



**الفصل الثالث**  
**التمويل والهيكل المالي**  
**للمنشة**

## المقدمة

التمويل من المهام الرئيسة الأولى من واجبات المدير المالي، فهو مجموعة من الممارسات التي يتم بموجبها الحصول على الأموال من مصادر مختلفة ومناسبة؛ لتوفير الاحتياجات المالية، واستخدامها بكفاءة وفاعلية عالية، وهذه المعاني ستحصل عليها تفصيلاً من خلال أربعة أقسام رئيسة بهذه الوحدة، حيث تبدأ بالتمويل الإداري، الذي يحتوي على نظرية التمويل الإداري وأهميته، ووظائفه، والعائد على الاستثمار، ومصادر التمويل، وتحديد الخطوات الأساسية للتمويل.

أما القسم الثاني فيوضح الهيكل العام للمنشأة، وفي القسم الثالث مصادر التمويل المتوسطة وطويل الأجل، وفيه يتم دراسة الأسهم العادية والممتازة، والسندات، والقروض، والأرباح المحتجزة، والقسم الرابع والأخير يحتوي على العوامل المحددة لأنواع التمويل.

\*\*\*

## 1- التمويل الإداري

### ماهية وظيفة التمويل الإداري:

يهتم المدير المالي بالعديد من المهام، وتأتي عملية التمويل في طليعة هذه المهام، التي تنطوي على مجموعة من الممارسات التي من شأنها الحصول على الأموال من مصادر مختلفة ومناسبة، والاستفادة القصوى من هذه الأصول، بحيث تتحقق - من جراء ذلك - درجة عالية من الكفاءة في استخدام هذه الأموال، وبهذا المفهوم يمكن النظر إلى التمويل كعملية على أنها مجموعتان من الممارسات:

#### المجموعة الأولى:

تشتمل على الممارسات التي تقود إلى توفير الاحتياجات المالية اللازمة للمنشأة.

#### المجموعة الثانية:

وهي تلك التي تهتم بحسن استخدام هذه الأموال، وتحقيق مثالية مرتفعة.

وفي هذا السياق يمكن التمييز بين نوعين من التمويل حسب التطور الزمني للمشروع، وانتقاله من طور الفكرة إلى طور الواقع الفعلي، وهما:

#### • تمويل الإنشاء والظهور:

يهتم هذا النوع من التمويل بتحويل فكرة المشروع إلى واقع فعلي، وتركز وظيفة التمويل هنا على توفير الأموال اللازمة لقيام المشروع، وتزويده بأساسيات قيامه؛ من أراضي ومبانٍ وآلات، ومعدات، ورأس مال التشغيل.

#### • تمويل البقاء والاستمرار:

هذا النوع يتم من أجل الحفاظ على استمرارية حياة المشروع، وبقائه في موقع تنافسي جيد، في بيئة المنشآت الأخرى، وتتجسد ممارسات هذا النشاط هنا في تشغيل الأموال في شراء مواد خام، ومستلزمات إنتاج أخرى، وتأمين العمالة اللازمة، ومتابعة النشاط الإنتاجي للحصول على المنتج النهائي وتسويقه، ومن ثم الحصول على التدفقات النقدية الواردة Cash in flows.

وبالإضافة إلى هذين النوعين من التمويل - استناداً إلى التطور الزمني للمشروع - يمكن التمييز أيضاً بين نوعين رئيسيين من حيث ملكية المنشأة، وهما:

### - التمويل العام:

الذي يشتمل على تأمين الأموال وحسن إنفاقها في منظمات ومؤسسات القطاع العام.

### - التمويل الخاص:

الذي يتناول تأمين الأموال وحسن استخدامها في المنظمات والمؤسسات الفردية.

ولقد ظهرت عدة اتجاهات وآراء، تناولت موضوع تعريف وظيفة التمويل، يمكن إيرادها على النحو التالي:

#### • تعريف وظيفة التمويل استنادًا إلى مهام المدير المالي:

يرى أصحاب هذا الاتجاه، بأن التمويل هو جملة الممارسات والمهام التي يقوم بها المدير المالي في المنشأة. غير أن هذا التعريف لا يتصف بالدقة؛ نظرًا لأن مسؤوليات المدير المالي تختلف - بشكل واضح - من منشأة لأخرى، فهناك بعض المهام الخاصة بالتمويل، قد تتم خارج نطاق مهام المدير المالي، مثل مسؤولية اتخاذ القرارات التمويلية الرئيسية في المنشأة، والتي تكون عادة من مهام ومسؤوليات الإدارة العليا، علاوة على ذلك، فإن المدير المالي يمارس العديد من المهام والأعمال التي لا تصنف باعتبارها عملية تمويلية، حتى ولو أن لهذه الأعمال طابعًا ماليًا.

#### • تعريف وظيفة التمويل باعتبارها العمليات المتصلة بإدارة النقدية:

انطلاقًا من أن أي عمل تجاري يتطلب استخدامًا للنقدية. غير أن هذا التعريف قاصر؛ لأن العمليات التي تجري في المنشأة، هي ذات طابع أشمل وأعم، من أن تقتصر على إدارة النقدية، مع العلم أن ثمة قضايا إدارية ذات طابع مالي دون أن تمس النقدية، فقد يتم الاقتراض لغرض سداد دين ما. وذلك من خلال الطلب من المصرف بتسديد القرض إلى حساب أحد المقرضين أو الدائنين. إن هذه العملية هي عملية مالية وإدارية، لكن ليس لها أي أثر على النقدية في المنشأة. كما أن الائتمان التجاري هو أحد العمليات المالية، مع أنها لا تتصل بالنقدية بشكل مباشر.

#### • تعريف وظيفة التمويل بالتركيز على القرارات المالية:

يمثل هذا الرأي الاتجاه الحديث في دراسة التمويل، ويشمل القرارات الخاصة بالحصول على الأموال واستخدامها، ويتناول أيضًا الطريقة التي يمكن استخدامها لتقرير ما إذا كانت هناك حاجة للتوسع، أو الإبقاء على الوضع الحالي، ونحن نميل إلى الاتجاه الحديث في تعريف التمويل، ونرى أنه نشاط متشابك مع الأنشطة الأخرى؛ كالإنتاج والتسويق، ويتناول تحديد مصادر التمويل، وتأمين الأموال بأقل كلفة ممكنة، ومن مزيج أمثل وتوجيه استخدامها بشكل ربيعي.

## 1.1 أهمية وظيفة التمويل :

تأتي أهمية التمويل من الحاجة إلى الأموال، فتزداد أهمية وظيفة التمويل بزيادة الحاجة إلى المال، وتنقص بنقصان هذه الحاجة.

ويرجع التمويل في أصله - سواء أكان عامًّا أم خاصًّا - إلى الحاجة الاقتصادية للسلع والخدمات، فمع زيادة الحاجة إلى السلع، والحاجة إلى المبادلة، تزداد أهمية التمويل، وتنقص أهميته في مجتمع لا يتسم بالمبادلة، بل يتم إشباع الحاجات الاقتصادية بوساطة الإنتاج المباشر، وبالاكتفاء على استغلال العمل للموارد الاقتصادية.

ومع انخفاض أهمية المبادلة Trade-off - في مثل هذه المجتمعات - تنخفض أهمية توفر رأس المال المستخدم في الإنتاج، ولا شك أن تقسيم العمل، ومبادلة الفائض الشخصي، هما اللذان أكسبا المال - باعتباره وسيلة للتبادل - أهمية خاصة، وازدادت بالتالي أهمية التمويل.

نستخلص أن أهمية التمويل تظهر من خلال أهمية وضرورة توفر رأس المال اللازم للعمليات والأنشطة الإنتاجية والتسويقية، سواء أكانت هذه العمليات تتسم بطابع مرحلي أو بطابع موسمي، أو كانت تتسم بطابع إستراتيجي طويل الأمد، تتعلق بتواجد المنشأة الاقتصادية في ساحة المنافسة، أو الصراع من أجل البقاء، أو بطابع مرحلي.

وفي سياق الحديث عن أهمية التمويل لا بد من الاعتراف بأهمية الادخار، كأحد المصادر الأساسية للتمويل الذي ينجم عن الدخل، فمع زيادة الدخل، يمكن أن يزداد القسط القابل للادخار، وبالتالي يزداد مصدر التمويل.

## 2.1 نظرية التمويل الإداري :

تعتمد نظرية التمويل على النظريات الاقتصادية Economic Theories، وعلى أساليب التحليل الاقتصادي الكلي والجزئي Macro-and Micro economics، ولقد عرفت خلال مراحل تطورها الأطوار التالية:

### • نظرية الإنتاج (Production Theory):

ترى نظرية الإنتاج (الثمن) بذورها في النظرية الاقتصادية لدراسة سلوك المشروع، وأن المشروع رشيد، وهو يسعى - من خلال تصرفه - إلى تعظيم الربح، وهي تهتم بالبحث عن المبادئ التي تحقق أكبر ربحية ممكنة للمشروع، وذلك من خلال استخدام المزيج الأمثل من عوامل الإنتاج المستخدمة، أما هذا الاستخدام الأمثل فهو ناجم عن اختيار المشروع حجمًا معينًا من

الإنتاج، والاستمرار في زيادة هذا الإنتاج إلى النقطة التي تتعادل فيها التكلفة الحدية مع الإيراد الحدي، والتي تحقق أكبر ربح ممكن، أما إذا زادت التكلفة الحدية عن الإيراد الحدي الناجم عن زيادة الإنتاج، فإن ذلك سيؤدي إلى تقليل الربح.

وفي هذه النظرية، يتم استبدال استخدام الإنتاج الأنسب بالاستثمار الأمثل، وتستخدم التكلفة الحدية للأموال بدلا من التكلفة الحدية للإنتاج، ويستخدم العائد أو الكفاءة الحدية للاستثمار بدلا من الإيراد الحدي للإنتاج أو المبيعات.

#### • نظرية المنشأة (Company Theory):

تقوم نظرية المنشأة على أساس البحث عن تحسين العلاقة بين الإيراد والتكلفة، لمصلحة الإيراد الناجم عن دخول أموال إضافية للمنشأة، وهذا يشير إلى زيادة معدل الأرباح، وبالتالي فإن من مصلحة المنشأة البحث عن المصدر المناسب للتمويل الذي يمكن أن تتحقق من خلاله العلاقة السابقة، أي الإيراد الأكبر من التكلفة. إن مقارنة الإيراد الحدي Marginal Revenue أو الزائد والنفقة الحدية Marginal Cost في نظرية التمويل تكون قاصرة على النواحي المالية، فالإيراد المتوقع من الاستخدام، يستبعد جميع التكاليف، ما عدا تكاليف التمويل والاستهلاك، ويقارن هذا الإيراد بالمدفوعات التي يجب سدادها لمصدر الأموال، وبكل بساطة يكون من المريح زيادة الاستخدام، أي إضافة أصول أو زيادة الاستثمار، إذا كان الإيراد المتوقع من هذه الأصول الجديدة ينتظر زيادة عن التكلفة اللازمة لمكافحة المصادر الإضافية، أي الإضافة إلى الخصوم، ورأس المال.

ولكن عملية الإضافة إلى الأصول هذه لا تكون مربحة بشكل غير محدود، ولهذا تقتضي مصلحة المنشأة التوسع إلى الحد الذي تتساوى فيه تكلفة التمويل الحدية، مع الإيراد الحدي للتمويل، أو ما يمكن تسميته وفق هذه النظرية بالكفاءة الحدية للاستثمار، على هذا فإن القرار بإضافة أصل ما للمنشأة، يتم من خلال مقارنة تكلفة التمويل الحدية مع العائد المتوقع من هذا الأصل.

ومن الواضح أنه - وفق هذه النظرية - يمكن للمشروع استخدام أمواله في الحصول على الأصول المختلفة، كما تتمكن المنشأة من تأمين احتياجاتها المالية من مصادر متعددة، منها ما

هو داخلي على شكل أرباح محتجزة، ومنها ما هو خارجي كالقروض والسندات، وتتمكن المنشأة أيضًا من حساب العائد على الاستثمار الإضافي.

### 3.1 العائد على الاستثمار Return on Investment :

يعتبر العائد على الاستثمار من أهم المؤشرات المستخدمة في قياس ربحية الأموال المستخدمة في المنشأة على شكل أصول وموجودات مختلفة، فهو يقيس قدرة المنشأة على استغلال موجوداتها من خلال العوائد الناجمة عن نشاطها. ويقصد بالعوائد هنا الأرباح الصافية بعد اقتطاع النفقات المختلفة والضرائب.

أما الأصول فهي تتضمن الأصول الثابتة والمتداولة على حد سواء.

ويعتبر المعدل المرتفع للعائد على الاستثمار في مصلحة المنشأة، ويعكس بالتالي أداء جيداً ومتميزاً للإدارة، أما المعدل المنخفض، فيدل على عدم قدرة الإدارة على تحقيق عوائد جيدة من خلال ما يتاح لها من إمكانيات مالية.

ومن خلال النظرة إلى العلاقة السابقة يتبين:

- أن هذا المؤشر يعطي وزناً مهماً لرأس المال المستخدم في المنشأة على شكل أصول متنوعة.
- مقدار العوائد الناجمة عن هذه الأصول.
- إمكانية تطبيق هذا المؤشر على المشاريع على اختلاف أنواعها، ويمكن تطبيقه على أقسام مختلفة في المشروع الواحد.
- يساعد هذا المؤشر على اختيار مصدر التمويل المناسب، وذلك على أساس الاعتماد على المصدر الذي يزيد من العائد على الاستثمار.
- يساعد في اختيار أسلوب التمويل المناسب، فعندما يكون معدل العائد على الاستثمار مرتفعاً مع افتراض المخاطرة المتدنية، فإن الاعتماد على الاقتراض قد يكون مفضلاً أكثر

من الاعتماد على الأسهم، أما في الحالة المعاكسة، فإن اللجوء إلى طرح الأسهم قد يكون مجدياً أكثر.

أما حساب العائد على الاستثمار، فيكون بإحدى الطريقتين التاليتين:

• الطريقة المباشرة:

تعتمد على نسبة الأرباح الصافية إلى الأصول المستخدمة بعد اقتطاع استهلاك الأصول الثابتة:

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي الربح} \times 100}{\text{صافي مجموع الأصول}}$$

• الطريقة الثانية:

تحلل النسبة السابقة إلى نسبتين، وتقوم على ضرب النسبة الأولى، وهي معدل دوران الأصول في النسبة الثانية، والتي يطلق عليها نسبة هامش الربح.

$$\text{العائد على الاستثمار} = \frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{صافي مجموع الأصول}} \times \frac{\text{صافي الربح}}{\text{صافي المبيعات}} \times 100$$

فإذا ارتفعت المبيعات وارتفع الربح، فإن ذلك يساعد على زيادة العائد على الاستثمار، وحتى إن ارتفع صافي مجموع الأصول بنسبة أقل من نسبة الزيادة في صافي المبيعات، فإن ذلك يساهم في زيادة العائد على الاستثمار، كما أن انخفاض صافي مجموع الأصول يمكن أن يزيد من العائد على الاستثمار، ويمكن أن تتعرض المبيعات إلى الانخفاض، لكن انخفاض هذه المبيعات بنسبة أقل من الانخفاض الحاصل في صافي مجموع الأصول، لن يؤدي إلى تخفيض العائد على الاستثمار، بل إن ذلك في مصلحة المنشأة.

ومن أجل توضيح كيفية حساب العائد على الاستثمار نسوق المثال التالي:

توفرت لدينا البيانات التالية عن المنشآت الاقتصادية أ، ب، ج.

المطلوب حساب العائد على الاستثمار وتوضيح النتائج.

| البيان                 | منشأة أ | منشأة ب | منشأة ج |
|------------------------|---------|---------|---------|
| المبيعات               | 1500000 | 1500000 | 1500000 |
| تكلفة المبيعات         | 700000  | 700000  | 700000  |
| مجمول الربح            | 800000  | 800000  | 800000  |
| الفوائد 8%             | 0       | 24000   | 48000   |
| صافي الربح قبل الضريبة | 800000  | 776000  | 752000  |
| الضرائب 20%            | 160000  | 155200  | 150400  |
| صافي الربح بعد الضريبة | 640000  | 620800  | 601600  |
| الأصول                 | 600000  | 600000  | 600000  |
| مجموع الديون           | 0       | 300000  | 600000  |
| صافي حق الملكية        | 600000  | 300000  | -       |

الحل:

بعد أن يتم حساب الفوائد على الديون في المنشأة ب والمنشأة ج واحتساب الضريبة، يمكن تطبيق قانون معدل العائد على الاستثمار.

$$\text{العائد على الاستثمار في المنشأة أ} = \frac{640000}{600000} \times 100 = 1.6\%$$

$$\text{العائد على الاستثمار في المنشأة ب} = \frac{620800}{600000} \times 100 = 1.3\%$$

$$\text{العائد على الاستثمار في المنشأة ج} = \frac{601600}{600000} \times 100 = 1.2\%$$

من الملاحظ أن معدل العائد على الاستثمار في المنشأة أ هو أفضل منه في المنشأة ب والمنشأة ج، ويعود السبب في ذلك إلى دفع المنشأة ب والمنشأة ج فوائد على الأموال التي تم اقتراضها.

أما إذا تم احتساب العائد على الاستثمار للأموال المملوكة، فيجب اقتطاع الديون من قيمة الأصول، ويمكن أن تظهر النتيجة على الشكل التالي:

العائد على الاستثمار في المنشأة أ = 1.6%

$$\text{العائد على الاستثمار في المنشأة ب} = \frac{620800}{300000} \times 100 = 2.6\%$$

$$\text{العائد على الاستثمار في المنشأة ج} = \frac{601600}{0} \times 100 = \text{عدم تعيين}$$

ومن الملاحظ أن العائد على الاستثمار من الأموال المملوكة، هو أكبر في المنشأة (ب) منها في المنشأة أ؛ وذلك لاعتماد المنشأة ب على الاقتراض والمتاجرة بملكية الغير، وتعتبر الإدارة ناجحة إذا استطاعت أن تحرك العناصر التي تؤثر في معادلة العائد على الاستثمار بشكل يساعد على زيادة الاستثمار بشكل يفوق التكاليف التي تتكبدها من جراء المتاجرة بملكية الغير، وهي التي تتعلق بتكلفة الاستدانة.

إن المثال السابق يوضح أن العائد على الاستثمار، هو بمثابة معيار تسعى الإدارة إلى تحقيقه، وهذا يساعدها أيضًا في ممارسة نشاطها التخطيطي والرقابي، وبالتالي يمكن القول إنه أداة تخطيط ورقابة، أو أداة إدارية مهمة.

وعند استخدام العائد على الاستثمار كأداة لقياس الأداء، فإنه يمكن الحكم بشكل موضوعي أكثر على كفاءة الإدارة في تحقيق الأرباح؛ لأن الربح قد لا يكون قادرًا على إعطاء الصورة الحقيقية عن الأداء.

فإذا كان مقدار الربح في منشأة ما 20000000 جنيه، فهو - ولا شك - للوهلة الأولى مبلغ جيد، وهو أفضل من أرباح منشأة ثانية والبالغة 2000000، ولكن إذا كانت الأصول المستخدمة في المنشأة الأولى 100000000 جنيه، فإن العائد على الاستثمار 10/2 أو 5/1، وإذا كانت الأصول في المنشأة الثانية 6000000 جنيه، فإن العائد على الاستثمار يبلغ 6/2 أو 3/1، وهو أفضل من 5/1.

غير أن العائد على الاستثمار، وبرغم أهميته كمقياس للأداء في المنشأة، فإنه يتوقف على الطرق المحاسبية التي أعدت بها الحسابات والبيانات المالية في المنشآت، وبالتالي قد لا يمكن من المقارنة بين المنشآت، هذا مع العلم أن تقلب قيمة النقود تحد أيضًا من قيمة وأهمية العائد

على الاستثمار؛ لأنه وإن أظهر تطوراً من فترة لأخرى، فإن هذا لا يعني دائماً أن أداء المنشأة قد تحسن؛ لأن قيمة النقود تتناقص مع الزمن، وهذا ما لا يستطيع العائد على الاستثمار إظهاره.

وفي الوقت الذي يفيد العائد على الاستثمار في الحد من الطموح غير الحذر لدى بعض المديرين، فإنه لا يُمكن من الحكم الدقيق على أداء هؤلاء؛ لأن بعض القرارات الإدارية التي قد تكبد المنشأة تكاليف إضافية في الوقت الحالي، والتي تنقص من العائد على الاستثمار، فإن آثارها الإيجابية تظهر بعد فترة زمنية قد تكون طويلة نسبياً، وبالتالي، فإن الحكم في هذه المرحلة على كفاءة الإدارة لم يكن دقيقاً.

وبالرغم من هذه التحفظات على العائد على الاستثمار، فإنه - ولا شك - مقياس جيد للأداء، يمكن أن تسترشد به الإدارة، ويمكنه أن يحكم بشكل أفضل، إذا استخدم مع غيره من المعايير والمؤشرات الأخرى.

#### 4.1 خطوات التمويل الأساسية:

إن تنفيذ وظيفة التمويل يختلف من منشأة لأخرى؛ وفقاً لاعتبارات كثيرة، منها الحجم وطبيعة النشاط والبيئة وغيرها، وهذا يعني أنه من الصعوبة وضع خطوات موحدة ونموذجية لكل المنشآت، لكن على الرغم من هذه الصعوبة، فإن الخطوات التالية يمكن أن تكون نمطية إلى حد بعيد:

##### • التعرف على الاحتياجات المالية للمنشأة:

لعل من أكثر أسباب فشل المشروعات الاقتصادية شيوعاً، هو تخطيط المشروع على أساس رأس المال الحالي الموجود لدى أصحاب المشروع، وهذا لا يعتبر سبباً في فشل المشروعات الاقتصادية فحسب، بل يعتبر أيضاً أحد أشكال التمويل الخطأ للمشروعات التي يقوم بها المؤسسون، ولهذا فإن على المنشأة أن تتعرف - بشكل مستمر - على الاحتياجات المالية في الفترة الحالية والفترة المستقبلية القريبة منها والبعيدة.. بعد ذلك يجب ترتيب هذه الاحتياجات وفق أولويتها وأهميتها؛ لكي يتم النظر فيما هو متوفر فيها، وهذا الأمر يتطلب من المخطط المالي أن يضع خطة مالية، تتسم بالمرونة وإمكانية التغيير.

وعند تأسيس أي مشروع، فإنه لا بد من تحديد متطلبات المشروع من أصول رأسمالية، ضمن قائمة تحتوي على الأصول الثابتة؛ كالأراضي، والمباني، والآلات، ووسائل النقل، والأثاث،

وغير ذلك، وهنا لابد من دراسة المشاريع الأخرى المماثلة؛ للاستفادة من تجربتها، ومن البضائع الصادرة عن المحاسبين، وعن المصارف المتخصصة في الاستثمار.

إن التعرف على الاحتياجات، لا يتم فقط عند التأسيس وبداية عمل المشروع فحسب، وإنما يستمر أيضًا طالما أن هناك مستجدات يخضع لها المشروع باستمرار، ولابد من دراسة ما تحتاجه المنشأة من أموال في كل مرة لتغطية هذه الاحتياجات.

#### • تحديد حجم الأموال المطلوبة:

بعد أن يتم التعرف على الاحتياجات المالية، تبدأ عملية تحديد كمية الأموال المطلوبة لتغطية هذه الاحتياجات، وهذه الخطوة ليست سهلة؛ لأنه من الصعوبة تقدير كمية الأموال بشكل دقيق؛ فقد يتم تقديرها دون المستوى أو أقل من المستوى المطلوب، ولهذا لابد من تحديد حدين لتمويل أي صفقة أو عملية، هما الحد الأعلى والحد الأدنى، ومحاولة الالتزام بهذين الحدين، بالاستناد إلى حساب تكلفة الأصول الرأسمالية، وتحديد رأس المال العامل والتفقات الأخرى الضرورية.

#### • تحديد شكل التمويل المرغوب:

قد تلجأ المنشأة إلى الاعتماد على القروض، أو إلى إصدار بعض الأسهم والسندات، وعادة ما يتم تمويل الأنشطة الموسمية بقروض موسمية ذات دفعات موسمية، وتجدر الإشارة إلى ضرورة عدم الإسراف في إصدار السندات أو الأسهم؛ لأن ذلك يربط التزامات معينة على المنشأة، وهذا حال القروض أيضًا، ولهذا تأتي ضرورة التناسب بين مدة التمويل وأسلوب التمويل.

#### وضع برنامج زمني للاحتياجات المالية:

بعد أن يتم تحديد الاحتياجات ومقدارها، وشكل التمويل، فإنه من المفضل أن يتم وضع خطة أو جدول زمني من أجل تدفق هذه الأموال؛ لكي لا تتكبد المنشأة تكاليف الأموال التي ستكون ضرورية في مرحلة زمنية قادمة، وأثناء وضع الجدول الزمني لابد من الأخذ بالاعتبار المدة التي يحتاجها الممول، لكي يلبي طلبات التمويل المقدمة من قبل المنشأة.

#### • وضع وتطوير الخطة التمويلية:

تتضمن الخطة التمويلية النشاطات التي ستنفق فيها الأموال، والعائدات المتوقعة منها، بالإضافة إلى الضمانات التي تساعد في الحصول على الأموال اللازمة، وتجنب المشكلات المتعلقة

بالسداد، كما أن هذه الخطة تبين أيضًا مقدار التدفقات الداخلة والخارجة؛ الشيء الذي يطمئن المقرضين لمنح أموالهم، عندما يعلمون مواعيد استردادها.

• تنفيذ الخطة التمويلية والرقابة عليها وتقييمها:

إن تنفيذ الخطة يتطلب أن تكون موضوعة بشكل جيد، قابل للتطبيق، كما يتطلب المتابعة المستمرة، وتصحيح الانحرافات الناجمة عن التنفيذ الخطأ أو أسباب أخرى، ولا شك أن الخطة التمويلية يمكن أن تتقادم؛ لهذا لا بد من العمل على تحديثها وتعديلها وفق المتطلبات الحديثة.

### 5.1 مصادر التمويل (Financial Sources):

ثمة أنواع مختلفة للتمويل، وسوف نتناولها من خلال المعيار الزمني في تقسيمها؛ ولذلك فهي تقسم إلى:

#### أولاً: التمويل قصير الأجل (Current-term Financial):

تمتد فترة هذا النوع إلى سنة أو أقل، وهو ضروري لتأمين جزء كبير من الموجودات المتداولة للمنشأة.

يتميز هذا النوع من التمويل بالسهولة، حيث يتم الحصول عليه بسهولة؛ نتيجة وجود منشآت توظف أموالها في هذا المجال، أما مصادر التمويل قصيرة الأجل فهي:

#### أ. الائتمان التجاري (Trade credit):

يتمثل الائتمان التجاري في المبيعات أو البضائع التي يمكن أن تحصل عليها المنشأة، دون الحاجة إلى دفع قيمتها نقدًا، وهذا الائتمان يكون غالبًا للبضائع وليس للآلات أو الأصول الثابتة، ويتوقف منحه على عدد من العوامل الشخصية، مثل مركز البائع المالي، ورغبته في التخلص من مخزونه السلعي، وعلى عدد من العوامل الناجمة عن حالة التجارة والمنافسة، مثل طبيعة السلعة المباعة، وغالبًا ما يتم منح الائتمان في سلع تتميز بطلب كبير، أو عندما تزداد المنافسة في السوق وحسب الحالة التجارية، ومن أنواع الائتمان التجاري:

1. الحساب الجاري (المفتوح).

2. أوراق الدفع.

3. السفتجة.

### ب. الائتمان المصرفي (Bank credit):

يعد هذا النوع من الائتمان من الوسائل المهمة في التمويل القصير الأجل، ويتميز هذا النوع من الائتمان بأنه:

- أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من الخصم النقدي.
- يمكن اعتباره مصدرًا لتمويل الأصول الثابتة أيضًا.
- هو أكثر مرونة من الائتمان التجاري؛ لأن المصرف يدفع القرض على شكل نقد، بينما الائتمان التجاري يتم الحصول على بضاعة.

ويمكن أن تكون القروض المصرفية على شكل قروض غير مضمونة، مثل:

- الاعتماد المفتوح (Open credit).
  - القرض المتجدد (الدوري).
  - القروض الخاصة بعملية معينة.
- وعلى شكل قروض مضمونة بأحد الأشكال التالية:
- القرض المضمون بضمان شخص آخر.
  - القرض المكفول بضمان أصل معين، مثل حسابات العملاء المدينة وأوراق القبض أو الأوراق المالية الأخرى أو البضائع.

### ثانيًا: التمويل متوسط الأجل (Intermediate term Financing):

عادة ما تكون استحقاقات التمويل متوسط الأجل من سنة إلى عشر سنوات، وقد تكون ممتدة بين سنة وخمس سنوات، أو سنة وسبع سنوات، وهي واقعة بين التمويل طويل وقصير الأجل، وعندما يبدأ التمويل طويل الأجل لفترة تزيد عن خمس سنوات، معنى ذلك أن التمويل المتوسط الأجل يمتد إلى خمس سنوات فقط.

وتعتبر شركات التأمين والمستثمرين القانونيين والبنوك، من أهم المصادر لهذا النوع من التمويل.

- التمويل بقروض مباشرة متوسطة الأجل Term Loans Financing:

تمنح مثل هذه القروض من قبل البنوك وشركات التأمين، ويتم سدادها على مدار عدة سنوات القروض، وتسمى أقساط خدمة هذه القروض باسم مدفوعات الإحلال Amatiration

Payments، وعادة ما يكون المقرض مكفولا بضمان معين، ويتم سداؤه على دفعات من أجل حماية كل من المقرض والمقترض من خطر الانقطاع المفاجئ للمدين عن التسديد لأسباب مالية. ولتحديد طريقة تسديد الدفعات المستحقة والفوائد المترتبة على القرض، يمكن الاعتماد على مفاهيم القيمة الحالية كما هو موضح في المثال التالي:

مثال: اقترضت إحدى المنشآت مبلغ 1000000 جنيه، يتم سداؤها على أقساط متساوية خلال 7 سنوات بفائدة قدرها 8%.

فيتم حساب القسط المترتب على فوائد القرض من خلال العلاقة:

$$ك = ق \cdot ح$$

$$م \cdot ح$$

حيث ك: قيمة الدفعة سنوياً.

ق ح: القيمة الحالية للقرض.

م ح: معامل الفائدة في جداول القيمة الحالية.

$$ك = \frac{1000000}{5.206} = 192086 \text{ قيمة الدفعة السنوية الواجبة السداد.}$$

$$5.206$$

إن التمويل بالقروض متوسطة الأجل يتيح للمقرض والمقترض إمكانية التفاوض والاتفاق المباشر، وهو بذلك يتميز بالمرونة، كما يتيح أيضاً إمكانية حصول المقرض على امتيازات، تؤهله لشراء الأسهم العادية.

أما شروط الحماية المتعلقة بهذا النوع من القروض، فيمكن تقسيمها كما يلي:

#### • الشروط العامة:

تهدف هذه الشروط إلى المحافظة على الوضع المالي للمنشأة وقدرتها على السداد، فهي متعلقة برأس المال، وتمثل:

أ. تحديد ديون المنشأة تجاه الآخرين.

ب. تحديد الحد الأدنى للرصيد النقدي الواجب الإبقاء عليه في المصرف طوال مدة القرض.

ج. تحديد كيفية التصرف بالقرض؛ كأن يتم مثلاً تحديد المبلغ الذي يخصص لشراء الآلات والمعدات.

- الشروط المشتركة:

تتمثل هذه الشروط في:

أ. إعداد القوائم المالية كالميزانية العمومية، وحساب النتائج، وتقديمها للمصرف.

ب. تحديد المبالغ التي يمكن للمنشأة استخدامها في استئجار الموجودات الثابتة.

- الشروط الخاصة:

تذكر هذه الشروط في عقود الأقرض الخاصة، ويتطلب من خلالها المصرف:

أ. ضرورة التأمين على حياة بعض العمال في المنشأة.

ب. تحديد الكيفية التي يسمح من خلالها للمقترض توظيف هذه الأموال.

ج. إلى أن يحدد موعد تسديد القرض، يشترط المصرف أن يبقى بعض الأشخاص في المنشأة؛

لقناعة المصرف بأن مثل هؤلاء يستطيعون تسيير العملية الإدارية والمالية بشكل يسمح بسداد القرض الممنوح.

- التمويل باستئجار عناصر الموجودات (Lease Financing):

كان ظهور هذا النوع من التمويل في الولايات المتحدة الأمريكية في عام 1952م، ثم شاع استخدامه في الستينيات في أوروبا.

يشمل هذا النوع من التمويل الحصول على المال على شكل أصل لازم في المنشأة، مقابل دفع قسط استئجار، وبموجب هذا النوع من التمويل لا يحتاج المستأجر إلا لدفع قسط شهري أو سنوي، يتم الاتفاق عليه في عقد الإيجار؛ ليتمكن من الحصول على هذا الأصل الذي غالباً ما يكون مرتفع القيمة، قد يصعب على المستأجر دفع هذا المبلغ، وغالباً ما يتم الاتفاق في عقد الاستئجار على التمديد أو الإلغاء.

أما أشكال هذا النوع من التمويل فيمكن أن تكون كما يلي:

- الاستئجار التشغيلي: ويسمى أيضاً استئجار الخدمة (Service Leases):

يتم بموجب استئجار الخدمة الحصول على الأصل مقابل قسط محدد، قد يتضمن - في بعض الأحيان - قيمة الصيانة أيضًا، ويتميز هذا الشكل من الاستئجار بقابلية إلغائه من قبل المستأجر في حال انتهاء حاجته للأصل، وهذا يساعد أيضًا على الحصول على أصل آخر أكثر تطورًا، في حال ظهور تطورات تكنولوجية سريعة.

#### • البيع أو الاستئجار (Sale and lease back):

يقوم هذا النوع من التمويل على أساس قيام المنشأة ببيع أحد أصولها، مثل الأراضي أو المباني أو الآلات إلى منشأة أخرى، مع احتفاظ المنشأة البائعة بحق استخدام الأصل لمدة محددة، وبشروط خاصة، ولكن هذا لا يعفي المستأجر من دفع أقساط يتم الاتفاق عليها في عقد يبرم بين الطرفين.

#### • الاستئجار المالي (Finance Leases):

يعتمد هذا الشكل من الاستئجار على قيام أحد المصارف بشراء آلة لإحدى المنشآت، وقيام المصرف بتأجير هذه الآلة أو الأصل للمنشأة، لقاء أقساط محددة، يمكن للمنشأة أن تقوم بشراء الأصل، ولكنها في كل الأحوال تتعهد بدفع قيمة الأقساط إلى حين تسديد قيمة الأصل مع الفوائد.

ومن الملاحظ أن التمويل باستئجار عناصر الموجودات من الأساليب الجيدة التي تتيح للمستأجر استخدام الأموال على شكل موجودات مختلفة، وتنتقل أيضًا أعباء التقادم التقنية والطبيعية المختلفة إلى المؤجر، وهنا يتمكن المستأجر أيضًا من استخدام الأصول الحديثة والمتطورة أولاً بأول.

وثمة نقطة مهمة، تتعلق بحماية المركز المالي للمنشأة، وقدرتها على السداد؛ لأنها لا تحتاج إلى دفع مبالغ كبيرة من أجل اقتناء الأصول، وعند اعتماد المنشأة بشكل كامل على الاستئجار، فإنها تتمكن من التمويل الكامل لعناصر الموجودات بمبالغ ليست مرتفعة، وهذا يحافظ على رأس المال العامل، ولا شك أن ارتفاع معدل استثمار رأس المال العامل يكون من مصلحة المنشأة في هذه الحالة.

ومما لا شك فيه أن اتباع هذا النوع من التمويل، يساعد على تخفيض الوعاء الضريبي؛ لأن أقساط الاستئجار هذه تحمل على حساب الدخل، ويظهر الدخل بالتالي متدنيًا، وهذا يجعل العبء الضريبي أقل.

كما يعتبر هذا الأسلوب في التمويل مناسباً عندما لا تتمكن المنشأة - لسبب ما - من الحصول على قرض مصرفي لتمويل احتياجاتها.

وبالنسبة للمؤجر، فإنه ليس لديه الخوف الكبير من تعرض المستأجر للإفلاس؛ لأن خسارة المؤجر في هذه الحالة هي فقط بمقدار القسط السنوي؛ لأنه يتمكن من استرداد الأصل الذي قام بتأجيره.

كما تعود ملكية عنصر الموجودات إلى المؤجر في نهاية مدة الاستئجار، وهذا ما يؤخذ على هذا النوع من التمويل بالنسبة للمستأجر، وهناك مأخذ آخر على هذا النوع من التمويل، وهو ما يتعلق باعتبارات التكلفة؛ لأن تكلفة الاستئجار قد تبلغ - في بعض الأحيان - مبلغاً يزيد على فوائد القرض المستخدم في شراء الأصول، وبالتالي فإن المستأجر قد يتمكن من توفير الفرق بين الفوائد وقسط الاستئجار، إذا ابتعد عن سياسة استئجار الأصول، ومما لا شك فيه أنه عند تعرض المستأجر للعسر المالي، فإن الشركات المؤجرة تلجأ إلى استرداد ملكية الموجودات، وهذا يقلل من مرونة هذا النوع من التمويل.

إلا أنه إذا تمت جدولة الدفعات، فإن الحل يبدو مجدياً للمستأجر، وغير مضرّ بالنسبة للمؤجر، وعلى كل من المؤجر والمستأجر أن يفاضل بين البدائل المتاحة لكل منهما قبل اتخاذ القرار النهائي بهذا الصدد.

#### • الشراء بالتقسيط:

يعتبر هذا النوع من الشراء مصدراً للتمويل بمقدار القسط الذي لم يسدد، حيث إن المنشأة تحصل على الأصل وتستطيع استخدامه، ولكنها لم تسدد كامل ثمنه، بل إنها تقوم بالسداد على دفعات محددة في فترات محددة، وهذا يساعدها على التصرف بشكل مرن؛ لأنها غير مجبرة على سداد كامل قيمة الأصل.

فإذا اشترت منشأة آلة بقيمة 50000 جنيه، تدفع على خمس دفعات متساوية خلال خمس سنوات، فإن المنشأة تستطيع استخدام الآلة التي قيمتها 50000 جنيه وتدفع في السنة الأولى 10000 جنيه، وهذا يدل على أن 40000 جنيه لا تزال تحت تصرف المشتري، وفي السنة الثانية يبقى 30000 جنيه، وفي السنة الثالثة 20000 جنيه، وفي السنة الرابعة 10000 جنيه.

من هنا يمكن القول إن الأقساط التي لم تستحق أو لم تسدد - مع أن الأصل في حيازة المنشأة التي اشترت الأصل - هي مصدر تمويل بهذه المنشأة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن رسوم التقسيط هذه، لا تخضع للضرائب، وهذا يشكل أحد الوفورات بالنسبة للمنشأة.

بالإضافة إلى ذلك، فإن هذا النوع من الشراء يمكن المنشأة من استخدام الأصل دون إنفاق مالي كبير.

لكن يؤخذ على هذا الأسلوب أن تكاليفه مرتفعة؛ لأن البائع لن يقوم ببيع هذا الأصل كما في البيع النقدي، بل إنه سيحمله عبئاً إضافياً؛ نتيجة التقسيط الذي يمنحه.

### ثالثاً: التمويل طويل الأجل Long Term Financing:

تبلغ فترة استحقاق الديون الطويلة الأجل ما يزيد على الحد الأدنى لها، وهو خمس سنوات، ويمكن أن يكون التمويل هذا من مصادر داخلية أو خارجية، وفيما يلي أهم هذه المصادر:

#### • الدين طويل الأمد:

يتمثل هذا النوع من الديون بسندات الدين غير المضمونة أو العادية، بالإضافة إلى سندات الدين المضمونة أو سند الدين نظير الرهن، أو سندات الدين القابلة للتحويل، وسندات الدين المتأخرة المرتبة.

وعادة ما تحصل السندات هذه على نسبة فائدة محددة وبتواريخ محددة.

إنها تمثل عبئاً مالياً يستوجب السداد في تاريخ محدد، لكن طول الفترة التي تستحق فيها الديون طويلة الأمد، تساعد على استخدام هذه الأموال في أصول ثابتة.

أما طريقة سداد هذه الديون، فتكون على شكل أقساط سنوية من قيمة مبلغ القرض، بالإضافة إلى الفائدة المترتبة على المبلغ.

وتجدر الإشارة إلى عدم المبالغة في الاعتماد على الديون من أجل تمويل احتياجات المشروع؛ لكي لا تسخر نشاطات المنشأة لخدمة الدين فقط.

- رأس المال السهمي:

تتوزع أسهم المنشأة إلى نوعين:

أ. الأسهم العادية (Common Stocks):

تمثل الأسهم العادية رأس المال الأصلي، الذي تم تأسيس المشروع بموجبه، وغالبًا ما يكون هذا المشروع شركة مساهمة، يحصل حامل السهم العادي على الأرباح في حال تحقيقها، وعند احتفاظ الشركة بأرباحها أو بجزء منها في سبيل التوسع أو مواجهة بعض المشكلات المالية.

ب. الأسهم الممتازة (Preferred Stocks):

تلجأ الشركات للتمويل عن طريق الأسهم الممتازة في عدة حالات:

- إذا كانت كلفتها أقل من كلفة الأسهم العادية، سيما أن هذه الأسهم الممتازة تحصل على عوائد ثابتة في حال تحقيقها.
- عندما لا تتمكن المنشأة من طرح السندات، أو الحصول على قروض من المؤسسات المالية المختلفة.
- عندما تنوي الشركة التوسع في أعمالها، أو زيادة رأس مالها، وكذلك في حال زيادة الأعباء على هذه الشركة.

إن الأسهم الممتازة تتميز بأنها مصدر تمويل للمنشأة؛ وذلك لعدم التزام المنشأة بسدادها في تاريخ معين، أو عدم دفع تكاليف على رأس المال المقدم من المساهمين، إلا في حالات تحقيق الأرباح، فإنهم يتقاضون جزءًا منها.

- التمويل الذاتي:

يشير هذا المصدر من التمويل إلى جملة المصادر التي تستطيع المنشأة بنفسها خلقها، وغالبًا ما تكون هذه المصادر من أموال الملاك على شكل أرباح محتجزة لم يتم توزيعها. بالإضافة إلى بعض المخصصات المالية، وخاصة مخصص الاستهلاك والمثونات الأخرى المختلفة، أما معدل التمويل الذاتي فيحسب بالعلاقة: التمويل الذاتي / قيمة الاستثمارات، فإذا ارتفع هذا المعدل فإنه يدل على اعتماد المنشأة على التمويل الذاتي.

وأما المصدر الأساس للتمويل الذاتي، فهو الأرباح التي تحققها المنشأة، والتي إذا تم إعادة توزيعها بمعدلات استثمار عالية، فإنها تتزايد بشكل كبير وتغدو مصدرًا مهمًا للتمويل.

وفي مجال الحديث عن الربح، كأحد المصادر الداخلية للتمويل، تأتي مشكلة توزيع هذا الربح؛ لأن المساهمين يفضلون - في كثير من الأحيان - الحصول على عائدات أسهمهم التي اكتتبوا بها.

غير أن المنشأة يمكن أن تتبع سياسة الاحتجاز، وعدم التوزيع، وهذا يثير مشكلة بالنسبة للمساهمين، فقد تكون هناك فئتان من المساهمين؛ منهم من يريدون التوزيع، وآخرون لا يريدون التوزيع، بل إعادة التوظيف والحصول على مكاسب مستقبلية أكبر، ونحن ننظر إلى هذه المشكلة، من خلال التوفيق بين مصالح كل من المساهمين والمنشأة والمجتمع. ولذلك فإن هناك ضرورة لتوزيع نسبة معينة من الأرباح على المساهمين العاديين؛ لكي لا يفكر هؤلاء بنقل ملكيتهم لمنشأة أخرى، وهذا يساعد بالتالي على المحافظة على قيمة السهم الاسمية، وزيادتها؛ لأن التوزيع يشجع المستثمرين الجدد على الاكتتاب في الشركة، وإعادة توظيف الجزء المتبقي.

#### ومن مزايا الأرباح المحتجزة:

- زيادة ربحية رأس المال الخاص، وزيادة العائد على السهم الواحد.
  - زيادة قدرة المنشأة على الحصول على قروض جديدة.
  - إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي أقل من مصادر التمويل الأخرى.
  - إن الاعتماد على التمويل الذاتي يعطي المنشأة درجة من الاستقلالية.
- ولكن يؤخذ على هذا الأسلوب:
- عندما يكون معدل العائد على الاستثمار مرتفعًا، فإن من مصلحة المنشأة المتاجرة بملكية الغير، من خلال الاعتماد على القروض.
  - عدم التوزيع قد يدفع بعض المساهمين إلى بيع أسهمهم، وبالتالي تعرض أسعار هذه الأسهم للانخفاض.
  - عندما لا تقوم المنشأة بالتوزيع، فإنها قد تعتقد أن هذا المصدر للتمويل هو قليل التكلفة، وهذا قد يدفعها إلى توظيفه في استثمارات منخفضة الربحية.

- إن زيادة أعباء الامتلاك لزيادة مصادر التمويل الذاتية، قد ينعكس على تكلفة المنتج، وهذا يؤثر مشكلة أخرى، يمكن أن تؤثر على أرباح المنشأة بشكل سلبي؛ لأن ارتفاع تكلفة المنتج قد يؤدي إلى قلة في الطلب على المبيعات.

وفي الحقيقة، فإن تحديد مصدر التمويل المناسب مسألة ليست على درجة كبيرة من السهولة، ولهذا ينبغي على المدير المالي - قبل أن يقوم بتحديد مصدر التمويل المناسب - أن يحدد طبيعة الأموال التي تحتاجها المنشأة؛ لأن هذا سيساعده في اختيار المصدر المناسب؛ ذلك لأن طبيعة النشاط الذي تمارسه المنشأة، سواء أكان صناعياً أو تجارياً، ونوع الموجودات ثابتة أو متداولة، تقتضي نوعاً معيناً من التمويل، قد لا يكون هو نفسه الذي تحتاجه منشأة زراعية لتمويل عمليات تشغيلية.

كما قد يلعب المركز المالي للمنشأة، وحجم إيراداتها دوراً في تحديد المصدر المناسب أو المتاح للمنشأة.

ومما لا شك فيه أن السياسة الاقتصادية للدولة، والإجراءات المالية التي تفرضها الحكومة، والتشريعات الضريبية، تدفع إلى اختيار مصدر للتمويل دون آخر، ولهذا فإن المدير المالي الناجح، هو الذي يستطيع التوفيق بين العوامل السابقة، واختيار المصدر الأمثل.

## 2 - الهيكل المالي للمنشأة

تحتاج المنشآت للتمويل؛ وذلك إما لتغطية حاجات طارئة، أو موسمية، أو عندما تقوم بالتوسع، وقد تعتمد المنشأة على مصادر التمويل الداخلية، وذلك بإصدار الأسهم العادية، أو استخدام الأرباح المحتجزة، أو الاعتماد على مصادر خارجية، مثل الاقتراض طويل الأجل وإصدار السندات.

تجدر الإشارة هنا إلى أن الاقتراض، والذي يترتب عليه دفع فوائد، هو حرام شرعاً، ويتنافى مع ديننا الحنيف؛ لقوله عز وجل: ﴿يَمْحُ اللَّهُ الرِّبَا وَيُرْبِي الصَّدَقَاتِ وَاللَّهُ لَا يُحِبُّ كُلَّ كَفَّارٍ أَثِيمٍ﴾ [البقرة: ٢٧١].

وقوله: ﴿وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا﴾ [البقرة: 275].

### التمويل القصير الأجل:

وهو ذلك النوع من التأمين الذي تكون فيه مدة استحقاق القرض أو التمويل، سنة أو أقل من سنة.

#### أولاً: مصادر التمويل قصير الأجل:

##### • الائتمان المصرفي:

ويتمثل في القروض المصرفية التي لا تتجاوز تواريخ استحقاقها سنة واحدة، وتكون على شكل تسهيلات الجاري مدين، والقروض الموسمية.

##### • الائتمان التجاري:

ويتمثل في التسهيلات التي يمنحها المورد للتاجر، وتنشأ بقيام المنشأة بالشراء الآجل، وذلك إما بكمبيالات، أو على شكل حساب جارٍ.

##### • الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن أوراق دين، تصدرها الشركات الكبيرة؛ بهدف الاقتراض، وفي العادة تكون مدة استحقاقها أقل من سنة.

- خصم الأوراق التجارية:

والمقصود به خصم الكمبيالات التجارية لدى البنك التجاري، وذلك بفائدة معينة؛ من أجل الحصول على التمويل قصير الأجل.

- بيع الديون أو التمويل مقابلها:

هناك شركات متخصصة، تقوم بشراء الديون من أصحابها، مقابل خصم بنسبة معينة من قيمتها الاسمية، كما أنه يمكن الحصول على تمويل بضمان هذه الديون.

- القبولات المصرفية.

- البيع التأجيري.

- الضرائب المؤجلة الدفع.

### ثانياً: مصادر التمويل متوسط الأجل:

ويتمثل في القروض التي تتراوح آجالها بين 2-7 سنوات، ويشمل:

1. القروض المصرفية.

2. تمويل المعدات.

### ثالثاً: مصادر التمويل طويل الأجل:

أ. أموال الملكية، وتضم:

1. الأسهم العادية.

2. الأسهم الممتازة.

3. الأرباح المحتجزة.

ب. الاقتراض ويشمل:

1. الإسناد.

2. القروض طويلة الأجل.

ج. الاستئجار:

وسيتتم شرح هذه الأنواع كل على حدة.

## 1.2 التمويل القصير الأجل:

وفي العادة تلجأ المنشأة إلى الاقتراض قصير الأجل؛ وذلك لتمويل النقص في النقدية والمخزون السلعي. ومن المعلوم أن جزءاً من مبيعات المنشأة يكون على الحساب، لذلك فهي بحاجة لتغطية النقص في النقدية، حتى يتم سداد هذه المبيعات الآجلة.

### مبررات الاقتراض قصير الأجل:

1. الاحتياجات الموسمية.
2. سهولة الحصول عليه.
3. انخفاض تكلفته مقارنة بالتمويل طويل الأجل.
4. قد لا يحتاج إلى ضمانات.
5. يتم اللجوء إلى الاقتراض قصير الأجل، في حالة عدم قدرة المنشأة الحصول على قرض طويل الأجل أو عدم القدرة على طرح أسهم جديدة.
6. يعتبر الائتمان قصير الأجل بدون تكلفة (الائتمان التجاري).

### أنواع القروض القصيرة الأجل:

#### • الائتمان المصرفي:

ويتمثل الائتمان المصرفي في القروض المختلفة التي يقدمها البنك لعملائه من المؤسسات التجارية والصناعية.

### أشكال الائتمان المصرفي:

#### • حسابات الجاري مدين:

وهي عبارة عن تسهيلات يقدمها البنك لعملائه، وفي حدود سقف معين، يستطيع العميل السحب من هذا الحساب، وفي حدود السقف الممنوح، ويتم احتساب الفائدة على المبلغ المستخدم من سقف الجاري مدين، ويجب على العميل إيداع حصيلة مبيعاته أو نشاطه التجاري في حسابه لدى البنك، كما يشترط عدم تجاوز سقف الجاري مدين الممنوح.

### • خصم الأوراق التجارية:

فيه يقوم العملاء الذين يتعاملون بالبيع الآجل (الكبيالات)، بتسييل هذه الكبيالات لدى البنك التجاري باحتساب الفائدة على الكبيالة، حتى تاريخ الاستحقاق وخصمها من القيمة الاسمية للكبيالة، وإعطاء العميل صافي قيمة الكبيالة.

### • الجاري مدين المستندي:

وفي هذا النوع من التمويل يقوم البنك التجاري بدفع قيمة الاعتماد المستندي، نيابة عن العميل المستورد؛ وذلك حتى يقوم العميل بدفع قيمة هذا الجاري مدين بعد بيع البضاعة، أو بعد فترة معينة يتم الاتفاق عليها. وسمي جاري مدين مستندي؛ لأنه يستخدم لتمويل الاعتمادات المستندية.

### • التمويل لقاء إيصالات البضائع في مستودعات عامة.

### • قبول الإسناد التجاري (الأوراق التجارية).

### أسس منح الائتمان المصرفي:

هناك عدة أسس يضعها البنك التجاري عند قيامه بمنح عملائه الأنواع المختلفة من القروض، ومن هذه الأمور:

### • مبلغ القرض:

ويجب أن يتناسب حجم القرض المطلوب مع حجم نشاط العميل التجاري. لذلك يجب على البنك دراسة حاجة العميل التمويلية، وتحديد المبلغ الذي يتناسب مع حجم نشاط العميل. ونود الإشارة هنا إلى أن منح العميل قرضًا يفوق حجم نشاطه، يؤدي إلى تحميل العميل انخفاض قدرة العميل على خدمة دينه، بالإضافة إلى ارتفاع نفقات التمويل لديه، كما أن منحه مبلغًا يقل عن حجم نشاطه، يؤدي إلى وقوعه في عسر مالي فني، أو يؤدي إلى المزيد من طلبات الاقتراض لهذا العميل.

### • الغرض من القرض:

يجب على البنك دراسة الغرض من التمويل المطلوب من قبل العميل؛ وذلك حتى يقوم البنك بتوجيه العميل نحو نوع التمويل الملائم لهذا الغرض. إن البنك التجاري هو بمثابة مستشار للعميل، يقوم بتوجيهه الوجهة السليمة وتقديم المشورة له.

• مدة القرض:

وتفضل البنوك - بشكل عام - القروض قصيرة الأجل، والتي تسدد نفسها بنفسها، إلا أن البنوك تقدم قروض طويلة ومتوسطة الأجل؛ وذلك لتمويل شراء الأصول الثابتة أو تمويل التوسع.

• مصادر الوفاء:

يجب على البنك التجاري دراسة مصدر السداد الأساس لدى العميل، ومدى كفايته لسداد التزامات البنك، كما يدرس أيضًا مصادر السداد الثانوية المتوفرة لدى العميل.

• مسموعات المقرض:

وهنا يجب التأكد من رغبة العميل في السداد من خلال مسموعاته الأدبية والتجارية.

• قدرة العميل الإدارية والفنية:

إن إدارة المشروع الجيدة تؤدي إلى حسن استغلال الأموال لدى هذه المنشأة، وبالتالي القدرة على سداد التزاماته.

• رأس مال المقرض:

وكما كان رأس مال العميل المقرض أكبر، أدى ذلك إلى زيادة اطمئنان البنك نحو منح العميل القرض المطلوب.

• الضمانات المقدمة:

ويهتم البنك بالضمانات المقدمة من العميل. وتعتبر الضمانات خط الدفاع الأخير بالنسبة للبنك، والذي يستطيع الرجوع عليه عند تعثر الدين.

وهناك أنواع مختلفة للضمانات، منها:

- أ. الضمانات العينية: مثل العقارات، والأوراق المالية، والآلات، والبضائع.
- ب. الضمانات الشخصية: مثل الكفالات الشخصية.

ويشترط في قبول هذه الضمانات أن تكون سهلة التسويق ومستقرة القيمة، وأن لا تكون قابلة للتلف، وإمكانية تقدير قيمتها ونقل ملكيتها.

**الانتماء التجاري:**

وهو عبارة عن التسهيلات بالدفع التي يمنحها المورد للتاجر (المنشأة) عند قيام الأخير بشراء بضاعة لإعادة بيعها، أو شراء مواد خام لتصنيعها وبيعها. ويجب الإشارة هنا إلى أن البيع

بالتقسيط لا يندرج ضمن الائتمان التجاري؛ لأن الهدف من الشراء بالتقسيط هو غاية الاستهلاك النهائي، وليس بهدف إعادة البيع، كما أن بيع الأصول الثابتة بكمبيالات يندرج تحت الائتمان التجاري.

### أشكال الائتمان التجاري:

#### • الحساب الجاري:

وفي هذا النوع من الحساب يقوم التاجر (المورد) بمنح العميل تسهيلات بالدفع دون توقيع العميل على كمبيالات، وهذه تعتبر ميزة بالنسبة للمدين؛ لعدم وجود وثيقة إثبات قانونية بيد الدائن.

#### • الكمبيالات:

والكمبيالة هي تعهد بدفع مبلغ معين بتاريخ معين، وهذا النوع فيه مزايا للدائن (المورد)، منها:

أ. الكمبيالة تعتبر وسيلة إثبات قانونية بيد الدائن.

ب. يستطيع الدائن تظهير الكمبيالة لتاجر آخر، أو خصمها لدى البنك والحصول على قيمتها نقدًا.

#### • الشيكات المؤجلة:

وهي وسيلة غير مرغوبة من قبل المدينين؛ نظرًا للإجراءات القانونية الصعبة بحق المتخلفين عن الوفاء بقيمة الشيكات. وتجدر الإشارة هنا إلى أن الشيك هو أداة وفاء غير معلقة على شرط، إلا أنها أصبحت تستخدم كأداة ائتمان.

### شروط الائتمان التجاري:

#### • الخصم المسموح به (الخصم النقدي):

وهو عبارة عن الخصم الذي يقدمه البائع للمشتري في حالة قيام الأخير بسداد قيمة البضاعة خلال مدة زمنية معينة.

- الفترة الزمنية المتوجب السداد خلالها لاكتساب الخصم النقدي.
- الفترة الزمنية المتوجب السداد خلالها دون اكتساب الخصم النقدي.

#### تكلفة الائتمان التجاري:

يمكن احتساب تكلفة الائتمان التجاري من المعادلة التالية:

$$\text{تكلفة الفشل في الحصول على الائتمان التجاري} = \frac{\text{معدل الخصم}}{\text{مدة الائتمان} - \text{مدة الخصم}} \times \text{أو} \frac{365}{360} \times 365$$

مثال:

فاتورة تحمل العبارة 10/3 صافي 40، وقرر المشتري عدم اكتساب الخصم. المطلوب حساب تكلفة الفشل في الحصول على الائتمان التجاري.

الحل:

تكلفة الفشل في الحصول على الائتمان التجاري =

$$\frac{365}{365 - 40} \times 3\% = 37.6\%$$

$$1 - 3\% = 97\%$$

ملحوظات:

- 10/3 صافي 40 يمكن قراءتها كما يلي: خصم نقدي مقداره 3%، إذا تم السداد خلال 10 أيام، وإلا يجب سداد كامل قيمة الفاتورة خلال 40 يومًا.

مثال آخر:

فاتورة قيمتها 10000 جنيه تحمل العبارة 10/5 صافي 30 يومًا، ونظرًا لعدم توفر سيولة لدى المنشأة، فقد قررت اقتراض المبلغ المطلوب من البنك بفائدة 15% وسداد قيمة الفاتورة، واكتساب الخصم. المطلوب هل كان قرار المنشأة حكمًا بالاقتراض من البنك أم لا؟ ولماذا؟ للإجابة عن هذا السؤال يجب حساب تكلفة الفشل.

$$\text{تكلفة الفشل} = \frac{365}{365 - 30} \times 15\% = 65.5\%$$

$$1 - 15\% = 85\%$$

$$= 96\% \times 365 = 35040$$

$$95\% \times 20 = 19000$$

قاعدة القرار: إذا كانت تكلفة الفشل أكبر من تكلفة الاقتراض، فيجب الحصول على القرض واكتساب الائتمان التجاري، والعكس صحيح.

وبالرجوع إلى المثال السابق، بما أن تكلفة الفشل والبالغة 96٪، أكبر من تكلفة الاقتراض البالغة 15٪، فيجب على المؤسسة الحصول على القرض واكتساب الخصم التجاري.

### أسباب استخدام الائتمان التجاري:

1. يعتبر الائتمان التجاري تمويلًا بدون تكلفة، مقارنة بالائتمان المصرفي.
2. سهولة الحصول عليه، مقارنة بالائتمان المصرفي، فهو ليس بحاجة إلى إجراءات معقدة وضمانات.
3. المرونة من حيث المبلغ، مقارنة بالائتمان المصرفي، حيث يستطيع المشتري زيادة سقف الائتمان التجاري دون الحاجة إلى تقديم ضمانات، بعكس الائتمان المصرفي.

### الأوراق التجارية:

وهي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل، تصدرها الشركات الكبيرة بهدف الاقتراض، ويتم بيعها في السوق المالي، وتصدر هذه الأوراق لحاملها لمدة قصيرة تقل عن السنة، وفي العادة لا تكون مضمونة بأية ضمانات، سوى المركز المالي والسمعة الائتمانية للشركة المصدرة. وتعتبر الأوراق المالية أداة من أدوات السوق النقدي؛ نظرًا لكون مدة استحقاقها قصيرة الأجل.

وتصدر هذه الأوراق بفئات محددة، ولمدة تتراوح بين 3 أيام وتسعة أشهر، وتصدر عادة بخصم إصدار، أي تباع بأقل من قيمتها الاسمية إلى جمهور المستثمرين والمتعاملين.

### مزايا الأوراق التجارية كمصدر من مصادر التمويل:

1. كلفتها قليلة، مقارنة بالائتمان المصرفي قصير الأجل.
2. إمكانية الحصول على مبالغ كبيرة، بعكس الاقتراض من البنك الذي يخضع لضوابط من حيث المبلغ والضمان.
3. سهولة الاقتراض، بالمقارنة مع الاقتراض من البنك.
4. تعزيز مكانة المقرض الذي تنجح أوراقه المالية في السوق.
5. لا تحتاج إلى ضمانات، بعكس الائتمان المصرفي الذي يشترط تقديم الضمان، خاصة عندما يكون المبلغ كبيرًا.

### عيوب الأوراق التجارية كمصدر من مصادر التمويل:

- قد يؤدي التوسع فيها إلى إهمال العلاقات مع البنوك.
- ضرورة دفع قيمة الورقة في تاريخ الاستحقاق، فإذا حدث مع الشركة المصدرة عسر مالي فني عند استحقاق هذه الأوراق، فإن حاملها لا يفهمون وضع الشركة المصدرة، بعكس البنك الذي يفهم وضع عملائه، ويقوم بتأجيل سداد التزامات عملائه عند الضرورة، وإعطائهم تمويلاً إضافياً؛ للتخلص من العسر المالي الذي يتعرض له المقترض.
- يقتصر استعمال هذه الأداة التمويلية على الشركات الكبيرة، والتي تتمتع بسمعة ائتمانية جيدة، ولها مركز مالي قوي، وأما الشركات الصغيرة فلا تستطيع استخدام هذا المصدر في التمويل.
- تحتاج إلى وقت ما بين إصدارها وتسويقها، ومن ثم الحصول على الأموال، بعكس الائتمان المصرفي، الذي لا يحتاج إلى هذا الوقت، خاصة عندما يكون المقترض متمتعاً بالجدارة الائتمانية العالية، والمركز المالي القوي.
- في حالة وجود وسطاء لتسويق الإصدار، ترتفع تكاليف هذه الأوراق؛ نظراً للعمولات المدفوعة إلى هؤلاء الوسطاء.

### 3- التمويل المتوسط والطويل الأجل

تعتبر أموال الملكية المصدر الأساس للتمويل بالنسبة للمشروعات الجديدة، كما أن التمويل بأموال الملكية يتمتع بالمزايا التالية:

1. تستخدم أموال الملكية في تمويل الاستثمار الدائم للمشروع، مثل إنشاء العقار الخاص بهذا المشروع.
2. تستخدم أموال الملكية في تمويل جزء من الاستثمارات طويلة الأجل الخاصة بالمشروع.
3. تمثل أموال الملكية صمام أمان بالنسبة للدائنين؛ وذلك لوقايتهم في حالة تعرض المشروع للفشل.
4. تعتبر أموال الملكية مصدرًا للوفاء بالديون.

#### مصادر أموال الملكية:

- أولاً: إصدار الأسهم العادية.
  - ثانياً: إصدار الأسهم الممتازة.
  - ثالثاً: الأرباح المحتجزة.
  - رابعاً: الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى أسهم.
- وسيتم شرح المصادر الثلاثة الأولى.

#### 1.3 الأسهم العادية:

والسهم العادي عبارة عن حصة في رأس مال الشركة المساهمة العامة المصدرة لهذه الأسهم، وتتراوح القيمة الاسمية للسهم - حسب قانون الشركات السوداني - بين جنيه وعشرة جنيهات. والقيمة الاسمية تمثل القيمة المدونة على متن السهم، وهي لا تعني بالضرورة سعر شراء السهم، وفي العادة تكون الأرباح الموزعة تمثل نسبة من القيمة الاسمية للأسهم العادية.

ومن الجدير بالذكر، أن الأسهم العادية قد تباع بأعلى من قيمتها الاسمية، أي أنها تباع بعلاوة إصدار، أو أنها تباع بأقل من قيمتها الاسمية، أي أنها تباع بخخص إصدار، ويتم تداول هذه الأسهم في السوق المالية، وذلك بعد أن تكون الشركة المصدرة قد حققت شروط الأرباح في سوق الأوراق المالية.

### حقوق حملة الأسهم العادية:

ويعتبر حملة الأسهم العادية ملاكاً للشركة؛ لذلك فهم يتمتعون بعدد من المزايا والحقوق.

#### • الحقوق الجماعية:

وهي مجموعة الحقوق التي تملكها الهيئة العامة للمساهمين، وتضم كل من يحمل سهماً في هذه المنشأة، مثل حق انتخاب مجلس الإدارة ومدقق الحسابات.

#### • الحقوق الفردية:

وهي الحقوق التي يتمتع بها المساهم الفرد وتضم:

- حق الاشتراك في الأرباح: وذلك في حالة تحقيق ربح، واتخاذ قرار بتوزيع الأرباح.
- الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية.
- الحق في التصويت: حيث يقوم حملة الأسهم العادية بالتصويت على أية قرارات تخص مستقبل المنشأة، مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، أو توسيع الشركة، أو الحصول على تمويل خارجي، وغيرها، ومن الجدير بالذكر أن لكل مساهم أصوات بقدر الأسهم التي يملكها.
- حق الأولوية بالاككتاب: ويسمى أحياناً حق الشفعة، ويعني أن للمساهمين في الشركة الأولوية في الاككتاب بالأسهم الجديدة التي تطرحها الشركة؛ وذلك بهدف المحافظة على مركز المساهم في المنشأة، والمحافظة على نصيبه في الاحتياطات والأرباح غير الموزعة.
- حق نقل ملكية الأسهم: ويتم تداول الأسهم بيعاً وشراءً في السوق المالي.
- حق المشاركة في موجودات الشركة عند تصفيتها، وذلك بعد دفع حصة الدائنين، وحصة حملة الأسهم الممتازة.
- حق الحصول على شهادة باسمه في الشركة.
- الحق في الاطلاع على حسابات الشركة.
- مسؤولية المساهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال.

### هيئات حملة الأسهم العادية:

- الهيئة العامة التأسيسية:

واجباتها:

- أ. الاطلاع على تقرير المؤسسين.
- ب. تعيين مدقق حسابات للشركة.
- ج. انتخاب مجلس الإدارة الأول.
- د. الاطلاع على النفقات التأسيسية، والتأكد من صحتها.
- الهيئة العامة العادية: وتجتمع مرة واحدة على الأقل خلال السنة.

واجباتها:

- أ. الاطلاع على تقرير مجلس الإدارة.
  - ب. الاطلاع على تقرير مدققي الحسابات.
  - ج. مناقشة حسابات الشركة.
  - د. انتخاب مجلس الإدارة.
  - الهيئة العامة غير العادية:
- وتجتمع هذه الهيئة لمناقشة الظروف الطارئة التي تتعرض لها المنشأة، مثل تعديل نظام الشركة، واندماجها وتصفيتها، وأية أمور لم تناقش في اجتماع الهيئة العامة العادية.

#### القيم المختلفة للسهم:

- أولاً: القيمة الاسمية Pat Value.
- ثانياً: القيمة الدفترية Book Value.
- ثالثاً: القيمة السوقية Market Value.
- رابعاً: القيمة التصفوية Liquidation Value.
- خامساً: القيمة حسب العائد (العادلة) Dividend Value.

#### أولاً: القيمة الاسمية:

وهي القيمة المدونة على السهم، والمنصوص عليها في عقد الشركة، ونظامها الداخلي.

**ثانياً: القيمة الدفترية:**

وهي السهم كما يظهر في دفاتر الشركة وسجلاتها المحاسبية، ورياضياً القيمة الدفترية للسهم تساوي:

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم العادية المصدرة}}$$

مثال:

إذا كان رأس المال المدفوع لشركة ما هو 2 مليون جنيه، واحتياطياتها الإجمالية مليون جنيه، واحتياطياتها الاختيارية مليون جنيه، والأرباح المدورة نصف مليون جنيه، وعدد الأسهم العادية المصدرة في هذه الشركة مليون سهم، فإن القيمة الدفترية للسهم تساوي:

$$2 \text{ مليون} + \text{مليون} + \text{مليون} + \text{نصف مليون} = 4.5 \text{ جنيه القيمة الدفترية للسهم.}$$

مليون سهم

**ثالثاً: القيمة السوقية:**

وهي القيمة التي تحددها قوى السوق، والمثلة بالعرض والطلب، وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت لآخر، وفي العادة تزداد القيمة السوقية للسهم كلما حققت الشركة نجاحات في مستوى إنتاجها ومبيعاتها، وكلما انتظمت الشركة في توزيع الأرباح، وتنامت هذه الأرباح باستمرار، وكلما وزعت الشركة أرباحاً جيدة على المساهمين بالمقارنة مع الشركات الأخرى. وأيضاً تزداد القيمة السوقية لأسهم الشركة كلما كانت هناك مؤشرات مستقبلية بتقدم الشركة وتطورها.

**رابعاً: القيمة التصفية:**

وهي قيمة السهم في حالة تصفية الشركة، أي بيع موجوداتها وتصفية أعمالها، وفي حالة التصفية، يتم سداد دائني الشركة، ثم حملة الأسهم الممتازة، والباقي يقسم على المساهمين العاديين.

**خامساً: القيمة حسب العائد (القيمة العادلة):**

وهي القيمة التي تمثل ثمن السهم الحقيقي، وفي العادة تستند هذه القيمة إلى العائد المراد تحقيقه من قبل المستثمر.

مزايا الأسهم العادية:

- ليس لها تكاليف ثابتة مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة، حيث تستطيع الشركة احتجاز الأرباح بما يحقق مصلحة المنشأة، وفي حالة عدم تحقيق أرباح فليس لحاملي أسهمها الحق بمطالبتها.
  - ليس لها تاريخ استحقاق.
  - زيادة الأسهم العادية تزيد من الثقة الائتمانية بالمنشأة، وزيادة قدرتها على الاقتراض.
  - سهولة تسويق الأسهم العادية، بالمقارنة مع أدوات الدين.
- عيوبها:**

- زيادة عدد المالكين في المنشأة، وبالتالي التأثير على سلطة بعض المالكين (كبار المساهمين).
- انخفاض العائد على السهم مع زيادة عدد الأسهم.
- ارتفاع كلفة الإصدار.
- تخضع أرباحها الموزعة للضريبة.

### 2.3 الأسهم الممتازة:

إن التمويل بالأسهم الممتازة يجمع بين بعض صفات التمويل بالأسهم العادية والسندات، فالأسهم الممتازة تعتبر من أموال الملكية، إلا أنها تستحق نسبة ثابتة من الأرباح، وسميت بالأسهم الممتازة، لأن لهذه الأسهم امتياز (أولوية) في الحصول على قيمتها - في حالة التصفية - قبل الأسهم العادية، كما لها امتياز في الحصول على أرباحها قبل الأسهم العادية.

#### تعريف الأسهم الممتازة:

تعرف الأسهم الممتازة على أنها حصة في رأس مال الشركة، لها نسبة أرباح ثابتة. وأود الإشارة هنا إلى أنه بالرغم من أن نسبة أرباح الأسهم الممتازة ثابتة، إلا أن الشركة غير ملزمة بدفع قيمة هذا الربح في حالة تحقيق خسائر.

#### أوجه التشابه بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

- كلاهما يعتبر من أموال الملكية.
- ليس لها تاريخ استحقاق.
- عدم دفع العوائد إلى حملتها لا يؤدي إلى الإفلاس.

- الشركة غير ملزمة بدفع عائد ثابت لها في حالة عدم تحقيق الأرباح.
- الأرباح الموزعة لا تخص من الدخل الخاضع للضريبة.

#### أوجه التشابه بين الأسهم الممتازة والسندات:

- كلاهما له نسبة ثابتة من الربح أو الفائدة.
- كلاهما لا يشارك في الأرباح المحجوزة للشركة (الاحتياطيات والأرباح المدورة).
- كلاهما ليس له حق التصويت في الجمعية العمومية.
- كلاهما يمكن استدعاؤه (سداد قيمته).

#### أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

- للأسهم الممتازة أولوية في الحصول على الأرباح قبل الأسهم العادية.
- للأسهم الممتازة أولوية في الحصول على قيمتها قبل الأسهم العادية في حالة التصفية.
- لا يوجد نسبة ثابتة للأرباح الموزعة على الأسهم العادية، بينما تحدد هذه النسبة مسبقاً لحملة الأسهم الممتازة.
- لحملة الأسهم العادية حق التصويت في الجمعية العمومية، بينما هذا الحق غير موجود لحملة الأسهم الممتازة.

#### أوجه الاختلاف بين الأسهم الممتازة والسندات:

- بينما تحصل الأسهم الممتازة على أرباح، تحصل السندات على فوائد.
- بينما تعتبر الأسهم الممتازة من أموال الملكية، تعتبر السندات من أموال الاقتراض.
- بينما لا يوجد للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق، يوجد تاريخ استحقاق للسندات.
- بينما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة مطالبة الشركة قانونياً في العوائد في حالة عدم تحقيق الأرباح، يحق لحملة السندات مطالبة الشركة بالفوائد في حالة تحقيق الشركة لخسائر.

#### أسباب إصدار الأسهم الممتازة:

- زيادة موارد الشركة المالية، من خلال ملائمة هذا النوع من الاستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر (Risk Averse).

- المتاجرة بالملكية (استعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة).
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.

### أنواع الأسهم الممتازة:

- الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح:  
وفي هذا النوع من الأسهم الممتازة يؤدي عدم قيام الشركة بتوزيع الأرباح إلى ضياع حقهم في أرباح هذه السنة، وليس لهم حق المطالبة به في السنة التالية.
- الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح:  
وعلى عكس النوع الأول، فإنه يحق لحملة هذا النوع من الأسهم الحصول على الأرباح في السنة التالية في حالة عدم توزيع أرباح.
- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:  
وهذا النوع من الأسهم يعطي حامله حق تحويله إلى عدد معين من الأسهم العادية، وذلك بنسبة متفق عليها مسبقاً.

### استدعاء الأسهم الممتازة:

سبق أن أشرنا إلى إمكانية استدعاء الأسهم الممتازة في أي وقت، بالرغم من عدم وجود تاريخ استحقاق لها كالسندات. وعادة تقوم الشركة المصدرة في حالة استدعاء السندات بدفع علاوة إضافية إلى القيمة الاسمية للأسهم، تسمى علاوة استدعاء (Call Premium). وتستطيع الشركة المصدرة استدعاء هذه الأسهم بالطرق التالية:

1. الشراء من السوق المالي.
2. استدعاء الأسهم وفقاً لنص صريح في عقد الإصدار.
3. تكوين صندوق خاص لإطفاء الأسهم (Sinking Fund).

### مزايا وعيوب الأسهم الممتازة:

أولاً: من وجهة نظر الشركة المصدرة للأسهم:

- إن عدم دفع عوائد الأسهم الممتازة، لا يؤدي إلى إفلاس الشركة.

- عوائد الأسهم الممتازة محددة بنسبة معينة؛ لذلك ففي حالة تنامي (زيادة) أرباح الشركة، لا تشارك في هذه الأرباح المتنامية، وتقتصر أرباحها على النسبة المحددة، والتي تكون نسبة من قيمتها الاسمية.
- إن إصدار الأسهم الممتازة لا يضعف المركز التنافسي لحملة الأسهم العادية (كبار المساهمين)؛ لأنه ليس لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت.
- في حالة انخفاض تكلفة التمويل على السندات والقروض طويلة الأجل، يمكن استدعاء هذه الأسهم، واستبدالها بأدوات تمويلية أخرى، مثل الاقتراض طويل الأجل وإصدار السندات.
- تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة في حالة رغبتها في الحصول على القروض.
- تقلل احتمالات تأثر الشركة المصدرة بالأوضاع الاقتصادية، ففي أوضاع الكساد لا ترتب الأسهم الممتازة التزامات ثابتة على الشركة، كما في حالة السندات، كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع عوائد في حالة تحقيق الخسائر.

#### العيوب:

- ارتفاع تكلفتها بالمقارنة مع السندات؛ نظرًا لعدم تمتع أرباحها الموزعة بالميزة الضريبية.
- إذا نص عقد الشركة على أرباح متراكمة لها، يؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة هذا النوع من التمويل.

#### ثانيًا: من وجهة نظر المستثمر:

##### المزايا:

1. تحقق عائداً ثابتاً.
2. لها الأولوية بالحصول على قيمتها عند التصفية.
3. لها الأولوية بالحصول على الأرباح قبل الأسهم العادية.
4. تناسب المستثمرين المتجنبين للمخاطرة.

##### العيوب:

- محدودية الدخل.
- لا يمكن الرجوع عنها قضائياً في حالة عدم توزيع أرباح على حملتها.

- لا يحق لحملتها المشاركة في إدارة الشركة، وليس لهم حق التصويت.
- لا يشرك حملة الأسهم الممتازة بالأرباح المحتجزة؛ مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الدفترية للسهم، وانخفاض قيمته السوقية.

### 3.3 الأرباح المحتجزة (Retained Earnings):

ويقصد بالأرباح المحتجزة، الأرباح التي لا تقوم الشركة بتوزيعها على المساهمين؛ وذلك لتقوية مركزها المالي، ومساعدتها على النمو والتطور، كما تعتبر الأرباح المحتجزة صمام أمان بالنسبة للمنشأة، تستطيع الرجوع إليه في حالة تعرضها لأي طارئ.

والأرباح المحتجزة تضم:

- الاحتياطيات الإلزامية.
- الاحتياطيات الاختيارية.
- الاحتياطيات الأخرى.
- الأرباح المدورة.

### مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة:

- يعتبر التمويل بالأرباح المحتجزة مصدرًا متاحًا لكل المنشآت التي تحقق أرباحًا.
- سهولة الحصول عليه، فهو لا يحتاج إلى ضمانات، كما في حالة التمويل بالسندات.
- انخفاض تكلفته بالمقارنة مع السندات والأسهم الممتازة.
- إن التمويل بالأرباح المحتجزة، لا يرتب على المنشأة أية التزامات، كما في حالة التمويل بالسندات والأسهم الممتازة.
- إن التمويل بالأرباح المحتجزة، لا يضعف المركز التنافسي لكبار المساهمين؛ نظرًا لعدم دخول مساهمين جدد.

### عيوبه:

- عدم توفر هذا المصدر في بداية إنشاء المشروع.
- محدودية هذا المصدر، وبالذات في السنوات الأولى من عمر المشروع.
- إن استخدام الأرباح المحتجزة في تمويل المشروع، يؤدي إلى انخفاض القيمة الدفترية للسهم، وانخفاض قيمته السوقية.

### 4.3 القروض المتوسطة وطويلة الأجل:

ويعرف القرض بأنه اتفاق بين الدائن والمدين، يقدم بموجبه الدائن مبلغًا من المال، على أن يقوم المدين بإعادته مع فوائده في أوقات محددة يتم الاتفاق عليها.

#### شروط الإقراض:

هناك عدد من الشروط يتم الاتفاق عليها بين الدائن والمدين؛ وذلك تنفيذًا لاتفاقية القرض، منها:

- سعر الفائدة والعمولة.
- طريقة السداد.. هل هي شهرية؟ أم سنوية؟ أم دفعة واحدة تستحق في أجل معين؟ وهكذا.
- الضمانات الواجب تقديمها من قبل المقترض.
- شروط تحد من حرية المقترض في توزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي، والحصول على قروض أخرى.

#### مبررات الاقتراض طويل الأجل:

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية، أو الأرباح المحتجزة.
- سرعة توفير هذا التمويل، خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة جيدة.
- أما التمويل بالأسهم فيحتاج إلى وقت كبير.
- ضعف السوق المالي، وبالتالي احتمال عدم قدرة الشركة على التمويل بالأسهم.
- عدم تأثير التمويل بالاقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة.
- يمكن استخدام هذا المصدر لتمويل الأصول الثابتة.
- يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل.
- قد يشكل مصدرًا للوفاء بالقروض قصيرة الأجل.
- المحافظة على عائد جيد للسهم (EPS)؛ وذلك لثبات عدد الأسهم في المنشأة.
- قليل الكلفة، بالمقارنة مع الأسهم.
- الميزة الضريبية لأموال الاقتراض.

**العوامل المحددة للتمويل بالاقتراض:**

- هناك نصوص في أنظمة بعض الشركات تمنعها من الاقتراض، وإذا كانت تسمح لها بذلك، فيوجد حدود معينة للمبالغ المقرضة.
- هناك قيود تحدد المبلغ الأقصى الذي يستطيع البنك تقديمه للمقرض.
- عدم وجود ضمانات للشركة المقرضة، لا يمكنها من الحصول على القروض.
- الأعباء المترتبة على خدمة الدين (سداد الأقساط والفوائد).

**5.3 السندات (Bonds):**

ويعرف السند القرض بأنه سند إذني طويل الأجل، يتعهد مصدره بسداد قيمته الاسمية والفوائد المترتبة عليه في تاريخ معين.

**مبررات التمويل بالإسناد:**

1. الاستفادة من مزايا الدفع المالي (المتاجرة بالملكية).
2. محدودية التكلفة.
3. الميزة الضريبية.
4. استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.
5. إمكانية استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق، يؤدي إلى تحقيق مرونة للشركة، بتعديل هيكلها المالي.
6. تناسب المستثمرين الذين يرغبون بعائد ثابت، ولا يريدون الدخول في مخاطر الأسهم العادية.

**العوامل المقيدة (المحددة) لإصدار السندات من وجهة نظر المقرض:**

- إن فوائد السندات تمثل تكاليف ثابتة على المنشأة، أي يجب دفعها سواء حققت الشركة أرباحاً كبيرة أو قليلة، أو حتى لو حققت خسائر، ولذلك يفضل استخدام التمويل بالسندات في حالة ثبات إيرادات المشروع.
- زيادة المخاطر المالية للشركة، مع زيادة الاقتراض (إصدار السندات)؛ وذلك بسبب زيادة أعباء خدمة الدين.
- محدودية المبالغ التي تستطيع المنشأة اقتراضها.

- وجود بعض القيود القانونية على إصدار السندات.
  - وجود الالتزامات التعاقدية التي تحد من الاستدانة بمختلف أشكالها، أو من إصدار السندات.
- ومن الجدير بالذكر، أن المادة 88 من قانون الشركات السوداني، وضعت شروطًا معينة لإصدار السندات، وهي:

- سداد رأس مال الشركة بالكامل.
- ألا يتجاوز القرض رأس مال الشركة.
- موافقة الوزير المسبقة على إصدار السندات.
- موافقة الهيئة العامة للشركة.

### أشكال الإسناد:

#### • إسناد لحاملها:

حيث تدفع الفائدة والقيمة الاسمية للسند لحامل هذا السند، وعند تداول السندات ليس هناك حاجة لتغيير اسم حامل السند في سجلات الشركة.

#### • إسناد اسمية:

وهنا تدفع الفائدة والقيمة الاسمية للسند للشخص المسجل اسمه على متن السند، وعند تداول السندات، يجب إلغاء اسم المستفيد السابق، وتسجيل اسم حامل السند الجديد في سجلات الشركة المصدرة.

#### • الإسناد القابل للتحويل إلى أسهم:

وهذه السندات يحق لحاملها تحويلها إلى عدد معين من الأسهم، بناءً على رغبة حاملها.

#### • إسناد الدخل:

وهذا النوع من السندات لا يلزم الشركة بدفع فوائد على هذه الإسناد، إلا في حالة تحقيق الدخل، أما عند تعرض الشركة لخسارة، فإن الشركة لا تدفع فوائد على هذه السندات. أما القيمة الاسمية للسند، فيجب دفعها في موعد الاستحقاق. وفي العادة تكون فوائد هذه السندات تراكمية، أي يتم دفع هذه الفوائد في السنة التي تحقق الشركة فيها أرباحًا.

### • الإسناد ذات الفائدة الصفرية:

وهذه الإسناد تباع بخصم إصدار، ولا يتم دفع فوائد عليها، ويتم سداد القيمة الاسمية لها في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة التي تم فيها بيع السندات، الفوائد المتراكمة على هذه الإسناد.

### أنواع الإسناد من حيث الضمان:

1. سندات مضمونة برهن أصول الشركة أو أية أصول أخرى.
  2. سندات غير مضمونة بأصول معينة: وتعتمد على المركز الائتماني للشركة المصدرة.
- وفي العادة تكون أسعار الفائدة على الإسناد غير المضمونة أعلى من أسعار الفائدة على الإسناد المضمونة.

### إطفاء السندات:

- يتم سداد السندات بالطرق التالية:
- السداد في تاريخ الاستحقاق.
  - إطفاء السندات قبل حلول أجلها:
- أ. شراء السندات من السوق المالي.
- ب. استدعاء السندات مقابل دفع عمولة استدعاء.
- السداد الإجباري - احتياطي إطفاء السندات.
- ويتم تكوين صندوق لإطفاء السندات، وسداد السندات، إما باستدعائها تدريجيًا، أو شرائها من السوق المالي.

### مبررات استدعاء السندات (التسديد المبكر):

- تخفيض تكلفة الاقتراض.
- فإذا انخفضت أسعار الفوائد على القروض، فإنها تقوم بسداد هذه السندات، وإصدار سندات جديدة بتكلفة أقل.
- التخلص من عبء الفائدة كليًا، إذا توفرت للشركة سيولة كافية لسداد السندات.
- التخلص من بعض القيود التي يفرضها عقد إصدار السندات، التي تكون قد قللت من قدرة الشركة على التصرف.

**خصائص الإسناد:**• **فئات الإسناد:**

وتصدر السندات بفئات مختلفة مثل 10 جنيهاً، و100 جنية، و1000 جنية، وتسمى هذه الفئات القيمة الاسمية للسندات.

• **تاريخ الاستحقاق:**

وتعتبر الإسناد من أدوات الاقتراض طويل الأجل التي قد تمتد إلى أكثر من 20 سنة.

• **العائد:**

وهي الفائدة المدونة على متن السند، وقد تكون الفائدة على السند عائمة، أي حسب أسعار الفائدة في السوق، وقد يصدر السند بدون فائدة مثل السندات ذات الفائدة الصفرية.

**6.3 الاستئجار Lease:****تعريف الاستئجار:**

هو عقد يتفق بموجبه طرفان؛ المؤجر والمستأجر، بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للانتفاع به (استخدامه) لمدة معينة، على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة، بتواريخ محددة للطرف الأول.

**أنواع الاستئجار:**• **الاستئجار المباشر:**

حيث يقوم المستأجر بالانتفاع من أصل لا يملكه.

• **البيع وإعادة الاستئجار:**

حيث تباع إحدى الشركات الأصل، وتقوم بإعادة استئجاره من المالك. وهنا تنتفع بقيمة الأصل، وفي الوقت نفسه تظل مستخدمة لهذا الأصل.

• **الاستئجار الثلاثي:**

وهنا يوجد ثلاثة أطراف في العملية، هما المؤجر والمستأجر والمقرض.

**ترتيبات التأجير:****- التأجير المالي:**

وهو التزام بدفع سلسلة من الدفعات المالية للمالك الأصل؛ لقاء استعماله لهذا الأصل، تعادل في مجموعها قيمة الأصل وفوائده. وتكون صيانة الأصل من مسؤولية المستأجر. ويستمر عقد الإيجار طيلة عمر الأصل. كما أن المستأجر لا يستطيع إلغاء عقد الإيجار.

**- التأجير التشغيلي:**

وهنا تكون فترة التأجير قصيرة؛ لذلك فإن الدخل المتحقق من الإيجارات لا يعوض المالك عن كامل قيمة الأصل؛ لأنه سوف يقوم بتأجيره مرة أخرى. ويستطيع المستأجر هنا إلغاء عقد الإيجار بعد إشعار المالك بذلك.

**- البيع وإعادة الاستئجار:**

حيث يقوم المالك ببيع أصل إلى شخص آخر، ومن ثم إعادة استئجار الأصل نفسه من جديد.

**العوامل المؤثرة في قرارات الاستئجار:****• الضريبة:**

من المعروف أن الإيجارات تعتبر مصاريف يتم اقتطاعها من الدخل قبل احتساب الضريبة؛ لذلك فإنها تمثل ميزة ضريبية للمستأجر.

**• السيولة:**

تعتبر بدلات الإيجار تدفقات نقدية داخلية للمؤجر؛ مما يعني انتظام تدفقاته النقدية.

**• الضمانة:**

- وتمثل الضمانة في الأصل المؤجر.

- زيادة قدرة المؤسسة على الاقتراض.

- ثبات أسعار الفائدة (بدلات الإيجار).

#### 4- العوامل المحددة لأنواع التمويل

لو نظرنا إلى الهيكل المالي لعدد كبير من المشروعات، نجد أن هناك اختلافاً في مكونات هذا الهيكل المالي، فبعضها يعتمد كلياً على أموال الملكية لتمويل أصوله واحتياجاته، والبعض الآخر يتوسع بشكل كبير في استخدام الأموال المقرضة بأنواعها المختلفة. ولكن يبرز سؤال هنا وهو: ما هي الأسباب التي تؤدي إلى وجود مثل هذه الاختلافات؟ والجواب على هذا هو:

إن هذه الاختلافات - نتيجة لعدة عوامل - يجب أخذها بعين الاعتبار، عند تحديد أنواع الأموال التي تستخدمها هذه المؤسسة، وأن عملية تحديد أنواع الأموال المستخدمة، تعتمد على عدد من العوامل المتنازعة، منها ظروف المؤسسة نفسها، والحالة الاقتصادية العامة، وحالة الصناعة، بالإضافة إلى أن إدارة المؤسسة لا تتمتع بحرية كاملة عند اتخاذها القرار المطلق بتحديد المزيج الذي يكون هيكلها المالي، أي تحديد نسبة كل من الاقتراض والملكية.

كما أن هذه الحرية مرتبطة - ارتباطاً كبيراً - بمدى توفر الأنواع المختلفة من الأموال التي ترغبها الإدارة، وعليه يجب التوفيق بين رغبة الإدارة وبين الشروط والقيود التي يضعها موردو الأموال، في ضوء العوامل المحددة لأنواع الأموال المستخدمة.

**وأهم العوامل التي تحدد أنواع الأموال المستخدمة والمناسبة للمؤسسة هي:**

##### أولاً: الملاءمة Suitability :

إن المقصود بهذا العامل هو الملاءمة بين أنواع الأموال المستخدمة لطبيعة الأصول التي ستقوم هذه الأموال بتمويلها، أي أن الأموال التي تحصل عليها المؤسسة، يجب أن تكون مناسبة لأنواع الأصول المستخدمة ومتماشية مع طبيعتها.

فالأموال طويلة الأجل للاحتياجات الطويلة الأجل كشراء الأصول الثابتة مثلاً، والأموال قصيرة الأجل لتمويل الاحتياجات قصيرة الأجل مثل الاحتياجات الموسمية.

ويمكن تقسيم أصول المنشأة إلى ما يلي:

أ. الأصول الثابتة:

وهي الأصول التي تقدم خدماتها لفترة طويلة.

## ب. الأصول المتداولة:

وتقسم إلى:

## 1/ الأصول المتداولة الدائمة:

وهي أدنى حد من الأصول المتداولة الواجب الاحتفاظ بها دوماً؛ لضمان العملية التشغيلية وبقاء المؤسسة، كوجود بضاعة في المخزون، ورصيد في الصندوق، ولدى البنك، ولا بد من وجود ذمم مدينة، وأوراق قبض ومدفوعات مقدماً... إلخ.

## 2/ الأصول المتداولة المؤقتة:

وهي الزيادة التي تطرأ على أصول المؤسسة في المواسم المختلفة حسب طبيعة السلعة الموسمية؛ فالزيادة على الأصول هذه، تزيد في بداية الموسم ثم تختفي في نهايته.

إن التقسيم أعلاه للأصول يساعد على تحديد نوع الأموال الواجب استخدامها لتمويل هذه الأصول، فيجب تمويل الأصول الثابتة بأموال الملكية، وهي أموال طويلة الأجل، وتمويل الأصول المتداولة الدائمة بأموال الاقتراض طويلة الأجل (كالائتمان المصرفي طويل أو متوسط الأجل أو السندات)، أما الأصول المتداولة المؤقتة، فيجب تمويلها بأموال ائتمان تجاري أو مصرفي قصير الأجل.

وإن عدم مراعاة هذا العامل يسبب مشكلات للمؤسسة؛ إما تجميد الأموال، إذا مولت حاجات قصيرة الأجل بأموال طويلة الأجل، أو الوقوع بالعسر المالي (عدم السيولة)، إذا مولت حاجاتها طويلة الأجل بأموال قصيرة الأجل، ولهذا يصبح من أهم أغراض المدير المالي في هذه الحالة تمويل الأصول المتداولة المؤقتة عن طريق قروض قصيرة الأجل، تتميز بالمرونة، بحيث يمكن زيادتها أو إنقاصها تبعاً للتقلبات في حجم الأموال، وعلى أي حال ينبغي على المدير المالي أن يوازن بين هذا الفرض، وبين الاعتبارات الأخرى.

## ثانياً: الدخل Income:

إن المدير المالي يستطيع تحسين العائد المتحقق على أموال أصحاب المشروع، عن طريق الاقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات، حيث يطلق على هذه العملية اصطلاح (المتاجرة بالملكية، أو الرفع المالي)، فالمتاجرة بالملكية هي الاستعانة برعوس أموال الغير؛ لمساعدة رعوس أموال أصحاب المشروع في تمويل الاحتياجات اللازمة.

ونظرًا لأن أصحاب المشروع يكون حقهم في الدخل المتحقق، غير محدد - فإن عملية الرفع المالي تحدث كلما حصل المشروع على أموال مقابل دفع عائد محدد، سواء أكان هذا العائد فائدة على قرض، أو على أسهم ممتازة، ورغم أن المحللين الماليين يستبعدون القروض قصيرة الأجل عند الحديث عن المتاجرة بالملكية، إلا أن هذه القروض لها تأثير القروض طويلة الأجل نفسها. ولذلك أحد الأهداف الرئيسية لتخطيط أنواع الأموال التي ستستخدم في الهيكل المالي، هو تحقيق دخل مرتفع للملاك الباقين.

ويمكن تعريف الرفع المالي بأنه مدى اعتماد المؤسسة على الاقتراض في تمويل عملياتها. فإذا كانت كلفة الاقتراض أقل من العائد على الموجودات، فإن ذلك يكون فيه العائد على أصحاب المشروع أفضل، مما لو كان التمويل جميعه من أصحاب المشروع، وتكون نتائج الرفع المالي عكسية، أي ينخفض العائد على حقوق المالكين، في حال كانت كلفة الاقتراض أعلى من العائد المتحقق على الموجودات، أما في حالة تساوي العائد على الموجودات مع كلفة الاقتراض، فإنه لا يكون هناك فرق في العائد على حقوق المساهمين، سواء اعتمدت المؤسسة على الاقتراض أو عدمه.

### ثالثاً: الخطر (Risk):

إن المقصود بالخطر هنا هو الخطر الذي يلحق بأصحاب المشروع نتيجة لزيادة الالتزامات على المشروع، وكثرة عدد الناس الذين يتقدمون عليهم في الأولوية على الدخل وعلى الموجودات عند التصفية. ويزداد عند احتمال عدم بقاء شيء لأصحاب المشروع، حيث يأتي هؤلاء بالمؤخرة عند مطالبتهم بحقوقهم بالنسبة للدخل أو الأصول. وهنا فإن أي فشل يحمق بالمؤسسة، يكون الملاك الباقون هم أول من يحس به، وعليه ستتوقف مسحوبات الملاك، ويتوقف توزيع الأرباح على المساهمين الباقين؛ لضمان استمرار الدفع للدائنين والملاك الممتازين، وهناك حالتان يزيد فيهما الخطر الذي يتعرض له الملاك الباقون، وهما:

أ. زيادة الالتزامات المتعلقة بضرورة قيام الشركة دورياً، بسداد جزء من أصل القرض القائم بالفعل، ولتقدير مدى الخطر الذي ينتج عن مثل هذه الاتفاقات، يتم مقارنة التدفقات النقدية السنوية الخارجة، واللازمة للسداد، مع التدفقات النقدية السنوية الداخلة والناجمة عن الأرباح (بعد الضرائب، ولكن قبل أي نفقات غير نقدية مثل الإهلاك).

ب. استخدام الرفع المالي (المتاجرة بالملكية)، حيث يزيد خطر خسارة الملاك الباقين لو انخفضت قيمة الأصول، وهذا يتم - بصفة خاصة - في حالة تصفية الشركة.

ولذلك يجب على المدير المالي أن يوازن بين الدخل الناتج عن المتاجرة بالملكية، والأخطار الموروثة في هذا النوع من التمويل.

#### رابعاً: السيطرة والإدارة (Authority):

إن رغبة الملاك الباقين في الاحتفاظ بسيطرتهم على الشركة، من العوامل التي تلعب دوراً في تخطيط أنواع الأموال المستخدمة. وفي العادة إن الدائنين لا يتدخلون في إدارة الشركة عندما تكون الأمور طبيعية، فإنه لو حصلت الشركة على احتياجاتها المالية عن طريق الدائنين أو الملاك الممتازين، فإن سيطرة الباقين على الإدارة، ستبقى كما هي دون مساس.

وإذا كان هدفهم الرئيس المحافظة على السيطرة، فإنه من الأفضل الحصول على الأموال من هذا المصدر. ولكن هذا لا يحدث دائماً، فلو توسعت الشركة في الاقتراض إلى حد عجزها عن دفع الفائدة، أو سداد الأصل - فإن الدائنين قد يضعون أيديهم على أصول الشركة للحصول على حقوقهم. وفي هذه الحالة يفقد جميع الأطراف السيطرة على الشركة؛ لأنها ستختفي من الوجود.

وبالتالي سيكون من الأفضل التضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة أموال الملكية، ودخول بعض الملاك الباقين الجدد، وذلك بدلاً من فقد المشروع كله، لو حدث التمويل عن طريق التوسع الزائد عن الحد في الاقتراض.

#### خامساً: المرونة (Flexibility):

وهي قدرة المؤسسة على تعديل مصادر الأموال بالزيادة أو النقص، تبعاً للتغيرات الرئيسية في الحاجة إلى هذه الأموال. وعليه نجد أن القروض القصيرة الأجل تسمح بالتعديلات في مصادر الأموال؛ حتى تتماشى والتقلبات الموسمية في الأصول المتداولة.

إن توفر المرونة للمؤسسة يحقق الأمور التالية:

أ. إمكانية الحصول على أكبر عدد ممكن من البدائل عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها.

ب. القدرة على استخدام أنواع الأموال المتاحة أكثر من غيرها في وقت معين.

ج. زيادة قدرة المؤسسة في المساومة عند التعامل مع مورد محتمل.

وتفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية:

1. عند زيادة الالتزامات المترتبة على المؤسسة، وعند حاجتها لبعض الأموال الإضافية، فإنها قد لا تكون قادرة على الحصول على أية أموال مقترضة، رغم توفر أموال الاقتراض في السوق، وبفائدة أقل.

2. عدم القدرة على توفير ضمانات لأية قروض إضافية بالضمانات نفسها للقروض السابقة، يجد من قدرة المؤسسة على الاقتراض.

3. قد تؤدي بعض الشروط المعينة في العقود الماضية مع الدائنين إلى تقييد قدرة المؤسسة الحالية في الحصول على الأموال الإضافية.

إن عامل المرونة لا تحتاج إليه المؤسسة عند التوسع فقط، بل تحتاج إليه في حالة الانكماش. فإذا أرادت التخلص من بعض الأصول واستعمال ثمنها في تخفيض الالتزامات عليها، فإن الأموال المقترضة تحقق هذه المرونة، وخاصة عند وجود شرط للدفع المسبق أو استدعاء الإسناد قبل موعدها في العقد المتفق عليه، وقبول الدائن أو عدم قبوله، يتوقف على قوة المؤسسة في المساومة وقت إجراء العقد.

#### سادساً: التوقيت (Time):

إن هذا العامل يرتبط ارتباطاً وثيقاً بالمرونة، ويعني التوقيت اختيار المؤسسة للوقت المناسب للحصول على الأموال بأقل تكلفة ممكنة، وعن طريق الاقتراض أو أموال الملكية. وتحقق المؤسسة وفورات كبيرة عن طريق التوقيت السليم لعمليات الاقتراض والتمويل، خلال الدورات التجارية.

ورغم أهمية هذا العامل، إلا أن العوامل الأخرى قد تكون أكثر أهمية، ففي بعض الحالات تدعو الحاجة إلى الأموال بشكل يجعل من الضروري الحصول عليها حتى ولو كانت تكلفتها مرتفعة نسبياً. وأحياناً قد تتوفر الأموال المقترضة بتكلفة رخيصة، ولكن لعدم الحاجة إليها لا يتم اللجوء إليها؛ ولهذا تلعب ظروف السوق وحاجة المؤسسة في تلك الفترة دوراً مهماً في التوقيت للحصول على الأموال من مصادرها.

#### سابعاً: معايير المديونية للصناعة (Industry Standard Loans):

هناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون إلى صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، ويجب أن لا تشذ المؤسسة في حجم مديونيتها عن هذا النمط؛ لأن ذلك يوقظ الدائنين، ويجعلهم يشكون في سلامة الموقف المالي للمقترض.

ثامناً : الظروف الاقتصادية العامة. Conditions.

تاسعاً : حجم المؤسسة Size.

عاشراً : التصنيف الائتماني للمؤسسة Credit Classification.

\* \* \*