- تعريف الأرباح المحتجزة:

تتمثل الأرباح المحتجزة التي تسمى كذلك "بالإحتياطيات" في "تلك الأرباح غير الموزعة (من الأرباح الصافية المحققة في نهاية السنة المالية) والتي تعتبر الإذخار الصافي (أي الثروة) الذي وفّره المؤسسة لنفسها من جراء القيام بنشاطها، حيث يُوجّه خصيصا لاقتناء تجهيزات (إستثمارات) إضافية لتوسيع الطاقة الإنتاجية وتطويرها".

ومن أهم الإحتياطيات نكر الأصناف التالية:

- الإحتياطيات القانونية.
- الإحتياطيات المنظمة.
- إحتياطيات القانون الأساسي للمؤسسة.
- الإحتياطيات التعاقدية.
- الإحتياطيات الإختيارية.

علما أن القانون التجاري الجزائري يفرض على شركات المساهمة والشركات ذات المسؤولية المحدودة تكوين الإحتياطيات القانونية، أما الإحتياطيات الأخرى فيمكن تكوينها من قبل كل المؤسسات بتطبيق الشروط المنصوص عليها في النظام الضريبي والقانون الأساسي للمؤسسة، وفي العقود الإجتماعية التي تبرم بين الشركاء والإدارة والمستخدمين، وبالإضافة إلى ذلك يمكن أن تكون الإحتياطيات الإختيارية (بصفة إختيارية) طبقا لإرادة ملاك المؤسسة عند كفاية الأرباح الصافية المحققة.

ب- تقييم الأرباح المحتجزة كمصدر تمويلي للمؤسسة:

من أهم مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة (الإحتياطيات) نذكر ما يلي:

ب-1- مزايا الأرباح المحتجزة:

- أحيانا، تواجه بعض المؤسسات صعوبات حقيقية في جمع ما يلزمها من موارد مالية من مصادر مختلفة (الأسهم، القروض، ... إلخ)، وذلك بسبب ضعف قدرتها على الإستدانة أو إرتفاع تكاليف الحصول على هذه الأموال، وغير ذلك من الأسباب، ومن هنا تجد هذه المؤسسات في إحتجاز الأرباح الصافية (أي تكوين الإحتياطيات) حلاً للخروج من هذا الموقف الصعب خاصة وأن التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة لا يحتاج إلى تكاليف الإصدار والإكتتاب وغيرها من التكاليف التي تترتب عن خيارات التمويل بواسطة المصادر الأخرى (مثل الأسهم وسندات القرض، ... إلخ).
- إن الأرباح المحتجزة تساعد المؤسسة في زيادة حجم الأموال الخاصة دون أن يترتب عنها زيادة في عدد الأسهم، وبالتالي فإن ذلك يساعد على زيادة حجم عائدات الأسهم أو على الأقل الإحتفاظ به مستقرًا.
- إن الأرباح المحتجزة ترفع وتُعزِّز أكثر قدرة المؤسسة على الإستدانة والتي تُسهِّل الحصول على قروض جديدة وتخفِّض التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال.
- إن التمويل بواسطة الأرباح المحتجزة لا يترتب عنه أي إلتزام بالدفع على عاتق المؤسسة، كما هو الحال بالنسبة للتمويل بواسطة الأسهم أو سندات القرض وغير ذلك.
- تعتبر الأرباح المحتجزة بمثابة رأس مال دائم، يضمن إستقرار ونمو المؤسسة، ويعتبر كذلك ضمانا للتعويض والتسديد للغير (الدائنون عامة) عند الضرورة.

ب-2- عيوب الأرباح المحتجزة:

- إن إحتجاز الأرباح وعدم توزيعها قد يدفع ببعض المساهمين إلى بيع أسهمهم مما يؤدي إلى رفع عرض هذه الأخيرة في الأسواق المالية وتعرض على إثر ذلك أسعارها (السوقية) إلى الإنخفاض.
- عندما لا تقوم المؤسسة بتوزيع الأرباح فإنها تعتقد عادة، أن الإحتياطيات ذات التكاليف القليلة يمكن إستعمالها في تمويل إستثمارات منخفضة المردودية، لكن هذا الإعتقاد الشائع يُعتبر مغلوفاً في الواقع، إذ من الأمثل إستعمال هذا المورد المالي في تمويل الإستثمارات ذات المردودية المرتفعة قدر الإمكان.

2-2- مصادر الأموال المقترضة:

تلجأ المؤسسة عادة إلى الأموال المقترضة عند عدم كفاية أموالها الخاصة (المملوكة) لتلبية إحتياجاتها التمويلية أو بغية الإستفادة من المزايا التي توفرها لها، حيث تختار المؤسسة، في هذا الإطار، بين مجموعة من البدائل التمويلية، وتلجأ مثلاً إلى القروض المتوسطة وطويلة الأجل، التي تشمل على سبيل الذكر القروض السندية (أو سندات القرض) والقروض البنكية، والتمويل التأجيري لتكوين أصولها الثابتة (الإستثمارات،... إلخ)، كما قد تلجأ إلى القروض قصيرة الأجل التي تضم مثلاً الإئتمان التجاري (القرض التجاري) والإئتمان المصرفي (القرض البنكي) لتمويل عمليات الإستغلال (أو التشغيل).

وسنتطرق فيما يلي إلى أهم هذه المصادر التمويلية المقترضة، بحيث سنقسّمها إلى المجموعتين الرئيسيتين التاليتين:

- مصادر الأموال المقترضة المتوسطة وطويلة الأجل.
- ومصادر الأموال المقترضة قصيرة الأجل.

2-2-1- مصادر الأموال المقترضة المتوسطة وطويلة الأجل:

إن الإقتراض المتوسط وطويل الأجل، هو أحد المكونات الأساسية للهيكل المالي للمؤسسة، بحيث يمكن الحصول عليه من عدة أعوان إقتصاديين وخاصة منهم البنوك التجارية ومؤسسات مالية أخرى من عامة الجمهور أحياناً.

ويضم الإقتراض المتوسط وطويل الأجل عدة أصناف، أهمها:

- القروض السندية (أو سندات القرض).
- القروض البنكية (متوسطة وطويلة الأجل).
- التمويل التأجيري (أو الإعتمادات الإيجارية).

كما يشكل هذا النوع من مصادر الأموال إلى جانب الأموال الخاصة (المملوكة) ما يُعرفُ بكتلة رؤوس الأموال الدائمة، أي:

رؤوس الأموال الدائمة = الأموال الخاصة + الأموال المقترضة المتوسطة وطويلة الأجل.

وتُستعمل هذه الكتلة في تغطية (حيازة) كل الأصول الثابتة (الإستثمارات،... إلخ)، وجزء من الأصول المتداولة (مثل المخزونات) كذلك، حيث أن فائض رؤوس الأموال الدائمة على الأصول الثابتة - الصافية- يُشكل رأس المال العامل (الذي يغطي جزءا من الأصول المتداولة).

أ- القروض السندية:

أ-1- تعريف القروض السندية:

تعتبر القروض السندية (التي تسمى كذلك بسندات القرض وأحيانا السندات فقط) بمثابة «مستندات أو صكوك تعترف بموجبها المؤسسة المصدرة لها بمديونيتها تجاه الشخص (الطبيعي أو المعنوي) الذي قام بحيازة هذه المستندات (أي الذي أقرض المؤسسة) بالقيمة المحددة عليها، وتعدّه هذه المؤسسة بالسداد في نهاية الفترة المتفق عليها (بتاريخ الإستحقاق) وكذا دفع الفائدة المحددة»

أي يمكن القول أن القرض السندي يُمثله مستند مالي يترتب عنه إلتزام المقرض تجاه المقرض الذي يضع أمواله تحت تصرف الأول (في سبيل السلفة)، كما يحدّد هذا المستند (الواجب تسديده للمقرض) تاريخ إستحقاقه وطريقة تسديده وكذا معدّل الفائدة المترتبة عنه.

أ-2- أنواع القروض السندية:

نقسم القروض السندية التي تصدرها المؤسسات إلى أنواع متعدّدة تبعا لمعايير مختلفة، وذلك على النحو التالي:

أ-2-1- من حيث ملكية السند:

حسب هذا المعيار نجد:

أولا: السندات الإسمية:

هي المستندات التي يُسجل إسم مالكها عليها.

ثانيا: السندات لحاملها:

وهي التي لا يتم تسجيل إسم صاحبها (مالكها) عليها.

أ-2-2- من حيث درجة ضمان السند:

وحسب هذا المعيار نجد ما يلي:

أولاً: السندات المضمونة بأصول معينة:

حيث يتم في هذه الحالة تقديم أصول معينة من قبل المؤسسة (المقترضة) لمالك هذه السندات (المقرض) كضمانات لحقوق هذا الأخير في حالة عجزها عن الوفاء بالتزامات التسديد (تسديد القرض).

ثانياً: السندات غير المضمونة:

وهي التي لا يكون لها أي ضمان في شكل الأصول (أي عكس الصنف السابق).

أ-2-3- من حيث نوع الإمتياز الممنوح للسند:

توجد أنواع كثيرة تدخل ضمن هذا الصنف، منها ما يلي:

أولاً: السندات المشاركة في الأرباح:

وهي التي قد ينص عقد إصدارها من قبل المؤسسة (المقترض) على حق صاحبها (المقرض) في الحصول على نسبة معينة من الأرباح الصافية المحققة في نهاية السنة المالية، وذلك بالإضافة طبعا للفائدة المترتبة عن هذه السندات.

ثانياً: سندات الدخل:

إن مالك هذا النوع من السندات (المقرض) لا يتحصل على عائداتها (الفوائد المترتبة عنها) إلا إذا حققت المؤسسة (المقترضة) أرباحاً تسمح بدفع الفوائد المستحقة.

ثالثاً: السندات بمعدل متغير:

تتولد عن هذه السندات عائدات (فوائد) غير محددة بشكل نهائي في عقد الإصدار، بحيث يمكن لهذه العائدات أن تتغير بالزيادة أو بالنقصان ومنها:

- السندات ذات المعدل المتغير.
- السندات ذات التعويض عن الخطر.
- السندات المؤشرة (المرجعية).

رابعاً: السندات القابلة للتحويل:

تمنح هذه السندات لمالكها (المقرض) الحق باستبدالها بأسهم، وهذا الأمر يُمكنه من التحول من مقرض للمؤسسة إلى مساهم في رأسمالها الإجماعي.

خامساً: السندات ذات خيارات الشراء المضمون:

تعتبر خيارات الشراء المضمون من «المحفزات الرئيسية التي يتميز بها هذا الصنف من سندات القرض بحيث يصبح مالكاها يتمتع بحق من حقوق الملكية عن طريق الحصول على أسهم عند إصدارها من طرف المؤسسة، ولكن ليس عن طريق استبدال السند بالسهم».

أ-2-4- من حيث قابلية السند للإستدعاء:

يتضمن عقد إصدار هذا النوع من سندات القرض شرط الإستدعاء الذي يعطي للمؤسسة المصدرة له (المقترضة) الحق في استدعاء هذا النوع من السندات (أي تسديد مبالغها وفوائدها قبل تواريخ استحقاقها) وعليه يمكن التمييز بين:

- السندات القابلة للاستدعاء من جهة.
- السندات غير القابلة للإستدعاء، من جهة أخرى، وهي عكس الأولى، لا يمكن للمؤسسة المصدرة لها (المقترضة) استدعاؤها للإطفاء.

أ-3- تقييم القروض السندية كمصدر تمويلي للمؤسسة:

تتمتع سندات القرض بالكثير من المزايا، إلا أن اللجوء إلى التمويل بواسطتها له العديد من العيوب كما هو موضح فيما يلي:

أ-3-1- مزايا القروض السندية:

- تسح عادة، القروض السندية للمؤسسة (المقترضة) بالحصول على معدل عائد (مردودية) على الأموال المقترضة، يكون أعلى من معدل الفائدة الواجب دفعه لمالك هذه القروض (المقرض) وبالتالي يؤدي الفرق الموجب بين المعدلين (حالة العائد اكبر من الفائدة)، إلى زيادة معدل الربح الصافي الذي يمكن توزيعه على المساهمين وغيرهم.

- تسمح القروض السندية بتحقيق وفرا ضريبيا للمؤسسة (المقترضة) حيث أن إصدارها يؤدي إلى إضافة ميزة ضريبية مقارنة بعملية التمويل بالأسهم، وذلك لأن تكاليف هذه القروض تخصم مثل باقي التكاليف من الإيرادات قبل احتساب الضريبة على الأرباح، في حين تعتبر عائدات الأسهم توزيعات للأرباح الصافية وليس من التكاليف، (أي أن عائدات الأسهم لا تؤدي الوعاء الضريبي كما تفعل ذلك تكاليف القروض السندية).
- تسمح القروض السندية، باعتبارها أموالا مقترضة من قبل المؤسسة باستعمالها من قبل هذه الأخيرة دون إشراك أصحابها (المقرضون) في الإدارة، أي دون منحهم الحق في التصويت أو الإشتراك في تسيير المؤسسة.

أ-3-2- عيوب القروض السندية:

من أهم العيوب التي تحد من مزايا هذه القروض، نذكر ما يلي:

- إنَّ اللجوء إلى إصدار سندات القرض بكثرة، من قبل المؤسسة (المقترضة) قد يؤدي إلى نقص الضمانات التي يمكن تقديمها للمقرضين، وهذا يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة الواجب تسديدها من قبل المؤسسة (المقترضة)، إلى أن يصل هذا الإرتفاع إلى حدّ يصبح فيه التمويل بواسطة هذه القروض يشكل خطرا ماليا على المؤسسة (المقترضة).
- إن تواريخ استحقاق سندات القرض تكون محددة، وبالتالي يتعين على المؤسسة (المقترضة) أن تكون إحتياطيا ماليا (سيولة كافية) لخدمة هذه الديون في أوقاتها اللازمة.
- إنَّ سندات القرض تتضمن، عادة، مخاطرة عالية بالنسبة للمؤسسة (المقترضة)، لأنَّ التوقعات والخطط التي صدرت فيها هذه القروض قد تتغير بسرعة وتصبح بالتالي في ظل الظروف المستجدة التي تكون في غير صالح المؤسسة (المقترضة) هذه القروض تُشكل عبئا ثقيلا يجب تحمله من قبل هذه الأخيرة.
- إنَّ تكاليف سندات القرض هي تكاليف ثابتة واجبة الدفع من قبل المؤسسة (المقترضة)، مهما كان الوضع المالي لهذه الأخيرة، وبالتالي قد يزيد ذلك من المخاطر المالية التي تواجهها، إذا عجزت عن الوفاء بالتزامات التسديد تجاه مقرضيها.
- يمكن أن تواجه المؤسسة (المقترضة) مشاكل وقبودا عند التمويل بواسطة سندات القرض، بحيث يمكن لمالكي هذه القروض (المقرضين) أن يفرضوا شروطا ويطلبوا ضمانات يصعب على المؤسسة (المقترضة) توفيرها وتقديمها لهم.

المحاضرة رقم 06:

ب- القروض البنكية (المتوسطة وطويلة الأجل):

ب-1- تعريف القروض البنكية المتوسطة وطويلة الأجل:

تُعرف هذه القروض بأنها: «مبالغ نقدية تقوم المؤسسات بإقتراضها من البنوك التجارية ومؤسسات مالية مُختلفة أخرى (مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد وغيرها)، وذلك بغرض تمويل عملياتها الإستثمارية (أو الأصول الثابتة) بالدرجة الأولى».

ب-2- أنواع القروض البنكية المتوسطة وطويلة الأجل:

تنقسم هذه القروض إلى مجموعتين رئيسيتين، كما يلي:

المجموعة الأولى: القروض البنكية متوسطة الأجل:

تكون مدة هذه القروض أكثر من سنة ولا تتجاوز في الغالب خمس (05) سنوات، كما توجه عادة لتمويل الأصول الثابتة (غير الجارية)، التي لا تتجاوز أعمارها الإقتصادية 05 سنوات، وقد تكون تجهيزات للإنتاج وسائل للنقل، تجهيزات إجتماعية، ... إلخ.

ولهذه القروض نوعين، هما:

أولاً: القروض القابلة للتعبئة لدى مؤسسات مالية أخرى:

حيث يمكن للبنك المقرض أن يعيد خصم هذه القروض لدى البنك المركزي مثلاً، أو لدى مؤسسة مالية مختصة أخرى، وهذا ما يسمح له بعدم الوقوع في عسر مالي (نقص السيولة) والتقليص من المخاطرة المترتبة عن الإقتراض.

ثانياً: القروض غير القابلة للتعبئة:

أما هذه القروض فلا يمكن للبنك المقرض أن يعيد خصمها لدى أي جهة كانت، أي عكس القروض السابقة الذكر.

المجموعة الثانية: القروض البنكية طويلة الأجل:

تفوق مدة هذه القروض في الغالب (05) خمس سنوات ويمكن أن تمتد إلى غاية 20 سنة، والغرض من اقتراضها هو تمويل الأصول الثابتة (غير الجارية)، التي تزيد أعمارها عن خمس سنوات (تُهتلك خلال مدة تزيد عن خمس سنوات)، وتتميز هذه القروض بمبالغها الضخمة التي تناسب قيم الأصول الثابتة الموجهة لتمويلها (مثل حيازة الأراضي، بناء ورشات الإنتاج و شراء تجهيزاتها، وغير ذلك).

ملاحظة:

تُقدّم البنوك التجارية والمؤسسات المالية المختصة على منح القروض المتوسطة وطويلة الأجل في ظل توفر العديد من الشروط القانونية، الإقتصادية والمالية، يتمثل أهمها في:

- تقديم ملف من قبل المؤسسة طالبة القرض يوضع تحت تصرف البنك المقرض لاتخاذ القرار الأنسب بشأنه (الموافقة على منح القرض المطلوب أو الإمتناع عن ذلك).
- إثبات قدرة التسديد للمبالغ المطلوبة للإقتراض من قبل المؤسسة.
- إثبات الصحة المالية السليمة للمؤسسة.
- إثبات مردودية المشروع الإستثماري الذي تنوي المؤسسة القيام به.
- طلب ضمانات من المؤسسة (مقابل القرض المطلوب من قبلها).

ب-3- خصائص القروض المتوسطة وطويلة الأجل:

تتمثل خصائص هذه القروض، أساسا، فيما يلي:

أولا: تاريخ إستحقاق القروض:

تلتزم المؤسسة (المقترضة) برد وتسديد القروض المتوسطة وطويلة الأجل بفوائدها للجهات المقرضة في تواريخ محددة في عقود هذه القروض، وذلك مهما كانت النتائج المحققة من قبل المؤسسة (المقترضة) وإلا تعرضت هذه الأخيرة إلى مخاطر عدم التسديد وحتى الإفلاس.

ثانيا: ضمانات القروض:

يتطلب حصول المؤسسة (طالبة القرض) على التمويل المتوسط وطويل الأجل تقديم ضمانات للجهات المقرضة، بحيث قد تكون هذه الضمانات في شكل رهون عقارية تؤمن لهذه الأخيرة الحماية اللازمة لمواجهة احتمال عدم إسترجاع القروض الممنوحة.

ثالثا: تكاليف القروض:

تتغير معدلات الفائدة المدفوعة على القروض المتوسطة وطويلة الأجل بتغير حجم القروض وكذا حسب جودتها وما تُسفر عنه عمليات التفاوض بين المؤسسة (طالبة القرض) والجهات المقرضة.

رابعا: طريقة تسديد القروض:

يتم الإتفاق بين المؤسسة (المقرضة) والجهات المقرضة على الطريقة التي سيتم بموجبها تسديد المبالغ المستحقة، وهذه الطريقة قد تأخذ على سبيل المثال الأشكال التالية :

- التسديد في نهاية مدة القرض (الفوائد في نهاية كل سنة وكل مبلغ القرض في نهاية مدته).
- التسديد باهتلاك ثابت (نسبة ثابتة من المبلغ الكلي للقرض وما يتناسب معها من فوائد، في نهاية كل سنة من مدة القرض).
- التسديد عن طريق دفع كل مبلغ القرض والفوائد في نهاية مدة القرض.

ب-4- تقييم القروض المتوسطة وطويلة الأجل كمصدر تمويلي للمؤسسة:

من أهم مزايا وعيوب هذا النوع من التمويل، نذكر ما يلي:

ب-4-1- مزايا القروض المتوسطة وطويلة الأجل:

- إن هذه القروض تُجذب المؤسسة (المقرضة) تلك التكاليف المترتبة عن عملية تسجيل الإصدار وتكاليف التوزيع للجمهور التي تتحملها في حالة التمويل عن طريق الأسهم مثلا.
- هذه القروض تلبى الإحتياجات التمويلية للمؤسسة (المقرضة) بسرعة، مقارنة بالتمويل عن طريق إصدار الأسهم مثلا.

- هذه القروض تمنح للمؤسسة (المقترضة) فرصة التفاوض مع المقرض، وهذه الفرصة لا يوفرها التمويل عن طريق إصدار الأسهم مثلاً.
- يعتبر هذا النوع من التمويل أقل تكلفة من التمويل بالأموال الخاصة (الأسهم مثلاً)، وذلك بسبب الوفرة الضريبية التي تتولد عنه وبسبب تعرض المقرضين لمخاطر أقل من تلك التي يتعرض لها ملاك الأسهم.

ب-4-2- عيوب القروض المتوسطة وطويلة الآجال:

- قد تتعرض المؤسسة (المقترضة) على إثر تسديد هذه القروض بأقساط سنوية طويلة المدة المحددة لاحتلاكها (عمرها) إلى الإستنزاف النقدي المستمر، و الأخطر من ذلك إذا فشلت هذه المؤسسة في سدادها قد تتعرض إلى الإفلاس.
- قصد توفير الحماية الكافية لحقوقها (قروضها وفوائدها) تقوم الجهة المقرضة عادة بوضع نصوص (في عقد القرض) مقيدة للمؤسسة المقترضة، مثل منع هذه الأخيرة من اللجوء مجدداً إلى الإقتراض وفرض شروط على كيفية إدارتها وتسييرها وغير ذلك.
- يعتبر هذا النوع من القروض تعهداً بالدفع لأجل (على المدى المتوسط أو الطويل) على عاتق المؤسسة المقترضة، ولذلك تطلب الجهة المقرضة عادة ضمانات ورهونات قد لا تكون متوفرة لدى المؤسسة المقترضة.
- لا يعتبر هذا النوع من القروض تمويلاً متاحاً لكل المؤسسات، إذ تجد البعض منها صعوبات كبيرة في الحصول عليه.

ج- التمويل التأجيري:

تهدف المؤسسة إلى إمتلاك الأصول الثابتة (مثل الإستثمارات) بأنواعها المختلفة، لاستغلالها كوسائل عمل في أنشطتها، بحيث قد يكون تمويل هذا التملك (أو الحيازة) عن طريق الأموال الخاصة أو عن طريق الإقتراض لأجل (المتوسط وطويل الآجال)، إلا أنه في السنوات الماضية الأخيرة ظهرت تقنية تمويلية جديدة تسمح للمؤسسة بالتصرف بأصل معين واستغلاله كأداة عمل دون إقتراض الأموال ودون زيادة رأس المال الإجتماعي بالمبالغ الضرورية لتمويل عملية شراء الأصل المعني (إستثمار معين)، وهو ما يعرف تحديداً بالتمويل التأجيري.

ج-1- تعريف التمويل التاجيري:

يُعرف التمويل التاجيري، الذي يُسمى كذلك الإئتمان الإيجاري، بأنه عبارة عن «عقد يلتزم بموجبه المستأجر بدفع مبالغ مالية محدّدة في مواعيد متفق عليها للمؤجر مالك أصل من الأصول (الثابتة) لقاء إنتفاع الأول بالخدمات التي يُقدّمها الأصل موضوع الاستئجار، لفترة زمنية معينة»

وقد تتم هذه العملية بين طرفين (المؤجر الذي يملك الأصل المعني والمستأجر الذي يستفيد من خدمات هذا الأصل) وهنا يكون الاستئجار (أو التمويل التاجيري) مباشرا.

كما قد تتم هذه العملية بين ثلاثة (03) أطراف، بحيث تمتد إلى طرف ثالث هو المقرض (بنك تجاري مثلا) فيقوم هذا الأخير بتمويل عملية استئجار الأصل المعني بنسبة كبيرة نيابة عن المستأجر الذي يصبح على إثر ذلك مدينا لهذا الطرف الأخير بمبالغ الاستئجار، وهذه الحالة هي الاستئجار (أو التمويل التاجيري) غير المباشر.

ج- 2- عوامل ظهور التمويل التاجيري:

يرجع ظهور هذا النوع من التمويل إلى ما بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، ثم إنتشر بعد ذلك في أوروبا وبعدها في باقي العالم.

ولكن ظهوره، عموما، يعود إلى عدة عوامل، أهمها مايلي:

ج-2-1- العامل الفني:

إن التطور التكنولوجي السريع والإختراعات العلمية المستمرة لوسائل الإنتاج أدت إلى اختلاف أعمارها الإقتصادية عن أعمارها الفنية وسرعة تقادمها تقنيا بظهور تجهيزات جديدة أكثر تطورا في كل مرة عن سابقتها.

ومع ارتفاع أسعار شراء هذه التجهيزات أصبحت ملكيتها مكلفة، وبالتالي أصبح من الضروري إيجاد طريقة جديدة لحل مشكلة تمويلها، فظهرت على إثر ذلك طريقة التمويل التاجيري لتسهيل استفادة المؤسسة الإقتصادية من التجهيزات الإنتاجية التي تكون في حاجة ماسة إليها.

ج-2-2- العامل المالي:

إن انخفاض قيمة النقود وارتفاع نسبة التضخم والإجراءات والشروط الصعبة التي يتطلبها الإقتراض لأجل (المتوسط والطويل)، إضافة إلى قصور التمويل الذاتي للمؤسسة في تمويل البحث والتكنولوجيا، كلها عوامل مالية شجعت على اللجوء إلى التمويل التاجيري.

ج-2-3- العامل الإقتصادي:

إن ارتفاع أسعار التجهيزات الإنتاجية أدى إلى البحث عن البدائل التمويلية التي تسهل الحصول على هذه التجهيزات، ومن بين هذه البدائل برز هذا الصنف من التمويل عن طريق التأجير.

ج-3- تقييم التمويل التاجيري كمصدر تمويلي للمؤسسة:

يتصف التمويل عن طريق الاستئجار كغيره من مصادر التمويل ببعض المزايا التي تُبررُ إستعماله وتجعله مرغوبا من قبل المؤسسة الإقتصادية، إلا أنه بالمقابل لذلك ينطوي على بعض العيوب التي تستدعي أن تكون المؤسسة المُستأجرة (المستفيدة من التمويل التاجيري) على دراية بها، وفيما يلي نذكر أهم تلك المزايا والعيوب.

ج-3-1- مزايا التمويل التاجيري:

- يوفر التمويل التاجيري إمكانية الحصول على الأصول الثابتة واستغلالها من الجهة المؤجرة لها دون أن تحتاج المؤسسة المستأجرة إلى تقديم ضمانات لتلك الجهة.
- يساعد التمويل التاجيري المؤسسة المستأجرة على تفادي مخاطر التقادم المتمثلة في:
 - مخاطر التقادم الإستخدمي، وهو الناتج عن استخدام الأصل.
 - مخاطر التقادم الزمني، وهو الناتج عن مرور الوقت، رغم عدم استخدام الأصل.
 - مخاطر التقادم الفني، وهو الناتج عن التطور التكنولوجي السريع الذي يؤدي إلى ظهور آلات جديدة تقوم بأداء نفس الأغراض ولكن بكفاءة أعلى من سابقتها.
- إن استئجار الأصول الثابتة يعفي المؤسسة (المستأجرة) من دفع تكلفة حيازة تلك الأصول منذ بداية الإستثمار (في حالة الشراء نقدا)، وذلك يسمح بتوفير أموال الحيازة، خاصة إذا كانت المؤسسة (المستأجرة) في عسر مالي (نقص السيولة)، أو تعاني من إختلال في توازن هيكلها المالي.

- يسمح هذا النوع من التمويل بانتفاع المؤسسة (المستأجرة) بوفرات ضريبية لأن أقساط التأجير تُسجل كتكاليف وبالتالي تخصم من الإيرادات وتؤدي إلى تقليص الوعاء الضريبي.
- يمكن للمؤسسة المستأجرة أن تتحصّل على خدمات صيانة الأصل المعني المقدمة من قبل الجهة المؤجرة لذلك الأصل.

ج-3-2- عيوب التمويل التأجيري:

- إنّ الإستئجار يُقيّد حرية المؤسسة المستأجرة في إجراء أي تعديل على الأصل المعني (آلة مثلاً) حتى ولو كان ذلك التعديل سيؤدي إلى زيادة الإنتاج أو التقليل من التكاليف.
- قد تكون تكلفة الإستئجار النهائية مرتفعة أكثر من تكلفة حيازة الأصل المعني.
- إنّ المؤسسة التي تلجأ بكثرة إلى استئجار الأصول، وبالتالي لا تمتلك إلا نسبة قليلة من الأصول التي تكون تحت تصرفها، يكون من الصعب عليها أن تتفاوض وتتحصّل على قروض من الجهات المقرضة التي تفرض عادة وتشتترط ضمانات ورهونات (من الأصول التي تملكها المؤسسة).

المحاضرة رقم 07:

2-2-2- مصادر الأموال المقرضة قصيرة الآجال:

تقوم المؤسسة الاقتصادية على مبدأ إستمرارية النشاط وتوسيعه، ولذا فإنها في حاجة دائمة إلى تدبير وجمع الموارد المالية اللازمة لتغطية إحتياجاتها التمويلية وذلك بالإعتماد على الأموال الخاصة والأموال المقرضة لأجل (على المدى المتوسط والطويل)، بالإضافة إلى مصادر أخرى مثل مصادر التمويل قصيرة الآجال.

أ- تعريف مصادر الأموال المقرضة قصيرة الآجال:

يعبر هذا الصنف التمويلي عن: «مجموع الإلتزامات التي لا تتجاوز فترات إستحقاقاتها السنة الواحدة والتي تلجأ إليها المؤسسة لتمويل برامجها التشغيلية (أي أنشطة الإستغلال)».

وعلى العموم، تنشأ الحاجة إلى هذا الصنف التمويلي في حالة عدم كفاية الموارد المالية الطويلة ومتوسطة الآجال المتاحة للمؤسسة، أو من أجل الملاءمة بين طبيعة المصدر (من حيث تاريخ إستحقاقه) واستخدامه في شكل أصل متداول (حسب سرعة تحوله إلى سيولة).

ب- أنواع مصادر الأموال المقرضة قصيرة الآجال:

من بين أنواع الإقتراض قصير الآجال نجد الفئتين الرئيسيتين التاليتين:

- الإئتمان التجاري قصير الآجال.

- الإئتمان المصرفي قصير الآجال.

ب-1- الإئتمان التجاري قصير الآجال:

ب-1-1- تعريف الإئتمان التجاري قصير الآجال:

يمثل الإئتمان التجاري، الذي يسمى كذلك بالقرض التجاري، « قيمة مشتريات المؤسسة بالأجل (قصيرة الآجال) من السلع (المواد الأولية واللوازم القابلة للإستهلاك)، ومن الخدمات بمختلف أصنافها»، حيث تحصل المؤسسة على هذا الصنف من القروض من موردي المخزونات وموردي الخدمات، وهو بذلك يُعتبر من قروض الإستغلال (الموجهة لتمويل أنشطة الإستغلال).

ب-1-2- أنواع الإئتمان التجاري قصير الآجال:

قد يأخذ القرض التجاري قصير الآجال، الشكلين الرئيسيين التاليين:

أولاً-الحساب التجاري:

وهو عبارة عن قيمة مشتريات المؤسسة من المخزونات والخدمات المفوترة بالأجل (على المدى القصير) من قبل المورد المعني والواجبة التسديد لهذا الأخير بعد مهلة معينة (قد تمتد في الغالب إلى 90 يوم).

ثانياً-الأوراق التجارية:

وهي تمثل ديون المؤسسة (قصيرة الأجل)، اتجاه موردي المخزونات وموردي الخدمات، وتكون في شكل سفتجات (كمبيالات) أو سندات لأمر.

ب-1-3- مزايا الإئتمان التجاري قصير الآجال، كمصدر تمويلي للمؤسسة:

- يمتاز هذا المصدر التمويلي على الخصوص، بما يلي:
- من السهل الحصول عليه، وهو بدون سعر فائدة.
- يعتبر مصدر لتمويل الإحتياجات الخاصة بالمخزونات (المواد الأولية واللوازم القابلة للإستهلاك) والخدمات لكل أصناف المؤسسات وخاصة منها الصغيرة التي لا تمتلك بعد ثقة المقرضين (البنوك التجارية وغيرها) الذين لا يتشجعون بسهولة للمخاطرة بأموالهم في إقراض هذه المؤسسات (الصغيرة).
- يمكن الإستفادة من القرض التجاري عند الحاجة الفعلية وبسرعة أكبر، مقارنة بالتمويلات البنكية مثلاً.
- في حالة التأخر عن تسديد القرض التجاري (فاتورة الشراء) لا تضطر المؤسسة إلى التفاوض كثيراً مع المورد (المقرض)، بحيث يمكن عادة تأجيل التسديد باتباع إجراءات بسيطة.
- لا يتطلب القرض التجاري أن تُقدم المؤسسة أي ضمان أو رهان للحصول عليه من المورد (المقرض).

ب-2- الإئتمان المصرفي قصير الآجال:

ب-2-1- تعريف الإئتمان المصرفي قصير الآجال:

يمثل هذا المصدر التمويلي الذي يُسمى كذلك بالقرض البنكي (قصير الآجال)، تلك «القروض المالية التي تحصل عليها المؤسسة من البنوك ومؤسسات مالية أخرى لفترات لا تتعدى السنة الواحدة، وذلك لمواجهة الحاجات التمويلية لأنشطة الإستغلال، وتُدفع فائدة على هذه القروض قد تختلف تبعاً لعدة عوامل من بينها درجة المخاطرة وسمعة المؤسسة المقترضة وغير ذلك».

ب-2-2- أنواع الإئتمان المصرفي قصير الآجال:

تُصنف القروض البنكية قصيرة الآجال، التي منح للمؤسسة، حسب عدة معايير، وعلى العموم نجدها تنقسم كما يلي:

أولاً- القروض المكفولة بضمان:

في هذه الحالة يطلب المقرض (البنك التجاري مثلاً)، عند موافقته على منح القروض، ضمانات معينة يجب أن تُقدمها له المؤسسة المقترضة، بحيث قد يكون الضمان المطلوب شخصاً معيناً (ضماناً شخصياً) أو أصلاً معيناً، ويلجأ المقرض إلى طلب الضمان في حالة ضعف المركز المالي للمؤسسة المقترضة وكلما ارتفع حجم القرض المطلوب، مع العلم أن طلب الضمان يؤدي إلى إستفادة المؤسسة المقترضة من انخفاض معدل الفائدة المطبق على القرض مقارنة بمعدلات الفائدة المطبقة على القروض غير المكفولة بضمان.

ثانياً- القروض غير المكفولة بضمان:

تعتمد البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، المتخصصة في الإقراض، إلى وضع الشرطين الأساسيين التاليين في حالة ما إذا كانت القروض غير مكفولة بضمان:

- إبقاء المؤسسة المقترضة لجزء من القرض الذي تتحصل عليه، في حسابها المفتوح لدى المقرض (بنك تجاري مثلاً)، وهذا ما يُدعى بالرصيد المعوّض.
- وجوب قيام المؤسسة المقترضة بتسديد كامل المبلغ المقرض خلال مدة زمنية لا تزيد عن السنة الواحدة.

ب-2-3- مزايا الإئتمان المصرفي قصير الآجال:

- سهولة الحصول على هذه القروض، مقارنة بالقروض الطويلة ومتوسطة الآجال.
- إنَّ هذه القروض يُمكن أن تتحول إلى قروض متوسطة وحتى إلى قروض طويلة الآجال، إذا وافق المقرض على تجديدها حين تطلب ذلك المؤسسة المقرضة.
- إنَّ تكلفة هذه القروض أقل بكثير من تكلفة القروض المتوسطة وطويلة الآجال. (وذلك لأن عنصر المخاطرة في الحالة الأولى أقل بكثير من عنصر المخاطرة في الحالة الثانية).
- تُحقق هذه القروض مرونة أكبر للمؤسسة المقرضة من خلال حصولها على أموال (سيولة جاهزة) تُمكنها من تمويل عملياتها الجارية (للاستغلال) بسهولة، وذلك يسمح لها بالإختيار بين الأنواع والفرص المتعددة للشراء وبالتالي الحصول على أفضل شروط الشراء الممكنة.

المحاضرة رقم 08:

II- الهيكل المالي وتكلفة الأموال في المؤسسة الاقتصادية:

1- الهيكل المالي:

1-1- تعريف الهيكل المالي:

يعرف الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية بأنه « مجموعة النسب (أو العلاقات) الموجودة بين مختلف الموارد المالية (عناصر الخصوم) التي تكون بحوزة المؤسسة، في وقت معين».

وتجدر الإشارة، في هذا الصدد، إلى وجود اختلاف بين المفهومين الأساسيين المتمثلين في الهيكل المالي من جهة وهيكل رأس المال من جهة أخرى، بحيث «يشمل هيكل رأس المال على مصادر التمويل الدائمة أي الاموال الخاصة (التي تضم مثلا رأس المال الإجتماعي والإحتياطات وغيرها)، بالإضافة إلى مصادر التمويل شبه الدائمة، أي الأموال المقترضة الطويلة ومتوسطة الآجال (مثل القروض السندية والقروض البنكية والتمويل التأجيري وغيرها)، في حين يتكون الهيكل المالي من كل الموارد المالية (مجموع الخصوم)، أي:

• هيكل رأس المال = هيكل رؤوس الأموال الدائمة

= الأموال الخاصة + القروض (الديون) الطويلة ومتوسطة الآجال.

= الأموال الخاصة + الخصوم غير الجارية

أي أن هيكل رأس المال هو جزء من الهيكل المالي للمؤسسة.

• الهيكل المالي = هيكل مجموع الخصوم

= هيكل رأس المال + القروض (الديون) قصيرة الآجال.

= هيكل رأس المال + الخصوم الجارية.

حيث أن القروض (الديون) قصيرة الآجال التي تُسمى كذلك بالخصوم الجارية تتشكل من عدة عناصر مثل الإئتمان التجاري (قصير الآجال) والإئتمان المصرفي (قصير الآجال) وغير ذلك.

1-2- الشكل العام للميزانية المالية:

توفّر الميزانية المالية للمؤسسة في جهة الخصوم عدّة صور (أو أشكال) يمكن أن يأخذها الهيكل المالي، وتكون هذه الميزانية حسب النموذج المختصر كما يلي:

النموذج المختصر للميزانية المالية (المحاسبية) للمؤسسة الاقتصادية:

الخصوم	الأصول (الصافية)
<p>ج- رؤوس الأموال الدائمة (وشبه الدائمة). 7- الأموال الخاصة. 8- الديون (القروض) طويلة الأجل 9- الديون (القروض) متوسطة الأجل.</p> <p>الخصوم غير الجارية</p>	<p>أ- الأصول الثابتة: (الأصول غير الجارية): 1- الإستثمارات. 2- الحقوق طويلة الأجل. 3- الحقوق متوسطة الأجل.</p>
مجموع (ج) = 7 + (8+9)	مجموع (أ) = 1 + 2 + 3
د- الديون (القروض) قصيرة الأجل (الخصوم الجارية).	<p>ب- الأصول المتداولة (الأصول الجارية): 4- المخزونات (قيم الإستغلال) 5- الحقوق قصيرة الأجل (القيم القابلة للتحصيل على المدى القصير). 6- السيولة (القيم الجاهزة).</p>
مجموع (د)	مجموعة (ب) = 4 + 5 + 6
المجموع العام = مجموع (ج) + مجموع (د)	المجموع العام = مجموع (أ) + مجموع (ب)

بحيث:

- تُبين جهة الخصوم العناصر (أو الكتل المالية) المكوّنة للهيكل المالي، وتكون مُرتبة من الأعلى إلى الأسفل وفقاً لسلم تواريخ الإستحقاق (الأعمار) المتناقصة.
- أما جهة الأصول (الصافية) فتبين كيفية استخدام واستعمال الموارد المالية (المسجلة في جهة الخصوم) وتكون عناصر (أو كتل) الأصول مُرتبة من الأعلى إلى الأسفل وفقاً لسلم درجة السيولة المتزايدة.

ملاحظة:

كل مورد مالي (كل خصم)، تكون له مدة استحقاق محددة، يُستعمل في شكل أصل تكون له سرعة تحوّل إلى سيولة محددة، بحيث يجب مراعاة التوافق والتناسب بين مدة استحقاق ذلك المورد المالي (الخصم) وسرعة تحوّل ذلك الأصل إلى سيولة، أي يجب أن تكون:

مدة إستحقاق الخصم تساوي (أو أكبر) من سرعة تحوّل الأصل إلى سيولة

حيث أن إحترام هذه القاعدة شرط أساسي للتسيير المالي السليم ويسمّح للمؤسسة، خصوصاً، بالمحافظة على توازنها المالي وقدرتها على الوفاء بالتزامات التسديد.

1-3- شكل الهيكل المالي:

من الميزانية المالية (من جهة الخصوم) يمكن الحصول على عدّة أشكال (أو صور) ممكنة للهيكل المالي، بحيث يكون كل شكل (أو صورة) معبّر عنه بواسطة نسبة مالية معينة، ومن بين أبرز النسب المميزة للهيكل المالي نجد المجموعة التي تُسمّى بنسب الرفع المالي، ومنها:

• نسبة المديونية الكلية:

$$\text{نسبة المديونية الكلية (1)} = \frac{\text{مجموع الديون (الطويلة المتوسطة و قصيرة الأجل)}}{\text{مجموع الخصوم}}$$

$$\text{نسبة المديونية الكلية (2)} = \frac{\text{مجموع الديون (الطويلة المتوسطة و قصيرة الأجل)}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

• نسبة المديونية لأجل (في الأجل الطويلة والمتوسطة):

$$\text{نسبة المديونية لأجل (1)} = \frac{\text{الديون الطويلة و متوسطة الأجل}}{\text{رؤوس الأموال الدائمة}}$$

$$\text{نسبة المديونية لأجل (2)} = \frac{\text{الديون الطويلة و متوسطة الأجل}}{\text{الأموال الخاصة}}$$

وعلى هذا الأساس، يمكن للشكل العام للهيكل المالي أن يأخذ عدّة صور ممكنة كما هو موضّح في الرسم التالي:

الأشكال العامة الممكنة، للهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية:

رؤوس الأموال الدائمة = (الأموال الخاصة والديون الطويلة ومتوسطة الأجل)
الديون قصيرة الأجل

الشكل (أو الصورة) رقم 01

الأموال الخاصة
الديون الطويلة ومتوسطة الأجل.
الديون قصيرة الأجل

الشكل (أو الصورة) رقم 02

الأموال الخاصة
الأموال المقرضة = (الديون الطويلة و المتوسطة وقصيرة الأجل)

الشكل (أو الصورة) رقم 03

فمثلا:

الشكل العام (أو الصورة) رقم 01:

هي من أكثر الأشكال العامة شيوعا، للهيكل المالي، وتُظهر هذا الأخير مقسما إلى كتلتين ماليتين هما:

أولا: كتلة رؤوس الأموال الدائمة (وشبه الدائمة):

التي تضم الأموال الخاصة وهي دائمة (ليس لها تواريخ استحقاق محددة)، بالإضافة إلى الديون (أو القروض) الطويلة ومتوسطة الأجل وهي شبه دائمة (لأن تواريخ استحقاقها تكون على المدى الطويل والمتوسط) وتسمى كذلك بالخصوم غير الجارية.

ثانيا: كتلة الديون (القروض) قصيرة الأجل:

وهي التي تضم كل الخصوم الجارية.

المحاضرة رقم 09:

2- تكلفة الأموال:

إنّ عملية تحديد تكاليف الاموال، بما في ذلك التكلفة المتوسطة المرجحة لمجموع الاموال، ليست دائما سهلة ولكنها ضرورية وأساسية بالنسبة للوظيفة (أو الإدارة) المالية في المؤسسة الإقتصادية، حيث أن هذه العملية تُساعد هذه الأخيرة في إختيار الإستثمارات من حيث قبولها أو رفضها والمفاضلة بينها بحثا عن أمثلها كما تؤثر كذلك في القرارات المالية (قرارات التمويل، قرارات الإستثمار، قرار توزيع الأرباح، ... إلخ) التي تتخذها.

2-1- تعريف تكلفة الأموال:

لتكلفة الأموال عدة تعاريف من بينها مايلي:

- تكلفة الأموال هي عبارة عن «معدل العائد الأدنى لرأس المال المستثمر، والذي يضمن الحفاظ على قيمة المؤسسة وتعظيمها»، كما تعتبر بمثابة «المقابل لاستخدام الأموال من طرف المؤسسة».
- وعلى العموم يمكن القول أن تكلفة الأموال هي تكلفة ذلك الخليط من أموال الملكية (الأموال الخاصة) وأموال الإقتراض (الديون)، بحيث يعبر عنها بنسبة مئوية، مرجحة، تمثل عبئا على المؤسسة، وهذه النسبة قد تختلف من وقت لآخر في المؤسسة الواحدة ومن مؤسسة إلى أخرى.

2-2- خصائص تكلفة الأموال: تتصف تكلفة الأموال بالخصائص الرئيسية التالية:

- هي تكلفة خيار، لأنها تستخدم كأساس لتقدير معدّل الخصم والمقارنة به في تقييم الإقتراحات الإستثمارية، علما أن معدّل الخصم يمثل الحد الأدنى للعائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر من إستثمار مماثل من حيث درجة المخاطرة .
- هي تكلفة حدية، حيث يجب أن تمثل الحد الأدنى لمعدّل العائد المقبول عند تاريخ اتخاذ قرار استثمار معين.
- هي دالة للخطر، بحيث كلما كان خطر المشروع الإستثماري كبيرا، ارتفعت تبعا لذلك تكلفة الأموال (الموجهة لتمويل ذلك الإستثمار)، والعكس صحيح.

2-3- العوامل المؤثرة في تكلفة الأموال:

هناك العديد من العوامل التي تؤثر في تكلفة الأموال، ومن أهمها ما يلي:

2-3-1- العوامل العامة:

وهي تتمثل، مثلا، في:

- الحالة الاقتصادية العامة وخاصة في حالة زيادة الطلب على الأموال في الأسواق المالية وارتفاع معدلات التضخم.
 - معدل العائد المطلوب على الإستثمار.
- حيث تؤثر على كافة عناصر الأموال المكونة للهيكل المالي للمؤسسة.

2-3-2- العوامل الخاصة:

هي العوامل التي تؤثر على كل عنصر من الأموال المكونة للهيكل المالي على حدى، حيث أن مصادر التمويل تختلف فيما بينها مثلا من زاوية المخاطرة التي يتصف بها كل صنف منها، فكلما زادت درجة المخاطرة لمصدر تمويل معين زادت تبعا لذلك تكلفته والعكس صحيح مبدئيا.

2-3-3- الهيكل المالي للمؤسسة:

بما أن تكاليف مصادر التمويل تختلف من مصدر إلى آخر، فإن تكلفة الأموال تختلف كلما اختلفت نسب (أو أوزان) هذه المصادر ضمن الهيكل المالي.

2-3-4- عوامل أخرى:

ومن بين العوامل الأخرى التي تؤثر كذلك على تكلفة الأموال نذكر:

- الظروف التشغيلية للمؤسسة،
- قابلية التسويق للأوراق المالية التي تصدرها المؤسسة،
- الوضعية المالية والمركز المالي والقدرة التفاوضية للمؤسسة، وغير ذلك.

2-4- أهمية تقدير تكلفة الأموال:

تتجلى أهمية تقدير تكلفة الأموال، في المؤسسة الإقتصادية، فيما يلي:

- تُعتبر تكلفة الأموال معيارا يمكن الإعتماد عليه في تقدير مدى تأثير القرارات الإستثمارية على مردودية المؤسسة، وعلى ضوء ذلك يتم اختيار البدائل الإستثمارية التي تحقق أعلى مردودية ممكنة.
- إن معرفة تكلفة الأموال تسمح بتصميم وتحقيق الهيكل المالي الأمثل، الذي تترتب عنه أقل التكاليف الممكنة.
- إن تقدير تكلفة الأموال يعتبر ضروريا في اتخاذ العديد من القرارات المالية الأخرى (مثل قرارات استئجار الاصول، استرجاع السندات وتحديد سياسة رأس المال العامل، وغير ذلك).
- إن محاولة المؤسسة تعظيم قيمتها يستلزم منها التحكم في تكاليف مدخلاتها من مختلف عوامل الإنتاج وضغطها قصد جعلها أقل ما يمكن، ومن ضمن تكاليف هذه المدخلات تكلفة الأموال بطبيعة الحال.

2-5- تقدير تكاليف المكونات الأساسية للهيكل المالي:

تختلف مصادر التمويل، المكونة للهيكل المالي، من حيث خصائصها وتكاليف الحصول عليها وبالتالي يتعين على الوظيفة (أو الإدارة) المالية، في المؤسسة الإقتصادية، حصر البدائل التمويلية المتاحة أمامه وتقدير تكلفة كل مصدر (كل عنصر) من أجل المفاضلة بينها واختيار أنسبها، لتكوين المزيج الأمثل من الأموال (الهيكل المالي) الذي يكون بأقل التكاليف الممكنة ويسمح بتحقيق أهداف المؤسسة وخاصة منها الأرباح (وتعظيمها).

وفيما يلي سنوضح كيفية تقدير (حساب) تكاليف أهم مصادر التمويل.

2-5-1- تكاليف الأموال الخاصة (المملوكة):

ومنها، على الخصوص:

أ- تكلفة الأسهم العادية:

يُمكن تقدير تكلفة الأسهم العادية باستخدام نماذج التحيين (مثل نموذج القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية للأسهم العادية) أو نموذج تسعير الأصول المالية (medaf).

- حسب نموذج القيمة الحالية للمكاسب (العوائد) المستقبلية للسهم العادي:

يعتبر هذا النموذج أن القيمة السوقية للسهم العادي تتمثل في القيمة الحالية لتدفقاته النقدية المستقبلية، وبما أن السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق فإن التدفقات النقدية المترتب عنه سوف تتمثل في التوزيعات (من الأرباح الصافية) التي سيحصل عليها المستثمر مالك السهم.

وبالتالي فإن قيمة السهم تُساوي القيمة الحالية لمجموع عوائده (الأرباح الموزعة له) المنتظرة لفترات زمنية مستقبلية، مخصومة بمعدل المردودية المطلوب من طرف المساهمين (والذي يعبر في نفس الوقت عن التكلفة التي تتحملها المؤسسة).

ويمكن على هذا الأساس استنتاج تكلفة السهم العادي من العلاقة التالية (علاقة "فيشر") التي تسمح بحساب القيمة السوقية للسهم العادي في الزمن (0):

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$
$$C_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}$$

بحيث:

C_0 : القيمة السوقية للسهم العادي في الزمن 0 (أي في اللحظة التي تسبق عملية حيازة السهم من قبل المستثمر).

D_t : العائد (نصيب الأرباح الموزعة) المنتظر من السهم العادي خلال السنة t.

K : معدل تكلفة الأسهم العادية الذي تتحملها المؤسسة أو معدل الخصم الذي يمثل كذلك معدل المردودية المنتظر من قبل المستثمر مالك السهم.

ويتطلب حساب (K) تكلفة السهم العادي التمييز بين الحالتين التاليتين:

• **الحالة الأولى:** بقاء عوائد الأسهم العادية (D) ثابتة، من سنة إلى أخرى، أي:

$$D_t = D_1 = D_2 = \dots = D_n = \text{ثابت } D$$

وبالتالي:

$$C_0 = D \left[\frac{1 - (1 + K_A)^{-n}}{K_A} \right]$$

وبما أن n (عدد سنوات حياة السهم من قبل المستثمر) تؤول إلى ما لا نهاية (غير محدودة) فإن:
 $(1 + K_A)^{-n}$ يؤول إلى الصفر (0)، وبالتالي:

- إذا كانت الأسهم العادية قديمة:

$$C_0 = \frac{D}{K_A} \Rightarrow \boxed{K_A = \frac{D}{C_0}}$$

حيث أن:

K_A : معدل تكلفة الأسهم العادية (القديمة).

D : عائد السهم العادي (السنوي)، الثابت.

C_0 : القيمة الوقية للسهم العادي، في الزمن (0).

- أما إذا كانت الأسهم العادية جديدة (أي في السنة الأولى لإصدارها):

فإن تكلفة السهم العادي تُحسب كما يلي:

$$K_{NA} = \frac{D}{C_0 - F}$$

حيث:

K_{NA} : معدل تكلفة الأسهم العادية، الجديدة (خلال سنة إصدارها).

D : عائد السهم العادي (السنوي) الثابت.

C_0 : القيمة السوقية للسهم العادي، في الزمن (0).

F : التكاليف المرتبطة بإصدار الأسهم العادية الجديدة، التي تتحملها المؤسسة (بالنسبة للسهم الواحد).

- الحالة الثانية: تغير (نمو) عوائد الأسهم العادية (D) بمعدل ثابت (g).
- إذا كانت الأسهم العادية قديمة:

$$C_0 = \frac{D_{(t-1)}}{k_A - g} \Rightarrow K_A - g = \frac{D_{(t-1)}}{C_0} \Rightarrow \boxed{K_A = \frac{D_{(t-1)}}{C_0} + g}$$

بحيث:

K_A : معدل تكلفة السهم العادي، القديم، خلال الفترة (السنة) "t-1" علما أن t في هذه الحالة تتغير من 2 إلى n (أي: $t \in [2; n]$).

$D_{(t-1)}$: العائد (مقدار الربح الموزع) لكل سهم عادي قديم، خلال الفترة "t-1".

C_0 : القيمة السوقية للسهم العادي، في الزمن (0).

g : معدل النمو السنوي لعائد السهم العادي، علما أن g يساوي الصفر في السنة الأولى للإصدار، ثم يصبح أكبر من الصفر وثابت في السنوات الأخرى.

- أما إذا كانت الأسهم العادية جديدة (أي في السنة الأولى لإصدارها):

في السنة الأولى لإصدار الأسهم العادية تكون:

$$t=1$$

$F > 0$: بحيث تتحمل المؤسسة، في سنة الإصدار، تلك التكاليف (F) المرتبطة بإصدار الأسهم

العادية، الجديدة، وعلى هذا الأساس يجب أخذ F بعين الاعتبار.

$g=0$: معدل النمو السنوي لعائد السهم العادي، يكون معدوما (لاوجود لتغير لعائد السهم في سنة

إصداره).

وبالتالي:

$$K_{NA} = \frac{D_t}{C_0 - F}$$

بحيث:

K_{NA} : معدّل تكلفة الأسهم العادية، الجديدة (خلال سنة إصدارها).

D_t : عائد السهم العادي، الجديد، خلال سنة الإصدار.

C_0 : القيمة السوقية للسهم العادي، في الزمن (0).

F : التكاليف المرتبطة بإصدار الأسهم العادية الجديدة، التي تتحمّلها المؤسسة (بالنسبة للسهم الواحد).

المحاضرة رقم 10:

ب- تكلفة الأسهم الممتازة:

تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن «معدل العائد الذي يجب أن تحققه المؤسسة على الإستثمارات الممولة بواسطة الأسهم الممتازة من أجل أن لا تتأثر المكاسب (العوائد) المرتبطة بملكي الأسهم العادية».

مع العلم أن العوائد المرتبطة بالأسهم الممتازة (DS) هي ثابتة ومحددة مسبقاً، كما أن هذه الأسهم لا تحمل تاريخ استحقاق، ويمكن حساب تكلفتها حسب الحالتين التاليتين:

الحالة الأولى: لما تكون الأسهم الممتازة قديمة

في هذه الحالة لا تكون تكاليف إصدار الأسهم موجودة، بحيث:

$$K_{AS} = \frac{D_s}{C_s}$$

K_{AS} : معدّل تكلفة السهم الممتاز (القديم) .

D_s : عائد السهم الممتاز .

C_s : القيمة السوقية للسهم الممتاز .

الحالة الثانية: لما تكون الأسهم الممتازة جديدة:

لما تكون الأسهم الممتازة جديدة، أي في سنة إصدارها، تكون التكاليف المترتبة عن إصدارها موجودة، وبالتالي يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار في حساب تكلفة هذه الأسهم.

$$K_{NAS} = \frac{D_s}{C_s - \hat{F}}$$

K_{NAS} : معدّل تكلفة السهم الممتاز (الجديد).

D_s : عائد السهم الممتاز (و هو ثابت و محدد مسبقاً).

C_s : القيمة السوقية للسهم الممتاز .

\hat{F} : تكاليف إصدار الأسهم الممتازة الجديدة، التي تتحملها المؤسسة (بالنسبة للسهم الواحد).

ج- تكلفة الأرباح المحتجزة:

تكلفة الأرباح المحتجزة (الاحتياطات) هي عبارة عن: « العائد الذي يطلبه مالكو الأسهم عن التمويل بالملكية الذي تحصل عليه المؤسسة عن طريق احتجاز الأرباح بدلا من توزيعها على مالكي الأسهم العادية».

و على هذا الأساس، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تساوي تكلفة الأسهم العادية قبل إدخال تعديلات تتعلق بتكاليف الإصدار، أي:

$$K_r = K_A(1 - \theta)$$

بحيث:

K_r : معدل تكلفة الأرباح المحتجزة.

K_A : معدل تكلفة الأسهم العادية (مقدر حسب طريقة نموذج القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية - علاقة "فيشر").

θ : نسبة تكاليف الإصدار، لكل سهم عادي (هي نسبة من القيمة السوقية للسهم العادي).

2-5-2- تكاليف الأموال المقرضة:

أ- تكاليف الأموال المقرضة المتوسطة وطويلة الأجل:

أ-1- تكلفة القروض السندية:

تصدر عادة سندات القرض بقيم إسمية محددة، لكنها قد تُباع في الأسواق المالية بخصم، أي بقيمة سوقية أقل من قيمتها الإسمية، كما يمكن أن تباع بعلاوة، أي بقيمة سوقية أعلى من قيمتها الإسمية.

ومن جهة أخرى، فإن القيمة السوقية لكل سند قرض قد تختلف عن قيمته الإسمية لعدة إعتبارات أخرى، وهذا الأمر يجعل معدل العائد المطلوب والذي يمثل تكلفة الإقتراض عن طريق هذه السندات متباين ومختلف من حيث المقدار، وطريقة حسابه مختلفة أيضا.

وعلى العموم يُمكن حساب تكلفة القروض السندية، في حالتين رئيسيتين، كما يلي:

الحالة الأولى: إصدار سندات القرض بخصم

في هذه الحالة:

$$K_0 = \frac{I + D_{isc}/n}{(N + M)/2}$$

بحيث:

K_0 : معدل تكلفة القرض السندي الذي تم إصداره بخصم.

I : معدل الفائدة السنوية، المطبقة على القرض السندي.

D_{isc} : مقدار الخصم.

n : عدد سنوات استحقاق القرض السندي (عمره).

N : القيمة الإسمية لسند القرض.

M : القيمة السوقية لسند القرض.

الحالة الثانية: إصدار سندات القرض بعلاوة

أما حسب هذه الحالة:

$$K_0 = \frac{I - P/n}{(N + M)/2}$$

بحيث:

I : معدل الفائدة السنوية، المطبقة على القرض السندي.

P : مقدار علاوة بيع سند القرض.

n : عدد سنوات استحقاق القرض السندي (عمره).

N : القيمة الإسمية لسند القرض.

M : القيمة السوقية لسند القرض.

أ-2- تكلفة القروض البنكية المتوسطة وطويلة الأجل:

تتحمل المؤسسة على إثر عملية الاقتراض من البنوك التجارية (والمؤسسات المالية المتخصصة الأخرى) عدة تكاليف مثل تكاليف دفع الفوائد، تكاليف تسديد المبلغ المقترض، تكاليف التعاقد... إلخ، وكل هذه التكاليف تثقل كاهل المؤسسة ويجب أن تُدمج في حساب معدّل تكلفة هذه القروض، على النحو التالي:

مثلاً، في حالة تسديد القرض البنكي المعني (مع فوائده)، بأقساط سنوية متساوية، فإن معدل تكلفة هذا القرض تستنتج من القانون التالي:

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{I}{(1 + K_D)^t} + \frac{a}{(1 + K_D)^t}$$

بحيث:

K_D : معدل تكلفة القرض البنكي المعني.

I : الفوائد الواجب دفعها عن القرض خلال كل فترة (سنة) t .

a : القسط السنوي للقرض الواجب الدفع خلال كل فترة (سنة) t .

D : المبلغ الكلي للقرض البنكي المعني.

أ-3- تكلفة التمويل التاجيري:

تكلفة التمويل التاجيري، هي عبارة عن «المعدل الذي يحقق المساواة بين قيمة الأصل المستعمل عن طريق الاستئجار ومجموع القيم الحالية لأقساط الاستئجار المدفوعة»، وعليه فإن التدفقات النقدية تنحصر في قيمة الأصل موضوع الاستئجار والمبالغ الحقيقية للاستئجار التي تتحملها المؤسسة المستأجرة.

وعلى العموم يُمكن استنتاج معدّل تكلفة التمويل التاجيري من القانون التالي:

$$I_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L_t(1 - T) + A_t \cdot T}{(1 + K_L)^t} + \frac{Z_n}{(1 + K_L)^n}$$

بحيث:

K_L : معدل تكلفة التمويل التأجيري،

I_0 : قيمة الأصل المستأجر،

L_t : قسط الإيجار السنوي (وهو ثابت في نهاية كل سنة t من مدة الإستهجار)،

A_t : قسط الإهتلاك السنوي، للأصل المستأجر،

T : معدّل الضريبة على الأرباح (السنوية)،

Z_n : القيمة المحاسبية المتبقية للأصل المستأجر في نهاية مدة الاستئجار (في نهاية السنة الأخيرة n).

ب - تكاليف الأموال المقترضة، قصيرة الأجل:

ومن أمثلتها، ما يلي:

ب-1- تكلفة الإئتمان التجاري:

يُعتبر الإئتمان التجاري مصدرا تمويليا مجانيا بالنسبة للمؤسسة المستفيدة منه، ولكن في حالة ما إذا لم تحصل المؤسسة على الخصم (التخفيض المالي) بسبب تأخرها عن التسديد في الأجل المحددة لها (فترة الإستفادة من الخصم ، و تسمى فترة الخصم) فإن ذلك يعني وجود تكلفة الفرصة الضائعة (فرصة الحصول على الخصم)، وفي هذه الحالة يمكن حساب تكلفة الإئتمان التجاري كما يلي:

$$K_{CF} = \frac{S}{1 - S} \times \frac{360 \text{ يوم}}{d_c - d_s}$$

بحيث:

K_{CF} : معدل تكلفة الإئتمان التجاري، السنوية.

S : نسبة الخصم (التخفيض المالي) الذي من المفروض أن تحصل عليه المؤسسة لو أنها قامت بالتسديد في الأجل المحددة لها (فترة الخصم).

d_c : فترة الإئتمان، الكلية، وهي فترة التسديد الكلية المحددة للمؤسسة (بعد أيام).

D_s : فترة الخصم، وهي المدة الزمنية المحددة للمؤسسة للتسديد من أجل الحصول على الخصم، وهذه المدة أقل من فترة الإئتمان الكلية (بعدد الأيام).

ب-2- تكلفة الإئتمان المصرفي قصير الأجل:

إن المكون الرئيسي لتكلفة القرض البنكي، قصير الأجل، هو سعر الفائدة المطبق عليه، الذي يمكن حسابه كما يلي:

$$\text{سعر الفائدة (الفعلي)} = \frac{\text{قيمة كل الفوائد المدفوعة على القرض}}{\text{القيمة الحقيقية للقرض}}$$

علما أن سعر الفائدة الفعلي يمكن أن يؤخذ عدة أشكال تبعا للشروط التي يفرضها البنك (المقرض) ومن أهم تلك الأشكال نجد:

- سعر الفائدة النظامية (في حالة دفع الفوائد لاحقا)،
- سعر الفائدة المستخدم في الخصم (في حالة دفع الفوائد مسبقا).

ملاحظة:

كما تجدر الإشارة أن تكلفة القرض البنكي قصير الأجل، لا تقتصر في الواقع على سعر الفائدة، الذي يمثل نسبة معينة من مبلغ القرض، بل يمكن أن تتعداه لكي تشمل كذلك تكاليف أخرى ناتجة عن شروط الإقتراض، وتصبح بالتالي التكلفة الحقيقية للقرض البنكي حسب الصيغة العامة التالية:

التكلفة الحقيقية للقرض البنكي (قصير الأجل) = سعر الفائدة + التكاليف المترتبة عن شروط الإقتراض (كنسبة).

2-5-3- التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:

تهتم الإدارة المالية في المؤسسة الإقتصادية بتقدير تكلفة كل مصدر من المصادر التمويلية المكونة للهيكال المالي، وترغب دائما في البحث عن المصادر المنخفضة التكلفة، إلا أن ما يهمها أكثر في الأخير هو تكلفة ذلك الخليط أو المزيج من الأموال المكونة لهيكلها المالي.

ونظرا لاختلاف الأهمية النسبية لمصادر التمويل المتنوعة، واختلاف تكلفة كل مصدر منها لنفس الفرص الإستثمارية، بل والاختلاف بين تكلفة مصدر التمويل وأهميته بين الفرص الإستثمارية المختلفة، فلهذه الأسباب

يجب الإعتماد على المتوسط الحسابي، المرجح، في حساب تكلفة كل الأموال للوصول إلى معدل مناسب يمكن الإعتماد عليه واستخدامه كمعيار للمفاضلة بين الفرص الإستثمارية المتعددة والإختيار بين الهياكل المالية المختلفة لتحقيق أمثل هيكل مالي ممكن يكون بأقل التكاليف.

أ- تعريف التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:

تُعبّر التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال عن: «معدل العائد الذي يجب أن تُحققه المؤسسة على استثماراتها للمحافظة على قيمة أسهمها، وهو المعيار الذي تستخدمه المؤسسة لتقييم الأداء المالي لديها».

وعند تقديرها تمثل التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال مجموع حاصل ضرب تكلفة كل مصدر تمويلي في وزنه النسبي داخل الهيكل المالي.

ب- تقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:

لتقدير التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال (مجموع مصادر التمويل المكونة للهيكل المالي)، يجب اتباع الخطوات التالية:

- تحديد وتعريف كل مصادر التمويل، المختلفة، داخل الهيكل المالي.
- تقدير التكلفة الخاصة بكل عنصر من عناصر التمويل المتاحة.
- تحديد الوزن النسبي لقيمة كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة إستنادا إلى القانون التالي:

$$\text{الوزن النسبي لمصدر التمويل (P)} = \frac{\text{مبلغ المصدر المعني}}{\text{مجموع مبالغ كل المصادر}}$$

- ثم تحديد تكلفة الأموال المتوسطة، المرجحة، الخاصة بكل مصدر من مصادر التمويل المتاحة، إستنادا إلى المعادلة التالية:

تكلفة الأموال المتوسطة المرجحة لكل مصدر = تكلفة المصدر (K) × الوزن النسبي لنفس المصدر (P)

- ثم حساب متوسط تكلفة كل الأموال المرجحة بالأوزان النسبية للهيكل المالي، إستنادا إلى المعادلة التالية:

$$CMPC = K_1.P_1 + K_2.P_2 + \dots + K_n.P_n$$

وعلى هذا الأساس، إذا افترضنا أن مصادر التمويل المكونة للهيكل المالي لمؤسسة معينة هي الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، الأرباح المحتجزة والقروض بمختلف أشكالها (الطويلة والمتوسطة وقصيرة الأجل) فإن:

$$C_{MPC} = K_A \cdot \frac{A}{(C_p + D)} + K_{AS} \cdot \frac{A_S}{(C_p + D)} + K_r \cdot \frac{r}{(C_p + D)} + [K_D(1 - T)] \frac{D}{(C_p + D)}$$

بحيث:

C_{MPC} : معدل التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال،

C_p : قيمة الأموال الخاصة،

D : قيمة كل الديون (القروض الطويلة والمتوسطة وقصيرة الأجل)،

A : قيمة الأسهم العادية،

K_A : معدل تكلفة السهم العادي،

A_S : قيمة الأسهم الممتازة،

K_{AS} : معدل تكلفة السهم الممتاز،

r : قيمة الأرباح المحتجزة (الإحتياطيات)،

K_r : معدل تكلفة الأرباح المحتجزة،

K_D : معدل تكلفة الإقتراض (تكلفة متوسطة لمجموع القروض)،

T : معدل الضريبة على الأرباح.

حصة الأعمال الموجهة رقم 01:

السنة الثالثة: إدارة مالية

مقياس: ندوة في المالية

حصة: الأعمال الموجهة

مسألة:

I- إذا كانت C_0 القيمة السوقية للسهم العادي، الواحد، في الزمن 0 تساوي: (وفقا لعلاقة fisher):

$$C_0 = \frac{D_1}{(1 + K_A)^1} + \frac{D_2}{(1 + K_A)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_A)^n}$$

$$C_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K_A)^t} \quad \text{أي:}$$

بجيب:

D_t : العائد المنتظر من كل سهم عادي، خلال كل فترة t .

K_A : معدل تكلفة السهم العادي، الذي تتحمله المؤسسة.

وبافتراض بقاء عوائد الأسهم العادية ثابتة من سنة إلى أخرى، أي:

$$D_1 = D_2 = \dots = D_n = D$$

علما أن:

D_1, D_2, \dots, D_n ، هي على التوالي: العائد في السنة الأولى، العائد في السنة الثانية،

العائد في السنة n ، وهي ثابتة في كل سنة.

المطلوب:

- اثبت أن C_0 تساوي، في حالة الأسهم العادية القديمة (وثبات D)،

$$\frac{D \text{ (ثابت)}}{K_A} = C_0 \quad \text{ما يلي:}$$

II- وإذا كانت: $C_0 = 10000$ دج

$$D = 100 \text{ دج (ثابت)}$$

المطلوب:

- أحسب تكلفة السهم العادي (القديم) (K_A)

III- وإذا علمت أن المؤسسة تتحمل في السنة الأولى لإصدار الأسهم العادية عدة تكاليف (F) مترتبة

عن عملية الإصدار، تساوي: دج $F=2000$

المطلوب:

- أحسب في هذه الحالة، تكلفة السهم الجديد (K_{AN})

الحل:

I- بما أن D ثابت:

$$C_0 = \frac{D_1}{(1 + K_A)^1} + \frac{D_2}{(1 + K_A)^2} \dots \dots \dots + \frac{D_n}{(1 + K_A)^n}$$

$$C_0 = D(1 + K_A)^{-1} + D(1 + K_A)^{-2} + \dots + D(1 + K_A)^{-n} \text{ أي:}$$

وهي تمثل متتالية هندسية، حدّها الأول هو $(1 + K_A)^{-n}$ مع العلم أن n (عدد السنوات) يؤول إلى مالا نهاية.

وعلى هذا الأساس يمكن كتابة مجموع الحدود لهذه المتتالية الهندسية كما يلي:

$$C_0 = D \left[(1 + K_A)^{-n} \cdot \frac{(1 + K_A)^n - 1}{(1 + K_A) - 1} \right]$$

$$C_0 = D \left[\frac{(1 + K_A)^{-n}(1 + K_A)^n - (1 + K_A)^{-n}}{K_A} \right]$$

$$(1 + K_A)^{-n}(1 + K_A)^n = \frac{1}{(1 + K_A)^n} \cdot (1 + K_A)^n = 1 \text{ وبما أن:}$$

فإن C_0 تصبح:

$$C_0 = D \left[\frac{1 - (1 + K_A)^{-n}}{K_A} \right]$$

وبما أن n يؤول إلى مالا نهاية (قد يأخذ قيمة كبيرة جدا) فإن المقدار:

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

يؤول من جهته إلى الصفر (0)، وتصبح بالتالي C_0 كما يلي:

$$\frac{D - 0}{K_A} = \frac{D}{K_A} = C_0$$

-II

ومن العلاقة السابقة المحددة لـ C_0 نستنتج أن:

K_A : معدل تكلفة السهم العادي (القديم)، لما يكون عائد السهم (D) ثابت من سنة إلى أخرى.

$$K_A = \frac{100}{10000} = 01\%$$

-III حساب k_{AN} ، معدل تكلفة السهم العادي (الجديد):

في هذه الحالة، تصبح:

$$K_{AN} = \frac{D}{C_0 - F}$$

$$= \frac{100}{(10000 - 2000)} = \frac{1}{80} = 01,25\%$$

حصّة الاعمال الموجهة رقم 02:

السنة الثالثة: إدارة مالية

مقياس: ندوة في المالية

حصّة: الأعمال الموجهة

مسألة:

I- إذا علمت ان عوائد الأسهم العادية في إحدى المؤسسات الإقتصادية (شركة مساهمة) تتزايد من سنة

إلى أخرى بمعدل ثابت (g)، أحسب معدل تكلفة كل سهم في الحالتين التاليتين:

- لما يكون السهم جديدا.
- ولما يكون السهم قديما (في السنة الثانية بعد الإصدار).

مع العلم أن:

D: عائد السهم في السنة الأولى (سنة الإصدار)، يساوي: 2000 دج.

D: عائد السهم في السنة الثانية (بعد الإصدار)، يساوي: 2100 دج.

CO: القيمة السوقية للسهم العادي، في الزمن (0)، يساوي: 50000 دج.

F: التكاليف المرتبطة بإصدار الأسهم، تساوي: 1500 دج.

II- وإذا علمت أن هذه المؤسسة، قامت في سنة أخرى، لاحقة، بإصدار أسهم ممتازة، بقيمة سوقية (C_S)

للسهم الواحد، تساوي نفس القيمة السوقية للسهم العادي، وأنها تحمّلت تكاليف مترتبة عن عملية إصدار

الأسهم الممتازة (F) تقدر ب: 2200 دج.

المطلوب:

- أحسب تكلفة السهم الممتاز، في سنة إصداره، علما ان عائد كل سهم (DS) محدّد ب: 3500 دج.

الحل:

-I حساب معدل تكلفة السهم العادي:

- في حالة كون السهم العادي جديدا:

في هذه الحالة: $t=1$
 $g=0$

$$K_{AN} = \frac{D_{(t=1)}}{C_0 - F} = \frac{2000}{50000 - 1500} = 04,12\%$$

وفي حالة كون السهم العادي، قديما: (أي في السنة الثانية التي تلي سنة الإصدار):

حيث، في هذه الحالة: t (الذي يأخذ القيمة من 2 إلى n) يساوي: $t=2$ وبالتالي: $t-1=1$

و $F=0$

$$g = \frac{D \text{ في السنة الأولى} - D \text{ في السنة الثانية}}{D \text{ في السنة الأولى}} \times 100 \quad \text{و } g \text{ يساوي ما يلي}$$

$$g = \left(\frac{2100 - 2000}{2000} \right) \times 100 = +5\%$$

وبالتالي:

$$\begin{aligned} K_A &= \frac{D_{(t-1)}}{C_0} + g = \frac{D_{(2-1)}}{C_0} + g = \frac{D \text{ في السنة الأولى}}{C_0} + g \\ &= \frac{2000}{50000} + 0,05 = 0,04 + 0,05 = 0,09 = 9\% \end{aligned}$$

-II حساب معدل تكلفة السهم الممتاز (الجديد):

$$K_{AS} = \frac{D_S}{C_S - \dot{F}} = \frac{3500}{50000 - 2200} = 0,0732 = 07,32\%$$

حصة الأعمال الموجهة رقم 03:

السنة الثالثة: إدارة مالية

مقياس: ندوة في المالية

حصة: الأعمال الموجهة

مسألة:

ليكن الهيكل المالي لمؤسسة إقتصادية معنية، خلال السنة المالية 2018، يضم ما يلي:

1000 سهم عادي (قديم)، بقيمة إسمية للسهم الواحد، تساوي 1000 دج.

- أرباح محتجزة، تساوي: 400000 دج.

- قروض (ديون) تساوي في مجموعها: 600000 دج.

مع العلم أن:

- معدل تكلفة السهم العادي (القديم) الواحد، هو: 10٪.

- معدل تكلفة الاحتياطات هو: 5٪.

- معدل تكلفة الاقتراض (لكل الديون) هو في المتوسط: 6٪.

المطلوب:

1- تقديم الهيكل المالي، مقسماً إلى كتلة الأموال الخاصة من جهة ومجموع الديون من جهة أخرى، مع حساب نسبة المديونية الكلية.

2- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، علماً أن معدل الضريبة على الأرباح هو: $t=0$

الحل:

1- الهيكل المالي: و.ق: دج

-I	الأموال الخاصة:
-	رأس المال الإجتماعي:
1000000	(الأسهم العادية في هذه الحالة)
	(1000×1000)
400000	الإحتياطيات:

1400000	مجموع I:
-II	الديون:
600000	(القروض)
2000000	المجموع العام:

$$- \text{نسبة المديونية الكلية} = \frac{\sum \text{الديون}}{\sum \text{الخصوم}} \times 100 = \frac{600000}{2000000} \times 100 = 30\%$$

وذلك يعني أن الهيكل المالي مركب بنسبة 30% من الديون (القروض) و 70% من الاموال الخاصة.

2- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال:

في هذه الحالة: لدينا:

$$CMPC = K_A \left(\frac{A}{CP + D} \right) + K_r \left(\frac{r}{CP + D} \right) + K_D \left(\frac{D}{CP + D} \right)$$

بحيث:

CMPC : التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

K_A : معدل تكلفة السهم العادي (القديم في هذه الحالة).

A : قيمة الأسهم العادية (القديمة في هذه الحالة).

K_r : معدل تكلفة الإحتياطيات.

r : قيمة الإحتياطيات.

K_D : معدل تكلفة الاقتراض (لكل الديون).

D : قيمة الديون (كل القروض).

CP : قيمة الأموال الخاصة.

$$\begin{aligned} CMPC &= (10\%) \frac{1000000}{(1400000 + 600000)} + (5\%) \frac{400000}{(1400000 + 600000)} \\ &\quad + (6\%) \frac{600000}{(1400000 + 600000)} = 0,050 + 0,010 + 0,018 = 0,078 \\ &= \boxed{07,80\%} \end{aligned}$$

حصّة الأعمال الموجهة رقم 04:

السنة الثالثة: إدارة مالية

مقياس: ندوة في المالية

حصّة: الأعمال الموجهة

مسألة:

في نهاية السنة المالية 2018، أصبح الهيكل المالي لمؤسسة إقتصادية معينة يتشكل من العناصر التمويلية التالية:

- 20000 سهم عادي (قديم) بقيمة إسمية للسهم الواحد تساوي: 1000 دج.
 - أرباح محتجزة (احتياطات) تساوي: 5000000 دج.
 - قروض متنوّعة تساوي في مجموعها 45000000 دج.
 - مع العلم أنّ:
- D: عائد السهم العادي الواحد يساوي 350 دج، وهو ثابت من سنة إلى أخرى.
- C_0 : القيمة السوقية للسهم العادي في الزمن (0) تساوي القيمة الإسمية.
- K_r : معدل تكلفة الإحتياطات هو: 6%.
- K_D : معدل تكلفة الاقتراض هي: 9%.
- T: معدل الضريبة على الأرباح معدوم.

المطلوب:

- 1- أحسب نسبة المديونية (الكلية)، ماذا تلاحظ؟
- 2- أحسب معدل تكلفة السهم العادي.
- 3- أحسب التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال.

الحل:

$$1- \text{نسبة المديونية (الكلية)} = \frac{\sum \text{الديون}}{\sum \text{الخصوم}} = (1)$$

$$\left(\frac{\sum \text{الديون}}{\sum \text{الخاصة بالأموال}} = (2) \text{ الكية} \right) \text{ ن.م. (أو كذلك: ن.م. الكية)}$$

$$\frac{45000000}{[45000000+5000000+(1000 \times 20000)]} = (1) \text{ (الكلية) ن.م. وهي تساوي: ن.م.}$$

$$0,6428 = \frac{45000000}{70000000}$$

$$\%64,28 \cong$$

تعتبر هذه النسبة (1) من أهم النسب المميزة للهيكل المالي، وهي من نسب الرفع المالي كذلك، حيث نلاحظ في هذه الحالة، أن الهيكل المالي لهذه المؤسسة الإقتصادية يتكون من الاموال المملوكة (الخاصة) بنسبة $[(1-0.6428) \times 100]$ أي 35.72% من جهة وبنسبة 64.28% من الديون، من جهة أخرى.

-2

$$K_A = \frac{D}{C_0}$$

علما أن:

K_A : معدل تكلفة السهم العادي (القديم).

في هذه الحالة D : عائد السهم العادي (وهو ثابت)/دج 350 = D (في كل سنة).

C_0 : القيمة السوقية للسهم العادي الواحد، في الزمن 0.

حيث: $C_0 = 1000$ دج (القيمة الاسمية للسهم العادي، الواحد).

$$K_A = \frac{350}{1000} = 0,35 = 35\%$$

-3

$$CMPC = K_A \left(\frac{A}{CP + D} \right) + K_r \left(\frac{r}{CP + D} \right) + K_D \left(\frac{D}{CP + D} \right)$$

علما أن:

CMPC : التكلفة المتوسطة المرجحة للأموال، (معبّر عنها بنسبة مئوية).

K_A : معدل تكلفة السهم العادي (القديم في هذه الحالة).

CP : قيمة الأموال الخاصة. $(CP+D)$ = مجموع الخصوم
D : قيمة مجموع الديون.

A : قيمة الأسهم العادية.

K_r : معدل تكلفة الإحتياطات.

r : قيمة الإحتياطات (الأرباح المحتجزة).

K_D : معدل تكلفة الإقتراض.

$$CMPC = (35\%) \frac{(20000 \times 1000)}{(70000000)} + (06\%) \frac{5000000}{70000000} + (09\%) \frac{45000000}{70000000} =$$
$$= \underline{16,21\%}$$