

الفصل الخامس تمويل المشروع

المقدمة

مفهوم تمويل المشروع:

تقسم مصادر التمويل - استنادًا للفترة الزمنية التي يتم سداؤه أو تصفيته فيها - إلى:

أ. تمويل قصير الأجل.

ب. تمويل متوسط الأجل.

ج. تمويل طويل الأجل.

عزيزي الدارس، تم تقسيم هذه الوحدة إلى أربعة أقسام رئيسية؛ القسم الأول: يختص بمصادر التمويل قصير الأجل بنوعيه التجاري والمصرفي. أما القسم الثاني: فيحتوي على التمويل متوسط الأجل بنوعية القروض المصرفية والتمويل باستئجار الأصول. القسم الثالث: ستجد فيه كل أنواع التمويل طويل الأجل من القروض طويلة الأجل، والأسهم العادية والممتازة، والسندات، والأرباح المحتجزة.

وأخيرًا، نختم الوحدة بدراسة القسم الرابع، الذي يحتوي على التخطيط الاستثماري، وكيفية توظيف تلك الأموال بطريقة منهجية علمية بتحديد الاتفاق الرأسمالي، ومحددات قرار الاستثمار والإنفاق الاستثماري في شركات القطاع العام.

1 - مفهوم تمويل المشروع

تقسم مصادر التمويل - استناداً للفترة الزمنية التي يتوقع سداده أو تصفيته فيها - إلى:

- أ. تمويل قصير الأجل.
- ب. تمويل متوسط الأجل.
- ج. تمويل طويل الأجل.

التمويل قصير الأجل:

وهو أحد أنواع مصادر التمويل الخارجي، ويمثل التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات الجارية في المشروع، ويرتبط بتحقيق أهداف المشروع في السيولة والربحية.

ويعتبر هذا النوع من التمويل مشكلة مستمرة للمنشآت التي تعتمد في تسيير فاعلياتها وأنشطتها عليه، فهي دائمة البحث عن مصادره، وتكون عادة من المنشآت صغيرة أو متوسطة الحجم؛ ذلك أن المنشآت الكبيرة ذات النسبة العالية من الأصول الثابتة لا تعاني من مشكلة التمويل قصير الأجل، ولذا فإن هذا النوع من التمويل يعتمد على طبيعة عمل أو طبيعة النشاط الذي يمارسه المشروع، وبالرغم من أن المنشآت تتجنب عددًا من المشكلات، فيما لو أمكنها الحصول على تمويل طويل الأمد لتمويل احتياجاته في الموجودات (الأصول) المتداولة - إلا أنه رغم هذه الحقيقة فإن المنشآت تلجأ إلى التمويل قصير الأجل للأسباب التالية:

أ. ضعف نسبة المخاطرة، وهو أمر مهم لدى الدائنين، أو أن قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة، ولقابليتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع المشروع، وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها عليه.

ب. قد يكون الحصول على تمويل قصير الأجل أقل من تكلفة الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل؛ لقصر فترة السداد، ولضعف نسبة المخاطرة.

ج. الحاجة للأموال في بعض المنشآت الموسمية؛ الأمر الذي يؤدي إلى تواجد سيولة لا توجد هناك حاجة لها في حالة التمويل طويل الأجل؛ لذلك تلجأ المنشآت إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص الآتي في السيولة، ولتمويل احتياجاتها الموسمية.

ح. بعض حالات التمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد، أي لا تتحمل المنشآت أي تكلفة، وذلك في حالات الشراء بالآجل، على أن يتم التسديد بمدة معينة، فإذا لم يتم التسديد بالمدة المتفق عليها، فإن ذلك يعني عدم تحميل المشروع أي تكلفة، نتيجة لحصوله على ذلك الائتمان (في حالة عدم وجود خصم نقدي تشجيعي مثلاً، ولظروف مالية معينة).

مصادر التمويل قصير الأجل :

من المصادر الأساسية للتمويل قصير الأجل:

1. الائتمان التجاري.
2. الائتمان المصرفي.

1.1 الائتمان التجاري :

يعتبر الائتمان التجاري واحدًا من أهم أشكال مصادر التمويل قصير الأجل، وقد يكون في بعض الأحيان أكبر مصدر، خاصة بالنسبة للمنشآت الصغيرة التي لا تستطيع سداد قيمة مشترياتها فوراً. ويعرف على أنه الائتمان الممنوح للمشروع؛ نتيجة شرائه مواد أولية، أو بضاعة تامة دون دفع قيمة المشتريات نقدًا، وتمنح فترة زمنية معينة (قصيرة) لتسديد قيمة هذه المشتريات. لذا فالائتمان التجاري مرتبط أساسًا بعمليات الشراء والبيع، ونرى أن المشتريات الصناعية لا تعتمد اعتمادًا كبيرًا على هذا النوع من الائتمان، بالمقارنة مع المنشآت التجارية، والتي يمثل الائتمان التجاري جزءًا كبيرًا ومهمًا في نشاطها أو فاعليتها.

وهناك نوعان أساسيان للائتمان التجاري، وهما:

1. الحساب الجاري (أو الحساب المفتوح).
2. أوراق الدفع.

أي أن المشروع يعتمد على الموردين في تمويل احتياجاته الجارية، فأما أن يشتري على الحساب، ويكون لديه حساب مفتوح مع المورد، أو أن يقبل المورد كمبيالة يسحبها على المشتري سدادًا لقيمة البضاعة المباعة، وبذا يحصل المشروع على ما يحتاجه، مقابل وعد بتسديد قيمته بتاريخ آجل.

ويعتبر الحساب المفتوح أو الجاري من أهم أنواع الائتمان التجاري، ويشكل النسبة الكبرى من إجمالي العمليات التجارية التي تعتمد الائتمان التجاري، حيث تفضل معظم المنشآت

الاقتراض عن طريق الحساب المفتوح أو الجاري، بدلا من الأوراق التجارية؛ ذلك أن الاقتراض عن طريق الأوراق التجارية، قد يعرض المشروع المقترض إلى مشكلات، في حالة عدم إمكانية السداد في موعد الاستحقاق؛ وذلك لأن باستطاعة البائع (المقرض)، إثبات توقف المشروع عن الدفع من خلال الكمبيالات، وأوراق الدفع غير المدفوعة، وبالتالي التأثير على السمعة، والمركز المالي للمشروع. هذا إضافة إلى أن الأوراق التجارية تمتاز بقابلية تداولها، أي بإمكان الدائن (البائع) خصم الكمبيالة لدى المصرف، أو لدى جهات مالية أخرى، أو تأجيرها لدى دائنين آخرين بنسبة خصم معينة، يعرض المشروع (المدين) إلى موقف يكون عنده بوضع صعب في حالة عدم تمكنه من السداد في الوقت المحدد.

ويتضح مما سبق، أن تسمية الحساب المفتوح (الجاري)، تأتي من أن المشتري لا يوقع وثيقة دفع رسمية محدد فيها قيمة المديونية، وأن الائتمان يمنح على ضوء اعتبارات، وربما دراسات قام بها البائع. أما أوراق الدفع (الكمبيالات)، فإن المشتري يوقع على قيمة دين معينة ومحددة فيها، مع بيان تاريخ الاستحقاق (السداد)، وتكون هذه الأوراق على عدة صور محددة وموضحة وفق القانون التجاري المعمول به.

ويظهر الحساب المفتوح (الجاري) في ميزانية المشتري (المشروع)، وعلى شكل دائن في جانب المطلوبات (الخصوم) المتداولة. بينما تظهر الكمبيالات على شكل أوراق دفع في جانب المطلوبات (الخصوم) المتداولة في سجلات البائع وأوراق قبض في جانب الموجودات (الأصول) المتداولة في سجلات المشتري.

شروط الائتمان التجاري:

تتمثل شروط الائتمان التجاري بشروط الشراء، الذي يلعب دوراً رئيساً فيه، وتحدد شروط الشراء بعاملين أساسيين:

أ. مقدار الخصم المسموح به في حالة التسديد في فترة زمنية محددة ومتفق عليها، وهو ما يسمى بالخصم النقدي الذي يعتبر عنصراً من شروط الائتمان، والذي لا يختلف عن الخصم التجاري وخصم الكمية.

ب. الفترة الزمنية، والتي تكون على شكلين.

الأولى: الفترة الزمنية المسموح بها قبل تسديد قائمة الشراء، فمثلاً يتم الشراء وفق شروط (5 / 10، صفر / 30 يوماً أو صافي / 30)، أي أنه في حالة التسديد خلال العشرة أيام الأولى من

تاريخ الشراء، نحصل على خصم نقدي مقداره 5٪، فالخصم النقدي يمثل الـ 5٪، والعشرة أيام تمثل الفترة الزمنية التي لو تم تسديد المبلغ خلالها، نحصل على مقدار الخصم النقدي، في حين أن الفترة الأخرى المتمثلة لغاية 30 يومًا هي الفترة الواجب تسديد القائمة عند نهايتها، أي الفترة المسموح بها قبل تسديد القرض، وإلا تعرض المشروع المشتري إلى غرامات (كلف) إضافية.

ويمكن تقسيم شروط الشراء، وبالتالي شروط الائتمان بالشكل التالي:

• الدفع نقدًا قبل الاستلام:

حيث يتم الدفع قبل استلام البضاعة وعند الشراء، وفي هذه الحالة لا يوجد ائتمان، وقد يكون السبب، عدم معرفة البائع بالمشتري، أو لخطورة أو ضعف وضع المشتري المالي، وفيها لا تتم عملية شحن المواد أو البضاعة المشتراة إلا بعد استلام قيمتها.

• الدفع نقدًا عند الاستلام:

وفيه يتم دفع قيمة القائمة من قبل المشتري عند استلامه البضاعة، وهنا لا يوجد ائتمان أيضًا، وفي هذا الشرط يتحمل البائع المخاطر الناجمة من إرسال البضاعة للمشتري لحين استلامه قيمتها.

• مدة الائتمان بدون خصم أو ما يسمى بصافي المدة:

إذ يتم منح فترة ائتمان معينة، يتم تسديد القرض خلالها، على أن لا يتعدها دون منحه أي خصم نقدي، فمثلا يتم الشراء صفر / 20، (صافي / 20)، أي أنه يجب تسديد مبلغ الشراء بالكامل في مدة لا تتجاوز العشرين يومًا من تاريخ الشراء. وقد يكون الغرض منها - في بعض الأحيان - إعطاء المشتري فرصة لمراجعة البضاعة المستلمة، والتأكد من مطابقتها للمواصفات المطلوبة، أو لتلبية وضعه المادي، وتمكينه من توفير المبلغ المطلوب.

• مدة الائتمان مع الخصم النقدي:

إذ يقوم البائع - في بعض الأحيان - بمنح المشتري خصمًا نقديًا بنسبة معينة، في حالة سداد مبلغ الشراء في موعد مسبق لتاريخ الاستحقاق؛ وذلك لدفع المشتري للسداد المبكر، والحصول على مقدار الخصم على سبيل المثال، شراء بضاعة بشروط 3 / 10، صفر / 30 (صافي / 30)، أي أن المشتري سيمنح خصمًا نقديًا مقداره 3٪، في حالة تسديده لمبلغ القائمة خلال العشرة أيام الأولى، ولغاية الـ 30 يومًا المسموح بها. وأحيانًا يكون بالشكل التالي 5 / 7، 2 / 14، صفر /

30، أي أن المشتري بإمكانه التمتع بخصم نقدي مقداره 5٪، لسداد قيمة القرض خلال 7 أيام من تاريخ الشراء، أو إن لم يستطع ذلك، فإن بإمكانه الحصول على فرصة خصم أخرى، مقدارها 2٪ لو قام بالسداد بعد اليوم السابع من تاريخ الشراء ولغاية اليوم الرابع عشر من تاريخ الشراء. بعد ذلك لا يحصل على أي خصم، ويجب عليه تسديد مبلغ القائمة بالكامل في مدة لا تتعدى ثلاثين يوماً من تاريخ الشراء.

• السداد نهاية الموسم:

قد يعتمد بعض البائعين (الموردين)، إرسال قوائم التسديد بعد فترة من عملية الشراء، وهذا ما يحدث للمنشآت التي تتعامل مع سلع أو بضائع موسمية مثلاً، أو للمنشآت التي ترغب في استقرار سوق عملها من خلال تشجيع المشتريين على إرسال طلباتهم بفترة مبكرة، وبكميات مناسبة، وتقوم المنشآت الموردة للبضاعة بإرسال قائمة البيع بعد فترة معينة من عملية الشراء، ووصول البضاعة إلى مخازن المشتري.

تكلفة الائتمان التجاري:

يمكن اعتبار الائتمان التجاري مصدرًا من مصادر التمويل؛ حيث إن المشتري غير ملزم بدفع قائمة الشراء، إلا بعد استلامه البضاعة، أي أن عملية الدفع تتم بعد أيام من تاريخ الشراء، وبذا يعتبر الائتمان التجاري مصدر تمويل. هذا ويتأثر الائتمان التجاري بمقدار حجم التبادل، فكلما زادت المعاملات التجارية من الشراء بزيادة الإنتاج أو المبيعات، اعتبرنا الائتمان التجاري مصدرًا دائمًا للتمويل، أي أنه يتأثر بخطط الإنتاج والشراء، هذا ويتم تسديد قيمة قائمة الشراء؛ إما في آخر يوم من فترة الائتمان، أو بعد انتهاء فترة الائتمان، ولم تكن قد منحت خصمًا نقديًا؛ ففي هذه الحالة لا توجد تكلفة للائتمان. أما إذا كان هناك خصم نقدي لم تستفد منه المنشأة، أي أنها لم تسدد ضمن الفترة التي تتمتع بخصم نقدي - فإن ذلك يعني أنها تتحمل تكلفة الفرصة الضائعة. فعلى سبيل المثال، إذا كانت شروط الدفع هي 2 / 10، صفر / 30، فإن ذلك يعني أن المشروع في حالة قراره بعدم الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح، بإمكانه استخدام الأموال بقيمة الخصم لمدة 20 يومًا، فإذا كانت القائمة بقيمة 200 جنيه، فإن ذلك يعني أن لديه 194 جنيهًا لمدة 20 يومًا؛ وبذلك فإن تكلفة الفائدة ستصبح:

$$\frac{6}{360} \times 55.6\%$$

$$\frac{194}{20}$$

وهذا يعني أن الفائدة السنوية 55.6٪، أي أن تكلفة الائتمان التجاري كبيرة جدًا في حالة عدم الاستفادة من الخصم النقدي؛ وعليه يتم التشجيع أحيانًا للحصول على ائتمان مصرفي للاستفادة من الخصم النقدي. وتنخفض التكلفة هذه كلما زادت المسافة الزمنية بين آخر يوم في مهلة الخصم النقدي الممنوح، وآخر يوم محدد لتسديد القرض، ففي المثال السابق، لو فرضنا أن الشروط كانت 3 / 10، صفر / 60، فإن الفائدة تساوي:

$$\frac{360}{60} \times 6 = 22.3\%$$

50 194

وبذا يتضح أنه كلما زاد صافي المدة، قلت تكلفة الفائدة إذا لم يتم الاستفادة من الخصم النقدي الممنوح.

أما في حالة عدم تسديد المشروع لقائمة الشراء في الوقت المحدد، أي تسديدها بعد ذلك، فإن هذا يؤدي إلى تدهور السمعة الائتمانية له عند مورديه وعند البنوك؛ الأمر الذي يؤثر على وضعه كمشروع في دنيا الأعمال. أي أن المنشأة - والحال هذه - تكون قد تحملت تكلفة الخصم النقدي الضائع، إلى جانب تدهور سمعتها الائتمانية؛ الأمر الذي قد يجعل الموردين يشددون في شروط البيع، أو عدم التعامل معه أساسًا، وفي بعض الأحيان، يحدث أن يطلب المشروع مد فترة التسديد؛ مما يؤدي إلى إضافة تكلفة أخرى تؤخذ بنظر الاعتبار عند احتساب تكلفة الائتمان التجاري.

هذا وينبغي على مستعمل الائتمان التجاري معرفة وفهم عناصر التكلفة التي تختفي وراء الخصم النقدي؛ إذ إن الكلفة لا تقتصر على نفقة استعمال الأموال، بل تشمل - أيضًا - نفقة الديون المعدومة المتوقعة والنفقات الإضافية الناتجة من منح الائتمان. لذا وجب أن نقارن بين مزايا الائتمان التجاري كمصدر تمويل مستمر، وبين تكلفة الخصم النقدي الضائع، مع تكلفة تدهور السمعة الائتمانية؛ نتيجة تأجيل السداد بعد تاريخ التسديد الوارد في قائمة الدفع.

مزايا الائتمان التجاري:

يمتاز الائتمان التجاري - الذي يمثل شكلًا من أشكال مصادر التمويل قصيرة الأمد - بكونه:

1. مصدرًا سهل الحصول عليه: ذلك أن كثيرًا من المنشآت يمكنها الحصول على الائتمان التجاري، خاصة المنشآت صغيرة الحجم وحديثة التأسيس، إلى جانب كون معظم البائعين أو الموردين على استعداد للتعامل، وتقديم الائتمان التجاري، وتحمل مخاطره، بالقياس إلى المنشآت المالية؛ وذلك لغرض كسب العملاء الجدد، واستمرار العملاء القدامى في التعامل، بالإضافة لذلك فإن المنشآت المالية تقوم بعدد من التحليلات والدراسات قبل إقرار منح الائتمان أو القروض؛ للوقوف على المركز المالي للعميل، في حين لا يقوم الموردون بمثل هذه التحليلات والدراسات، ولكنهم - مقابل ذلك - يتحملون مخاطرة قرار منح الائتمان للعملاء.

2. بالنسبة لبعض المنشآت - وخاصة الصغيرة - يعتبر الائتمان التجاري المصدر الوحيد المفتوح أمامها، والذي بوساطته تستطيع الحصول على احتياجاتها من المواد الأولية، أو البضاعة التامة الصنع؛ ذلك لأن المنشآت المالية المختلفة، ليست على استعداد للمخاطرة بإقراض مثل هذا النوع من المنشآت، ولذا فهي تجد صعوبة في الحصول على مصدر تمويل قصير الأجل، فتلجأ إلى الموردين الذين يمنحون الائتمان التجاري ولعدة اعتبارات.

3. كما يمتاز الائتمان التجاري بعامل المرونة؛ وذلك لإمكانية استخدامه عندما تكون هناك حاجة إليه، مثلاً عندما يتطلب الوضع الاقتصادي العام، أو وضع مشروع ما الاحتفاظ بمادة معينة تتعامل بها، ولا تتوفر لديها السيولة الكافية في هذا الوقت، فبإمكانها الاعتماد على الموردين الذين يمنحون الائتمان التجاري.

كذلك في حالة التأخير في السداد إلى ما بعد الموعد المتفق عليه والمحدد بقائمة الشراء، فإن المشروع قد لا يضطر للتفاوض مع الموردين، عندما يتم السداد في فترة قصيرة مثلاً، أو أن إجراءات التأجيل تكون أبسط بكثير مما لو كانت قد اقترضت من البنوك، أو إحدى المنشآت المالية، حيث يتطلب الأمر الاتصال الرسمي والحصول على الموافقات الأصولية إلى جانب التعقيدات الروتينية الرسمية الأخرى أحياناً، بالإضافة إلى أن الائتمان التجاري لا يتطلب غالباً أن يقدم المشتري أي ضمان، أو رهناً لأصوله للحصول عليه، وبالتالي فإنه يمنح المشروع فرصة أخرى للحصول على أموال إضافية إذا كانت بحاجة لها، ولا تتوفر في الأنواع الأخرى من مصادر التمويل.

2.1 الائتمان المصرفي:

يعتبر الائتمان المصرفي شكلاً من أشكال التمويل قصير الأجل، ويعتمد توفيره على البنوك التجارية وشركات الأموال. والبنوك التجارية من أقدم المؤسسات المالية المتخصصة التي توفر الأموال على شكل ائتمان قصير الأجل للمنشآت المختلفة لسد حاجتها من الأموال لتمويل عملياتها الجارية. وبذلك فهذا النوع من البنوك يختلف عن تلك المتخصصة كالبنوك الزراعية، أو الصناعية، أو العقارية، التي تمنح قروضاً طويلة الأجل، خاصة بالنسبة للمنشآت الصغيرة، إلى جانب كونها أقل تكلفة لجميع المنشآت، بغض النظر عن حجمها على الأقل للمدى القريب، أما على المدى البعيد فيعتمد على تسديد الفائدة المحددة من قبل البنوك، ذلك أن البنوك تعتمد إلى رفع سعر الفائدة على القروض القصيرة الأجل عندما يزداد الطلب عليها، وعندما لا تتوفر سيولة كافية. إلا أنه وبالرغم من ذلك، فإن المنشآت تفضل الحصول على القرض المصرفي قصير الأجل؛ لتغطية عملياتها الجارية، على أن تدفع فوائد مخفضة (في فترات انخفاض أسعار الفائدة) على قروض طويلة الأجل ليست بحاجة لها لفترة طويلة؛ ذلك أنها ستواجه مشكلة توفر سيولة نقدية لا توجد حاجة لها.

والائتمان المصرفي أقل تكلفة من الائتمان التجاري، وأقل مرونة منه؛ ذلك لتوسع حجم الائتمان التجاري بتوسع مشتريات المشروع، إلا أنه - وفي جانب آخر - أكثر مرونة منه؛ وذلك لأن المشروع تحصل عليه بشكل نقدي، وبذا يستطيع استخدامه في مجالات الحاجة المختلفة.

هذا إلى جانب كون حصول أي مشروع على الائتمان المصرفي، يعني أنه اجتاز اختبارات البنوك، أو المنشآت المالية المانحة للائتمان المصرفي؛ لأن هذه المؤسسات تضع عدداً من الشروط، وتقوم بفحص دقيق لوضع المنشآت قبل إقرار منحها القروض، وهذا ما يوضح الوضع المالي السليم لتلك المنشآت المقترضة.

هذا ويتحدد حجم أو مقدار ما تمنحه البنوك التجارية من قروض على شكل ائتمان مصرفي بعدد من العوامل أو البنود، منها:

أ. الظروف الاقتصادية والمالية العامة:

أي تأثر الائتمان المصرفي والقروض - بشكل عام - بالحالة الاقتصادية وبالتحديد التجارية، والائتمان للقطاع الذي يعمل به المشروع المقترض، أو للوضع الاقتصادي العام للبلد.

ب. سياسة البنك الداخلية:

إذ يتم تحديد نسبة معينة للائتمان المصرفي، لا يجوز تجاوزها بأي حال، كأن تكون 10% من رأس المال والاحتياطيات للمشروع المقترض.

ج. المركز الائتماني للمشروع المقترض:

حيث تقوم البنوك بدراسة المركز المالي للمشروع المقترض، ويتم التركيز في هذا الخصوص على:

1. شخصية المقترض.

2. مقدرة المقترض.

3. رأس مال المقترض.

4. الضمانات الممكن تقديمها من قبل المقترض.

وعلى ضوء ما سبق، يتم اختيار العملاء الذين سيتم إقراضهم من قبل البنوك وشركات الأموال، وتحديد مقدار القرض.

وتقسم القروض الممنوحة من قبل البنوك التجارية وشركات الأموال على شكل ائتمان مصرفي إلى نوعين:

الأول: الائتمان المصرفي بدون ضمان عيني.

الثاني: الائتمان المصرفي بضمان معين.

الائتمان المصرفي بدون ضمان عيني:

تقوم البنوك التجارية وبعض شركات الأموال بإعطاء المنشآت قروضاً قصيرة الأجل دون ضمان عيني، ويحدث ذلك غالباً عندما يكون المشروع المقترض معروفاً لديهم، أي أن له سجل تعامل مستمر معهم، حيث تصل القناعة لدى البنك المعني بأن عملية إجراء مفاوضات بخصوص منح قرض آخر قصير الأجل لهذه المنشآت مكلفة، خاصة وأنه على علم بوضعها المالي من خلال التعامل المستمر بينهما.

هذا ويتم تثبيت هذا النوع من القروض - كغيره من القروض - رسمياً بالتصديق على مستندات البنك من قبل المقترض، وتشمل هذه المستندات قيمة القرض ومدته وتاريخ

التسديد، ومقدار الفائدة واجبة الدفع، وعدد الأقساط، وقيمة كل قسط في حالة اشتراط التسديد بأقساط.

• تكون القروض القصيرة الأجل بدون ضمان عيني على أحد الأشكال التالية:

- الاعتماد المفتوح:

وهو اتفاق غير رسمي بين المقرض والمقرض (البنوك عادة)، يسمح بموجبه البنك بمجد أقصى من الأموال، يكون المقرض مدينًا بها لفترة زمنية محددة، تكون عادة سنة قابلة للتجديد، على أن يتم تسديد المبلغ المتفق عليه عند كل تجديد. إلا أن ذلك عمليًا لا يتم في كثير من الأحيان، لكنه من الناحية النظرية أو الشكلية يتم الاتفاق على تسويته عند انتهاء المدة المتفق عليها، ومن ثم يجدد لفترة أخرى وهكذا. وتتم عملية تحديد قيمة الاعتماد، بناء على دراسة وتحليل، يقوم بها البنك للوقوف على سلامة ومتانة المركز المالي للمشروع المقرض، ومقدار الاحتياج للوقوف على ضمان سلامة عملية الإقراض. وتركز عملية الدراسة والتحليل التي يقوم بها البنك على الموازنة النقدية للمشروع المقترح؛ للوقوف على الفترات الزمنية التي يحتاج خلالها المشروع إلى سيولة نقدية للإيفاء بالالتزامات أو لتمشية الفعاليات، إلى جانب الفترات الزمنية التي تتوفر للمشروع المقرض أموال يستطيع بها تسديد قيمة الأقساط، (أو القرض بالكامل حسب الاتفاق).

إن هذا النوع من القروض لا يكون ملزمًا بكامل قيمته للمقرض، أي أن المقرض بإمكانه استخدام أي جزء منه حسب حاجته، على أن لا يتجاوز إجمالي المبلغ المستخدم قيمة الاعتماد. وعليه، فإن الفائدة التي يقوم بدفعها المقرض تحتسب فقط على المبلغ المستخدم فعليًا من قبله، حيث يتم إصدار خطاب من قبل البنك، يوضح فيه قيمة الاعتماد المسموح للمشروع المقرض التعامل بمحدود ومقدار الفائدة.

• القرض المتجدد:

وهو نوع من أنواع الاعتماد أيضًا، إلا أنه يختلف عن الاعتماد المفتوح؛ في كونه يمثل ارتباطًا قانونيًا ملزمًا من جانب البنك، بتقديم قرض بمجد أقصى ومحدد لفترة زمنية معينة قابلة للتجديد، وبفائدة وشروط دفع متفق عليهما. وبإمكان المقرض أيضًا استخدام جزء أو كل المبلغ، إلا أن الفرق عن الاعتماد المفتوح، هو أن المقرض يتحمل دفع الفائدة على الحد الأقصى (كامل المبلغ) المتفق عليه، سواء تم استخدامه بالكامل أو جزء منه. أي أن المقرض يدفع قيمة الفائدة حتى لو لم يستخدم القرض المتفق عليه بالكامل، إلا أنه بالمقابل يضمن توفر السيولة

وتحديد لها، خاصة في الحالات التي يكون المشروع بوضع لا يستطيع عنده تأكيد حاجته الفعلية للسيولة.

• قرض لغرض معين:

يختلف هذا النوع من القروض عن الاعتماد المفتوح، أو القرض المتجدد في أنه يتم الاتفاق عليه لحاجة المقرض للأموال لغرض واحد محدد، كأن يكون لتنفيذ صفقة شرائية واحدة، أو لإنجاز مقالة معينة مثلاً، ويتم تسديده في الموعد المتفق عليه، ويقوم البنك بدراسة كل طلب بشكل مستقل؛ ليقرر موافقته على القرض لتمويل هذا الغرض المحدد. هذا وتضع البنوك - لمنح هذا النوع من القروض (القروض دون ضمان) أحياناً - بعض الشروط، منها أن يضع المقرض رصيداً مديناً في حسابه مع البنك، يسمى بالرصيد المعوض، أي وجود حد أدنى من النقدية لدى البنك، وقد يكون كنسبة من قيمة القرض كأن يكون (10%) أو (20%)، فإذا كان المقرض يحتفظ برصيد بشكل دائم لدى البنك يزيد على ذلك المقدار، والحال هذه، أمرٌ طبيعيٌّ، وأنَّ عليه وضع المقدار المطلوب كرصيد دائم لحين السداد، وهذا ما يزيد من تكلفة الائتمان المصرفي.

كذلك من الشروط، وجوب تسديد القرض ولو لمدة واحدة خلال السنة؛ وذلك لإظهار أن هذا النوع من القروض، قروض قصيرة الأجل، وعلى المقرض أن لا يعتمد عليها كمصدر تمويل طويل الأجل. وقد يشترط البنك عدم الاقتراض من بنوك أو شركات أموال أخرى طيلة فترة القرض؛ وذلك لوقاية القرض نفسه.

- الائتمان المصرفي بضمان:

يقوم عدد من البنوك وشركات المال بطلب تقديم ضمانات معينة من قبل المنشآت المقرضة؛ لضمان مبلغ القرض المطلوب.

وهناك عدة أسباب لوضع ضمانات من قبل المنشآت المقرضة، مقابل الحصول على القرض، منها:

أ. قد يكون المشروع حديث التكوين:

وبذا فهو لا يتمتع بسمعة مالية أو تجارية كافية لضمان استرداد القرض.

ب. قد يكون المشروع صغيراً:

وبذلك، فإن المخاطرة التي يتحملها البنك أو جهة الإقراض عالية، بالقياس للمنشآت الكبيرة، ولضمان السداد يطلب وضع ضمان مقابل.

ج. ضعف المركز المالي والائتماني للمشروع المقترض.

د. للحصول على مقدار أكبر من الاقتراض:

كأن تقوم المنشآت بتقديم ضمانات مختلفة للحصول على ما تحتاجه من أموال. ويطلب البنك عادة ضمانًا، تكون قيمته السوقية أعلى من قيمة القرض؛ وذلك لضمان مبلغ القرض كحد أدنى في حالة تردي القيمة السوقية لضمان الموضوع. أي الاحتفاظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية أخطار انخفاض قيمته، وهذا ما يسمى بـ (نسبة التغطية)، فعلى سبيل المثال إذا تم تقدير قيمة الضمان بمبلغ 100000 جنيه، وتنص سياسة البنك على منح قرض بنسبة 75% من قيمة الضمان، فإن قيمة القرض - والحال هذه - يجب أن لا تتجاوز 75000 جنيه، وللبنك المقرض طلب ضمانات أخرى في حالة هبوط القيمة السوقية لضمان الموضوع، تساوي مقدار الهبوط الحاصل في قيمة الضمان السابق، وتختلف نسبة التغطية هذه حسب طبيعة الضمان، فالضمان بالأراضي والعقارات، يختلف عن الضمان بأوراق القبض أو الأوراق المالية الأخرى، وهذه تختلف عن نسبة التغطية في حالة الضمان بالبضاعة، وهكذا.

وتقسم القروض المكفولة بضمان إلى عدة أقسام حسب طبيعة الضمان المقدم:

• قروض مكفولة بضمان شخص آخر:

ويتم هذا النوع من الاقتراض عند كفالة شخص ثالث لعملية التسديد، وهذا الشخص الثالث - الذي يتدخل بين المقرض والمقرض - يتعهد بتسديد قيمة القرض للبنك في حالة عدم قدرة المقرض على السداد، مما يتلقى المخاطرة في هذا النوع من الاقتراض، وبقدر ما يسببه من إحراج بين المقرض والضامن في حالة عدم إيفاء المقرض بالتزاماته لأي سبب، إلا أن البنك وشركات الأموال المقرضة تفضله لقلّة المخاطرة ولضمان التسديد.

• قروض مكفولة بضمان الحسابات المدينة للعملاء:

وفي هذا النوع من القروض تقدم المنشآت المقرضة حسابات عملائها المدينين، كضمان لدى البنك أو الجهة المقرضة، وفي كثير من الأحيان دون علم المدين نفسه.

وتقوم جهة الإقراض بدراسة وفحص هذه الحسابات؛ للوقوف على جودتها من وجهة نظر المقرض؛ ذلك أن حجم الحسابات المدينة لا يعطي مؤشرًا كافيًا على القيمة الحقيقية لها دون دراسة وتحليل جودة هذه الحسابات. هذا ويتطلب الاقتراض بضمان الحسابات المدينة، أن يحصل المقرض على بيانات من المقرض، تتعلق بتفاصيل الحسابات المدينة، مثل اسم المدين،

وحجم الدين، وتاريخ التحصيل، وقد يطلب المقرض القوائم أو المستندات التي يتم بموجبها تثبيت حالة المديونية؛ للوقوف على سلامة العمليات المعنية أساسًا. هذا وقد يخطر المدين باستخدام حسابه كضمان، أو قد لا يخطره. وعندما يحل موعد تسديد المدين للمبلغ المترتب بذمته، يتم تحويله إلى البنك مباشرة كجزء من قيمة القرض. وقد تتراوح نسبة التغطية لهذا النوع من الاقتراض ما بين 70% - 90% من قيمة الحسابات المدينة الضامنة.

- قروض مكفولة بضمان أوراق القبض:

ويشبه هذا النوع من الاقتراض النوع السابق، فأوراق القبض عبارة عن كمبيالات وسندات إذن، تحرر لإثبات الحسابات المدينة. وتقوم البنوك وشركات الأموال بدراسة وتحليل هذه الحسابات؛ للوقوف على درجة الجودة، ومن ثم تحديد حجم القرض الممكن إقراضه كنسبة من رقم الحسابات هذه. وتقوم البنوك بإخطار العملاء بأن كمبيالاتهم وسنداتهم قد رهنّت لديها كضمان، مقابل منح الجهة الكافلة لتلك الكمبيالات والسندات قرصًا معينًا.

- قروض مكفولة بضمان الأوراق المالية:

حيث تقوم بعض المنشآت - لغرض الحصول على قرض معين - بضمان أوراقها المالية (أسهم وسندات)، بدلا من بيعها في السوق؛ مما قد يؤدي إلى خسارة معينة لها بسبب بيعها لهذه الاستثمارات المؤقتة، في حين أنها تأمل بيعها عند ارتفاع سعر تلك الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية، أو قد تمثل استثمارًا دائمًا في منشآت أخرى، ترغب المنشأة في الاحتفاظ به لعدة أسباب. إن دراسة وتحليل الأوراق المالية أسهل للمقرضين؛ بسبب سهولة دراسة ومعرفة قيمتها الحقيقية.

- قروض مكفولة بضمان المخزون:

تعتبر عملية الحصول على قروض بضمان المخزون من العمليات المالية المضمونة لكل من المقرض والمقترض، خاصة عندما يتعلق عمل المنشأة المقرضة بتخزين أو تصنيع بضائع نمطية غير قابلة للشطب، وتتمتع بسوق نشطة. وتتم عملية الضمان بواحد أو أكثر من المستندات التالية:

أ. بوليصة الشحن.

ب. إيصال الإيداع.

ج. إيصال الأمانة.

تكلفة الائتمان المصرفي:

هذا وتحتسب تكلفة الائتمان المصرفي بناء على سعر الفائدة الموضوع من قبل البنك أو الشركات المقرضة للأموال. ويختلف سعر الفائدة من قرض لآخر، ومن عمل لآخر، فكلما كانت المنشأة المقرضة ذات مركز مالي وسمعة تجارية أو صناعية جيدة، حصلت على تسهيلات في سعر الفائدة للقروض التي تطلبها؛ لأن المركز المالي أو السمعة يؤهلانها للمساومة، ويوفران أمامها الفرص البديلة. وبالعكس من ذلك، كلما كانت المنشأة في مركز مالي ضعيف، أو لا تتمتع بسمعة طيبة لأي سبب، رضيت بأي سعر فائدة يفرض عليها.

وتضع بعض البنوك - بناءً على توجيهات مركزية من قبل الدولة التي تعمل بها، من خلال البنوك المركزية - حدًا أعلى لتلك الفوائد، وفي بعض الأحيان حدودًا ثابتة للتعامل وفق مستويات إقراض معينة.

وتطلب بعض البنوك، أن يتم تسديد الفائدة مقدمًا، أي أنها تستقطع الفائدة من مبلغ القرض مقدمًا؛ الأمر الذي يزيد من السعر الحقيقي للفائدة، ولتوضيح ذلك، نفترض أن مشروعًا اقترض مبلغ 20000 جنيه، بفائدة 5% لمدة سنة، فإن مقدار الفائدة يكون $20000 \times 5\% = 1000$ جنيه. أما إذا اشترط البنك دفع مقدار الفائدة مقدمًا أي خصم من المبلغ، فإن المبلغ المستلم من قبل المشروع سيكون:

$$20000 - 1000 = 19000 \text{ جنيه.}$$

أي أن سعر الفائدة الحقيقي - والحالة هذه - سيكون:

$$\frac{100 \times 100\%}{5.3} = 100\% \text{ وهو السعر الحقيقي للفائدة.}$$

$$19000$$

لأن ما سيستلمه المشروع فعلاً هو 19000 جنيه، وما سيدفعه في نهاية المدة 20000 جنيه، هذا بالإضافة إلى أن بعض البنوك تطلب وجود حد أدنى من رصيد نقدي للمشروع لديها، أي أن على المشروع المقرض أن يضع رصيلاً معيناً متفقاً عليه لدى البنك كبنك كندية لا يسمح له التعامل بها، فإذا كان للمشروع أساساً هذا الرصيد وبشكل مستمر، فلا توجد تكلفة، أما إذا لم يكن للمشروع أن يحتفظ بهذا الرصيد، فإن ذلك يعني أن البنك سيحتفظ بهذا المقدار من مبلغ القرض، أي أن ما سيستلمه المشروع من القرض مطروحاً منه المبلغ الذي يمثل رصيد الحد الأدنى الواجب الاحتفاظ به كبنك كندية لدى البنك، ومقدار الفائدة، وهذا ما يحمل القرض تكلفة أخرى، تتمثل بتكلفة الرصيد النقدي الموجود لدى البنك وغير المستقل، والذي قد يكون المشروع بحاجة إليه لتسيير نشاطه وفاعليته المستمرة.

2- التمويل متوسط الأجل

يرتبط التمويل قصير الأجل - كما سبق شرحه - بتمويل احتياجات المشاريع الموسمية أو الاحتياجات المؤقتة من الأموال لتسيير الفعاليات والأنشطة الجارية للمشروع؛ لذا فهو يمتاز بما يسمى بالتصفية الذاتية، أي تتم تصفيته خلال فترة تقل عن سنة. أما التمويل متوسط الأجل فيستخدم لتمويل حاجة دائمة للمشروع المقترض؛ كأن يكون لتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ، والتي تستغرق عددًا من السنين؛ لذا فإن المتفق عليه هو اعتماد فترة التمويل من سنة إلى خمس سنوات في هذا النوع من التمويل، حيث يتم سداد قيمته من خلال التدفقات النقدية التي تتولد خلال هذا العدد من السنين.

هذا ويتمثل التمويل المتوسط الأجل بـ:

1. القروض المصرفية متوسطة الأجل.
2. استئجار الموجودات (الأصول).

1.2 القروض المصرفية متوسطة الأجل:

وللبنوك التجارية دور كبير في هذا النوع من أنواع القروض، فبعد أن كانت تقتصر في التعامل المالي على التمويل قصير الأجل، اتجهت البنوك التجارية إلى تمويل المشروعات والمنشآت بقروض متوسطة الأجل، تزيد فترتها على السنة، وتصل إلى خمس سنوات، وسمي هذا النوع المحدد بين فترة السنة ونهاية خمس سنوات بالقروض متوسطة الأجل. وغالبًا يتم تسديد هذا النوع من القروض على شكل أقساط، يتم تحديد مواعيد استحقاقها وقيمها، والتي قد تكون متساوية في شروط عقد الإقراض. ويكون سعر الفائدة للقروض متوسطة الأجل، أعلى من سعر الفائدة للقروض قصيرة الأجل.

وفي كثير من الأحيان - والتي يتم بها تجديد القروض قصيرة الأجل سنة بعد أخرى، خاصة القرض المتجدد - فإنها تعتبر قروضًا متوسطة الأجل، ويبقى الجدول الدائر في مدى ملاءمة هذا النوع من القروض لطبيعة احتياجات المشروع.

وتحتسب تكلفة القروض متوسطة الأجل بالأسلوب نفسه الذي تحتسب به تكلفة القروض قصيرة الأجل، أي أن التركيز فيها على سعر الفائدة الذي يتحمله المشروع المقترض، أخذين في الاعتبار السعر الحقيقي للفائدة، وليس السعر الظاهري المتفق عليه، إلى جانب أهمية

قياس تكلفة الشروط الأخرى، والتي توضع من قبل الجهة المقرضة، كما هو الحال في تكلفة شرط وضع رصيد نقدية لدى البنوك المقرضة، لا يسمح بالسحب منه طيلة فترة القرض.

وتضع البنوك التجارية جملة من الشروط للاقتراض متوسط الأجل، الهدف منها هو ضمان قدرة المنشأة المقرضة على رد القرض، منها ما يسمى بالشروط العامة التي تتعلق بحجم رأس المال العامل، أي أنها تطلب أن لا يقل رأس المال العامل للمشروع المقرض عن مبلغ معين، كذلك منع المنشأة المقرضة من الاقتراض، سواء أكان ذلك لقرض متوسط الأجل آخر، أو لقرض طويل الأجل. كذلك تضع البنوك شروطًا إجرائية متمثلة بتقديم المنشآت المقرضة ميزانيتها الختامية، وحساب الأرباح والخسائر للبنك المقرض؛ لتحليلها والوقوف على المركز المالي للمشروع بشكل مستمر. إلى جانب وضع قيود بعدم رهن أو استئجار موجودات المنشأة، أو خصم أوراقها المالية لدى بنوك أخرى. وقد يذهب الأمر - في بعض الحالات بالبنوك التجارية - إلى وضع شروط خاصة، الهدف منها هو التأكد والتأمين التام لسداد القرض من قبل المقرض، كأن يتم مثلاً تحديد طريقة وجهة صرف القرض من قبل المشروع، وكيفية التصرف به أو القيام بالتأمين على أحد مسؤولي المنشأة لمسئول عن التصرف في القرض مثلاً لصالح البنك، وغيرها من الشروط الخاصة التي يريتها البنك المقرض.

2.2 التمويل باستئجار الأصول:

ينظر إلى التمويل باستئجار الأصول على أنه يمثل شكلاً من أشكال التمويل، وهو بذلك يحل محل أي شكل آخر يتطلبه المشروع للحصول على الأصول؛ كأن يكون بإمكانها الاقتراض للحصول على قيمة الأصول المطلوبة. ويمثل قسط الاستئجار وفوائده التزامات ثابتة على المشروع المستأجر، يجب الوفاء بها، حالها بذلك حال أقساط الديون المالية الأخرى، وأن عدم الالتزام بالتسديد يجعل المشروع في موقف مالي محرج. وعلى الرغم من أن إجمالي الأقساط التي تدفع لتأجير الأصول، أعلى من ثمن شراء الأصول نفسه، إلا أن المنشآت تلجأ للاستئجار لعدة أسباب؛ منها عدم توفر النقد الكافي للشراء، أو الشروط الموضوعية للحصول على مبلغ الشراء، خاصة عندما يكون المبلغ كبيراً، والحاجة للأصل المستأجر مؤقتة، إضافة إلى المزايا التي يوفرها الاستئجار، والمتمثلة بالمرونة، وقلة القيود الموضوعية على المستأجر، مقارنة بشروط الأنواع الأخرى من الاقتراض، إضافة إلى الاعتبارات الضريبية، حيث يعتبر التأجير مصروفًا يخفف المبالغ الخاضعة للضريبة، في حين يعتبر اندثار الأصول التي يشتريها المشروع وحده فقط خاضعة للضريبة، ثم إن المشروع يستفيد من القيمة الاقتصادية للأصل المستأجر، دون أن يظهر مقابل

ذلك أي التزام في سجلاته المحاسبية، مقارنة بالشراء عن طريق الاقتراض، حيث يضم الأصل نفسه إلى جانب مبلغ الاقتراض.

3- التمويل طويل الأجل

يمثل التمويل طويل الأجل الأموال التي تتوفر للمشروع لتمويل الفروض الاستثمارية المتاحة، ويمثل التزاماً على المشروع كشخصية معنوية مستقلة. إن هذا الالتزام يضيف عبئاً آخر على المدير المالي للمشروع، يتمثل بضرورة معرفته بما يسمى بأسواق المال؛ لأنه يلجأ إليها في محاولته للحصول على أموال لأجل طويلة، إلى جانب تأثير قرار التمويل بظروف تلك الأسواق، من حيث الطرق التمويلية المختلفة والمتوفرة فيها، وتكلفة كل طريقة منها، ثم إن بعض المنشآت تكون الحاجة فيها للتمويل طويل الأجل مستمرة؛ بسبب طبيعة عملها. ومن أهم أعمال هذه الأسواق، توجيه الأموال الفائضة والمتوفرة لدى بعض الوحدات الاقتصادية إلى الوحدات الاقتصادية التي تكون بحاجة لها. وهنا تبرز كفاءة المدير المالي في اختيار المصدر المناسب، والذي تتفق شروطه وكلفته مع إمكانيات المشروع الحالية والمتوقعة.

يمكن تقسيم مصادر التمويل طويلة الأجل على ضوء أسس معينة، فمثلاً تقسم - على أساس تركيبة الهيكل المالي، أي من حيث الملكية - إلى أموال الملكية المتمثلة بالأسهم العادية والممتازة أو الأرباح المحتجزة، والأموال المقرضة المتمثلة بالسندات، والقروض طويلة الأجل. كذلك تقسم على أساس طبيعة المصدر إلى تمويل خارجي يشمل الأسهم والسندات والقروض طويلة الأجل، ومساهمة الحكومة، وتمويل داخلي يشمل الأرباح المحتجزة. إلا أنه بشكل عام يتم تقسيم مصادر التمويل طويلة الأجل إلى الأقسام التالية:

1. الأسهم العادية.
2. الأسهم الممتازة.
3. الأرباح المحتجزة.
4. السندات.
5. القروض.
6. مساهمة الحكومة (وتخص المنشآت العامة).

1.3 الأسهم العادية:

تعتبر الأسهم العادية أحد مصادر التمويل طويل الأجل في المشروع، ويلجأ إليها المدير المالي عندما تقتضيه ضرورة توفير مصدر طويل الأجل لتمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأمد، أو لضرورات التطوير في المشروع، إلا أن ذلك لا يعني أن المشروع يصدر أسهمًا عادية بشكل

مستمر، ففي بعض الأحيان قد لا يصدر المشروع أسهمًا عادية مرة واحدة طيلة حياته الاقتصادية. وتعتمد المنشآت على إصدار هذه الأسهم خاصة عند بداية تأسيسها؛ وذلك لحاجتها إلى الأموال، ولعدم قدرتها على تحمل أعباء تكلفة الاقتراض الخارجي وشروطه. ويمتلك المشروع الحق في دفع عائد معين إلى جملة الأسهم العادية عند تحقق أرباح معينة له، ولكنه - بالوقت نفسه - يمتلك القرار في عدم توزيع الأرباح ككل أو نسبة منها، أو عدم إعطاء أي شيء في حالة تحقيق خسارة، وبذلك نلاحظ أن المشروع يكون في مركز مرن في حالة التمويل بأسهم عادية.

تمتاز الأسهم العادية بأن لها حقًا غير محدد في أرباح المشروع وأصوله، ويأتي دور نصيب السهم العادي من أرباح المشروع بعد أن يأخذ السهم الممتاز، إن وجد، نصيبه من الأرباح، ويكون لحامل السهم العادي الحق في التصويت عند اجتماع الجمعية التأسيسية (العمومية) للمشروع. وتحدد مسئولية حامل السهم العادي بمقدار حصته في رأس المال، أي قيمة الأسهم العادية التي يملكها إلى رأس المال. كما أن لحامل السهم العادي الحق في الاكتتاب على الأسهم العادية الجديدة التي يصدرها المشروع، وله الحق أيضًا في نقل ملكية الأسهم التي يملكها إلى شخص أو جهة أخرى؛ ذلك لأن المنشآت لا ترجع قيمة هذه الأسهم إلى حاملها؛ لأن قيمها تمثل ملكية المشروع، وتبقى هذه الملكية بصفة دائمة مع المشروع.

للأسهم العادية عدة قيم، فهناك القيمة الاسمية التي تمثل المبلغ المنصوص عليه في عقد تأسيس المشروع، وتكون هذه القيمة مدونة على صك السهم، وفي بعض الأنظمة قد يحدد التشريع حدًا أدنى معينًا للمنشآت لإصدار أسهمه العادية.

وهناك القيمة السوقية، والتي تتحدد وفقًا لمؤشرات العرض والطلب في سوق الأوراق المالية؛ ولذلك فإن هذه القيمة تمتاز بالتغير المستمر، اعتمادًا على تلك المؤشرات، فترتفع عندما يتوقع المتعاملون في سوق الأوراق المالية تحقيق المشروع لأرباح؛ نتيجة لوضعها الاقتصادي والمالي المتين، وتنخفض في حالة العكس، أي توقع الخسارة والفشل. كذلك توجد القيمة الدفترية التي تتمثل بحاصل قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم في حالة إصدار المشروع لهذا النوع من الأسهم فقط.

هذا وتحتسب تكلفة الأسهم العادية أيضًا بالحد الأدنى الذي يطلبه حاملو الأسهم العادية على أموالهم المملوكة والمستثمرة في المشروع، بما يحافظ على القيمة السوقية للسهم، وعليه تقاس التكلفة وفقًا لنموذج كوردن التالي:

$$\frac{ع = ت س + م ت}{ق س (1 - ت ص)}$$

حيث ع: مقدار العائد الذي يساوي التكلفة.

ت س: التوزيعات المتوقعة للسهم.

ق س: القيمة السوقية للسهم.

ت ص: تكلفة الإصدار.

م ت: معدل النمو المتوقع في التوزيعات، هو معدل ثابت.

فلو فرضنا أن القيمة السوقية للسهم العادي في إحدى المنشآت تساوي 100 جنيه، وأن التوزيعات المتوقعة للسهم في العام القادم - كما تحددها سياسة التوزيع في المنشأة - تساوي 10٪، وعلى افتراض أن القيمة الاسمية للسهم تساوي 100 جنيه أيضًا، هذا ويقدر معدل النمو للتوزيعات بحوالي 5٪ من القيمة الاسمية، وأن تكلفة إصدار تساوي 3٪، فإن تكلفة السهم العادي - والتي تعادل العائد المتوقع - تستخرج دفعة النموذج السابقة، وتساوي:

$$= \frac{10}{5} + 15.3\%$$

$$100(1-3\%)$$

2.3 الأسهم الممتازة:

تتشابه الأسهم الممتازة والأسهم العادية، في أن كليهما يمثل أموال الملكية، كما يتمتع حامل السهم الممتاز كذلك بكافة المزايا التي يتمتع بها حامل السهم العادي.

ويتم إصدار الأسهم الممتازة بقيمة مصدرة أعلى من القيمة الاسمية في حالة وجود علاوة، ويتم إصدارها بقيمة أقل في حالة وجود خصم إصدار، كما أن السهم الممتاز - إضافة إلى القيمة الاسمية والقيمة المصدرة - قيمة سوقية تحددها المضاربات في أسواق المال، وقيمة دفترية كما في الأسهم العادية.

تكون الأسهم الممتازة على عدة أشكال، منها أسهم ممتازة مجمعة الأرباح، أي التي يحق لحاملها الحصول على عائد السهم في سنوات الخسارة، مجتمعة في سنوات الربح، أي يحصل على كامل أرباحه في السنين التي تتوفر فيها أرباح كافية لدفع النسب المحددة لأسهمه. كذلك الأسهم

المتازة مشتركة الأرباح، وهي التي يحصل حاملوها على نسبة إضافية من الأرباح، إضافة إلى النسبة المحددة في حالة وجود فائض في الأرباح المستحقة تلك الفترة. كما أن هناك الأسهم الممتازة القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

ويحق للمنشأة المصدرة للأسهم الممتازة استدعاء هذه الأسهم وتصفياتها؛ ويكون ذلك إما بسبب توفر السيولة النقدية للمشروع، ورغبتها في تخفيض عدد الأسهم - حيث تقوم بتسديد قيمة الأسهم بجملة؛ لعدم حاجتها إلى الأموال المتأتية منها - أو أن يكون المشروع قد وجد مصدر تمويل آخر بتكلفة أقل من تلك التي يدفعها على الأسهم الممتازة، وبذلك يكون من مصلحته اتخاذ قرار التصفية، والتخلص من التكاليف الإضافية، كذلك قد يكون بسبب وجود شروط معينة، تم وضعها عند إصدار هذه الأسهم، تمثل التزاماً عليه ما دامت هذه الأسهم موجودة، وعليه يرى المشروع ضرورة التخلص منها في أقرب وقت، تتوفر لديه الإمكانية لذلك. وتتم تصفية الأسهم الممتازة بطريقتين: الأولى من خلال قيام المشروع بشراء هذه الأسهم من السوق ثم يقوم بإلغائها؛ مما يؤدي إلى تخفيض عدد الأسهم، وبالتالي تخفيض نصيبها من الأرباح. والثاني: يتم عند تضمين شروط المشروع لإصدار أسهم ممتازة نص بمنحها صلاحية استدعاء هذه الأسهم بالوقت الذي يراه مناسباً لوضعها المالي، فإن المنشآت عادة ما تستدعي أسهمها الممتازة خاصة في الأوقات التي تنخفض فيها أسعار الفائدة السوقية، وقد يكون الاستدعاء لكل أو لجزء من الأسهم، ويقوم حاملو الأسهم بتقديمها للمشروع، واستلام قيمتها نقداً.

3.3 الأرباح المحتجزة:

تمثل الأرباح الحصيلة أو الثمرة التي يسعى المشروع - من خلال مجمل نشاطه الاقتصادي - إلى تحقيقها وإنضاجها بالشكل الذي يتناسب وحجم النشاط، ويعتبر الربح أحد الأهداف الرئيسة للمنشآت، والأرباح يمكن توزيعها على المساهمين، أو الاحتفاظ بها لغرض استثمارها. وبالرغم من أن الهدفين - وكما يتضح للوهلة الأولى متناقضان - فالمساهمون ينتظرون أن يروا ثمرة أموالهم التي وضعوها، واستثمروها في المشروع، والمتمثلة بالربح لبدءوا الجني، والمتمثل بنصيبهم من هذه الأرباح، وإدارة المشروع وبالذات الإدارة المالية التي تحاول المحافظة على وضع مالي مستقر لتقوية المركز المالي للمشروع من ناحية، ومن ناحية أخرى، يساعدها على الاستثمار وتوسيع نشاطات العمل؛ لذا فإن ارتفاع نسبة الموزع من الأرباح، يعني تقليل مقدار الأرباح المحتجزة، وبالتالي قد لا يوفر نسب النمو التي تسعى الإدارة المالية إلى تحقيقها، كما أن تقليل نسب الموزع، وزيادة نسبة الأرباح المحتجزة، قد يضر بالعلاقة بين المستثمرين والمشروع،

فعملية الموازنة، ودفع التبريرات العقلانية والمقنعة لهذه الموازنة، أمر ضروري، أي يجب اقتناع الجمعية التأسيسية (العمومية) - صاحبة القرار في مجال توزيع الأرباح - بمبررات وتحديد نسبة معينة للتوزيع، وأخرى للاحتفاظ بها؛ وذلك لضمان صالح المشروع نفسه وصالح المساهمين فيها أيضًا. وهناك بعض العوامل التي تؤثر في تحديد نسبة الموزع من الأرباح ومنها:

أولاً: التشريعات والقواعد القانونية؛

تختلف التشريعات والقواعد القانونية المتبعة في هذا الصدد من بلد لآخر، خاصة وفق الفلسفة النظرية العامة المطبقة في ذلك البلد.

فبعض القوانين تنص على عدم جواز توزيع الأرباح، إذا كان المشروع في حالة عسر مادي، أي في حالة زيادة الخصوم على الأصول، كذلك ينص البعض على عدم توزيع الأرباح إذا كان الأمر سيؤدي إلى تخفيض في قيمة المشروع، أي تخفيض في رأس المال القانوني له. ثم إن بعض القوانين تضع حدوداً لعملية التوزيع، أي هناك حد أدنى، وحد أعلى يتم بموجبه توزيع الأرباح.

ثانياً: المركز المالي للمشروع؛

قد يحقق المشروع أرباحاً، وقد يظهر رقم هذا الربح في الجانب الأيسر من الميزانية، إلا أنه - بالمقابل - لا تتوفر النقدية الكافية لتغطية رقم الربح هذا، أي أن الأرباح المتحققة ذهبت سيولتها النقدية لتغطية بعض جوانب توزيع الأرباح، وإلا تحقق ضرر كبير في المشروع. والمشروع الناجح يكون - في الواقع العملي - بحاجة مستمرة إلى توفر الأموال أو السيولة؛ لتمويل احتياجاته وتسيير فعالياته. أما في المنشآت المستقرة، أي ذات معدات أرباح متوقعة مستقرة، فإنها تكون قادرة على تحديد معدلات لتوزيع أرباحها.

ثالثاً: طبيعة الديون المترتبة بذمة المشروع؛

إذ إن الديون ابتداءً تحد من حرية المشروع في التصرف بالنقدية، وبالتالي في توزيع الأرباح؛ ذلك أن بعض عقود الديون غالباً ما تنص على عدم التلاعب مثلاً برصيد نقدية معين، أو عدم المساس برصيد الأرباح المحتجزة السابقة كضمان للدائنين. كذلك فإن المشروع عند التوسع يحتاج إلى قرض لتغطية نفقات هذا التوسع، عندها يواجه المشروع؛ إما تسديد القرض بقرض آخر، أو الاعتماد على المصادر الذاتية كالأرباح المحتجزة في تسديده لما توفره له من امتيازات، تجعله يلجأ إليها عند توفرها دون التفكير بالاقتراض الخارجي. كذلك فإن إمكانية المشروع في الحصول على الأموال من مصادر عديدة، قد تكون بسبب استقراره، أو لكونه مشروعاً كبيراً

سجل أرباحًا كبيرة في سنين عمله؛ الأمر الذي يوفر له إمكانية أكبر في توزيع نسب أعلى لأرباحه من تلك المنشآت الحديثة، أو الصغيرة، أو تلك المنشآت التي تمر بظروف عدم استقرار.

رابعاً: معدل التوسع ومعدل العائد على الأصول؛

كلما كان معدل التوسع أو النمو في الأصول كبيراً، زادت الحاجة إلى التوسع، وبالتالي تمويل هذا التوسع، وبذا تكون الحاجة في زيادة النسبة المحتجزة من الأرباح، كذلك الحال في معدل العائد على الأصول، فكلما زاد هذا العائد، شجع على زيادة الاستثمار، وبالتالي احتجاز الأرباح للاستفادة منها.

خامساً: عدد مالكي المشروع، والوضع الضريبي لهم؛

وهو أحد العوامل التي تؤثر في تحديد المشروع لنسبة الأرباح التي ستوزع، ونسبة الأرباح التي تحتجز، فإذا كان عدد المالكين قليلاً، وكانوا يخضعون لشرية ضريبة عالية، فإنهم يفضلون احتجاز نسبة كبيرة من الأرباح، وإعادة استثمارها داخل المشروع على توزيعها. أما إذا كان العدد كبيراً، فإن الأرباح الموزعة ستشكل رقماً قد لا يتأثر كثيراً بموضوع الضريبة، إلا أنه - في بعض الأحيان - يكون العدد قياسياً، ويكونون متفاوتين في الشرية الضريبية التي يخضع لها كل منهم، وهنا يكون التفاوت، فالبعض يريد زيادة في نسبة الأرباح الموزعة، والآخرين يرغبون في زيادة الأرباح المحتجزة، وهنا على المشروع التوفيق بينهم، في تحديد نسبة معينة للتوزيع، وأخرى للاحتجاز.

تتفاوت العوامل سابقة الذكر، في تأثيرها على قرار نسبة توزيع أو احتجاز الأرباح، تبعاً لظروف كل مشروع، وقد تلجأ المنشآت إلى وضع واتباع سياسة مستقرة بتوزيع أرباحها، تأخذ بعين الاعتبار جميع الجوانب في العوامل سابقة الذكر، كأن تكون على شكل نسبة ثابتة متفق عليها من الأرباح، أو أن تكون حدًا أدنى متفقاً عليه مع بعض الزيادات التي تحدّد وفقاً لحجم الربح الذي سيتحقق.

ولسياسة الاستقرار في توزيع الأرباح فوائد كثيرة على الوضع المالي للمشروع؛ فهي تزيد من القيمة السوقية لها أو لأسهمها؛ وذلك لنظرة الأرباح السائدة عليها بسبب استقرارها، وللتعامل المستحب من قبل المالكين، لوضع الاستقرار فيها، إلى جانب ذلك يوجد مفهوم آخر، يسمى التوزيع الأمثل للأرباح، وهذه السياسة تعتمد مبدأ تعظيم ثروة المالكين، أي أن المالكين يفضلون احتجاز أرباحهم، أو نسبة كبيرة منها إذا تمكن المشروع من استثمارها لهم بنسبة عائد أعلى من تلك التي سيحصلون عليها من الفرص المتاحة خارج المشروع. فإذا استطاع

المشروع - على سبيل المثال - الحصول على عائد من استثمار الأرباح المقرر توزيعها للمالكين بمقدار 15%، ويتوقع المالكون حصولهم على نسبة عائد 7.5% في أحسن الأحوال عند استثمارهم للربح من الفرص المتاحة لهم خارج المشروع - فإنهم والحال هذه يفضلون حجز الأرباح، بدلا من توزيعها. إن هذا الأمر يجب أن لا يعني انحدار المشروع في استثمار أرباح المالكين بالشكل الميكانيكي للعملية؛ لأن ذلك سيفقدها استقرارها، وعليه يجب أن تكون هناك موازنة، تأخذ بنظر الاعتبار عاملي الاستقرار وسياسة التوزيع الأمثل للأرباح.

4.3 السندات:

تعتبر السندات نوعاً من أنواع القروض طويلة الأمد، وتنقسم إلى أقسام، يسمى كل قسم (سند) يصدره المشروع؛ بهدف الحصول على أموال لتمويل النفقات الاستثمارية والتشغيلية، وبذلك تكون السندات عبارة عن التزام مالي، على المشروع سداد قيمته في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه، ويحصل حامل السند على معدل فائدة دوري ثابت، سواء حقق المشروع أرباحاً أو حقق خسارة.

وتتحمل قيمة السند السوقية - أي قيمته في سوق الأوراق المالية - الزيادة كأرباح؛ نتيجة لمتانة المركز المالي للمشروع في سوق الأوراق المالية، وزيادة الطلب عليه، كما تتحمل النفقات كخسارة في حالة العكس. ويستطيع المشروع المصدر للسندات، وضع شرط استدعاء السندات عندما يجد في نفسه القدرة المالية على تسديد قيمها في حالة عدم توفر قروض استثمار مربحة بديلة، أو عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق، بالمقارنة بأسعار الفائدة التي يحصل عليها حاملو السندات، فيقوم المشروع باستدعاء السندات القديمة وشراؤها بأسعار تزيد عن قيمتها الاسمية، حيث يشكل القرض العلاوة التي تمثل مكافأة يحصل عليها حامل السند.

ويلجأ المشروع إلى إصدار السندات للحصول على تمويل طويل الأجل لعدة أسباب، منها:

- المتاجرة بالملكية:

من خلال حصول المشروع المصدر للسندات على معدل ربح أعلى من معدل الفائدة الموضوع لحامل السند، عند هذه الحالة تكون عملية إصدار السندات مربحة.

- تكلفة السندات أقل من تكلفة الأسهم.

تنزيل سعر فائدة السندات من الأرباح قبل احتساب الضريبة، بينما تعتبر عائدات الأسهم من قبيل توزيع الأرباح الخاضعة للضريبة.

- لا يتمتع حاملو السندات بحق التصويت أو الاشتراك في الإدارة:
- وبذا فإن المشروع يحصل على ما يحتاجه من الأموال، دون الحاجة لإشراك الآخرين في الإدارة؛ وذلك لأن حملة السندات يكونون دائنين للمشروع، وليسوا مالكين له.
- تعتبر عملية إصدار السندات وسيلة أخرى من وسائل الحصول على الأموال من الأفراد الذين يرغبون في التعامل بالسندات دون الأسهم، أو دون غيرها من الأساليب.

أنواع السندات:

- تقسم السندات استنادًا إلى المميزات التي تمتاز بها، أي أن طبيعة الامتياز الذي تتمتع به السندات هي التي تضعها ضمن نوع معين دون آخر، ومن هذه الأنواع:
1. سندات مضمونة برهن الموجودات (الأصول).
 2. سندات غير مضمونة برهن الموجودات (الأصول)
 3. سندات مضمونة بأسهم وسندات أخرى.
 4. سندات ربح.
 5. سندات قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، ويتم تحديد عدد الأسهم التي من الممكن أن تتحول إليها السندات.
 6. شهادة استثمار، وتستخدم في تمويل المنشآت الكبيرة التي تستخدم الآلات والمكائن عالية التكلفة، حيث يتم إعطاء عائد معين مع جزء من قيمة الأصول؛ لحين تسديد قيمة الآلات بالكامل؛ فتثول عند ذاك ملكيتها للمشروع.
- وتقوم المنشآت التي تتعامل بالسندات، بإعداد الخطط الآلية الكفيلة بتسديد قيم السندات، خاصة إذا كانت تلك المنشآت كبيرة، وتستخدم السندات كمصدر للقروض طويلة الأمد بشكل واسع؛ الأمر الذي يتطلب وفرة السيولة في الوقت المحدد للتسديد. فإذا كانت السيولة متوفرة بشكل يغطي قيمة السداد، فلا توجد مشكلة، أما إذا لم تتوفر لدى المشروع المبالغ الكافية - بسبب تفضيل المشروع استثمار أموال دون الاحتفاظ بسيولة كبيرة - فإن ذلك يعني أن المشروع سيفكر في إيجاد مصادر تمويلية أخرى للوفاء بالالتزامات، وهناك عدة أنواع ووسائل للتسديد منها:

أ. السداد حسب اختيار المشروع.

ب. السداد الإجباري.

ج. السداد التدريجي.

5.3 قروض طويلة الأمد:

تمثل إحدى الطرق المهمة التي يحصل بموجبها المشروع على الأموال لتمويل احتياجاته، وتكون هذه الأموال واجبة السداد خلال فترة تتراوح بين سنة وعدة سنوات، وفقاً للشروط والقواعد التي يتم الاتفاق عليها بين المشروع والمقرض. وتوجد العديد من البنوك والمصارف المتخصصة، تقوم بإقراض المنشآت بهذا النوع من القروض (قروض طويلة الأمد)، إضافة إلى شركات الأموال، هذا في النطاق المحلي؛ إذ إنه توجد أيضاً مثل هذا النوع أسواق مالية إقليمية ودولية، تعمل جميعها على تمويل القروض الاستثمارية المتاحة في المناطق ذات الاحتياج للقروض الطويلة، خاصة على نطاق دولي؛ كالدول النامية على سبيل المثال، والتي تكون عادة بحاجة إلى مثل هذا النوع من التمويل، ومن أمثلة البنوك الدولية والإقليمية هذه: البنك العربي الإفريقي، والبنك الآسيوي للتنمية، والبنوك الإسلامية المتنوعة، والبنك الدولي للإنشاء والتعمير، وغيرها.

وتتمثل تكلفة القرض طويل الأجل في قيمة الصرف إلى جانب الفوائد المدفوعة، والتي يتم دفعها بفترات محددة، تضاف إليها المصارف الأخرى - إن وجدت - في اتفاق صفقة القرض.

4- التخطيط الاستثماري

مفهوم التخطيط الاستثماري:

يعتمد التخطيط الاستثماري - بشكل أساس - على القرار الاستثماري طويل الأمد، والذي يعتبره المتخصصون في هذا المجال من أهم القرارات في ميدان الأعمال؛ ذلك لتعلقه باستثمار أموال معينة الآن، ويتوقع تحقيقها لعائد معين بعد فترة زمنية طويلة (غالبًا تكون أكثر من سنة واحدة). وهذا ما يميزه عن النفقات التشغيلية، حيث تكون المدة المتوقعة لتحقيق العائد لهذه المصارف قصيرة - أقل من سنة - إلا أن معدل دوران تحويل النفقات التشغيلية إلى نقد، أعلى من معدل دوران تحويل المصاريف والنفقات الاستثمارية إلى نقد؛ بسبب قصر الفترة، وسرعة تحقيق العائد.

لذا فإننا سنتناول هذا الجانب المتعلق باستخدام المشروع للأموال المتاحة لديه في عمليات استثمارية، سواء أكانت تلك الأموال في ملكيتها الخاصة، أو تحصل عليها بالطرق التمويلية التي تناولنا شرحها وتفصيلها في الفصول السابقة، مع التركيز على عامل الموازنة بين تكلفة الحصول على تلك الأموال والعائد المتوقع تحقيقه من استثمارها، آخذين في الاعتبار الفترة الزمنية التي يستغرقها هذا العائد لكي يتحقق، أي مدة الاستثمار. إلى جانب ذلك، سيتم توضيح دور عامل المخاطرة في عملية الاستثمار هذه؛ إذ إن المخاطرة تلعب دورًا بارزًا ومهمًا، خاصة عندما تكون الفترة الزمنية للتوقع طويلة، وهذا ما ستوضحه الأسس العلمية المتبعة؛ من تحديد حجم ومقدار نسبة المخاطرة في الاستثمارات المتاحة للمشروع، إلى جانب استعراض أو تحليل طرق تقييم نتائج الفرص الاستثمارية المتاحة لكل من القطاعين الخاص أو العام.

1.4 الإنفاق الاستثماري (الرأسمالي):

يقصد بالإنفاق الاستثماري عملية استثمار الأموال المتوفرة لدى المشروع في موجودات (أصول)، تستخدم لفترة زمنية طويلة، أي لا يتوقع ظهور الآثار المترتبة على هذا النوع من الاستثمار، أو النتائج المتوخاة منه، في الفترة التي يتم فيها الاستثمار، أو بفترة قصيرة عنه، بل يتوقع أن تستمر لفترة زمنية طويلة. من هنا تأتي التفرقة بين النفقات؛ فهناك النفقات التشغيلية والنفقات الرأسمالية. النفقات التشغيلية عبارة عن النفقات التي يأمل المشروع تحقيق عائداتها خلال فترة وجيزة، مثل نفقات المواد الأولية والأجور، ولا تتجاوز فترة تحقيق العائد في مثل هذا النوع السنة. أما النفقات الرأسمالية، فهي تلك التي يتوقع المشروع تحقيق العائد منها خلال

فترة طويلة، مثل الاستثمار بشراء الآلات والمعدات الجديدة، أو أراضٍ إضافية. فالمنشأة وفي هذه الحال تتوقع أن يتحقق العائد خلال سنوات متعددة. إلا أنه - في الواقع العملي - قد يكون هذا النوع من التميز صعب التحديد؛ لوجود بعض النفقات التي تصنف - على سبيل المثال - نفقات تشغيلية، ولكن لا يتوقع الوقوف على تأثيرها، أو معرفة نتائجها بفترة زمنية قصيرة، على سبيل المثال، مصاريف الإعلانات عن المنتجات، أو الخدمات؛ فقد تستغرق عملية إقناع المستهلكين، والتأثير عليهم باتجاه استهلاكهم معين وقتًا طويلاً، كما أن بعض المنشآت قد لا تستخدم أسلوب الفترة الزمنية المتوقع تحقيق العائد خلالها، بل تعتمد مقدار المبلغ المنفق ذاته؛ كأن تصدر التعليمات على اعتبار المصاريف التي تصرف لغاية 200 جنيه، نفقات تشغيلية، بغض النظر عن طبيعتها.

2.4 محددات قرار الاستثمار:

لقرار الاستثمار محددات متعددة، تؤثر فيه بشكل مباشر، ويختلف هذا التأثير من حالة لأخرى، وعليه نشير هنا إلى هذه المحددات؛ للوقوف على حجم التأثير، وهل هو في صالح اتخاذ قرار الاستثمار أم لا؟ وهذه المحددات هي:

- التطور التكنولوجي:

مما لا شك فيه أن التطور التكنولوجي في مجال إنتاجي معين لأي نشاط اقتصادي، يعتبر من العوامل المهمة في خلق فرصة استثمارية جديدة؛ حيث إن إنتاج مادة جديدة، أو اتباع طرق إنتاجية متطورة في إنتاج السلع، وفتح أسواق جديدة مثلاً، كلها تؤدي إلى زيادة في الطرق الاستثمارية، وبالتالي زيادة قدرة المستثمرين على توسيع حجم الاستثمار، أو القيام باستثمارات جديدة.

- اتجاه التوقعات ودرجة المخاطرة:

يعتبر عامل التوقع بالظرف الاقتصادي - من حيث درجة الانتعاش ودرجة الانكماش (التفاؤل والتشاؤم) - من العوامل المؤثرة أيضاً في قرار الاستثمار وحجمه، وذلك من خلال تأثيره المباشر على تقديرات المستثمرين؛ لما سيؤول إليه الاستثمار في مجال معين، أي تقديراتهم وتوقعاتهم لعائد الاستثمار في مجال استثماري معين. فإذا كان التوقع بالانتعاش - أي التفاؤل من حيث ازدياد حجم السوق المتوقع، واستقرار الوضع السياسي، وما يتبعه من إيجابيات في مجال السياسة الاقتصادية - فإن ذلك سيُشجع على زيادة حجم الاستثمار، وتوسع مجالاته. أما إذا كان التوقع بالانكماش - أي التشاؤم من حيث ضيق نطاق السوق وعدم الاستقرار السياسي، وكثرة

التقلبات السوقية، وعدم الاستقرار - فإن ذلك سيؤثر سلباً على مقدار حجم الفرص الاستثمارية، وبالتالي حجم الاستثمار؛ ذلك أن توقعات الربحية، أو العائد المتوقع، سيكون أقل مما هي عليه في الظروف الاعتيادية، أو ظروف الانتعاش والتفؤل.

- حجم سوق الاستثمار وطبيعة المناخ الاستثماري:

أوضحت العديد من الدراسات والبحوث التطبيقية، أهمية عامل حجم السوق كمحدد لقرارات الاستثمار؛ حيث أكدت هذه الدراسات على أن اتساع حجم السوق، يعتبر من عوامل زيادة الكفاءة في استخدام الموارد الاقتصادية المتاحة، وتحقيق الوفورات الاقتصادية، وبالتالي زيادة في حجم الاستثمار. إضافة إلى أن اتساع حجم السوق يؤدي إلى خلق فرص استثمارية جديدة متكاملة، أو مرتبطة مع استثمارات قائمة، كما أنه يؤدي إلى زيادة ربحية الاستثمارات القائمة؛ مما يخلق فرص استثمار جديدة، من خلال تأثيره في قرار استخدام واستثمار هذه الأرباح في مجالات متعددة. بالإضافة إلى أن المناخ الاستثماري الذي يتضمن العوامل الأساسية والضرورية لخلق البيئة التي تسمح في مجالات التنمية الاقتصادية بالمشاركة والاستثمار، والتي تعتمد على درجة الاستقرار السياسي والاقتصادي، ودرجة كفاءة الدولة في بناء البنية الأساسية؛ الأمر الذي يوفر المناخ السياسي والاقتصادي والاجتماعي الملائم لخلق فرص الاستثمار وزيادتها.

- القوانين والتعليمات المالية:

كما أن للقوانين والتعليمات المالية أثراً واضحاً، في زيادة حجم الاستثمار، أو توسيع الاستثمار القائم بصفة عامة، ومن هذه الأمور القانونية مسألة الضرائب، التي تؤثر - بشكل مباشر - على قرار الاستثمار، وفي تحديد اتجاهاته وطبيعة وحجم العائد المتوقع من تلك الفرص الاستثمارية.

ويتخذ الاستثمار أنواعاً متعددة، إلا أن الشائع في قرارات ومشروعات الإنفاق الاستثماري، يمكن تصنيفها إلى:

أ. قرارات تتعلق بمشاريع جديدة لم تكن موجودة من قبل، وتدخل في نطاقها زيادات الطاقة الإنتاجية للمنشآت والتوسعات الممكن إدخالها على المشاريع، عندما تكون هذه التوسعات جديدة، وبالتالي فإن مثل هذه القرارات ستؤدي إلى زيادة في الإيرادات.

ب. قرارات تتعلق بمشاريع استكمالية، الهدف منها إضافة طاقة إنتاجية لتحقيق التوازن بين مراحل الإنتاج المختلفة، من خلال إضافة موجودات معينة بمشاريع قائمة أصلاً.

ج. قرارات تتعلق بالإحلال والتجديد، أي إحلال واستبدال الموجودات القديمة ذات الطاقة الإنتاجية المستهلكة بأخرى جديدة ذات طاقة إنتاجية عالية، وبالتالي السعي إلى زيادة الأرباح، عن طريق تخفيض عناصر التكاليف إلى أدنى حد ممكن، بثبات حجم الإنتاج والمبيعات. إن نجاح المشروع - أي مشروع في المستقبل - يعتمد أساسًا على سلامة ودقة قرار الاستثمار المتخذ في الوقت الحاضر؛ ذلك لأهمية وخطورة مثل هذا القرار، إضافة إلى الآثار التي ستترتب عليه. هذا وتختلف درجة الخطورة في قرارات الاستثمار، بناءً على الظروف الاقتصادية والسياسية العامة للدولة، فتزداد الخطورة عندما يكون الظرف الاقتصادي في حالة انكماش، وعندما يكون الوضع السياسي في حالة عدم استقرار، وتقل الخطورة في حالة الانتعاش الاقتصادي والاستقرار السياسي. وفي كلتا الحالتين يبقى عامل المخاطرة ودرجة التحقق، من العوامل المهمة، التي تؤثر في قرار الإنفاق هذا، وعليه نلاحظ أن قرار الاستثمار يصدر من أعلى المستويات على صعيد المشروع أو المؤسسة أو الوزارة، وهكذا، أي أننا نلاحظ دائمًا أن قرارات الاستثمار هي حصر للجهات العليا، مهما كان مستوى الإنفاق فيها، طالما كانت ذات طبيعة استثمارية.

3.5 الإنفاق الاستثماري في الشركات العامة (الحكومية):

يرتكز الإنفاق الاستثماري (الرأسمالي) في الشركات الخاصة، على تحقيق فكرة تعظيم الربح، أو تعظيم القيمة السوقية للسهم، من خلال مقارنة العائد المتوقع لإنفاق استثماري معين. وتلعب تكلفة الأموال دورًا مهمًا في توجيه قرار الاستثمار؛ ذلك لاعتبار أن تلك التكلفة تمثل الحد الأدنى من معدل العائد المطلوب، وبذا فإن قرارات الاستثمار في الشركات الخاصة تخضع لما يسمى بدراسات الكلفة والعائد، الذي يعتمد مبدأ اختيار الاستثمار الذي يحقق عائدًا أكبر من تكلفة الأموال المستثمرة فيه. أما تقييم مقترحات الاستثمار في القطاع العام، فهو يختلف عما عليه في المنشآت الخاصة، وذلك من خلال:

- الأهداف والغايات المتوخاة من الاستثمار:
- تختلف الأهداف التي يتوخاها القطاع العام من جراء إقرار استثمار معين، عنها في القطاع الخاص. فالقطاع العام يهدف من خلال إقراره استثمارًا ما إلى جملة من الأهداف، منها:
- أن قرار الاستثمار يجب أن يكون في مشاريع استثمارية، تؤدي إلى زيادة في الدخل الكلي، ويذهب البعض إلى اعتبار الهدف، هو تحقيق زيادة دخل الفرد؛ وذلك لتجاوز التضليل

الذي تعكسه الزيادة السكانية غير المخططة، إلى جانب أهمية مثل هذا الهدف على الصعيد الإستراتيجي، خاصة بالنسبة للبلدان النامية.

- تحقيق نسبة متقدمة في الاكتفاء الذاتي؛ أي أن أحد الأهداف الأساسية التي يجب أن يهدف القطاع العام للوصول إليها - من خلال عمليات الاستثمار - هي الوصول التدريجي للاكتفاء الذاتي، من خلال الاعتماد على النفس، وتقليل الاستيراد، في الحالات الممكنة، وبالتالي تحقيق الوفورات، إلى جانب تحقيق فائض في العملة الأجنبية.
- زيادة حجم التوظيف واستخدام العمالة المتوفرة، من خلال الاستثمار في مجالات معينة؛ لخلق فرص عمل، تساعد على امتصاص العمالة المتوفرة، إلى جانب خلق فرص للاستخدام الأمثل للوقت لدى الأفراد، وبالتالي زيادة في مستوى دخلهم.
- أن الاستثمار من خلال القطاع العام، يجب أن يأخذ بنظر الاعتبار عملية إعادة توزيع الدخل، وتقريب التفاوت بين طبقات المجتمع، أو بين منطقة وأخرى ضمن البلد؛ وذلك لخلق مجتمع متوازن بين طبقاته وبين مناطقه. وهذا أمر مرتبط بالسياسة العليا للدولة. فمثلا عند إقرار تنفيذ مشروع معين بوجود بديلين من حيث المنطقة الجغرافية التي سيقوم المشروع عليها، نلاحظ هنا تدخل القرار السياسي بالاستثمار في منطقة (أ) دون منطقة (ب)، الذي ربما حقق عائداً أكبر، إلا أن سياسة الدولة تفضل العائد الأقل على أن يتم تنفيذ المشروع في منطقة (أ) لأسباب تتعلق بتقليل الفوارق بين المناطق، وخلق توزيع عادل للمشاريع الاستثمارية داخل البلد.
- توجيه النمط الاستهلاكي للمواطنين في بلد ما وفق الاتجاه الذي يراه أصحاب القرار، أو الجهة المسؤولة عن التخطيط في ذلك البلد، وبالتالي فإن الاستثمار سيوجه نحو مجالات معينة دون أخرى، وتتم التوعية بناءً على ذلك الاتجاه؛ لتهيئة المواطنين لتقبل قرار الاستثمار باتجاه دون آخر.
- تعتمد المنشآت الخاصة في عملية تقدير العائد المتوقع لأي استثمار تنوي القيام به، على أساس أسعار السوق، وفق اعتبار مساواة هذا العائد لأسعار الفرص البديلة، أما استثمارات القطاع العام، فتأخذ بنظر الاعتبار مقدار الدخل الإضافي الناتج من الاستثمار، أي مقدار ما يضيفه دخل استثمار ما إلى الدخل القومي. وهنا تواجهنا حالة قياس هذا الدخل الإضافي، والتي تتم على أساس ما يدفعه الأفراد فعلاً، أو ما يرغبون في دفعه من أجل الحصول على سلعة ما، وهنا يدخل مبدأ اعتماد السعر كوسيلة ترشيديّة موضوعية، توازن

رغبة المستهلك في دفع مبلغ معين للحصول على سلعة ما، بحيث تكون تلك الرغبة في الشراء لدى المستهلك أعظم ما يمكن، حيث إن تسعير بضاعة ما بأقل من سعر السوق، سيؤدي إلى خلق زيادة في الطلب، قد لا تتناسب والعرض المتوفر منها، وبالتالي تخلق اختناقات سوقية، إلى جانب ميل استهلاكي غير مرغوب، يؤثر سلباً على رغبة المستهلكين، وعدم تمثيل (الرغبة في الدفع) بالشكل السليم. ويدخل في هذا المجال أيضاً ما يطلق عليه معدل الخصم الاجتماعي، حيث يقترح بعض الخبراء في مجال دراسة الاستثمارات في القطاع العام، استخدام معدل خصم يعادل معدل العائد الذي يحسب في استثمارات القطاع الخاص؛ وذلك للتوافق بين عائد الاستثمارات لكل من القطاع الخاص والعام.

ولتحقيق المساواة على الأقل في جانب المقارنة؛ لكي لا يقل العائد في استثمار القطاع العام عنه في استثمارات القطاع الخاص - فمن الممكن اعتماد معدل خصم، يمثل متوسطاً مرجحاً لمعدل الخصم في القطاع الخاص والقطاع العام، وهو المعدل المقبول لخصم التدفقات السنوية في العائد للقطاع العام، ويمثل أيضاً معدل تكلفة الأموال في القطاع العام، وهذا المعدل يمكن أن يتجاوز الانقراض الموجه إلى معدل الخصم الحسابي في شركات القطاع العام؛ بسبب أنه في كثير من الحالات لا يستطيع القطاع الخاص مجازة القطاع العام في أنواع الاستثمارات؛ حيث تعتبر الكثير من المجالات الاستثمارية مفتوحة أمام القطاع العام، أي أن القطاع الخاص ليست له الفرصة نفسها المتاحة أمام القطاع العام، سواء في الشراء، أو في البيع، أو في أي من مجالات الأنشطة الاقتصادية الأخرى، إلى جانب توفر الإمكانيات لدى القطاع العام، والمتمثلة بالقدرات المتاحة له من حيث الجهود الضخمة التي تبذل في تخطيط وتنفيذ ومراقبة الاستثمارات. ثم إن تمويل استثمارات القطاع العام يختلف من حيث التعامل والشروط مع الممولين (الدولة التي تمول مشاريعها الاستثمارية في الخارج)، كما هي عليه في شروط تمويل استثمارات القطاع الخاص.

• كبر حجم المشاريع الاستثمارية التي يقوم بها القطاع العام:

يؤثر بشكل أو آخر، في كل من أسعار السوق، وأسعار الفرص البديلة؛ الأمر الذي لا يصبح كلاهما مناسباً لحسابات العائد، خاصة في المشاريع الضخمة؛ كمشاريع توليد الطاقات الكهربائية ومشاريع السدود، وغيرها.

فعلى سبيل المثال، سيؤدي الاستثمار في مشروع للطاقة الكهربائية إلى تحقيق زيادة 20% في مجمل الطاقة الكهربائية المتاحة للبلد، وسيؤدي إلى تخفيض في سعر الوحدة الكهربائية

المستخدمة بمقدار 40٪، إلا أن ذلك - بالمقابل - سيعمل على رفع الطلب على الطاقات الكهربائية؛ الأمر الذي سيؤدي إلى استخدام المتاح من الطاقات الكهربائية بالكامل، وعند حساب إجمالي الإيرادات نتيجة لهذا الميل الاستهلاكي الناتج عن الاستثمار وتحديد الأسعار بهذا الشكل، نجد أن إجمالي الإيرادات سينخفض، والمشكلة في هذه الحالة ناتجة من أن سعر الكهرباء الذي تباع به الوحدة الواحدة يبين قيمة الإضافة في الكهرباء إذا أضيف للكمية المعروضة أصلاً من الكهرباء، وواقع الحال أن مشروعاً كهذا لم يضيف وحدة واحدة صغيرة، بل أضاف وحدة كبيرة. هذا إلى جانب أن المستهلكين على استعداد لدفع مبلغ يمثل سعراً أعلى من السعر المحدد للوحدة الواحدة من الكهرباء، وأن مقدار الإضافة (الفرق) - بين ما يدفع وبين المبلغ الذي يمثل ما يرغب المستهلك بدفعه - سيكون مبلغاً معيناً بين سعر السوق الذي كان سائداً قبل المشروع، وسعر السوق بعد المشروع، وهنا يبرز دور التسعير في توجيه الاستهلاك واستيعاب الاستثمارات.

* إلى جانب التغييرات التي يمكن أن تحدث في مجال أسعار السوق وأسعار الفرص البديلة؛ نتيجة للإنشاءات كبيرة الحجم في القطاع العام - فإن هناك تأثيرات أخرى - نتيجة لهذا الحجم - يجب أن تؤخذ بنظر الاعتبار، ومن الممكن أن يكون التأثير سلباً أو إيجاباً وفق الحالة التي تحيط بالاستثمار المعني. فقد يؤثر الاستثمار الكبير للقطاع العام في مشروع معين سلباً على البيئة الاجتماعية مثلاً، فإن لم تكن هناك قوانين وإجراءات لحساب هذا التأثير واستيعابه، فإن الأمر يتطلب ضرورة القيام بتلك الدراسات؛ لوضع الضوابط والنصوص القانونية اللازمة، وإدخالها وفق الحسابات الخاصة بالعائد والتكلفة، وفي تلك الحالات، على سبيل المثال، المشاريع التي ينجم عنها عوارض مثل الدخان والأتربة أو غازات معينة، فإن ذلك سيؤثر وبشكل مباشر على المواطنين؛ فهم سيقومون بعمليات معينة، تتطلب مصاريف إضافية؛ من أجل استيعاب المتغيرات الجديدة الناجمة عن قيام تلك المشاريع الاستثمارية في مناطقهم، لذا وجب دراسة تكلفة تلك الحالات، والأخذ في الاعتبار حسابات العائد في مجال تقييم الاستثمار ابتداءً.

وفي الجانب الآخر هناك مجالات ونتائج إيجابية لبعض المشاريع الاستثمارية العامة أيضاً، يجب أن تؤخذ بنظر الاعتبار، أي تضاف إلى حساب العائد، على الأقل من ناحية تقييم النتائج المتوخاة للمشروع الاستثماري، فمشروع بناء سد معين يمنع حدوث الفيضانات من خلال استيعابه للكميات الكبيرة من المياه، التي تؤدي إلى حدوث الفيضان، له مردودات، يمكن أن تمول وفق حسابات معينة إلى عائد للدولة، تحتسب في مجال عائدات هذا المشروع، إضافة إلى توفيره المياه المطلوبة في المواسم الزراعية، التي تقل فيها مناسيب المياه عن الحدود المطلوبة للزراعة، وهذا جانب إيجابي، يجب أن يمول وفق معايير معينة، إلى أرقام مناسبة، تضاف إلى

حسابات العائد لمثل هذه المشاريع، هذا إلى جانب الكثير من الفوائد الإيجابية الثانوية للمشاريع الاستثمارية الضخمة للدولة، والتي لا تحتسب، ولا يتم تحويلها إلى أرقام تضاف إلى حسابات العائد المتوقع للمشاريع الاستثمارية العامة، وكذلك الحال بالنسبة للجوانب السلبية أيضًا.
