

يعتبر التمويل العصب الأساس لقيام الأنشطة الاقتصادية إذ لا قيام لأي نشاط مُدرّ للربح دون تمويل مسبق فيمكن اعتبار المؤسسة الاقتصادية في بادئ الأمر على انها فكرة إستثمارية وجدت التمويل الكافي لتجسيدها. إن قرار التمويل يكتسح دورا هاما في المؤسسة الاقتصادية فهو يعتبر من أهم القرارات المالية إلى جانب قرار الاستثمار وقرار توزيع الأرباح. يعتبر البحث عن مصادر التمويل من أهم المهام المسندة للمسير المالي، إذ يقع على عاتقه عملية تدبير الأموال اللازمة لتمويل مختلف نشاطات المؤسسة على المدى القصير والطويل. يعتبر التمويل من الركائز الأساسية في المؤسسة الاقتصادية لضمان إستمرار نشاطها، إذ يحتاج قرار التمويل إلى تخطيط مسبق والذي يستدعي تحديد الأهداف، تسطير البرامج، تحديد مصادر التمويل المتوفرة، دراسة الهيكل المالي للمؤسسة وتنفيذ البرامج والخطط المسطرة، كل هذه العمليات السابقة تهدف أساسا إلى التخصيص الأمثل للموارد المالية في المؤسسة الاقتصادية.

تقوم دورة حياة المؤسسة على مبدأ إستمرار النشاط فبالتالي تحتاج إلى مصادر التمويل بشكل مستمر من أجل إقتناء المعدات والآلات، توسيع النشاط، تكوين المخزون، تسديد مختلف تكاليف الاستغلال، تمويل إحتياجات رأس المال العامل وغيرها من الأنشطة الضرورية لبقاء المؤسسة.

تقوم وظيفة التمويل في المؤسسة الاقتصادية على تسيير مصادر التمويل بالشكل الذي يسمح للمؤسسة بتمويل نشاطاتها، مواجهة إلتزاماتها عند آجالها، تمويل توسعها والاحتفاظ بالقدر الكافي من النقدية دون تعطيل ارد المالية.

تُصنّف طرق التمويل عادة إلى صنفين كما هو موضح في الجدول التالي: طرق التمويل طويلة المدى وطرق التمويل قصيرة المدى.

### الجدول 16: طرق التمويل في المؤسسة الاقتصادية

طرق التمويل قصيرة المدى	طرق التمويل طويلة المدى
تسيير إحتياجات رأس المال العامل القروض البنكية قصيرة المدى	التمويل بالأموال الخاصة (الداخلية والخارجية) التمويل بالقرض السندي التمويل بالقرض البنكي طويل المدى التمويل بالقرض الإيجاري

المصدر: من اعداد المؤلف بتصرف، انطلاقاً من

BERK Jonathan, DEMARZO Peter, CAPELLE-BLANCARD Gunther, COUDERC Nicolas (2016), **Opcit**, pp.885-1009.

إن طرق التمويل المذكورة في الجدول السابق ليست متاحة لكل المؤسسات بنفس الشكل، فمثلاً من بين الشروط اللازمة لإصدار قرض سندي أو إصدار أسهم في السوق المالي يجب أن يكون الشكل القانوني للمؤسسة "مؤسسة ذات أسهم" (SPA)، بالتالي لا يمكن لمؤسسة "ذات الشخص الوحيد وذات المسؤولية المحدودة" (EURL) الحصول على هذه الأنواع من التمويلات.

#### 1.1. طرق التمويل طويلة المدى

إن طرق التمويل طويلة المدى تشمل كل أصناف التمويل المخصصة لسد الإحتياجات المالية طويلة المدى للمؤسسة والتي تتمثل بالأساس في الإستثمارات. من بين طرق التمويل طويلة المدى نذكر ما يلي: التمويل بالأموال الخاصة، التمويل بالقرض السندي، التمويل بالقرض البنكي، التمويل بالقرض الإيجاري.

##### 1.1.1. التمويل بالأموال الخاصة

تشمل الأموال الخاصة كل مصادر التمويل التي تعود ملكيتها لأصحاب المؤسسة من مساهمين أو شركاء، تمثل الأموال الخاصة أحد أهم مصادر التمويل طويلة المدى، كما أن المؤسسات التي لها أموال خاصة معتبرة يمكن لها الحصول على قروض بطريقة أسهل بالمقارنة مع المؤسسات ذات أموال خاصة محدودة.

تتقسم أصناف التمويل بالأموال الخاصة إلى صنفين أساسيين كما هو مبين في الجدول التالي: التمويل الداخلي بالأموال الخاصة والتمويل الخارجي بالأموال الخاصة.

### الجدول 17: أهم طرق التمويل بالأموال الخاصة

التمويل الداخلي بالأموال الخاصة	التمويل الخارجي بالأموال الخاصة
التمويل الذاتي التنازل عن الاستثمارات	إصدار أسهم رأس المال الاستثماري

المصدر: من اعداد المؤلف

#### أ. التمويل الداخلي بالأموال الخاصة

يشمل التمويل الداخلي بالأموال الخاصة مجموع الموارد المالية التي تتحصل عليها المؤسسة أساسا من نشاط الاستغلال وكذلك الموارد المالية خارج الاستغلال التي تتحصل عليها المؤسسة دون اللجوء الى مصادر خارجية. من بين مصادر التمويل الداخلي بالأموال الخاصة نذكر: التمويل الذاتي والتنازل عن الاستثمارات.

#### • التمويل الذاتي (AF)

يتمثل في ذلك الجزء المتبقي من قدرة التمويل الذاتي (CAF) للمؤسسة بعد خصم الأرباح الموزعة مع العلم أن قدرة التمويل الذاتي تشير الى الفائض السنوي الكامن والمتولد من الفرق الموجب بين التدفقات النقدية المقبوضة والتدفقات النقدية المدفوعة، وفقا للصياغة الرياضية التالية:

الصياغة الرياضية لقدرة التمويل الذاتي:

$$\text{قدرة التمويل الذاتي} = \text{الناتج التي سيتم تحصيلها} - \text{الأعباء التي سيتم دفعها}$$

الصياغة الرياضية للتمويل الذاتي:

$$\text{التمويل الذاتي للسنة } (t) = \text{قدرة التمويل الذاتي للسنة } (t) - \text{أرباح السهم للسنة } (t-1) \text{ الموزعة في } (t)$$

#### • التنازل عن الاستثمارات

إن الموارد المالية الناجمة عن تنازل المؤسسة عن أصل من أصولها الثابتة تعبر موارد داخلية، تسمى عملية التنازل عن التثبيتات بالإستثمار السلبي، تعتبر هذه الموارد إستثنائية بالنسبة للمؤسسة وذلك راجع لأن عملية التنازل لا تكون إلا نادرا في الحالات الخاصة.

## ب. التمويل الخارجي بالأموال الخاصة

يشمل التمويل الخارجي بالأموال الخاصة مجموع الموارد المالية التي تتحصل عليها المؤسسة من المستثمرين مقابل حصولهم على حقوق الملكية في رأس المال الاجتماعي للمؤسسة.

### • اصدار أسهم

السهم هو ورقة مالية يمثل مستند ملكية صادر من شركات رؤوس الأموال (الشركات ذات أسهم)، يمنح حامله مجموعة من الحقوق من بينها: حق ملكية رأس المال الاجتماعي للمؤسسة، الحق في النتائج التي تحققها المؤسسة، الحق في المشاركة والتصويت في الجمعية العامة للمساهمين.

### • رأس المال الاستثماري

يمثل رأس المال الاستثماري مجموع الأموال الخاصة التي تقدمها مؤسسات متخصصة (تسمى شركات رأس المال الاستثماري) لصالح مؤسسات غير مدرجة ببورصة الأوراق المالية. إن أهم شكل من أشكال رأس المال الاستثماري يتمثل في رأس المال المخاطر والمتمثل في توفير الأموال الخاصة لتمويل المؤسسات الناشئة ذات عوائد متوقعة جد مرتفعة ومستوى مخاطرة جد مرتفع كذلك.

## 2.1.1. التمويل بالقرض السندي

السند هو ورقة مالية يمثل مستند مديونية بين صادر السند والمستثمر في السند (الحائز على السند)، بموجب هذه الورقة المالية يقوم المستثمر في السند بإقراض قيمة السند لصالح صادر السند بالمقابل يتعهد هذا الأخير بتسديد نسبة فائدة معينة سنويا وتسديد قيمة السند عند تاريخ استحقاقه. بالتالي يمكن اعتبار القرض السندي على أنه عقد دين بين المؤسسة الصادرة للسندات والمقرضين الذين حازوا على سندات المؤسسة.

## 3.1.1. التمويل بالقرض البنكي طويل المدى

القروض البنكية طويل المدى هي قروض تمنحها البنوك لتمويل إستثمارات المؤسسات، تفوق مدة سريان القرض السنة الواحدة وتكون عادة من خمسة الى سبعة سنوات. يتحصل البنك على فوائد سنوية بالإضافة لاسترجاع مبلغ القرض في آخر مدة الاستحقاق.

## 4.1.1. التمويل بالقرض الإيجاري

تم تعريف القرض الإيجاري (الإعتماد الإيجاري) في الفصل السابق على أنه يتمثل في عملية تجارية ومالية مُمارة من طرف مؤسسات مؤهلة قانونا (البنوك، المؤسسات المالية، شركات الإعتماد الإيجاري)، تقوم على عقد إعتماد إيجاري يجمع بين طرفين وهما شركة التأجير (المؤجر) والمتعامل الاقتصادي (المستأجر).

يلتزم المؤجر بموجب هذا العقد بتأجير أصول (منقولة أو غير منقولة) لفائدة المستأجر، مقابل دفع إيجارات لمدة محددة في العقد. عند انقضاء هذه المدة يمكن للمستأجر أن يكتسب الأصول المؤجرة كلياً أو جزئياً. بالتالي يتضمن الإعتماد الإيجاري خيار الشراء لفائدة المستأجر.<sup>46</sup>

## 2.1. طرق التمويل قصيرة المدى

إن طرق التمويل قصيرة المدى تشمل كل أصناف التمويل المخصصة لسد الاحتياجات المالية قصيرة المدى للمؤسسة والتي تتمثل بالأساس في احتياجات دورة الاستغلال. من بين طرق التمويل قصيرة المدى نذكر ما يلي: تسيير إحتياجات رأس المال العامل والقروض البنكية قصيرة المدى.

### 1.2.1. تسيير إحتياجات رأس المال العامل

- كما تم عرضه في الفصل السابق إن إحتياجات رأس المال العامل تنتج أساساً من الفوارق الزمنية بين:
- آجال التخزين: الفارق الزمني من تاريخ تخزين المواد الأولية الى مدة تخزين المنتجات النهائية مروراً بالمدة التي تستغرقها عملية الإنتاج.
  - آجال التحصيل: تمنح المؤسسة لزيائنها آجالاً للدفع والتي قد تكون طويلة أو قصيرة حسب علاقة المؤسسة بزيائنها، وضعية المؤسسة بالسوق، حجم المؤسسة، نوع المنتج وغيرها
  - آجال التسديد: يمنح الموردون آجالاً للدفع للمؤسسة والتي قد تكون طويلة أو قصيرة حسب حجم الطلبية، علاقة المؤسسة ديها وغيرها.

## 2.2.1. القروض البنكية قصيرة المدى

القروض البنكية قصيرة المدى هي قروض تمنحها البنوك لتمويل احتياجات الاستغلال في المؤسسات، لا تفوق مدة سريان القرض السنة الواحدة. من بين القروض البنكية قصيرة المدى نذكر ما يلي: تسهيلات الصندوق، خصم الاوراق التجارية، السحب على المكشوف، تسبيق على الصفقات.

## 2. سياسة التمويل في المؤسسة الاقتصادية

تمثل سياسة التمويل مجموع القرارات المالية المتعلقة بكيفية تخصيص الموارد المالية للمؤسسة، بالتالي تشمل سياسة التمويل جميع الممارسات التي يتبناها المسير المالي للمؤسسة من أجل إدارة التدفقات المالية. إن الهدف الأساسي لسياسة التمويل يتمثل في تحديد هيكل رأس المال<sup>47</sup> الأمثل للمؤسسة الذي يسمح بتعظيم القيمة السوقية للمؤسسة وبتقليل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال.

## 1.2. التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال

تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال المتوسط المرجح لتكاليف التمويل الدائم للمؤسسة، يمكن حسابه حسب الصيغة التالية:<sup>48</sup>

- $k$  : التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال
- $k_e$  : تكلفة الأموال الخاصة (معدل العائد المطلوب من قبل المساهمين)
- $k_d$  : تكلفة المديونية (معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين)
- $E$  : القيمة السوقية للأموال الخاصة
- $D$  : القيمة السوقية للمديونية
- $\tau$  : معدل الضريبة على أرباح الشركات

$$k = \left[ k_e \times \left( \frac{E}{E + D} \right) \right] + \left[ k_d \times (1 - \tau) \times \left( \frac{D}{E + D} \right) \right]$$

تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال الحد الأدنى من العائد الذي يجب أن تحققه أصول المؤسسة، من أجل الوفاء بمعدلات العائد المطلوب من طرف المساهمين أخذا بعين الاعتبار الالتزامات المالية اتجاه المقرضين وتكلفة اصدار الأسهم والسندات. تمثل التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال العائد الأدنى الذي تعتمده المؤسسة لكل مشروع استثماري جديد، لذلك يمكن استعماله كمعدل التحيين عند حساب القيمة الحالية الصافية للمشاريع الاستثمارية. تتكون التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال من جزئين أساسيين كما هو مبين فيما يلي:

$$k = \left[ k_e \times \left( \frac{E}{E + D} \right) \right] + \left[ k_d \times (1 - \tau) \times \left( \frac{D}{E + D} \right) \right]$$

$$\Rightarrow k = \underbrace{\left[ k_e \times \left( \frac{E}{E + D} \right) \right] + \left[ k_d \times \left( \frac{D}{E + D} \right) \right]}_{\substack{\text{التكلفة الوسطية المرجحة} \\ \text{لرأس المال قبل الضريبة}}} - \underbrace{\left[ \tau \left( \frac{D}{E + D} \right) \right]}_{\substack{\text{الاقتصاد الضريبي} \\ \text{الناجم عن المديونية}}}$$

نستنتج مما سبق أن المديونية تسمح للمؤسسة بالتقليص من التكلفة الوسطية المرجحة لرأس المال بمقدار الاقتصاد الضريبي التي يتولد عن الاستدانة، وهو راجع لسبب رئيسي والمتمثل في أن أعباء الفوائد هي أعباء قابلة للخصم عند احتساب مبلغ الضريبة على أرباح المؤسسات.