



جامعة العربي بن مهدي-أم البواقي  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم علوم التسيير

سنة أولى ماستر - تخصص إدارة مالية

## مقياس الإدارة المالية المتقدمة

المحور الثالث: القرار التمويلي وهيكل رأس المال  
الجزء الأول: التمويل ومصادره في المؤسسة

إعداد: ريغة أحمد الصغير

## I. مفاهيم أساسية حول التمويل في المؤسسة

يحتل التمويل من المؤسسة منزلة الدورة الدموية من الإنسان، فاستمرار المؤسسة وبقاؤها يتطلب ضخ الأموال اللازمة بدقة في القنوات المختلفة حتى تتحقق أهدافها التشغيلية والإستراتيجية المسطرة.

### 1. تعريف التمويل (تذكير)

التمويل هو توفير المبالغ المالية اللازمة لإنشاء أو تطوير مشروع سواء كان خاصاً أو عاماً. كذلك يعرف التمويل على أنه مجموع الأساليب والأدوات التي تستخدمها المؤسسة للحصول على الأموال اللازمة من أجل تغطية نشاطاتها الاستثمارية أو التجارية.

وبشكل عام فالتمويل هو عملية إيجاد وتخصيص الموارد المالية اللازمة من مختلف مصادرها، من أجل توظيفها في مشاريع استثمارية أو تمويل عمليات الاستغلال، بهدف ضمان استمرار نشاط المؤسسة.

### 2. مصادر التمويل

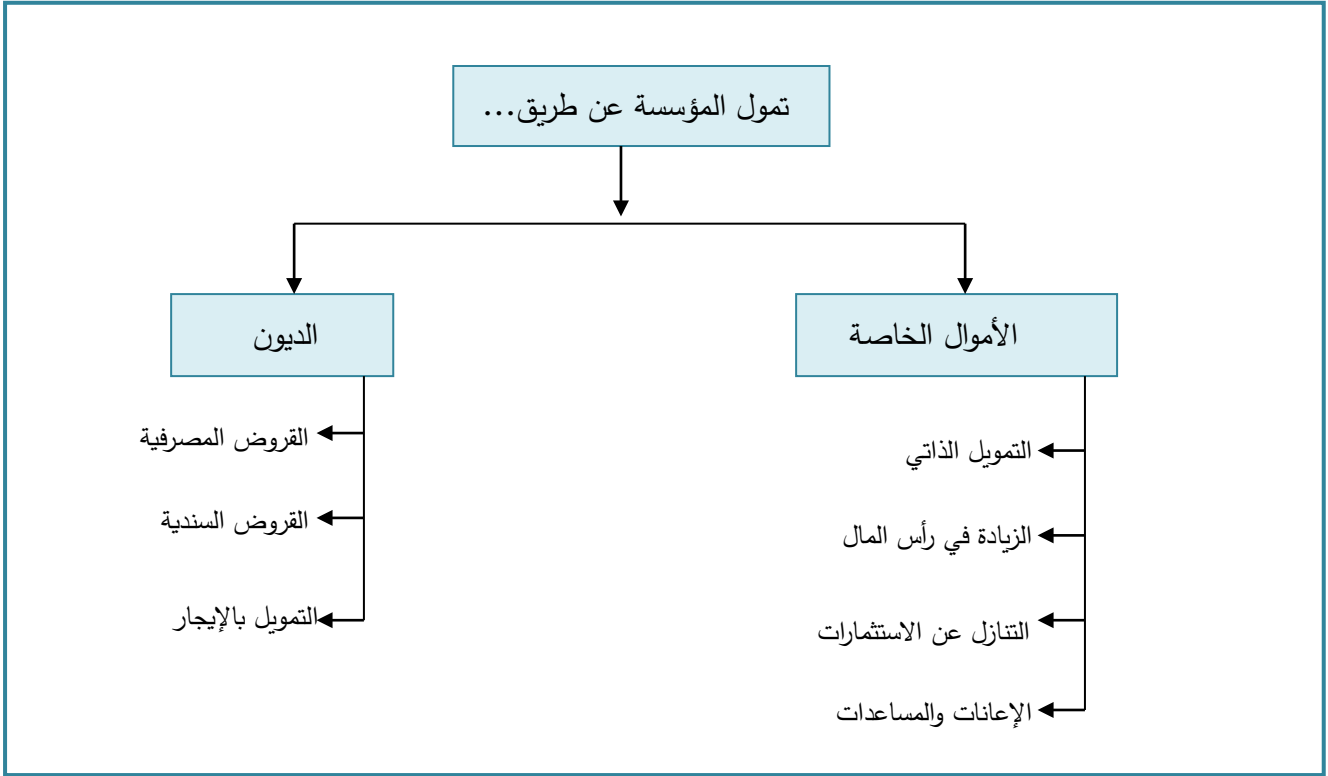
تتخذ مصادر التمويل تصنيفات عديدة تختلف من مرجع لآخر، وذلك حسب الهدف المنتظر من التصنيف والمعيير المعتمد عليه في ذلك، ومن أكثر تصنيفات مصادر التمويل شيوعاً واستخداماً نجد:

- **التصنيف من حيث المصدر:** يعتمد هذا التصنيف على منشأ الأموال كمعيير، حيث يتم على أساسه التفريق بين مصادر داخلية ومصادر خارجية للتمويل.

ويقصد بالمصادر الداخلية مجموع الموارد التي يمكن الحصول عليها من داخل المؤسسة بشكل ذاتي دون اللجوء إلى الخارج، أما المصادر الخارجية فهي التي تجمع من خارج المؤسسة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر.

- **التصنيف من حيث المدة:** وهنا يُرتكز على معيار الزمن كأساس للتصنيف، ونميز في هذه الحالة بين ثلاثة مصادر للتمويل وهي التمويل القصير الأجل، التمويل المتوسط والتمويل الطويل الأجل.

- **التصنيف من حيث الملكية:** ويُعتمد هنا على معيار الملكية كأساس للتصنيف، حيث يتم التمييز بين أموال الملكية الخاصة كمصدر أول والأموال المقترضة (الديون) كمصدر ثاني. وهذا التصنيف الذي سنتناوله عند تناولنا لمصادر التمويل بشكل مفصل.



يتبين لنا من خلال الشكل السابق أن المؤسسة خلال دورة حياتها وبغية تمويل نشاطاتها المختلفة، سوف تأتي على الاختيار والمفاضلة بين مصدرين رئيسيين للتمويل متاحين أمامها، يتوفر كل مصدر على خصائص ومميزات تميزه عن المصدر الآخر.

ويبقى على المؤسسة الاختيار بين أن تلجأ إلى أموالها المملوكة والخاصة أو إلى الاقتراض، كما يتيح للمؤسسة أن تستخدم المصدرين معا من خلال المزج بينهما، وكل هذا بحثا عن المزيج التمويلي الأنسب الذي يمكنها من بلوغ أهدافها المسطرة.

## II. التمويل عن طريق الأموال الخاصة

تتمثل الأموال الخاصة في وسائل التمويل طويلة الأجل سواء كانت داخلية أم خارجية، ويدخل ضمن التمويل الداخلي للمؤسسة كل من التمويل الذاتي والتنازل عن الاستثمارات، أما التمويل الخارجي في هذا الإطار فيتمثل في الزيادة في رأس المال، سواء عن طريق طرح أسهم للاكتتاب أو الدعم والمساعدات التي تعطيها الدولة بقصد تشجيع قطاعات اقتصادية معينة.

وسيتيم التركيز في هذا المحور على كل من التمويل الذاتي والزيادة في رأس المال، كونهما الشكلين المعروفين والأكثر استخداما عند الحديث عن التمويل بالأموال الخاصة.

### 1. التمويل الذاتي

تقوم المؤسسة من خلال عملياتها الجارية بتوليد السيولة التي تستخدمها في تمويل استثماراتها وأنشطتها المختلفة، غير أنها في اغلب الأحيان لا تحتفظ بكامل السيولة لنفسها وإنما توزع جزءا منها على المساهمين في شكل عوائد وأرباح، والجزء غير الموزع من هذه السيولة الذي يبقى تحت تصرف المؤسسة هو ما يعرف بالتمويل الذاتي.

#### 1.1. تعريف

إن التمويل الذاتي بمفهومه الواسع يتمثل في مجموع الأموال المتولدة من العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، فهو ببساطة مجموع الفوائض النقدية المحتجزة بغية إعادة استثمارها. ويعبر عنه رياضيا بالصيغة التالية:

$$\text{التمويل الذاتي} = \text{القدرة على التمويل الذاتي} - \text{الأرباح الموزعة}$$

#### ملاحظة هامة

قد يتم الخلط في بعض الأحيان بين التمويل الذاتي والقدرة على التمويل الذاتي، هذه الأخيرة عبارة عن نتيجة الدورة الصافية مضافا إليها الأعباء المحسوبة التي لا تنقص فعليا من النتيجة ( حصص الاهتلاك والمؤونات ) ، وتدخّل قدرة التمويل الذاتي في حساب التمويل الذاتي كما تمت الإشارة إليه.

## 2.1. مزيا وعيوب التمويل الذاتي

### 1.2.1. مزيا التمويل الذاتي

- يساهم هذا النوع من التمويل في دعم الاستقلالية المالية للمؤسسة.
- يعتبر من أهم المصادر وأفضلها لدى المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، بفعل ما يمنحها من استقلالية ويجنبها من تحمل أعباء الديون التي غالبا ما لا تكون لها طاقة بها.
- يعزز في قدرة المؤسسة على الاستدانة، فالتمويل الذاتي يزيد في حجم الأموال الخاصة، وكما هو معروف فالقدرة على الاستدانة عبارة عن الأموال الخاصة مطروحا منها إجمالي الديون.
- يعد التمويل الذاتي مصدر تمويل متجدد فطالما استمرت المؤسسة في القيام بنشاطها فإنها ستولد أرباحا قد تزيد أو تنقص من سنة لأخرى لكنها ستعمل على تشكيل تمويل ذاتي وهذا ما يجعله مصدرا شبه دائم.

### 2.2.1. عيوب التمويل الذاتي

- ينبع أول قصور للتمويل الذاتي كمصدر للتمويل في اعتماده شبه المطلق على قدرة التمويل الذاتي التي تعد غير ثابتة و تتغير من دورة لأخرى فضلا عن كون التمويل الذاتي في غالب الأحيان غير كافيا لتمويل احتياجات المؤسسة كافة، خاصة بالنسبة للمؤسسات الكبيرة.
- يؤدي الاعتماد الكلي على التمويل الذاتي إلى الحد من قدرة المؤسسة على التوسع والنمو نتيجة عدم استغلالها للفرص الاستثمارية المربحة التي تستدعي استخدام مصادر أخرى للتمويل.
- نتيجة لتكلفه المتدنية قد يستخدم التمويل الذاتي في مشاريع غير مربحة أو منخفضة العائد مما يؤدي إلى تراجع مردودية المؤسسة ملحقا بها العديد من الأضرار.

## 2. التمويل عن طريق زيادة رأس المال

تأخذ الزيادة في رأس المال أشكالاً عدة تختلف باختلاف الهدف من ورائها، فقد تكون الزيادة في شكل مساهمات نقدية أو بإدماج الاحتياطات أو بتحويل الديون أو بتحويل السندات إلى أسهم، وتعد الزيادة بالمساهمات النقدية الشكل الوحيد الذي يجلب للمؤسسة مورد مالي جديد، فهو مصدر التمويل المعني عند الحديث عن الزيادة في رأس المال، ويكون من خلال طرح أسهم جديدة للاكتتاب، وسأأتي في هذا العنصر بشيء من التفصيل.

### 1.2. عرض لعملية زيادة رأس المال

تتم عملية الرفع في رأس المال من خلال طرح مجموعة جديدة من الأسهم للاكتتاب، هذه الأسهم الجديدة تحمل نفس القيمة الاسمية للأسهم القديمة غير أن قيمتها الحقيقية (السوقية) ستكون دون شك قد تغيرت منذ إنشاء المؤسسة، لذلك يتم تحديد سعر جديد لهذه الأسهم يسمى بسعر الإصدار أو سعر الاكتتاب وذلك بالارتكاز على القيمة الحالية لأسهم المؤسسة، ويكون لحاملي الأسهم القديمة حق الأفضلية للاكتتاب في هذه الأسهم الجديدة.

#### 1.1.2. سعر الإصدار

يحدد سعر الإصدار في الأسهم الجديدة بالاعتماد على القيمة الحالية للأسهم في السوق حيث يجب أن يكون قريباً من هذه القيمة (غالباً ما يكون أقل بقليل من القيمة الحالية). كما يعتمد سعر الإصدار على وضع السوق المالي - بالنسبة للمؤسسات المسعرة في البورصة -، على سمعة المؤسسة وعلى نوع وطبيعة الأسهم المصدرة.

#### 2.1.2. علاوة الإصدار: وتتمثل في الفرق المتواجد بين سعر الإصدار والقيمة الاسمية للأسهم المصدرة

وتحرر العلاوة مباشرة بعد طرح هذه الأسهم للاكتتاب.

$$\text{علاوة الإصدار} = \text{سعر الإصدار} - \text{القيمة الاسمية}$$

**3.1.2. مدة الاكتتاب:** يتم منح مهلة زمنية محددة لحملة الأسهم الحاليين بغية إطلاعهم على شروط

وبنود الإصدار ومعرفة قرارهم فيما يخص الاكتتاب أو عدم الاكتتاب.

**4.1.2. حق الأفضلية في الاكتتاب:** يستفيد حملة الأسهم الأصليون من حق الأفضلية للاكتتاب في

الأسهم الجديدة، هذا الحق مرتبط ومنوط بكل سهم من أسهمهم القديمة، كما يمكن للمساهمين غير

الراغبين في اقتناء الأسهم الجديدة أن يتنازلوا عن هذا الحق مقابل بيعه.

ويمكن حساب قيمة هذا الحق وفق العلاقة التالية:

$$\text{قيمة حق الأفضلية في الاكتتاب} = \text{قيمة السهم قبل الزيادة} - \text{قيمة السهم بعد الزيادة}$$

في رأس المال                      في رأس المال

### تذكير

✚ **تعريف السهم:** هو عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول، ويمثل سند مساهمة في رأس مال المؤسسة حيث يعطي لصاحبه الحق في ملكية المؤسسة وفي الأرباح المحققة.

### ✚ أنواع الأسهم

❖ **الأسهم العادية:** هي أوراق مالية تحمل قيمة اسمية تطرح للاكتتاب العام لها قابلية على التداول وليست قابلة للتجزئة، تصدرها الشركة لتشكيل رأس المال. وتمنح الأسهم العادية حاملها حقا في الملكية النهائية للمؤسسة ولا تستحق الدفع في تاريخ محدد كما لا تقتضي توزيع وفي حالة تصفية المؤسسة لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في قيمة التصفية للمؤسسة إلا بعد تسوية مطالبات الغير.

❖ **الأسهم الممتازة:** يمثل السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في كونه صك ملكية ليس له تاريخ استحقاق، كما يشبه السند في كون نصيب السهم من الأرباح ثابت ومحدد بنسبة معينة من قيمته الاسمية. وفي حالة تصفية المؤسسة فإن حملة الأسهم الممتازة لهم الحق في استيفاء حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية.

## 2.2. مزايا وعيوب التمويل عن طريق زيادة رأس المال

### 1.2.2. مزايا التمويل عن طريق زيادة رأس المال

يقدم التمويل عن طريق الزيادة في رأس المال مجموعة من المزايا، تتجلى في ثلاثة أوجه أساسية:

- **تاريخ الاستحقاق:** إن الرفع في رأس المال من خلال طرح أسهم جديدة للاكتتاب لا يلزم المؤسسة بتسديد أي جزء من رأس المال المقدم من طرف المساهمين كما لا تنتج عنه أية فوائد دورية كالحال بالنسبة للتمويل عن طريق الاستدانة، فهو مورد دائم يحفظ استقلالية المؤسسة وملاءتها.
- **التكلفة:** لا يشكل إصدار الأسهم تكلفة ثابتة بالنسبة للمؤسسة، لأنه لا يستحق عليها عائداً إلا إذا حققت المؤسسة ربحاً وقررت توزيعه، ومع ذلك فليس للمؤسسة أي إلزام قانوني يلزمها بتوزيع الأرباح إلا إذا قررت هي ذلك، وهذا ما يعطي المؤسسة مرونة أكبر من تلك التي تقدمها مصادر التمويل بالاقتراض.

- **الخطر:** عند الزيادة في رأس المال فإن المساهم وحده من يتحمل خطر الخسارة، ففي حالة وقوع خسارة فإنه لا يتحصل على أي عائد.

### 2.2.2. عيوب التمويل عن طريق زيادة رأس المال

تظهر أهم عيوب زيادة رأس المال من وجهة نظر المساهمين في:

- إن التوسع في هذا الأسلوب من التمويل يؤدي إلى تمييع رأس المال والأرباح، فالتمادي في إصدار الأسهم يؤدي إلى توسيع قاعدة المساهمين ما يقود إلى تأثر و تراجع سلطة الملاك الأصليين. كذلك يعمل الرفع في رأس المال على توسيع قاعدة توزيع الأرباح مما يؤدي إلى تدني العوائد المنتظرة من السهم.



- احتمال تراجع سعر الأسهم في السوق المالي، فتدني العوائد نتيجة توسيع قاعدة الأرباح قد يبعد المكتتبين، كذلك فإن المشاريع الممولة بهذه الصيغة لن تقطف ثمارها الا على المدى البعيد، وهو ما سيؤدي لانخفاض الأسعار على المدى القريب.
- تمر عملية زيادة رأس المال عبر العديد من الإجراءات القانونية ما يؤدي إلى الرفع من كلفتها.

## مثال

يتكون رأس مال المؤسسة POK من 10000 سهم بقيمة اسمية تقدر بـ 100 دج للسهم، وقيمة حالية تبلغ 300 دج .

قررت المؤسسة زيادة رأس مالها عن طريق إصدار 5000 سهم جديد من أجل تمويل مشروع استثماري، وقد بلغ سعر الإصدار 240 دج للسهم الواحد.

المطلوب:

1. حدد قيمة السهم بعد عملية زيادة رأس المال.
2. أحسب قيمة حق الأفضلية في الاكتتاب
3. مساهم A يمتلك 350 سهم قرر استخدام جميع حقوقه والاكتتاب في الأسهم الجديدة. ومساهم B يمتلك 574 سهم قرر استخدام نصف حقوقه للاكتتاب في الأسهم الجديد. كيف يمكنك التأكد من أنّ وضعية المساهمين لم تتغير بعد الإصدار؟

### III. التمويل عن طريق الاستدانة

بما أن التمويل بالأموال الخاصة لا يكفي في غالب الأحيان لتغطية كل الحاجات التمويلية للمؤسسة، وحتى تحافظ هذه الأخيرة على مستوى الاستثمارات عند حدود مقبولة، ولكي تتجاوز أزمات السيولة التي قد تواجهها، فإنها تلجأ إلى مصادر أجنبية للحصول على الأموال اللازمة، ويتم ذلك وفق شروط وإجراءات تختلف باختلاف المصدر الذي تلجأ إليه.

ويتم التمييز في التمويل بالاستدانة بين ثلاثة مصادر معروفة وهي: التمويل بالقروض المصرفية، التمويل بالقروض السندية والتمويل بالإيجار.

#### 1. التمويل بالقروض المصرفية

تعد القروض مصدرا من أهم مصادر التمويل في المؤسسات، لا سيما الكبيرة منها، وذلك لسهولة الحصول عليها وإمكانية ترتيب أقساط الوفاء بها بالشكل الذي يتناسب مع التدفقات النقدية المتوقع تحقيقها من الأصول التي سيتم تمويلها.

#### 1.1 مفهوم القرض المصرفي

هو مبلغ من المال غير قابل للتجزئة يتم الحصول عليه من بنك أو أي جهة مقرضة أخرى (مؤسسة أو شخص طبيعي) مقابل دفع فوائد بمعدل محدد من قيمته.

وإذا أردنا إعطائه تعريف أشمل وأدق، فالقرض عبارة عن اتفاق مكتوب بين المقرض والمقرض، يقدم بموجبه المقرض مبلغا من المال للمقرض مقابل التزام هذا الأخير بدفع الفوائد وإعادة كامل المبلغ المقرض بموجب دفعات متفق عليها وفي مواعيد محددة.

وتتضمن اتفاقية الإقراض مجموعة من الشروط الواجب تحديدها، والتي لن يمضي العقد إلا

بتواجدها، وهي:

- معدل الفائدة، والذي قد يكون ثابتا أو متغيرا.
- طريقة ومواعيد تسديد القرض.
- الضمانات التي ستقدم للمقرض للتأكد من صدق نية المقرض على إرجاع الدين.

إن هذه الشروط الثلاثة تعد ضرورية عند إبرام أية اتفاقية إقراض، لكن هذا لا يمنع من إضافة شروط أو بنود أخرى حسب ما يتفق عليه الطرفين ( المقرض والمقترض ).

## 2.1. عرض لطرق وكيفيات تسديد القروض المصرفية

يعمل البنك على استرداد القروض التي منحها للمقترضين مع الفوائد المترتبة عليها عن طريق دفعات محددة ووفق خطة معينة تعرف بخطة اهتلاك القرض. وتشمل الدفعة الواحدة على قسط الاهتلاك مضافا إليها فوائد الفترة، و تسدد هذه الدفعات على مدار فترات تمثل أجزاء متساوية من السنة، أو قد تسدد نهاية كل سنة.

ويمثل استهلاك القرض قسطا يسدد من أصل القرض، بحيث عند بلوغ مجموع الأقساط المبلغ الأصلي للقرض يكون المدين قد وفى بالتزاماته فيما يخص تسديد القرض.

ولتسديد القروض واهتلاكها توجد ثلاث طرق تعد الأكثر استخداما وهي: التسديد بدفعات ثابتة، التسديد بأقساط ثابتة والتسديد نهاية المدة (In fine).

### 1.2.1. التسديد بالدفعات الثابتة

يسدد القرض وفق هذه الطريقة بدفعات متساوية تتضمن استهلاك جزء من القرض والجزء الثاني لتسديد الفوائد المنقضية.

#### قانون احتساب الدفعة

بافتراض أن  $a$  تمثل الدفعة السنوية الثابتة ،  $n$  عدد الدفعات اللازمة لسداد القرض،  $i$  سعر الفائدة و  $E$  أصل القرض. وكما هو معلوم فإن مبلغ القرض يساوي إلى مجموع القيم الحالية للدفعات التي سدد بواسطتها القرض عند الزمن 0 أي تاريخ إبرام القرض.

$$E = a \frac{1-(1+i)^{-n}}{i} \Rightarrow a = E \frac{i}{1-(1+i)^{-n}} \quad \text{وعليه فإن:}$$

### 2.2.1. التسديد بالأقساط الثابتة

حسب هذه الطريقة يتم استهلاك القرض بأقساط متساوية مما يجعل الدفعات متغيرة، حيث تتناقص بتناقص الفوائد المسددة في كل مرة.

ويتم حساب القسط الثابت بقسمة مبلغ القرض على عدد فترات السداد. أما الدفعة في عبارة عن القسط مضافا إليه الفائدة.

### 3.2.1. التسديد مرة واحدة نهاية المدة

وفق هذه الطريقة يكتفي المقترض بسداد الفوائد نهاية كل وحدة زمنية دون أن يسدد أي جزء من أصل القرض، وفي نهاية المدة يقوم بتسديد فوائد الوحدة الزمنية الأخيرة إضافة إلى مبلغ القرض بكامله.

## 3.1. مزايا وعيوب التمويل بالقروض المصرفية

### 1.3.1. مزايا التمويل بالقروض المصرفية

من أهم مزايا هذا النوع من التمويل هو تكلفته، فالتكلفة المحددة والمعروفة مسبقا للقروض البنكية تكون في أغلب الأحيان أدنى من تكلفة الأموال الخاصة، ويعود ذلك للوفر الضريبي الذي يحققه المقترض من خلال طرح الفوائد المدفوعة من النتيجة.

وبالإضافة لما سبق تبقى القروض المصرفية مصدرا متاحا لجميع المقترضين مهما كبر حجمهم أو صغر، فالكل بإمكانه الحصول على قرض إذا توفرت فيه الشروط اللازمة.

### 2.3.1. عيوب التمويل بالقروض المصرفية

- الارتباط والتبعية الشبه التامة للبنك، فعلى المؤسسة المقترضة الالتزام بكامل شروط العقد، وأي خلل في الدفع قد يترتب عنه إنهاء العقد من طرف البنك ومطالبة المؤسسة برد كامل مبلغ القرض.

- قد يؤدي التوسع في الاقتراض إلى فقدان ثقة المتعاملين والشركاء. فالتوسع في الاقتراض من شأنه أن يضع المؤسسة في عسر مالي، أين تتعذر عن الوفاء بالتزاماتها، أو قد يؤدي بها للتنازل عن مشاريع استثمارية مربحة كانت تود القيام بها.

## 2. التمويل بالقروض السندية

يمثل القرض السندي بديلا للقرض البنكي، يتم اللجوء إليه بشكل خاص عند كون المبلغ المراد اقتراضه كبيرا جدا، فبدلا من اقتراض هذا المبلغ من جهة واحدة يتم اقتراضه من جهات عدة، حيث تقوم المؤسسة بطرح سندات للاكتتاب تساوي قيمتها مجتمعة قيمة المبلغ المراد اقتراضه.

### 1.2. تعريف

يعرف القرض السندي على أنه قرض مقسم لعدة أجزاء متساوية القيمة ويكتتب فيه عدد كبير من المقرضين.

أما السند فهو عبارة عن أداة دين طويل الأجل، تصدره الشركات أو الحكومة، وطبقا لهذا العقد يقبل المقرض - مصدر السند - أن يدفع قيمة السند مع الفوائد المستحقة في تاريخ محدد لحامل السند.

وتمثل السندات أوراق دين على الجهة المصدرة للسند سواء كانت هذه الجهات حكومية أو مؤسسات عامة أو خاصة، وعلى عكس الأسهم فهي لا تعطي الحق لحملها في امتلاك جزء من رأس مال الشركة ولا الحق للتدخل في إدارتها.

### 2.2. خصائص السندات

من أجل فهم كيفية سير القرض السندي، ينبغي الإحاطة بخصائص السندات والتعرف على أهم المفاهيم المتعلقة بها.

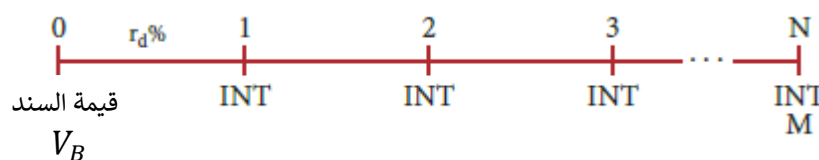
ويشمل الجدول الموالي ملخص عن المصطلحات الواجب معرفتها لفهم موضوع السندات والقرض السندي.

المصطلح	المفهوم
القيمة الإسمية (M)	هي القيمة المعطاة للسند، والمستخدم في حساب الفوائد، وتعرف كذلك بالسعر التعادلي
سعر الإصدار (E)	وهو المبلغ الذي يدفعه المستثمر لشراء سند إذا كان $M < E$ نقول أن الإصدار أقل من السعر التعادلي إذا كان $M = E$ نقول أن الإصدار يساوي السعر التعادلي
علاوة الإصدار	هي الفرق بين القيمة الإسمية وسعر الإصدار
سعر التسديد (R)	هو المبلغ المدفوع لحمل السند عند تسديد قيمته إذا كان $M = R$ نقول أن التسديد تم بالسعر التعادلي إذا كان $M < R$ نقول أن التسديد أكبر من السعر التعادلي
علاوة التسديد	هي الفرق بين سعر الإصدار والقيمة الإسمية
معدل الفائدة الإسمي ( $r_d$ )	هو المعدل المستخدم لحساب الفوائد (قد يكون ثابتاً أو متغيراً)
عدد السندات (N)	هو إجمالي السندات المصدرة والمطروحة للاكتتاب

### 3.2. تقييم السندات

كما رأينا سابقاً، في الإدارة المالية قيمة أي أصل مالي (سواءً كان سهماً أو سنداً أو عقد إيجار أو حتى أصل مادي مثل مبنى أو آلة) هي ببساطة القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي من المتوقع أن ينتجها الأصل.

بالنسبة للسندات العادية التي تحمل معدل فائدة، تتمثل التدفقات النقدية في مدفوعات الفائدة خلال عمر السند بالإضافة إلى المبلغ المقترض (القيمة الاسمية) عند تاريخ استحقاق السند.



المعادلة الموائية التي يمكن ايجادها في العديد من الأشكال تسمح بإيجاد قيمة السند

$$V_B = \frac{INT}{(1+r_d)^1} + \frac{INT}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{INT}{(1+r_d)^N} + \frac{M}{(1+r_d)^N}$$

$$V_B = \sum_{t=1}^N \frac{INT}{(1+r_d)^t} + \frac{M}{(1+r_d)^N}$$

$$V_B = INT \left[ \frac{1}{r_d} + \frac{1}{r_d(1+r_d)^N} \right] + \frac{M}{(1+r_d)^N}$$

$r_d$ : معدل العائد المطلوب على الدين، وهو معدل العائد الذي يعوض المستثمر بشكل عادل عن شراء أو الاحتفاظ بالسند. (معدل الفائدة)

N: عدد الفترات إلى تاريخ الاستحقاق

INT: قيمة الفوائد المستحقة خلال كل فترة.

## 4.2. عرض لطرق وكيفيات تسديد القروض السندية

على غرار القروض المصرفية، يتم تسديد القروض السندية سواءً بدفعة واحدة نهاية المدة أو باهلاكات ثابتة أو بدفعات ثابتة، وتعد طريقة الدفعة الواحدة نهاية المدة (In fine) الأكثر شهرة واستخداماً في تسديد القرض السندي.

### 1.4.2. التسديد مرة واحدة نهاية المدة

وفق هذه الطريقة تلتزم الجهة المقترضة بدفع الفوائد السنوية نهاية كل سنة، أما أصل القرض فيتم تسديده واهتلاكه دفعة واحدة في آخر المدة.

تحسب الفوائد (I) على أساس القيمة الاسمية للسندات (V) :  $I = N \times V \times i$

أما مبلغ القرض المسدد فيحسب على أساس سعر التسديد :  $(N \times R)$

### 2.4.2. التسديد بالأقساط الثابتة

في حالة التسديد بأقساط ثابتة، تقسم السندات إلى أجزاء متساوية حسب مدة القرض ( السندات المهتلكة كل سنة تكون ثابتة وتساوي  $\frac{N}{n}$  ) مع دفع الفائدة على السندات المتداولة التي لم تهتك بعد. ويجب أن يكون عدد السندات المهتلكة عدداً تاماً، كما تختار السندات التي ستهتك عن طريق القرعة.

### 3.4.2. التسديد بالدفعات الثابتة

تحسب الدفعة الثابتة عند اهتلاك القرض السندي بنفس طريقة حسابها عند اهتلاك القرض المصرفي، وذلك باستخدام العلاقة المذكورة أعلاه، الاختلاف الوحيد أنه عند حساب عدد السندات المهتلكة في كل فترة فإننا نقرّبها للعدد الصحيح الأقرب.

## 5.2. مزايا وعيوب التمويل بالقرض السندي

### 1.5.2. مزايا التمويل بالقرض السندي

- يسمح بالمحافظة على استقلالية التسيير داخل المؤسسة، فلا يحق لحملة السندات بالمشاركة في الإدارة.

- يعتبر هذا النوع من التمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل عن طريق رفع رأس المال لما يتيح من وفورات ضريبية.
- يمكن تحديد مقدار الفوائد الواجب دفعها مباشرةً عند الإصدار، وكذا تحديد المدة اللازمة لتسديد الدين، بالتالي فإن نسبة الفوائد لا تتغير تبعاً لمستوى الأرباح، بعكس حالة الأسهم.

### 2.5.2. عيوب التمويل بالقرض السندي

- القرض السندي مرتبط بموعد استحقاق، ومن ثم يجب على المؤسسة العمل على توفير قدر كبير من الأموال لغرض تسديد الدين عند تاريخ الاستحقاق،
- يمنح عقد القرض السندي الحق للمقترض في فرض مجموعة من القيود على المؤسسة منها حق عدم حصول المؤسسة على قروض جديدة، حق عدم بيع وشراء الأصول الثابتة، منع إجراء توزيعات أو التخفيض من نسبتها،
- تترتب على القرض السندي تكلفة مرتفعة نتيجة لتسديد الفوائد، حيث أن الفشل في تسديد هذه الفوائد أو أصل الدين قد يعرض المؤسسة إلى الإفلاس.
- يعتبر هذا النوع من التمويل متاحاً فقط للمؤسسات الكبرى، بينما تجد المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الصعوبة في الحصول عليه.

تقييم السندات

### 3. التمويل التأجيري

#### 1.3. تعريف

هو عبارة عن عقد يبرم بين طرفين يسمى فيه الأول بالمؤجر (مالك الأصل) والثاني بالمستأجر (مستخدم الأصل)، وبموجب هذا العقد يقوم المؤجر بمنح المستأجر حق استخدام أصل مملوك لفترة زمنية محددة، مقابل التزام هذا الأخير بدفع أقساط دورية متفق عليها للمؤجر.

إن الميزة الأساسية للتمويل التأجيري تبرز من خلال كون المستأجر يقوم باستخدام الأصل دون الالتزام بشرائه، فهنا يظهر الوجه التمويلي لعملية الإيجار، حيث بدلا من استخدام رأس المال المملوك أو



المقترض كأساس لتمويل عمليات شراء الأصول، فإنه بالإمكان استخدام الاستئجار كبديل تمويلي يسمح بتحقيق المنافع الاقتصادية من هذه الأصول دون اللجوء إلى شرائها.

وقد يجد المطالع أو الباحث في هذا الموضوع عدة تسميات أخرى للتمويل التأجيري تختلف باختلاف المراجع المتناولة لهذا المفهوم، من بينها: التمويل بالاستئجار، التمويل الاستجاري، التمويل الايجاري، القرض التأجيري. غير أنه وان وجد اختلاف في التسميات، يبقى هناك اتفاق حول المعنى.

### 2.3. أشكال التمويل التأجيري

يتخذ التمويل التأجيري أربعة أشكال مختلفة وهي:

- **التأجير التشغيلي:** يركز هذا النوع من التأجير على فكرة الانتفاع من الأصل المستأجر دون أن ينتهي هذا الانتفاع بتملك الأصل المعني، ذلك أن مدة الاستئجار حسب هذا الشكل غالباً ما تكون قصيرة ولا تتجاوز العمر الإنتاجي للأصل.

ويُلجأ لهذا الشكل من التأجير خاصة للحصول على المعدات والأدوات التي تتعرض لتغيرات تكنولوجية سريعة، ما يدفع المستأجر إلى عدم الاحتفاظ بها طيلة عقد فترة التشغيل، كما يمكنه إنهاء العقد خلال هذه الفترة بغية الاستفادة من أحدث التكنولوجيات المتاحة. و لا يتضمن هذا النوع من العقود خيار الشراء عند نهاية مدة التأجير التي لا تتعدى عادة الثلاث سنوات.

- **التأجير التمويلي:** يقوم هذا الشكل من التأجير على إبرام عقد يقتضي قيام المؤجر بتمويل شراء الأصول بناءً على طلب المستأجر، ثم يقوم بتأجيرها لها لمدة زمنية مقابل دفعات إيجار يتفق عليها.

وعلى عكس التأجير التشغيلي، فإن مدة استخدام الأصل في التأجير التمويلي تكون طويلة، إضافة إلى أن العقد فيه غير قابل للإلغاء، ويتاح للمؤجر عند انقضاء مدة العقد الاختيار بين البدائل التالية:

- شراء الأصل المؤجل مقابل دفع مبلغ من المال يكون قد حدد مسبقاً عند إبرام العقد.

- تجديد عقد الإيجار بشروط جديدة بين الطرفين مع مراعاة تقادم الأصل.

- إنهاء العقد وإرجاع الأصل للمؤسسة المؤجرة.

• **البيع وإعادة الاستئجار:** حسب هذا الشكل، تقوم المؤسسة أو الطرف الذي يريد الإستئجار ببيع أحد

الأصول التي يملكها لمؤسسة مالية أو أي مؤسسة متخصصة في التأجير، مع عقد اتفاق بينهما تتعهد

فيه هذه الأخيرة بتأجير الأصل الذي اشترته لمالكة الأول مقابل أقساط محددة ولفترة زمنية معلومة.

• **التأجير الرفعي:** يستخدم هذا النوع من التأجير بشكل خاص في تمويل الأصول الثابتة المرتفعة

القيمة، وهو يشبه إلى حد بعيد التأجير التمويلي، غير أن هذا العقد يتطلب تدخل طرف ثالث إضافة إلى

المؤجر والمستأجر وهو المقرض. فحسب هذا العقد فإن المؤجر يقوم بتمويل الأصل الذي سيؤجره

بالاستعانة بمؤسسات الإقراض (جزء يموله ذاتيا والباقي عن طريق قرض)، وفي هذه الحالة فإن الأصل

يعتبر رهنا لقيمة القرض، وللتأكيد على ذلك يوقع عقد القرض كل من المؤجر والمستأجر كضمان لسددا

القرض. أما المستأجر فحاله هنا لا يختلف عن الحالات السابقة، فهو ملزم بدفع أساط الإيجار دوريا

حسب ما هو متفق عليه.

### 3.3. مزاي وعيوب التمويل التأجيري

#### 1.3.3. مزاي التمويل التأجيري

- يتميز التمويل التأجيري بمرونة عالية، باعتبار أن أقساط الإيجار يتم تكييفها حسب طاقة وقدرة كل

مؤسسة.

- يسمح بالتمويل الكامل للاستثمارات.

- يسمح التمويل التأجيري بتحقيق بعض الوفورات الضريبية، كون أقساط الإيجار تعد مصروفا فهي

تخصم من النتيجة.

- يمكن التمويل التأجيري من تفادي خطر التقادم التكنولوجي، فللمستأجر الحق في تغيير العقد أو إلغائه بغية اقتناء أصول جديدة تتماشى مع التكنولوجيا.

### 2.3.3. عيوب التمويل التأجيري

- يعتبر مرتفع التكلفة بالمقارنة مع القرض المصرفي على المدى المتوسط.
- بالنظر لسهولة الحصول على هذا النوع من التمويل، فهناك خطر استخدامه في نشاطات غير مربحة أو ضعيفة المردودية.

## IV. القيود المتحكمة في عملية التمويل

بعد التعرف على مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسات، يجب أن يعلم متخذ القرار التمويلي أنّ هناك مجموعة من القيود المفروضة على خياراته التمويلية، والتي يجب أن يكون مطلعاً جيداً عليها بغية تشكيل الهيكل المالي الأنسب لحالة المؤسسة. ويمكن تلخيص أهم هذه القيود في الآتي:

### 1. قاعدة التوازن المالي الأدنى

تنص هذه القاعدة على ضرورة تمويل الاستخدامات الثابتة في المؤسسة بالموارد الثابتة. أي أنّ ما تملكه المؤسسة من تثبيتات طويلة الأجل (كالمباني و المعدات)، يجب أن يكون تمويله قد تم عن طريق موارد طويلة الأجل (كالأموال الخاصة والقروض المصرفية).

إنّ الاخلال بهذه القاعدة من شأنه أن يسبب العديد من المشاكل للمؤسسة، أهمها العجز المفاجئ في الخزينة، والتراجع الحاد في رأس المال العامل ومثال ذلك أن تستخدم المؤسسة قرصاً قصير الأجل في تمويل اقتناء مبنى.

## 2. قاعدة الاستدانة العظمى (الاستقلالية المالية)

تشير هذه القاعدة إلى أنّ مجموع الديون المالية لا يجب أن يتعدى حجم الأموال الخاصة في المؤسسة، وقد جرى التعبير عن هذه الطرق باستخدام نسبة الاستقلالية المالية كآتي:

$$\text{الاستقلالية المالية} = \text{الديون المالية} / \text{الأموال الخاصة}$$

للتزام بالقاعدة المذكورة، لا يجب أن تتعدى النسبة أعلاه الواحد. فمهما كانت طبيعة القرار التمويلي، يجب دوما الحفاظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة، بمعنى يجب أن يظل ملاك المؤسسة مساهمين في الجزء الأكبر من احتياجاتها وليس العكس.

فإذا كان قرار الاستدانة يجعل نسبة مساهمة المقرضين أعلى من المالكين في خصوم المؤسسة، قد يتسبب ذلك في فقدان المؤسسة لاستقلاليتها المالية وفي العديد من المشاكل مثل خطر الافلاس والعسر المالي.

## 3. قاعدة القدرة على السداد

تقوم القاعدة على وجوب عدم تجاوز الديون المالية للمؤسسة ثلاثة أضعاف قدرتها على التمويل الذاتي.

$$\text{القدرة على السداد} = \text{الديون المالية} / \text{قدرة التمويل الذاتي}$$

تحقيق هذه القاعدة يكون بالحفاظ على هذه النسبة دون الرقم 3. وتشير القاعدة إلى أنّ المؤسسة تستطيع تغطية مجمل ديونها باستخدام قدرتها على التمويل الذاتي للسنوات الثلاثة القادمة.