

الفصل الأول

مفهوم التمويل في الإسلام

أولاً: مفاهيم التمويل:

يعتبر التمويل النشاط الرئيسي الذي يركز عليه الاستثمار في الشركات والمؤسسات ويتمثل في كيفية الحصول علي الموارد المالية من مصادر داخلية وخارجية وتوزيعها علي الاستخدامات المختلفة.

التمويل من الناحية الاقتصادية: تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم التمويل من وجهة النظر الاقتصادية ، ومنها :

ما قيل بأن التمويل هو: تدبير الأموال في المشروع^(١).

كما قيل بأنه: مجموع الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع في أي وقت يكون هناك حاجة إليها، ويمكن أن يكون هذا التمويل قصير الأجل أو متوسط الأجل أو طويل الأجل^(٢). ومن ذلك أيضا ما ذهب إليه البعض من أن التمويل هو: الإمداد للأصول في أوقات الحاجة إليها^(٣).

ويلاحظ على هذه التعريفات أنها تتجاهل البعد الاجتماعي للتمويل وتركز فقط على البعد المادي، كما أنها تهمل ذكر مصادر التمويل التي يجب أن تكون مصادر مشروعة، وذلك هو جوهر الاختلاف بين التمويل الإسلامي وغيره. ولذا نتناول فيما يلي مفهوم التمويل الإسلامي.

مفهوم التمويل الإسلامي:

تعددت التعريفات التي تناولت مفهوم التمويل الإسلامي، ومن هذه التعريفات ما يلي :

(١) إدارة التمويل في مشروعات الأعمال، د. عبد الفتاح دياب حسن، سلسلة مطبوعات المجموعة الاستشارية العربية، ص ٣١.

(٢) التمويل اللاربوي للمؤسسات الصغيرة في الأردن، د. جميل محمد سلمان خطاطية، ص ٦، نقلا عن د. عبد العزيز هيكل، موسوعة المصطلحات الاقتصادية والإحصائية، دار النهضة، بيروت، ط ١، ١٩٨٦ م.

(٣) التمويل اللاربوي: المرجع السابق، ص ٣٨.

ما ذهب إليه البعض من أن التمويل الإسلامي هو: "أن يقوم الشخص بتقديم شيء ذو قيمة مالية لشخص آخر إما على سبيل التبرع أو على سبيل التعاون بين الطرفين من أجل استثماره بقصد الحصول على أرباح تقسم بينهما على نسبة يتم الاتفاق عليها مسبقاً وفق طبيعة عمل كل منهما ومدى مساهمته في رأس المال واتخاذ القرار الإداري والاستثماري"^(١).

ومن الملاحظ على هذا التعريف أنه حصر التمويل فقط على أن يكون بين شخصين دون أن يشمل التمويل الذي قد يكون من الدولة أو من المؤسسات المالية والمصرفية.

وذهب جانب آخر إلى تعريفه بأنه: " تقديم ثروة عينية أو نقدية بقصد الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد تبيحه الأحكام الشرعية"^(٢).

ويلاحظ على هذا التعريف أنه اقتصر على التمويل الاستثماري، دون أن يشمل على التمويل التطوعي كالهبة والتبرع كوسائل وعقود تمويل في الإسلام، كما أنه لم يشمل كذلك على صيغة القرض الحسن.

لذا فإن التعريف الأولي بالقبول للتمويل الإسلامي أنه: " تقديم ثروة عينية أو نقدية إما على سبيل اللزوم أو التبرع أو التعاون أو الاسترباح من مالها إلى شخص آخر يديرها ويتصرف فيها لقاء عائد معنوي أو مادي تحت عليه أو تبيحه الأحكام الشرعية"^(٣).

فهذا التعريف يشمل كافة أنواع التمويل سواء كان بين شخصين أو بين شخص ومؤسسة مالية أو بينه وبين الدولة، كما يشمل التمويل الاستثماري والتمويل التطوعي.

(١) التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص، د. فؤاد السرطاوي، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى ١٩٩٩م، ص ٩٧.

(٢) مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي، د. منذر قحف، تحليل فقهي واقتصادي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، ١٩٩١م، الطبعة الأولى، ص ١٢.

(٣) التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة، د. محمد عبد الحميد محمد فرحان، دراسة لأهم مصادر التمويل، دون طبعة، دون تاريخ، ص ٣١.

وجه الخلاف بين التمويل الإسلامي والتمويل الربوي :

توجد بعض الفروق الجوهرية التي تميز التمويل الإسلامي الاستثماري عن التمويل الربوي لاسيما لما يتميز به التمويل الإسلامي من خصائص لا تتوافر في التمويل الربوي ، ويتضح ذلك من خلال العناصر التالية :

أ) ملكية رأس المال :

يستمر ملك رأس المال في التمويل الإسلامي للمالك ، بينما تنتقل الملكية لرأس المال للطرف الآخر في التمويل الربوي^(١).

ب) الربح والخسارة :

١ - يشترك الطرفان في الربح - قل أو أكثر - حسب اتفاقيهما في التمويل الإسلامي ، بينما لا ترتبط الزيادة التي يحصل عليها الممول في التمويل الربوي بنتيجة ربحية المشروع ولا بحصة المستفيد من التمويل.

٢ - الخسارة تقع على رب المال في التمويل الإسلامي ، بينما لا يتحمل الممول في التمويل الربوي أي خسارة ، أي أن المستفيد في التمويل الإسلامي لا يضمن الخسارة إلا في حال التعدي أو التقصير ؛ لأن يده يد أمانة ، بينما في التمويل الربوي تعتبر يده يد ضمان.

٣ - الربح في التمويل الإسلامي ربح حقيقي ؛ لأنه ناتج عن زيادة في عناصر الإنتاج ، بينما في التمويل الربوي ربح وهمي^(٢).

ج) طبيعة نشاط الاستثمار :

١ - ينحصر التمويل الإسلامي في الأعمال الاستثمارية المتوقعة ربحها ، بينما يمكن تمويل أي نوع من الأعمال في التمويل الربوي^(٣).

٢ - يقتصر التمويل الإسلامي على الأعمال الموافقة للشرع ، بينما يمكن تمويل أي نوع من الأعمال في التمويل الربوي " كالمركب ، والبار " ونحوهما.

(١) التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: مرجع سابق، ص ١٠٠.

(٢) أصول المصرفية الإسلامية وقضايا التشغيل: د/ الغريب ناصر ١٩٩٦م، ص ٢٨٦.

(٣) مفهوم التمويل في الاقتصاد الإسلامي: مرجع سابق، ص ٥٢.

٣- يشترط في التمويل الإسلامي التركيز على المشاريع التي تمتزج فيها عناصر الإنتاج، بينما لا يشترط ذلك في التمويل الربوي، فمثلا قد يستخدم المستفيد المال في إقراضه بالربا.

(د) طبيعة التمويل :

يتم التمويل الإسلامي عن طريق النقود أو عن طريق الأصول الثابتة، بينما في التمويل الربوي يكون التمويل عن طريق النقد فقط^(١).

تطور مفهوم التمويل :

يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد إلا أن دراسته لم تحظى بالاهتمام إلا منذ عهد قريب عندما تولد إحساس بضرورة وضع المبادئ الأساسية لنظرية التمويل بعد ثراء النظرية الاقتصادية وما أسفرت عنه الدراسات التحليلية في هذا المجال من نتائج تمثلت في مجموعة من المبادئ أصبح من السهل تكييفها وبلورتها في نظرية التمويل.

ولقد حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المشروع وتطوره وتفاوت درجة فعالية طرق التمويل وأساليبه إلا أنهم يجمعون على أن التمويل يعني " توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع تطوير مشروع عام أو خاص " وبعبارة أخرى " عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة وهذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي".

غير أن اعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال واستخدامها للتشغيل أو تطوير المشروع يمثل النظرية التقليدية للوظيفة التمويلية وهي نظرة تركز أساسا على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة ولذلك فإنه لا بد لكي يكون هذا التعريف متماشيا مع النظرة الحديثة لمفهوم التمويل أن يفهم على أنه يتضمن جميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام

(١) التمويل الإسلامي ودور القطاع الخاص: مرجع سابق، ص ١٠٠ / التمويل الإسلامي للمشروعات الصغيرة: مرجع سابق، ص ٣٦.

الأموال استخداما اقتصاديا بما ذلك الاستخدامات البديلة ودراسة تكلفة المصادر المتاحة والنظر إلى القضايا المالية على أنها غير منفصلة عن أعمال كثيرة أخرى في المشروع كالإنتاج والتسويق....الخ.

ففي الاقتصاديات المعاصرة يشكل التمويل أحد الأنشطة الرئيسية لتطوير القوى المنتجة وبالتالي الإنتاج فهو يحدد مسار رأس المال نفسه وبخاصة اللحظة الأساسية في تحويل رأسمال نقدي إلى رأسمال منتج فبدون المال وبدون الوسائل النقدية لا يمكن أن يحدث هذا التحول فالحصول على مستلزمات الإنتاج لا يتحقق إلا عن طريق المبادلة في أسواقا معينة وهذا تأكيد لمقولة "المال قوام الأعمال"، فالحاجة إلى رأس المال من أجل التمويل تنبع من كل القطاعات من المؤسسات العامة أو الخاصة، من العائلات أو الخواص، من الدولة وكذا من الخارج وذلك لتسهيل القيام بجملة من الأنشطة حسب الدور الذي يلعبه كل متعامل اقتصادي من المتعاملين السابقين.

فالمؤسسات تحتاج إلى موارد مالية أولا من أجل الحصول على المعدات والتجهيزات، وثانيا من أجل مواكبة التطور الصناعي و التجاري، وأخيرا من أجل تسديد التزاماتها واستحقاقاتها من أجور ومصاريف وغيرها.

والخواص يقعون في الحاجة للمال بسبب الفرق الموجود بين مستوى مداخيلهم ومستوى المصاريف التي يجب أن يقوموا بها، وعليه فالصعوبات المالية لديهم تنبع إما من صعوبات مؤقتة في السيولة أو ضرورة تسديد مصاريف استثنائية، أو الرغبة في اقتناء أو استبدال معدات، الرغبة في الحصول على ملكية أي تحقيق استثمار عقاري، ولتحقيق مثل هذه الرغبات يستلزم توفر الفرد على إمكانيات حقيقية للدخار، بالإضافة إلى إمكانية الحصول على الأموال من المصادر الخارجية والمتمثلة في الإقراض.

تعريف التمويل:

لقد تطور مفهوم التمويل خلال العقدين الأخيرين تطورا ملحوظا مما جعلنا نلاحظ تباينا بين تعريفاته عند الاقتصاديين.

فهناك من يعرف التمويل على أنه "الحصول على الأموال من مصادرها المختلفة فقط ، وهو جزء من الإدارة المالية".

كما يعرف على أنه "أحد مجالات المعرفة وهو يتكون من مجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات".

ويمكن أن نخلص من التعريفين السابقين إلى إن المقصود بالتمويل هو توفير الموارد المالية اللازمة لإنشاء المشروعات الاستثمارية أو تكوين رؤوس الأموال الجديدة واستخدامها لبناء الطاقات الإنتاجية قصد إنتاج السلع والخدمات.

ويعتبر بعض الكتاب أن التمويل يهتم بالنقدية حيث أن كل عملية تجارية تتطلب استخدام النقدية بطريقة مباشرة أو غير مباشرة فالتمويل يختص بكل ما يحدث في الشركة.

ويعرف التمويل أيضا بأنه "البحث عن الطرائق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرائق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشأة المالية"

يعتبر التمويل "عملية تجميع لمبالغ مالية ووضعها تحت تصرف المؤسسة بصفة دائمة ومستمرة من طرف المساهمين أو المالكين لهذه المؤسسة، وهذا ما يعرف برأس المال الاجتماعي"، فهو إذن تدبير الموارد للمؤسسة في أي وقت تكون هناك حاجة إليه، ويمكن أن يكون التمويل قصير، ومتوسط أو طويل الأجل.

ويعرف التمويل بعدة تعريفات هي :

أن التمويل هو عن أو علم أو نظام معالجة القضايا المالية في الدولة أو الشركة و تدبير الأموال والقروض وتنظيم إدارتها^(١).

بمعني أنه أحد العلوم والفنون في النظرية الاقتصادية لأنه يركز علي وصف وتحليل أساليب التمويل المختلفة وتنظيم استخدامها داخل الشركة.

(١) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، (السودان: المكتبة الوطنية، ٢٠٠٦م)، ص ٢٣.

كما ويعني (تدبير الأموال والاهتمام بوجود النقدية في خزائن المنشآت)^(١)، بمعنى توفير مصادر الأموال والحصول علي الأموال لتغطية مخزون النقدية في المؤسسات وضمنان الوفاء بالتزامات الشركة المستحقة للغير ويبدأ ذلك علي تركيز التعريف علي الاحتياطات المالية للمنشأة سواء كانت زراعية أو صناعية أو خدمية أو للأفراد.

كما يعرف بأنه (الحصول علي الأموال ثم إدارتها)^(٢). ويعني ذلك البحث في كيفية علي المال واستعماله في أوجه الاستخدام الأمثل له.

وانه يعني كذلك (تزويد المستثمر بالأموال اللازمة للقيام بالاستثمار)^(٣)، بمعنى إمداد المستثمرين الذين يوجد لديهم مشروعات أجهزة ولكنها مفقودة لرأس المال اللازم لقيامها لذلك يتم تمويلها بكل ما تحتاج إليه من مستلزمات.

وكما تم تعريفه بأنه (هو احد مجالات المعرفة ويتكون من مجموعه من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول علي الأموال من مصادرها المختلفة وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات)^(٤).

كما عرف بصور عامة بأنه (عملية تكوين المخصصات النقدية المتاحة وتوزيعها أو استخدامه لضمان استمرار عملية إعادة الإنتاج علي مستوي الاقتصاد الوطني ومستوي المنشأة الإنتاجية أو الخدمية)^(٥).

بمعني إعداد المخصصات التي يتم بها مواجهة الإحداث المشكوك في حدوثها والتي تكون عندما يراد استخدامها وإعادة توزيعها علي مستويات الاستخدام داخل المنشآت في كل الأقسام الإدارية فيها وذلك لتجعلها قادرة علي الاستمرار وتحقيق أهدافها التي ترمي إليها.

(١) المرجع السابق ذكره، ص ٢٣.

(٢) المرجع السابق ذكره، ص ٢٤.

(٣) فردويستون ويوجين براجام، التمويل الإداري، ج ٢، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، (المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م)، ص ٢٠٦.

(٤) الصديق طلحة محمد رحمة، مرجع سبق ذكره، ص ٢٢.

(٥) الموقع الإلكتروني: www.arab.ency.com ٢١/٢/٢٠١١.

وكذلك يعرف بأنه (هو تأمين التمويل اللازم من مصادر متنوعة في صورة قيم نقدية أو عينية ذات قيمة نقدية واستخداماتها في تكوين القيم المادية والحفاظ علي استثماريتها)^(١).

بمعني توفير المال اللازم سواء كان نقداً أو في صورة أصول (ثابتة أو متداولة) يمكن تحويلها إلي سيولة بصورة سريعة واستخدام هذا المال في إعداد المركز المالي للمنشآت واستمرار تغذيته المالية.

وعرف أيضاً بأنه المفهوم الواسع (هو جميع المعاملات والصفقات المالية التي تؤدي إلي تغيرات في تركيب القيم المادية وعلاقات الملكية)^(٢). بمعنى كل ما تقوم به المنشأة من التزامات تعاقدية من شأنها تغيير في زيادة الأصول أو النقدية الموجودة في المنشأة وكذلك تغير في الطبقة المالكة لها وتظهر هذه الالتزامات في الميزانية للشركة.

ويري الباحثون أن اشمل تعريف هو تعريف رقم "٥" وذلك للاتي :

١ - لأنه أكد أن التمويل علم قائم بذاته وله مفاهيمه وأهدافه وإطاره العلمي ومجال تطبيق يستند عليه.

٢ - أن وظيفة التمويل الأساسية هي الحصول علي الأموال للاستخدام الأمثل وذلك باختيار المصدر الأمثل الذي يحقق أهداف المنشأة.

٣ - ابرز التعريف أهمية استخدام الأموال الاستخدام الأمثل وذلك في كيفية إدارتها من ناحية الأفراد ومنشأة الأعمال وكافة المؤسسات الخدمية وكذلك توفير المال لهم متى ما تطلب الأمر ذلك.

يري الباحثون إن التمويل هو (الأداة العملية والعلمية التي يتم بواسطتها الحصول علي الأموال اللازمة لإدارة المشروعات سواء كانت صناعية أم صناعية أم خدمية وضمان تسديد التزاماتها والحفاظ علي قيمتها السوقية وضمان استمرارها بالقيام بأعمالها الموكلة إليها).

(١) الصديق طلحة محمد رحمة، التمويل الإسلامي في السودان التحديات ورؤى المستقبل، مرجع سبق ذكره، ص ٢٢.

(٢) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢١/٢/٢٠١١.

أهمية التمويل:

التمويل يعتبر مهم جداً في جميع المؤسسات والمنشات ويرجع ذلك إلي الحاجة الاقتصادية للسلع والخدمات التي يحتاج الناس في حياتهم اليومية حيث يؤدي رأس المال في المجتمعات الحديثة دوراً رئيسياً في إتباع الحاجات وتنوعها. كما زاد الاهتمام بالتمويل واعتباره علم مستقل بذاته بعد أن ازداد الاهتمام بالتحليل المالي ودراسات التدفقات النقدية والتخطيط المالي وظهور البرمجة الخطية. وامتد من كونه أداة للحصول علي الاحتياجات المالية إلي النظام المالي ككل فأصبحت مكونات التمويل متعددة وكثيرة وشملت التنظيم المالي والتخطيط المالي والسيولة النقدية والاستثمار طويل الأجل - مصادر الحصول علي الأموال والمؤسسات المالية وأسواق المال والأساليب الفنية للحصول علي الأموال فأصبح علماً لاتخاذ القرارات والأساليب كطريق لنجاح المؤسسات ويتمثل في الحصول علي أكبر عائد من الأموال المستخدمة في مختلف الأصول.

ويتمثل التمويل في المهام الآتية:

- ١ - تكييف الوسائل النقدية المتاحة مع العمليات المادية بأنواعها المختلفة الضرورية اجتماعية.
- ٢ - تحقيق أعلي عائد ممكن من خلال الدورة السريعة للمخصصات المالية في عملية تجديد الإنتاج الاجتماعي.
- ٣ - تحقيق مبدأ العقلانية والتوفير عند إنفاق هذه المخصصات في العمليات المادية التي إنجازها علي مستوي المؤسسات
- ٤ - الحصول علي الأموال التي يتم بواسطتها تشغيل أعمال المنشأة وهي استثمار النقدية وحسابات للقبض والبضاعة والآلات والمعدات وذلك لزيادة الاستثمار في احد الأصول وتقليله في أصل آخر أو زيادة أحد الخصوم مثل "زيادة الاقتراض.

٥ - التمويل يقوم بتحديد نوعية الاستثمار من بين عدة بدائل تتنافس مع بعضها "مثل" اقتراح زيادة مخزون بتفضيله علي بدائل أخرى مثل شراء الآلات الجيدة أو زيادة مصروفات الإعلان^(١).

٦ - تتمثل أهمية التمويل في إعادة توزيع الدخل والأصول بين مصادر الأموال وتحديد أفضل طريقة للحصول علي الأموال من تلك المصادر المتاحة^(٢).

٧ - تأثر مصدر معين علي تكلفة التمويل من المصادر المختلفة والتغيرات المتوقعة في هذه التكاليف والعلاقات القائمة فيما بينها^(٣).

وتوضح أي جانب ذلك أن مصادر الحصول علي الأموال أو الأصول يمكن أن تكون مصادر داخلية "الإرباح المحتجزة" أو خارجية كما ويقوم التمويل بحساب العائد والتكلفة المتوقعة بالنسبة لكل أصل أو استخدام إضافي للأموال. وما هي قيمة الأموال الكلية التي ينبغي علي المؤسسات والشركات استخدامها ومعرفة الطريقة التي تستخدمها هذه الشركات للحصول علي الأموال. وذلك حسب فرص الاستثمار المتاحة والظروف المؤثرة علي مصادر الحصول علي الأموال. وذلك يؤدي إلي تحديد حجم الشركات والطريقة التي تنمي بها والشكل الذي يتم به الاحتفاظ بالنقدية والأصول وتركيب الخوصوم بالطريقة التي تناسب هذه الشركات^(٤).

وعلي ذلك فإن التمويل يشمل مجموعة من المهام والتي تدل علي مقدار أهميته من الحصول علي الأموال وإدارتها في نواحي متعددة.

ويرجع هذا الاهتمام إلي الحاجة الماسة إلي السلع والخدمة في مجال الاقتصاد والمجتمع وفي شتي المجالات ولأن رأس المال المعتمد علي التمويل في المجتمعات الحديثة يؤدي دوراً أساسياً في إشباع هذه الحاجات في شتي المجالات^(٥).

(١) شوقي حسين عبد الله التمويل والإدارة المالية، القاهرة: دار النهضة العربية، ١٩٨٠م، ص ٢٥

(٢) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٣٥.

(٣) المرجع السابق ذكره، ص ٤٠.

(٤) المرجع السابق ذكره، ص ٤٣.

(٥) المرجع السابق ذكره، ص ١١.

أهداف ودوافع التمويل:

إن الهدف الأساسي التي تهدف إليه كل مؤسسة اقتصادية هو تحقيق أكبر عائد يقوم بتغطية متطلبات الشركات والمؤسسات وتغطية مستلزماتها والتزاماتها وهناك أهداف أخرى تتمثل في:

١ - استخدام الموارد التي تم الحصول عليها الاستخدام الأمثل بشكل يؤدي إلي زيادة فعاليات عمليات وإنجازات المؤسسة إلي الحد الأقصى وذلك بالتوصل إلي قرارات استثمارية سليمة وعمليات فعالة مع وجود مصادر أموال مختلفة يمكن الحصول منها علي الأموال واختيار أفضلها.

٢ - تحقيق أقصى ثروة للمساهمين من خلال تحقيق المنفعة القصوى لهم والتي تقاس بقيمة أسعار الشركة في الأسواق المالية.

٣ - تحقيق أقصى ربح مقابل تحقيق أقصى ثروة وذلك بزيادة الربح الإجمالي للشركة وزيادة ربحية السهم.

٤ - توسيع وتضخيم الشركة وتحقيق القيمة القصوى للشركة من ناحية إجمالية.

٥ - تحقيق رفاهية ومنفعة المجتمع^(١).

٦ - تحقيق وتقييم الخدمات والمقدرة علي إبقاء واستمرارية الشركة مع الرضي الشخصي والعام.

٧ - تحديد المصدر الذي يضيف أقل التكاليف أي التمويل والذي يؤدي استخدامه أي تحقيق إيراد إضافي.

والذي يكون بالشروط التي تناسب مع احتياجات الشركة المرتقبة وحسب حالة الشركة في الوقت الحاضر وفي المستقبل^(٢).

(١) فردويستون ويوجين برجام، التمويل الإداري، الجزء الثاني، ترجمة عبد الرحمن حالة بلية، عبد الفتاح السيد سعد النعماني، (المملكة العربية السعودية: الرياض: دار المريخ للنشر، ١٩٩٣م)، ص ٢٧-٢٩.

(٢) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٥.

- ١ - تحقيق أقصى قيمة حالية للمنشأة ولأصحابها أي تعظيم الربح في الأجل الطويل.
- ٢ - تحديد نظام سليم وأساس جيد لتوجيه الأموال إلي الشركة واستخدامها فيما يحقق الأهداف طويلة الأجل وذلك :
- ٣ - جمع كل المعلومات اللازمة عن طريقة الاستثمار والتمويل المتاحة وتحليل مزود بالمقاييس العلمية التي تساعد في تحقيق الهدف العام والأهداف العامة للشركة بأفضل طريقة ممكنة من استخدام أمثل للأموال^(١).
- ٤ - القدرة علي اتخاذ القرارات المناسبة لتحقيق الربط بين سياسات الأنشطة المختلفة كأسلوب دقيق وهادف للاستخدام الأمثل للإمكانات التمويلية المتاحة في المؤسسات الإنتاجية والخدمية.
- ٥ - تحقيق الوالغة المثلي لضمان استمرارية المؤسسات وقدرتها علي الوفاء بالتزاماتها وتحقيق أفضل ربحية اقتصادية ممكنة.

كما تشتمل دوافع التمويل في :

- ١ - في اقتصاديات السوق وذلك لوجود الربحية.
- ٢ - والمنافسة الحادة بين المؤسسات الاقتصادية الإنتاجية والخدمية لتثبيت موقع الشركات في السوق ومواجهة التحديات والمنافسة وتحقيق أقصى إيراد من الاستثمار.
- ٣ - تحقيق الاعتماد الذاتي في الإدارة والتمويل وتقليص دور الأجهزة المركزية في مجال تخطيط المنشآت.
- ٤ - تطوير النشاط الاقتصادي وفق الأسس المالية والمحاسبية المعتمدة علي حساب التكلفة واستخدام الفوائض المالية.

(١) شوقي حسين عبد الله، التمويل والإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٣٩.

٥ - زيادة مقدرة المنشأة التمويلية التي تدعم إمكانية المنشأة علي زيادة طاقتها الإنتاجية ودعم مركزها المالي بحيث تصبح أكثر قدرة علي إيجاد موقع ثابت لها في سوق المنافسة مع قابليتها للتطور المستمر^(١).

أنواع التمويل:

أنواع التمويل هي المصادر التي يتم منها تمويل جميع المشروعات علي المستوي الخاص والعام ويتقدم إلي :

أولاً: التمويل الخاص والذاتي:

ويشتمل علي مساهمة صاحب أو أصحاب المشروع في التمويل في حين يفهم من التمويل الذاتي استخدام جزء من إيرادات المشروع في عملية التمويل وفق قرارات إدارة المشروع.

ومن أهم مصادر التمويل الداخلي ((أموال الملكية)) وهي طويلة الأجل وتعتبر في الشركات عبارة عن الأسهم العادية الممتازة والأرباح المحتجزة.

١ / الأسهم العادية:

وهي عبارة عن أوراق مالية تعدها الشركات للحصول علي الأموال الدائمة "رأس المال" ويحمل كل منها قيمة اسمية تمثل جزء من رأس المال، أي أن رأس المال يقسم إلي عدد من الأسهم تمنح حاملها حق ملكية الشركة وتحمله المخاطر حسب نسبة مساهمته وفي حالة تصفية الشركة لا يحق لحامل السهم العادي المطالبة بحقوقه في التصفية لا بعد تسوية كافة المطالبات الأخرى كحقوق المقرضين وحقوق حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة كما يحق لحامل السهم العادي الحصول علي الأرباح إذا ما حققت الشركة أرباحاً وفي حالة تحقيق خسائر لا يحق له الحصول علي عائد أو لم يتخذ قرار بتوزيع الأرباح وبحق له حضور الجمعية العمومية والاشتراك في قراراتها والإستراتيجية ولهم العادي عدة قيم بخلاف القيمة الاسمية ومنها :

(١) الموقع الالكتروني: www.arab.ency.com ٢١/٢/٢٠١١.

أ) القيمة الدفترية: وهي قيمة موجودات الشركة في وقت معين مطروحاً منها جميع الالتزامات في ذلك الوقت أو حاصل قيمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية.

ب) القيمة السوقية: السعر الذي يتم به تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية.

ت) القيمة التصفوية: هي نصيب السهم من تصفية موجودات الشركة بعد تسديد حقوق كافة الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.

وتعتبر الأسهم العادية أقل خطورة وأكثر مرونة من المصادر الأخرى وال تحمل عبئاً للشركة ولا ضغوطاً على سيولتها وأنسب المصادر في حالة وجود قيود كما يعاب عليها زيادة قاعدة المالكين للشركة وزيادة توزيع الأرباح وزيادة تكلفة التمويل^(١).

٢ / الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة من الأوراق المالية ومن مصادر التمويل طويل الأجل وتقوم بين الأسهم العادية والقروض وهي أيضاً من أموال الملكية أي لا يحدد تاريخ لردّها وللاسهم الممتازة الحق في الحصول على الأرباح الموزعة كما ليس لها الحق في التصويت أو التمثيل في مجلس الإدارة كما يوجد سقف محدد للحصول على الأرباح المحددة وتنقسم الأسهم الممتازة حسب حقيقتها للأرباح الموزعة إلي:

الأسهم الممتازة ذات الأرباح الموزعة تراكمياً فتنتقل من السنة إلي السنة التالية وكذلك الأسهم الممتازة غير التراكمية وهي عكس النوع الأول كما هناك الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح المتبقية من حملة الأسهم العادية والأرباح عبارة عن نسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم الممتاز.

كما يتميز التمويل عن طريق الأسهم الممتازة بعدة مزايا هي:

(١) عبد العزيز عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، د ن: ٢٠٠٤م، ص ٣١.

إن عدم دفع الأرباح لحملة الأسهم لا يؤدي إلى إفلاس الشركة كذلك عدم النص على مشاركة الأسهم الممتازة في الأرباح يزيد من صحة السهم العادي كما لا تؤثر الأسهم الممتازة على إدارة الشركة كما يمكن استبدال الأسهم بوسائل تمويل أخرى أقل تكلفة وإصدار الأسهم الممتازة قد يزيد من تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة لها ولكن يعاب على الأسهم الممتازة إذا تركم العوائد قد يؤدي ذلك إلى تعرض الشركة لبعض الصعوبات المالية كما يمكن أن يكون التمويل عن طريق الأسهم الممتازة أعلى تكلفة من الوسائل الأخرى^(١).

٣/ الأرباح المحتجزة:

تعتبر الأرباح المحتجزة من أقل أنواع التمويل تكلفة وأقلها خطورة وأن كان ذلك مرهوناً باتباع الشركة لسياسة حكيمة توازن بين توزيع جزء من الأرباح على المساهمين والاحتفاظ بالجزء الآخر ليشكل مورداً ذاتياً لتمويل النمو والتطور في الشركة، فكلما ارتفع معدل توزيع الأرباح كلما قل معدل احتجازها وقل بالتالي فرصة الشركة في تمويل استثماراتها من هذا المصدر قليل التكلفة عديم الشروط فالأرباح المحتجزة مفروضة بحكم القانون لتكوين الاحتياطات للمساعدة على نمو الشركة وزيادة تحسين الوضع الائتماني والقدرة على الاقتراض ويتميز التمويل عن طريق الأرباح المحتجزة بأنه لا يحتاج إلى جهد كبير أو مفاوضات في الحصول عليه لأنه متاح لكل المؤسسات الراجعة وليس عليه شروط تؤثر على الأوضاع الاقتصادية للشركات كما لا تؤثر على الإدارة القائمة من حيث التغير في عدد الأصوات^(٢).

ثانياً: التمويل الخارجي: ١/ القروض:

هي عبارة عن اتفاق بين المقرض والمقترض يتم بموجبه حصول المقترض على مبلغ من المال يلتزم برده لمقرض في موعد معين تحددها شروط الاتفاق ويتوقع

(١) عبد الغفار عبد الرحيم سليمان، التمويل والإدارة المالية في منشآت الأعمال، مرجع سبق ذكره، ص ٣٣.

(٢) منير إبراهيم هندي، الإدارة المالية مدخل تحليل معاصر، الطبعة الثالثة، (الإسكندرية: المكتب العربي الحديث، ١٩٩٧م)، ص ٤٦٣.

المقرض استرداد قيمة أسهمهم طالما أن المشروع مستمر في العمل وذلك عند حلول أجل السداد المتفق عليه ويحصل كذلك المقرض على فوائد ثابتة كما لهم الأولوية في الحصول على هذه الفوائد حتى لو لم تحقق الشركة أرباح ولهم أحقية المشاركة في الجمعية العمومية نظرا للخطر الذي يتعرض له أصحاب القروض.

أنواع القروض:

أ. **الائتمان التجاري:** هو الائتمان الذي يمنحه البائع للمشتري على شكل بضاعة يقوم المشتري بإعادة بيعها لسداد قيمتها للبائع لاحقاً وعادة ما يكون هذا الائتمان قصير الأجل في شكل حساب جاري، ويتأثر الائتمان التجاري بالمركز المالي للبائع بالمرونة والسهولة في منحه وهو المصدر الوحيد للتمويل في المؤسسات صغيرة الحجم ويتميز بالاستمرارية في تجديده.

ب. **الائتمان المصرفي:** هو القرض الذي تحصل عليه المنشأة من أحد المصارف التجارية بهدف سد احتياجاتها الآنية والطارئة وهي ما قروض طويلة الأجل أو قصيرة الأجل ومن أمثاله الحساب الجاري المدين والاعتمادات بضمان البضائع.

ت. **الأوراق التجارية:** هي أداء للتمويل قصير الأجل وهي السندات الأذنية والسندات لأمر وليست الكمبيالات والشيكات وشهادات الإيداع وتتميز بانخفاض تكلفتها وسهولة إجرائها واتساع قاعدة تسويقها ويعاب عليها تعرضها للتأثير السريع بالظروف الاقتصادية.

٢/ السندات:

عبارة عن وثائق ذات قيمة اسمية غير قابلة للتجزئة ولكنها قابلة للتداول يكتب فيها المسئولين وبذلك تصبح اتفاقاً بين الجهة المصدرة له والمكتب فيها ويقض هذا الاتفاق بأن يقرض المكتب مبلغ السند إلي الجهة المصدرة لفترة محددة وبسعر حملة الأسهم ولا يحق لهم الاشتراك في الجمعية العمومية أو التصويت.

أنواع السندات:

- أ. السند لحامله: وهو القابل لتداول عن طريق الشراء والبيع حيث يدفع حامله الفائدة وأصل الدين.
- ب. السند الاسمي: تتحقق الحماية للسند من السرقة والتلاعب لأنه مسجل باسم شخص معين ولا يدفع المبلغ والفائدة إلا له.
- ت. السند القابل للتحويل إلي سهم: وذلك بناءً على رغبة حامله ووفقاً للشروط يمكن تحويل السند إلي أسهم عادية.
- ث. السند المضمون: أي المضمون برهن ثابت للأراضي والآلات أو الأوراق المالية.
- ج. السند غير المضمون: أي غير مضمون بأصل معين ولكن مضمون بالمركز الائتماني للشركة.
- ح. السند الذي لا يحمل معدلاً للفائدة: وهو الذي يصدر بخصم من القيمة الاسمية على أن يسترد المكتتب القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق والفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة الاسمية مقدار الفائدة التي يستحقها المكتتب.
- خ. السند ذو سعر الفائدة: وذلك وفقاً لمعدلات التضخم أو أسعار الفائدة في السوق.
- د. سند الدخل: وهو الذي لا توقع عليه فوائد إلا بعد تحقيق دخل المنشأة المصدرة له، وأيضاً هناك سند Junk bank ذات مخاطرة عالية وسندات الحكومة التي تصدرها الدولة وتباع في البورصة^(١).

٣/ الاستئجار:

وهو الانتفاع بالأصل دون امتلاكه في مقابل دفع مبلغ للمالك وذلك بصفة دورية تزيد من مخاطرة المالية والتأجير أما مالي أو تشغيلي والتأجير المالي أو

(١) عبد الغفار حنفي، ورسمية فياض، أساسيات الاستثمار والتمويل، مرجع سبق ذكره، ص ٤٩٤.

الرأس مالي هو عقد غير قابل للإلغاء يلتزم فيه المستأجر بدفع أقساط نقدية لمالك العقار الأصلي تعادل في مجموعها قيمة الأصل مضافاً إليها الفائدة وتنتهي بتمليك الأصل للمستأجر ويلتزم المستأجر بخدمات الصيانة والتأمين والضرائب. أما التأجير التشغيلي أو تأجير الخدمات فهو الانتفاع من خدمات الأصل دون الانتهاء بتمليك الأصل فيمكن أن تكون مدة التأجير التشغيلي أقل من العمر الإنتاجي للأصل المؤجر ويجوز إلغاؤه أو تحديده للمستأجر الأول أو أي مستأجر آخر لذلك تكون دفعات الإجارة كافية لتغطية تكاليف الأصل كما في التأجير المالي ولكن تكلفة المالي قد تكون أعلى من تكلفة التأجير التشغيلي.

تختلف نظرة المستأجر للإيجار عن نظرة المؤجر فالأول ينظر إليه من حيث التكلفة بمعنى لا ينظر إليه إلا إذا كانت تكلفته أقل من تكلفة شراء الأصل أما المؤجر فينظر إلي دفعات الإيجار من زاوية أنها مناسبة مع استثماره أم ويضع في اعتباره سعر الفائدة وتركيز دفعات السداد في نهاية المدة مع طول فترة الاستئجار وكذلك في حالة إتباع طريقة الاستهلاك تمكن من تحقيق وفر ضريبي أو تخضع المؤجر لضريبة أكبر^(١).

فهذه جميعها تعتبر مصادر للتمويل ويتم اختيار المصدر الأمثل للتمويل بعد دراسة وافية من قبل الإدارة لاختيار البديل الذي يتناسب مع إستراتيجيات وسياسة الإدارة والذي يحقق لها أهدافها بأقل تكلفة وأكبر عائد ممكن.

ثانياً: أهمية التمويل :

إن المؤسسات والدولة والمنظمات التابعة لها، لها استخدام دائم لجميع مواردها المالية، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد حاجاتها سواء من عجز في الصندوق أو لتسديد الالتزامات. من هذا المنطلق يمكن القول بأن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في :

✓ تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها،

(١) سيد الهواري، أساسيات الإدارة المالية، (القاهرة: مكتبة عين شمس، ١٩٩٢م)، ص ص ٧٢-٧٣.

✓ يساعد على انجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني،

✓ يساهم في تحقيق أهداف المؤسسة من اجل اقتناء أو استبدال المعدات،

✓ يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من حالة العجز المالي،

✓ يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية و التمويل الدولي،

✓ المحافظة على سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية

(ويقصد بالسيولة توفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات

المرتبة عليها عند استحقاقها، أو هي القدرة على تحويل بعض

الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة)

ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية التي يجب أن

تعتني بها المؤسسة ذلك أنها المحدد لكفاءة متخذي القرارات المالية من خلال

بحثهم عن مصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري

المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثالا لما يتناسب وتحقيق أكبر

عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يساعد على بلوغ الأهداف المسطرة، وأن قرار

اختيار طرق التمويل يعتبر أساس السياسة المالية حيث يرتبط بهيكل رأس المال

وتكلفته إذ يختار البديل الذي يكلف المؤسسة أقل ما يمكن.

ثالثا: طرق وأشكال التمويل :

يمكن النظر إلى طرق وأشكال التمويل من عدة جوانب أهمها :

- المدة التي يستغرقها،

- مصدر الحصول عليه،

- الغرض الذي يستخدم لأجله،

١ / أشكال التمويل من حيث المدة :

وبموجب معيار المدة تنقسم أشكال التمويل إلى :

أ- **تمويل قصير الأجل** : يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

ب- **تمويل متوسط الأجل** : يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمشروع كتغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين، وتكون مدته ما بين سنة وخمسة سنوات.

ج- **تمويل طويل الأجل** : وينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لحيازة التجهيزات الإنتاجية ذات المردودية على المدى الطويل وتوجه أيضا إلى مشاريع إنتاجية تفوق مدتها خمس سنوات.

يلاحظ على هذا التقسيم أنه تقسيم كلاسيكي -نظري- وقد بدأ يفقد أهميته علميا إذ لم عود حدود فاصلة بين العمليات التي تمارسها المشروع مهما كان نوع نشاطه كما أن انتشار ظاهرة التجديد مواعيد إسحاق الديون قد ألغى الحدود الزمنية التي تفصل بين أنواع سابقة الذكر، إذ من الممكن أن يتحول قصير الأجل إذ كان من المصدر الخارجي (قروض مثلا) بعد تحديد موعد استحقاقه إلى تمويل متوسط الأجل وهي ظاهرة أصبحت شائعة في التعاملات المالية وبالمثل يمكن أن يتحول التمويل متوسط الأجل إلى التمويل طويل الأجل.

٢/ أشكال التمويل من حيث المصدر الحصول عليه :

وينقسم التمويل تبعاً لمصادره إلى :

أ- **تمويل ذاتي** : ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء

بالتزاماته المالية ، وتختلف قدرة المشروعات في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساسا بقدرة المشروع على ضغط تكاليف الإنتاج من جهة ورفع أسعار منتجاته الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى.

ب- تمويل خارجي: ويتمثل في لجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض ، سندات ، أسهم) لمواجهة احتياجاته التمويلية وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة.

ويمكن التمييز هنا بين التمويل الخاص الذي يأتي من مدخرات القطاع الخاص (أفراد أو مؤسسات والذي يكون في شكل أسهم أو سندات) وبين التمويل العام الذي يكون مصدره موارد الدولة ومؤسساتها (قروض بنكية وسندات خزينة)، وتختلف الأهمية النسبية لكل من هذين النوعين من بلد لآخر حسب طبيعة النظام الاقتصادي السائد في هذا البلد.

٣/ أشكال التمويل حسب الغرض الذي يستخدم لأجله:

وينتج عن هذا التصنيف ما يلي:

أ- تمويل الاستغلال: ويتمثل في ذلك القدر من الموارد المالية الذي يتم التضحية به في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال، وبهذا المعنى ينصرف تمويل الاستغلال إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها كنفقات شراء المواد الخام ودفع أجور العمال وما إلى ذلك من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي تشكل في مجموعها أوجه الإنفاق الجاري.

ب- تمويل الاستثمار: يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع

- كاقتناء الآلات والتجهيزات وما إليها من العمليات التي يترتب على القيام بها زيادة التكوين الرأس مالي للمشروع.
- ومن وجهة نظر المخطط الجزائري الاستثمار هو حصيلة ثلاث نشاطات هي :
- اقتناء أو خلق سلعة معمرة بهدف زيادة الطاقة الإنتاج أو إنشاء مجموعات إنتاجية كاملة،
 - تجديد التجهيز الموجود المتعلق باستبدال سلعة معمرة بسلعة أخرى معمرة للمحافظة على طاقات الإنتاج.
 - نفقات الصيانة والإصلاحات الكبيرة للعتاد المخصصة لإطالة الحياة الاقتصادية للتجهيزات الموجودة، بمعنى المدة العادية للاستغلال.
- مما تقدم يتضح أن هناك خاصيتين أساسيتين تميزان تمويل الاستثمار هما :
- إن عائد الأموال المنفقة على الاستثمار يتحقق بعد فترة زمنية طويلة نسبيا بعد حدوث الإنفاق، كما أن العائد لا يتحقق دفعة واحدة وإنما يتوزع على فترات (دورات إنتاجية)
 - زيادة عنصر عدم التأكد المرتبط بتقديرات إيرادات وتكاليف الاستثمار الناتج عن طول الفترة التي يستغرقها النشاط الاستثماري وما تفتحه من احتمالات تغير المعطيات في نهاية الفترة عن بدايتها.
- إن الهدف من التعرف على أنواع الأموال المتاحة وتحديد الخصائص المميزة لكل منها هو إمكانية المفاضلة والاختيار من بينها بأفضل الشروط والوصول إلى هيكل التمويل الذي يتحقق معه الهدف الأساسي للإدارة المالية وهو تعظيم قيمة المنشأة.
- ويشير هيكل التمويل أو الهيكل المالي إلى الجانب الأيسر من الميزانية (الخصوم) والذي يوضح كيفية قيام المنشأة بتمويل استخدامها أو استثمارها المختلفة وهو ينطوي على كل أنواع وأشكال التمويل من ملكية واقتراض ومن الدائم المؤقت ومن قصير الأجل أو الطويل الأجل بعبارة أخرى الهيكل المالي يساوي مجموع الخصوم.

ولا يمكن التكلم عن الهيكل المالي دون التعرض إلى هيكل الرأس المالي هذا الأخير الذي يمثل جزءه من الهيكل المالي ويشمل جميع أشكال وأنواع التمويل طويل الأجل (التمويل الدائم) فقط أما التمويل القصير الأجل التي تكون مع الهيكل رأس المال الهيكل المالي فإنها تشمل أساسا على الائتمان التجاري والائتمان المصرفي قصير الأجل.

إن أحد الأهداف الرئيسية للتعرف على أنواع الأموال واتخاذ القرار هو التحقيق أكبر عائد ممكن لملاك المنشأة ومعرفة مدى تأثير اختيار مزيج تمويلي معين (التمويل بالملكية+الاقتراض) على القيمة السوقية الأسهم في الطويل الأجل وعليه يعتبر قرار التمويل من أهم القرارات التي يتوجب على إدارة المنشأة واتخاذها كي تضمن المنشأة الاستمرارية والنجاح.

وللمفاضلة بين المصادر المختلفة للتمويل سعيا وراء تخفيض التكلفة المرجحة لرأس المال المنشأة إلى الحد الأدنى المناسب لابد من أخذ بعض العوامل التي تعد من أهم العوامل المؤثرة في قرار التمويل بعين الاعتبار والمتمثلة في :

- تكلفة المصادر المختلفة للتمويل : أي تكلفة الجنيه سوداني الواحد من كل المصادر.

- عنصر الملائمة : بمعنى أن يكون مصدر التمويل ملائما للمجال الذي ستستخدم فيه الأموال فإذا كان الغرض هو التمويل رأس المال العامل مثلا فليس من الحكمة حينئذ أن تكون تمويله بقرض طويل الأجل وفي هذا السياق يجب الالتزام بالقواعد التالية :

- لابد من التمويل الأصول الثابتة عن طريق المصادر الدائمة.
- ينبغي الاعتماد على المصادر الدائمة لتوفير مبلغ يعادل على الأقل الحد الأدنى لقيمة الأصول المتداولة
- يجب الاقتصار على المصادر المؤقتة لتمويل الحاجات الموسمية أو الحاجات قصيرة الأجل.

- القروض التي يفرضها المقرض على المنشأة المقترضة والتي تتعلق عادة بالضمانات المقدمة أو بسياسات توزيع الأرباح أو بالقيود على مصادر التمويل الأخرى

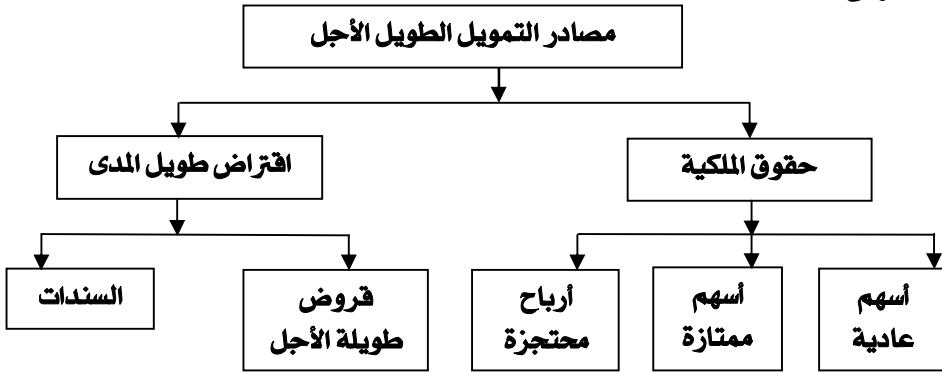
وعليه فإن أهم العوامل التي تدرس عند اتخاذ القرار التمويلي هي التكلفة المصدر الآجال المصادر المتاحة وعليه على المنشأة التعرف على مصادر التمويل المتاحة وشروط الحصول عليها وكذا تكلفة هذه المصادر وهل يستطيع المشروع الالتزام بها وبآجالها وهل تتناسب مع التدفقات النقدية للمشروع.

وسنحاول إلقاء الضوء على هذه العناصر الثلاثة حيث سنتعرض المصادر وشروطها وأجالها ثم تكلفة كل عنصر مصدر تمويلي.

أولاً: مصادر التمويل طويلة الأجل:

وتنقسم إلى قسمين أساسيين تبعاً لمصادر الحصول عليها كما يوضحه الشكل

الموالي:



التمويل عن طريق حقوق الملكية:

وينقسم هذا النوع من التمويل كما هو موضح في الشكل السابق إلى: التمويل بالأسهم الممتازة، التمويل بالأسهم العادية والتمويل بالأرباح المحتجزة.

الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما

يكون منصوص عليها في عقد التأسيس ، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة ، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في قيمة السهم في سوق رأس المال ، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.

القيمة الاسمية : هي القيمة المنصوص عليها في عقد تأسيس الشركة وقانونها الأساسي والتي تظهر بوضوح على قسيمة السهم وقد يكون هناك مبلغ معين يحدده القانون يمثل الحد الأدنى للقيمة الاسمية للسهم.

القيمة الدفترية : وهي القيمة المحاسبية للأصل في دفاتر الشركة ، وتمثل تكلفة شراء هذا الأصل ناقص الاهلاكات المتراكمة ، وقد تصل القيمة الدفترية للأصل إلى الصفر عند إهلاكه بالكامل ولكن لا تزال له قيمة اقتصادية لأنه مازال منتجاً.

وتساوي القيم الدفترية لشركة إجمالي الموجودات ناقص المطلوبات وتتضمن حقوق المساهمين وحسابات رأس المال ، علاوة الإصدار ، الاحتياطات والأرباح المحتجزة . أما القيمة الدفترية للسهم العادي فتساوي قيمة رأس المال على عدد الأسهم ، وتعكس هذه القيمة ما قدمه المساهمون مباشرة “ الرأس والمدفوع والعلاوات ” أو غير مباشرة وعن طريق احتجاز الأرباح لتمويل استثمارات الشركة لكنها لا تعكس القوة الإيرادية لهذه الاستثمارات .

القيمة السوقية : هي السعر الذي يمكن أن يباع به الأصل في السوق ، بالنسبة إلى السهم العادي ، فإن سعره في السوق قد يساوي أو يكون أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم ، وذلك في ضوء ربحية الشركة. ففي بداية أعمال الشركة ، من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية ، وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيق الشركة للأرباح ، وحين تحقق الشركة أرباحا عالية ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم ، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية للسهم.

على أي حال إن القيمة السوقية للسهم هي عبارة عن قيمة توازنية بين العرض والطلب في السوق وبالتالي فإنها تمثل إجماع السوق على قيمة السهم. السهم هو سند الملكية لحامله، ويتمتع صاحبه بحق التصويت في الجمعية العمومية، وحق الإطلاع على دفاتر المؤسسة، والمشاركة في الأرباح والخسائر وحق البيع والتداول وتكون مسؤوليته محدودة حسب حصته في رأس المال. وحملة الأسهم العادية يتحملون أكثر المخاطر وبالتالي يطلبون معدل عائد مرتفع لأنهم آخر من يأخذ حصته (بعد الدائنين وحملة الأسهم الممتازة). ومن جهة أخرى بالنسبة للشركة فالفوائد تطرح من الوعاء الضريبي بينما توزيعات الأسهم لا تعفى من الضريبة.

مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية:

- من مزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم العادية:
- يعطي للمؤسسة مصادرا متنوعة من التمويل مما يمكنها من مواجهة التغير في الظروف الاقتصادية.
- ليس للسهم العادي أجل محدد للتسديد ، ولا يحتم المؤسسة رد قيمة السهم في موعد محدد.
- المؤسسة غير ملزمة بدفع الأرباح إلا إذا تحققت و تم اتخاذ قرار بتوزيعها كلها أو جزء منها.
- رفع حجم الأموال من الأسهم العادية يدني نسبة حجم الأموال من القروض ضمن الأموال الدائمة وهذا يكون بمثابة ثقة و ضمان في مقدرة المؤسسة على زيادة الموارد المالية من الاقتراض فتشجع الدائنين على مدها بالمزيد من القروض.

عيوب التمويل عن طريق الأسهم العادية:

- من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى هذا النوع من التمويل نذكر:
- ارتفاع التكلفة من أموال الأسهم العادية ، فإقبال الأفراد على الأسهم العادية يكون بعد توقعهم الحصول على معدلات أعلى من معدلات فوائد

السندات ومعدلات أرباح الأسهم الممتازة، وارتفاع التكلفة يعود إلى عنصر المخاطرة وارتفاع تكلفة الإصدار وباقي المصاريف المرتبطة بالاكتتاب.

- على عكس السندات والقروض، فالأرباح التي توزع على حملة الأسهم العادية تخضع للضريبة قبل التوزيع مما يؤدي إلى كبر الوعاء الضريبي للمؤسسة.

- اتساع حجم الأموال من الأسهم العادية و تزايد المساهمين وبما يحق لهم من المشاركة في مجلس الإدارة، يحد من حرية استقلالية القرار الإداري خاصة في أمور قد تكون الإدارة هي أدرى من غيرها بها.

إصدار أسهم جديدة يحتمل أن يترتب عليه دخول لمساهمين جدد، مما يعني تشتتا أكبر للأصوات في الجمعية العمومية، وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى، غير أن العيب قد يكون التغلب عليه بإعطاء الملاك القدامى حق الأولوية في شراء الإصدارات الجديدة من الأسهم العادية

التمويل من الأسهم الممتازة:

السند الممتاز سند ملكية لحامله، ويتمتع حامل السهم الممتاز بنفس المزايا والحقوق التي يتمتع بها حامل السهم العادي (ما لم يكن هناك نص مخالف لذلك). وللسهم الممتاز أيضا قيمة اسمية، وقيمة دفترية أو محاسبية (حقوق الملكية الممتازة ÷ عدد الأسهم الممتازة)، وقيمة إصدار قد تفوق القيمة الاسمية (الحصول على علاوة الإصدار) أو تقل عنها (تتحمل المؤسسة خصم الإصدار) وتختلف السهم الممتازة عن الأسهم العادية في:

- لحامل السهم الممتاز الحق في استرجاع قيمة سهمه عند التصفية.
- ليس لحامل السهم الممتاز الحق في التصويت (إلا في الحالات القصوى).
- عائد السهم الممتاز ثابت ولا يتأثر بالوضع المالي المؤسسة.
- حامل السهم الممتاز الحق في تحويل سهمه إلى سهم عادي.
- لإدارة المؤسسة الحق في شراء الأسهم الممتازة من أصحابها (خاصة عندما تنخفض أسعار الفائدة).

- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الأرباح الموزعة.

أنواع الأسهم الممتازة:

هناك أنواع عديدة من الأسهم الممتازة كل نوع يختلف في طريقه الدفع والامتيازات.

- **الأسهم التراكمية:** أي حصة أرباح مستحقة لا يعلن عنها على أنها تراكمية ويجب دفعها مثل الإعلان عن حصة أرباح السهم العادي.

- **الأسهم الغير تراكمية:** على العكس مما سبق فإن أصحاب الأسهم الممتازة الغير تراكمية يخسرون حصص أرباحهم عن أي فترة لا يعلن أعضاء مجلس الإدارة خلالها عن حصة أرباح.

- **أسهم المشاركة:** وهنا يتم دفع حصة أرباح إضافية فوق حصة الأرباح المذكورة إذا تجاوزت حصة الأرباح الأسهم العادية المبلغ المذكور.

- **الأسهم القابلة للتحويل:** يمكن استبدال هذه الأسهم (تحويلها) إلى عدد معين من الأسهم العادية بسعر محدد. ولأسباب معروفة فإن قيمة هذه الأسهم تميل إلى الارتفاع والانخفاض مع سعر الأسهم العادية ويطبق مصطلح "سعر التماثل" على الأسهم العادية التي يتم تسليمها بدلاً من الأسهم الممتازة القابلة للتحويل. وسعر التماثل هو السعر الذي يكون عنده سعر السهم العادي مساوياً في القيمة للسهم الممتاز. وعندما مبادلة السهم الممتاز القابل للتحويل إلى سهمين عاديين فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي نصف سعر السهم الممتاز. وبصوره عامة فإن سعر التماثل للسهم العادي يساوي سعر السوق للسهم الممتاز مقسوماً على سعر تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي.

- **السهم الممتاز القابل للمناداة:** وهي أسهم تحتفظ الشركة لنفسها بالحق في استعادتها، نقصد بذلك شرائها مرة أخرى بسعر ما "سعر الإصدار". وهذه الخصائص يمكن أن تكون مختلطة. فمثلاً فإن شخص ما قد يكون لديه أسهم ممتازة قابله للتحويل وتراكمية وأسهم مشاركته. فإذا أصدرت شركة ما فئات

عديدة من الأسهم الممتازة فإنه سيطلق عليها اسم أسهم الفئة الممتازة " أ " والفئة " ب " ويكون لأسهم الفئة " أ " الأولوية في حصص الأرباح وعند التصفية

مزايا التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

- من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بإصدارها للأسهم الممتازة:
- ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في التصويت في مجلس الإدارة، ولا حق الاشتراك في التسيير الإداري، إلا في الحالات منصوص عليها في عقد إصدار هذا الأسهم.
- ليس للسهم الممتازة تاريخ تسديد، إلا إذا نص على ذلك في عقد الإصدار وهذا يمنح للمؤسسة ميزة استبدالها بسندات إذا انخفضت معدلات الفوائد في السوق المالية.
- زيادة حجم أموال الأسهم الممتازة ضمن الأموال الدائمة للمؤسسة يخفض نسبة الأموال المقرضة إلى الأموال الخاصة، مما يدعم مركز المؤسسة في قدرتها على الاقتراض.
- تمتاز الأسهم الممتازة عن السندات والقروض في حالات العسر المالي، إذ المؤسسة ليست ملزمة بدفع النسب المحدد من الربح، وان توقفها عن الدفع لا يؤدي إلى الإفلاس.

عيوب التمويل عن طريق الأسهم الممتازة:

- من المساوئ التي تنجر عن اللجوء إلى التمويل بالاستعانة بإصدار الأسهم الممتازة.
- تكون في العادة تكلفة الأسهم الممتازة أعلى من تكلفة الاقتراض، حيث أن حصص الأرباح لا تطرح من الوعاء الضريبي على عكس فوائد القروض.
- يحق لحملة الأسهم الممتازة الاحتفاظ بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات التي لم يجرى فيها التوزيع و ذلك قبل حصول حملة الأسهم العادية على أية توزيعات.

التمويل بالأرباح المحتجزة:

وتمثل الأرباح المحتجزة مصدرا داخليا هاما يستخدم لتمويل الاحتياجات المالية طويلة الأجل المنشأة وتمثل الأرباح المحتجزة "ذلك الجزء من الأرباح التي يتم الاحتفاظ به داخل المنشأة بغرض استثماره وتعتبر من أهم المصادر تمويل عمليات النمو والتوسع كما تستخدم في حالة المنشآت التي تواجه ظروف اقتصادية متقلبة وفي ظل هذه الظروف يتم احتجاز الأرباح لتوفير متطلبات السيولة

وإذا نجحت المنشأة وحققت أرباحا تقوم عادة بتوزيع جزء منها والاحتفاظ بالجزء الآخر ليكون مصدرا لتمويل نمو المنشأة وفي المؤسسات الناجحة يكون هذا المصدر على مدى سنوات أهم من رأس المال المقدم من طرف المساهمين.

مزايا احتجاز الأرباح:

- إن الاحتفاظ بجزء من أرباح المنشأة يحقق مزايا عديدة منها:
- توفر لإدارة الحرية في استعمال الأموال لمواجهة حاجاتها المالية وتجنبها البحث عن أموال خارجية ذات تكلفة عالية.
- تكلفة هذه الأموال تعد أقل من تكلفة مصادر التمويل الأخرى كما أنها لا تتركب على شركة أي التزامات تجاه الآخرين كما هو الحال في الحالة إصدار أسهم عادية أو ممتازة أو الحصول على الأموال عن طريق القروض.
- إن الأرباح المحتجزة تساعد المنشأة على الزيادة ربحية رأس المال الخاص دون أن يترتب عليها في عدد الأسهم وبالتالي الزيادة في العائدات على الأسهم
- إن الأرباح المحتجزة ترفع من القدرة المنشأة في الحصول على القروض جديدة أي إنها تزيد من كمية الوفر الضريبي وبالتالي تخفض من التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال المستثمر
- دور مخصصات الإهلاك في التمويل طويل الأجل: إن لمخصصات الإهلاك وظيفتين أساسيتين هما:

✓ استرداد الأموال التي استثمرت بقصد تجديد القدرة الإنتاجية للمنشأة أي أن الغاية الأساسية هي عدم فقدان رأس المال المستثمر.

✓ إن إعادة الاستثمار مخصصات الاستهلاك يساهم مساهمة فعالية في الزيادة القدرة الإنتاجية للمنشأة.

ومن خلال الوظيفتين السابقين نستطيع القول إن مخصصات الإهلاك تحافظ على رأي المال المنشأة من جهة وتزيد من قدرة المنشأة الإنتاجية من جهة أخرى وإذا اعتبرنا مخصصات الإهلاك كعنصر من عناصر تكلفة السلعة المنتجة فإن هذه المخصصات ترافق عملية بيع السلع وتدفق يوميا على صندوق المنشأة لتزيد من قدرتها على التمويل الذاتي كما هو أن هذه المخصصات لا تخضع للضريبة وبالتالي يمكننا القول بأنه كلما زادت مخصصات الاستهلاك انخفاض مطروح الضريبة وأدى ذلك إلى تدعيم قدرة المنشأة على التمويل الذاتي.

وعلى رغم من المزايا العديدة التي يحققها استخدام الأرباح المحتجزة كمصدر لتمويل إلا أن الإدارة المالية لشركة عليها أن تراعي في السياسة توزيع الأرباح تحقيق صالح كل من الشركة وكذا المساهمين.

وعليه فالإدارة مطالبة عند رسمها لسياسة توزيع الأرباح الإجابة على سؤالين هامين هما :

أولاً : هل توزيع الأرباح على المساهمين (أي التوزيعات النقدية على المساهمين) يعتبر عملاً سليماً من الناحية القانونية أي هل يتماشى هذا الدفع على ما ينص عليه القانون الخاص بالشركات المساهمة والقانون النظامي للشركة. **ثانياً :** هل هذا التوزيع يعتبر عملاً سليماً من الناحية المالية وإذا كان كذلك فما هو مقدار الأرباح المقترح توزيعها

رغم أن السؤالين السابقين يدوران حول الأرباح التي ستوزع على المساهمين إلا أن الإجابة عليهما تحدد في نفس الوقت مقدار الأرباح المحجوزة التي تعتبر المصدر الرئيسي للتمويل الذاتي، بعبارة أخرى ما هي السياسة المثلى لتوزيع الأرباح، إن السياسة المثلى لتوزيع الأرباح هي التي تعظم ثروة الملاك، وتتحدد

هذه السياسة من خلال المقارنة بين الاستثمارات المتاحة للمنشأة وبين الفرص المتاحة للملاك خارج المنشأة لا عادة استثمار الأرباح التي يحصلون عليها في شكل توزيعات من المنشأة، فإذا كان معدل العائد على استثمار هذه الأرباح المحتجزة بواسطة المنشأة يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصل عليه المستثمر لو قام هو نفسه باستثمار ما يحصل عليه من توزيعات، نجد أن المستثمر يفضل قيام المنشأة بحجز هذه الأرباح وإعادة استثمارها بدلا من توزيعها، فمثلا لو استطاعت المنشأة استثمار هذه الأرباح بمعدل ٢٥ ٪ في حين أن أحسن عائد يمكن للمستثمر الحصول عليه في حالة الأرباح الموزعة هو ١٥ ٪ فطبعا يفضل حجز هذه الأرباح داخل المنشأة والعكس صحيح.

ويعود القرار في الأساس إلى حالة المنشأة فإذا ما كانت ذات معدل نمو متزايد وأمامها فرص استثمارية مربحة تحقق عوائد أكبر من أي فرص خارجها فهنا يكون الاتجاه نحو عدم إجراء توزيعات، وإذا ما كان معدل النمو ثابت والعائد مساوي لما يمكن الحصول عليه في حالة استثمار التوزيعات خارجها فهنا لا توجد نسبة مثالية للتوزيع، أما إذا كان معدل نموها متناقص أي أن المنشأة لا تتوفر على فرص استثمارية مربحة فهنا الاتجاه يكون نحو التوزيع الكلي للأرباح بنسبة ١٠٠ ٪، فالقيمة السوقية للسهم ترتفع كلما زادت نسبة التوزيعات.

الاقتراض طويل الأجل:

ويمثل جزءا من التمويل طويل الأجل الذي يكون مصدره من خارج المنشأة وينقسم إلى قسمين أساسيين هما: السندات والقروض طويلة الأجل.

التمويل بالقروض طويلة الأجل:

تتكون القروض محدودة الأجل التي تحصل عليها المنشآت بشكل مباشر من القروض ذات الفترة المحددة التي يكون استحقاقها لأكثر من سنة واحدة ولكن أقل من خمسة عشر سنة، والتي يتم تسديدها على دفعات متساوية ومنتظمة (أي يتم استنفادها) خلال فترة هذه القروض أما الإصدار الخاص فيمثل قروضا مباشرة من مصادر خاصة باستحقاقات أكثر من ١٥ سنة.

ويتكون جزء كبير منها من سندات أذنية طويلة الأجل ، والجدير بالذكر إن التمييز بين هذين النوعين من القروض هو تمييز حكمي ، إذ أن الإصدار الخاص يختلف عن القروض محدودة الأجل فقط في طول فترة الاستحقاق الذي تم تحديده بشكل حكمي ، وبالإضافة إلى ذلك فإن هذا التمييز يصبح أقل وضوحا حينما نعلم بأن عقود بعض القروض من خلال الإصدار الخاص تفرض على المنشآت تسديد جزء كبير من هذه القروض ما بين خمس إلى عشر سنوات من تاريخ منحها، ولهذا فإن القروض من الإصدار الخاص والقروض المحدودة الأجل تمثل تقريبا نفس النوع من التمويل المباشر.

وتتصف كل من القروض محددة الأجل (قرض المدة) والتوظيفات الخاصة بما

يلي :

- **استهلاك الدين :** والذي يعني السداد التدريجي خلال مدة القرض ،
- بالنسبة للقروض لأجل الممنوحة من طرف البنوك التجارية فهي ذات تاريخ استحقاق خلال خمس سنوات أو أقل ، أما بالنسبة للقروض التي تمنحها شركات التأمين فتتراوح ما بين خمسة وخمسة عشرة عاما ،
- **الضمان :** حيث غالبا ما يتطلب هذا النوع من القروض ضمانا وذلك بتقديم أحد الأصول (كالعقارات أو الآلات) كرهن ،
- توجد حوافز إضافية تقدم إلى المستثمرين مثل الحق في شراء أسهم عادية ، فغالبا ما يكون هذا الحق مرفقا بالسندات التي تحمل مثل هذا الحق .
- لقد جرت العادة حديثا أن تفرض المؤسسات المستثمرة تعويضا (إضافة إلى فائدة الثابتة) على القروض المباشرة التي تمنحها للمنشات وتحصل المؤسسة المقرضة على هذا التعويض الإضافي شكل ضمان اليار بشراء عدد معين من الأسهم العادية المقترضة بسعر محدد مسبقا خلال فترة معينة .

الشروط المتعلقة بالقروض واتفاقيات القروض :

وهي متعددة ومختلفة باختلاف مصدر القروض لكنها عموما لا تخرج عن

النقاط الأساسية التالية :

- وجود شرط خاص بنسبة التداول حيث تحدد الحد الأدنى لهذه النسبة أي نسبة الأصول المتداولة إلى خصوم المتداولة (الأصول المتداولة/الخصوم المتداولة= نسبة التداول)

- توجد بعض الاحتياطات أو الشروط الإضافية نتيجة إضافة قروض طويلة الأجل أو اللجوء إلى التأجير مثل ذلك: رهن بعض الأصول كضمان أو تحديد نسبة القسوى للمديونية

- قد يكون للدائنين في الحق إبداء الرأي في حالة حدوث تغيرات أساسية في المدراء الرئيسيين

- قد تشترط شركات التأمين على الحياة إبداء الرأي في أعضاء الإدارة خاصة كبار الإداريين والاحتفاظ بحق التصويت والرقابة كشرط لمنح القروض

- قد تتضمن الشروط الضرورية تقديم المقترض لقوائم المراكز المالي بصفو منظمة.

رغم الفكرة السيئة السائدة على القروض أو المديونية بصفة عامة بأنها تخلق مشاكل وأعباء كبيرة المنشآت ناتجة على أسعار الفائدة المرتفعة وتراكم الفوائد إلا أن الاقتراض كمصدر لتمويل يتيح عدة مزايا للمنشأة بالرغم أنه لا يخلو من عيوب.

مزايا الاقتراض كمصدر لتمويل :

يتميز التمويل بالاقتراض طويل الأجل ببعض المزايا التي تشجع المنشآت على استخدامه وفيما يلي أهم هذه المزايا :

- يعتبر التمويل بالاقتراض أقل تكلفة من التمويل بالأسهم وذلك بسبب الوفورات الضريبية التي تتولد عنه وبسبب تعرض المقترضين أقل نسبيا من تلك التي يتعرض لها حملة الأسهم العادية و الممتازة.

- أن تكلفة الاقتراض المتمثلة في معدل الفائدة ولا تتغير مستوى الأرباح

- ليس للمقترضين الحق في التصويت في الجمعية العمومية

- تعتبر تكلفة التقاعد على القروض تكلفة وإصدار السندات منخفضة مقارنة مع تكلفة إصدار الأسهم.

عيوب الاقتراض كمصدر لتمويل:

ويمكن إجمالها في النقاط التالية:

- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد وأصل الدين إلى تعرض المنشأة إلى الإفلاس.

- يؤدي الاقتراض إلى تعويض المنشأة إلى نوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر التالية: ففي حالة وجود القروض يترتب على انخفاض المبيعات بنسبة معينة انخفاض ربحية السهم العادي بنسبة أكبر.

- القروض على عكس الأسهم لها تاريخ استحقاق ومن ثمة ينبغي على المنشأة العمل على توفير قدر كبير من النقدية لاستخدامها في سداد الدين عندما يحل أجله.

- قد يعطي عقد الاقتراض الحق المقترض في فرض القيود على المنشأة ومن الأمثلة تلك القيود حظر على الحصول على قروض جديدة وحظر بيع وشراء الأصول الثابتة ومنع إجراء توزيعات أو على أقل تخفيض نسبتها.

- لا تعتبر الاقتراض طويل الأجل متاحا للعديد من المنشآت فالمنشآت الصغيرة وبل بعض المنشآت الكبيرة تجد صعوبة في الحصول على تلك القروض.

التمويل عن طريق السندات:

السند هو مستند مديونية طويلة الأجل تصدره المؤسسات ، يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق ، كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية ، وللسند أرباحا رأسمالية ، كما قد يتحمل خسائر رأسمالية ، وتحدد القيمة السوقية حسب درجة المخاطرة التي يواجهها حامله ، والتي تعتمد هي أيضا على الوضعية المالية للمؤسسة وعلى الظروف الاقتصادية المحيطة وكذلك مستوى الأسعار فائدة في السوق.

عند إصدار سندات قد تشترط المؤسسة المصدرة أحقية استدعاء السندات أي إعادة شرائها ، ويحصل حامل السند في العادة مقابل إعادة الشراء على قيمة تفوق القيمة الاسمية ، فالفرق يسمى علاوة الاستدعاء (و العكس خصم الاستدعاء) ، وتلجأ المؤسسات إلى ذلك حتى تستفيد من فرصة انخفاض أسعار الفائدة في السوق فتصدر سندات جديدة بمعدل فائدة أقل تعويضا للسندات السابقة ذات معدل الفائدة المرتفع.

أنواع السندات :

يمكن للمؤسسة أن تصدر عدة أنواع من السندات كما يمكن أن تقتصر على نوع واحد فقط. ففي العشرين سنة الأخيرة استحدثت أنواع جديدة من السندات التي لا تحمل كوبونا. والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك ، والسندات ذات الدخل (الإيراد) ، وسندات منخفضة الجودة بإصدار القروض لشراء جزء من الأسهم المتداولة في السوق ، وسندات المشاركة ليس لصاحبها الحق في فوائد الدورة وإنما جزء من أرباح المؤسسة. وعلى العموم يمكن أن نصف السندات إلى ما يلي :

من حيث الملكية: هناك سندات اسمية و سندات لحاملها ، فالأولى يسجل اسم صاحبها (حاملها) عليها و تقيد في السجلات المحاسبية و يتم التنازل عنها كتابيا عند بيعها في السوق المالية وعلى عكس الثانية التي يمثل وجودها عند حاملها سندا لامتلاكها.

من حيث درجة الضمان: هناك سندات مضمونة برهن أصل من الأصول لضمان استرجاع قيمة السند مع الفائدة ، و سندات غير مضمونة و ضمانها الوحيد هو المركز الائتماني لمؤسسة محل الاستثمار.

من حيث نوع الإيراد المتحصل عليه: هناك سندات عليها فائدة ثابتة دورية مدونة في عقد الإصدار. و سندات تتضمن إيرادا غير ثابت فجزء من الإيراد يمثل فائدة دورية بمعدل ثابت ، وجزء متغير حسب الأرباح التي تحققها المؤسسة (٠١) هذه تتماشى إلى حد كبير مع احتياجات البنوك الإسلامية ، إذ لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها المؤسسة أرباحا.

من حيث ما للحامل من الامتيازات: هناك سندات قابلة للتبديل بسندات ، وقد يكون التبديل بطلب من الحامل للسند أو من المصدر ، فتستبدل السندات ذات المعد الثابت للفائدة بالمعدل المتغير.

وهناك سندات قابلة للتحويل إلى أسهم ، حيث يلجأ حامل السند إلى ذلك إذ احظ إن حملة الأسهم يحصلون على إيراد أعلى بكثير من إيراد السندات و هناك من السندات ذات العلاوة وهو ما يطلبه حاملها من مصادرها عند استرجاعها مضافا إلى القيمة الاسمية. ومن النداءات ما يحمل القسيمة صفر ، فلا يتحصل حاملها بموجب العقد على دفع فوائد ولكن في المقابل يحصل على علاوة تعويض عند تاريخ استحقاق السند.

من حيث سعر الفائدة المحدد: هناك سندات تقليدية والتي يكون فيها معدل الفائدة ثابتا طيلة القرض. وهناك سندات بمعدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة في السوق وحسب الظروف الاقتصادية المحتملة. وهناك سندات بمعدل فائدة متحركة بموجب عقد الإصدار تراجع الفائدة عند تاريخ الاستحقاق هذه السندات حسب معدل فائدة في السوق المالية ، هذه ظهرت في نهاية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدى إلى رفع معدلات الفائدة ، وما يترتب عنه من انخفاض للقيمة السوقية للندات خاصة السندات طويلة اجل فليلحق بمحملتها خسائر رأسمالية كبيرة.

حسب طبيعة التسديد: هناك من السندات ما يتضمن عقد الإصدار كيفية تسديدها عند ميعاد استحقاقها. وأخرى يحق للمؤسسة تسديدها قبل موعد الاستحقاق لغرض التقليل من الديون على المؤسسة. وثالثة يمكن للمؤسسة تسديد التسديد إلى ما بعد تاريخ الاستحقاق.

حسب الجهة (الهيئة) المصدرة: هنا نميز بين السندات الحكومية التي تصدرها الحكومات لغرض تمويل مؤسسات ذات مصحة عامة. والسندات الخاصة التي تصدرها شركات المساهمة لغرض الحصول على موارد تمويل.

عوامل اللجوء إلى إصدار السندات :

تعد السندات من المصادر الرئيسية التي تمكن الشركات المساهمة على الحصول ما يلزمها من الأموال الدائمة ولكننا نعلم أن الشركة يمكنها الحصول على تلك الأموال أيضا عن طريق إصدار الأسهم بنوعيتها وبالتالي ما هي أسباب التي تدفع شركات المساهمة إلى إصدار السندات بدلا من الأسهم.

وتوجد في الحقيقة عوامل متعددة تدعو الشركات المساهمة إلى إصدار

السندات ومن أهم هذه العوامل ما يلي :

- **التجارة بالملكية :** يكون إصدار السندات عملية مربحة لو استطاعت الشركة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها فإذا افترضنا أن الشركة تحقق ١٥ / عائد على أصولها فلو إصدار السندات تحمل فائدة ٠٤ / فإن الفرق بين المعدلين يؤدي إلى زيادة معدل الأرباح التي يمكن توزيعها على الأملاك الشركة

- **التكلفة :** عادة تكون السندات أقل تكلفة من الأسهم فالمستثمرون لا يقدمون على شراء الأسهم إلا إذا كان احتمال الربح أكبر بكثير من الفائدة بالسندات فمثلا حملة السندات يرغبون في استثمار أموالهم إذا كان سعر الفائدة ٠٥ / بينما حملة الأسهم يتوقعون على الأقل ١٠ / ربح قبل إقدامهم على شراء أسهم جديدة.

الميزة الضريبة : ينطوي إصدار السندات على ميزة ضريبة نظرا لأن سعر الفائدة على السندات يعتبر من النفقات التي تؤخذ في الحسبان قبل حساب الأرباح الخاضعة للضريبة بينما تعتبر عائدات الأسهم بنوعيتها توزيعا للأرباح وليست من النفقات.

- **استعمال أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة :** إن إصدار السندات يمكن الشركة من الحصول على ما تحتاجه من أموال اللازمة من الغير دون إعطاء هؤلاء الدائنين أي حق في التصويت أو الاشتراك في إدارة الشركة ومن ثمة إغراب ملاك الشركة المساهمة أو بأخرى عن عدم رغبتهم في الأسهم الجديدة يكون التمويل عن طريق إصدار السندات أفضل لحماية مصلحتهم

- زيادة موارد التمويل المتاحة لشركة: يعتبر إصدار السندات وسيلة للوصول إلى طبقات معنية من المستثمرين التي لا توفقها الأسهم وبالتالي إصدار السندات يمكن من الشركات من الحصول إلى هذا النوع من المستثمرين الذين لا يمكنهم وصول إليهم إذ أصدرت اسمها.

ولكن رغم من أن السندات تعتبر الأداة الرئيسية في عملية المتاجرة بالملكية وقد نكون سببا في زيادة الأرباح وعاملا من عوامل الاستقرار والنجاح لبعض الشركات إلا أنها قد تكون السبب الرئيسي في الفشل وانهايار بعض الشركات الأخرى وبالتالي يجب عليها الاهتمام بأهم العوامل التي تحد من استعمال السندات وبالتالي :

- يفضل استخدام هذا النوع من الاقتراض في الحالات التي تتصف بها إيرادات الشركة بالثابت النسبي و الاستقرار فترات إيرادات من سنة إلى أخرى يعنى مقدرة الشركة على مقابلة التزاماتها الثابتة نحو حملة السندات أما الشركات التي يتقلب إيرادها من سنة إلى أخرى فقد تعجز عن الوفاء بالتزاماتها نحو حملة السندات مما تؤدي إلى إشهار إفلاسها

- الإسراف في إصدار السندات قد يؤدي إلى نقص الضمانات المقدمة وهذا يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة المدفوع إلى يصل إلى الحد الذي يصبح خطرا على الشركة.

- قد تنص القوانين المنظمة للشركات المساهمة على نسبة معنية من السندات لا يمكن للشركة تجاوزها.

- وجود بعض الالتزامات التعاقدية التي تحد من الاستدانة بكل أشكالها أو إصدار السندات قد تجد الشركة نفسها عاجزة إصداريه السندات جديدة بسب اتفاقية خاصة بعقد قرض مع أحد البنوك أو عقد إصدار سندات القديمة ينص على عدم السماح بالإصدار سندات جديدة.

مزايا التمويل عن طريق السندات :

من المزايا التي تحصل المؤسسة بلجوئها إلى إصدار سندات نذكر ما يلي :

- سهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات.

- قلة تكلفة السندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة.
 - في العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة ، فذلك يعطي مرونة أكبر عمل المسيرين.
 - تمثل تكلفة السندات عبئا ، فتخصص مثل باقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة ، مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي.
 - السندات محددة المدة و القيمة و الفائدة ، فالمؤسسة عليها توقع الاحتياطي لإهلاكها وعليه فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة التأثير على هيكل التمويل.
- عيوب التمويل عن طريق السندات :**

- من المساوئ التي تجر عن اللجوء إلى التمويل بإصدار سندات نذكر :
- تكلفة التمويل من السندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما تزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية.
- إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية ، فإن دفع المؤسسة لمستحققاتها اتجاه حملة السندات يقلل من إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في السوق المالية.
- التشريعات المالية في الكثير من البلدان تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة (حق الملكية) وإجمالي الديون وبالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات حماية لأموال المساهمين.

ثانيا: التمويل المتوسط الأجل :

وهو التمويل الذي يتم سداده في فترة تزيد عن سنة ولكن تقل عن عشرة سنوات وينقسم هذا النوع من التمويل إلى قسمين :

التمويل بالقروض متوسط الأجل :

عادة يتم تسديد هذه القروض بصورة منظمة على مدار عدة سنوات تمثل عمر القرض ويطلق على إسقاط السداد في هذه الحالة مدفوعات الإهلاك وبالإضافة إلى ذلك عادة ما يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع الضمانات الأخرى ولاشك أن هناك الاستثناءات لهذه القواعد في بعض الأحيان.

وتمثل البنوك وشركات التأمين المصدر الرئيسي لهذه القروض وإن كانت القروض البنوك عادة تتراوح بين سنة واحدة أو خمس سنوات فقط في حين قروض شركات التأمين تتراوح بين خمس سنوات أو عشرة سنوات وهذا معناه أن الجزء من القروض شركات التأمين يمكن اعتباره قروض طويلة الأجل وعلى كل فكريا ما يتعاون أحد البنوك مع شركة التأمين لتقديم قرض كبير يعجز عن تقديمه أي منها منفردا لحدي الشركات أن يتم السداد للبنك أو ثم بعد ذلك لشركة التأمين وتطلب هذه الهيئات المقرضة إضافة إلى ضمان القرض بأصل معين بعض الضمانات الإضافية يضمنها عقد القرض لضمان أموالها نظرا لطول مدى القرض ومن هذه الشروط أو الضمانات الإضافية نجد مثلا :

- تحديد حد أدنى معين لنسبة التداول.
- تحديد حد أقصى للقروض الطويلة الأجل التي يمكن للمنشأة المقرضة أن تحصل عليها من خلال فترة القرض المتوسط الأجل.
- وأحيانا يطلب المقرض أن يكون له حق الموافقة على أي تغيير يحدث في إدارة المنشأة المقرضة خلال فترة القرض المتوسط الأجل.
- أخيرا عادة ما يطلب المقرض أن تعرض عليه القوائم المالية للمنشأة المقرضة على فترات دورية.
- ويتم اللجوء إلى هذا النوع من الاقتراض نتيجة المزايا التي يتحل بها والتي نجدها من بينها :

السرعة: نظرا لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة عن طريق المقرض والمقرض فأن الإجراءات الرسمية تكون محددة للغاية وبالتالي تحصل المنشأة على احتياجاتها المالية بسرعة.

المرونة: في حالة حدوث أي تغيرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة بالاتفاق المباشر مع المقرض تغير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في الأنواع المصادر التمويل طويلة الأجل.

التمويل التاجيري:

ظهر التمويل التاجيري في عهد السومريين منذ ٢٠٠٠ سنة قبل الميلاد، كانت تؤجر الحقول والمعدات الزراعية وفي عهد الرومان كانت تؤجر السفن لغرض التجارة.

وفي القرون الوسطى في عهد الإقطاع حيث كانت الأراضي الزراعية تؤجر لتسهيل استخداماتها دون اللجوء إلى شرائها أما في القرن الماضي عرفت بريطانيا ظهور شركة تأجير عربات السكك الحديدية في سنة ١٨٥٥.

الاتساع الحقيقي بدأ مع الحرب العالمية الثانية حيث كانت تؤجر الولايات المتحدة الأمريكية المعدات العسكرية لكل من بريطانيا وروسيا وتم إنشاء أول شركة في العصر الحديث سنة ١٩٥٢ في الولايات المتحدة الأمريكية تزود عملائها بالتسهيلات الكبيرة للحصول على أنواع متعددة من السلع (الطائرات، الكمبيوتر، الأثاث المنزلي، ...) وعرفت هذه الطريقة من التمويل رواجاً في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا واليابان.

ويعتبر التمويل التاجيري أحد الأساليب التي يعتمد عليها لتمويل المؤسسات الاستثمارية لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية و السندات و ما يتبعه من آثار سلبية على الوضعية المالية المستقبلية. ويعرف التمويل التاجيري " بأنه التزام تعاقدى بتأجير أجهزة و أدوات إنتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة إنتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل أقساط كراء محددة ". إن ظهور هذا النوع من التمويل استطاع أن يعوض عجز طرق التمويل الداخلي و الخارجي. و بما يتميز به التمويل التاجيري من إيجابيات أصبح ينافس الطرق التقليدية في التمويل كالقروض المتوسطة والطويلة الأجل. ومما ساعد على اتساع هذا النوع من التمويل هو المزايا التي يستفيد منها كل من المؤجر والمستأجر من مزايا ضريبية وغيرها، وهو شكل من أشكال التغلب على محدودية مصادر التمويل، ويعتبر ضروريا في الدول التي تعاني الندرة في الأموال. ومن أسباب ظهور هذا النوع من التمويل نذكر:

- الرغبة في الاستفادة من التطور التكنولوجي لوسائل الإنتاج ، وضرورة التجديد المستمر.
- ارتفاع أسعار شراء التجهيزات و المعدات المتطورة.
- ارتفاع أسعار الفائدة على الديون طويلة الأجل و ما يرافقها من شروط صعبة تعجز بعض المؤسسات على استيفائها.

أنواع الاستئجار: ويتخذ التمويل بالاستئجار أشكالا عديدة منها:

البيع ثم الاستئجار: في هذا النوع من الاستئجار تقوم المنشأة تمتلك أحد عناصر الموجودات الثابتة (أراضي ومعدات مباني) بيعها إلى منشأة أخرى وتقوم بنفس الوقت باستئجار الأصل المباع لمدة محددة بشروط خاصة ويلاحظ في هذا النوع (المستأجر) يتلقى فورا قيمة الأصل الاقتصادية من المشتري (المؤجر) وفي نفس الوقت يستمر البائع في استخدام الأصل ويحرر بين البائع و المشتري ويتم إعداد جدول السداد (السداد الإيجار) بصورة دفعات السنوية متساوية تكفي لتغطية قيمة الأصل وتزويد المؤجر بعائد مناسب على استثماره (المبلغ المدفوع في شراء الأصل) ومن أهم المنشآت التي تشارك في هذا النوع من الاستئجار من خلال القيام بشراء الأصول من الشركات الصناعية وإعادة تأجيرها لها شركات التأمين والشركات المالية والبنوك.

التأجير التشغيلي (تمويل الخدمة): تعتبر الحسابات الآلية وآلات تصويرا

لمستندات والسيارات الجرارات وما شابه ذلك من أهم المعدات التي يتم استئجارها في ظل هذا النوع من الاستئجار والذي يتميز بالخصائص التالية:

- يلتزم مالك الأصل بالصيانة وخدمات الأصل المؤجر للغير على أن تدخل تكاليف الصيانة ضمن المدفوعات الثابتة التي يقوم المستأجر بسدادها.
- يستمر هذا النوع من الاستئجار لفترة زمنية قصيرة نسبيا عادة أقل من الحياة الإنتاجية للأصول وبالتالي فإن قيمة الاستئجار لا تغطي تكلفة الأصل ومن ثمة يتوقع مالك الأصل استرجاع قيمة الاستثمارات الموظفة من خلال تكرار عمليات التأجير إما لنفس المنشأة أو للمنشأة أخرى.

- تشمل عقود الاستئجار التشغيلي عادة ما يفيد بإيقاف عملية الاستئجار قبل انتهاء المدة المتفق عليها ومن الواضح أن هذا الشرط يتقابل مع مصلحة المستأجر إلى حد كبير حيث يمكنه في هذه الحالة إعادة الأصل إلى المؤجر عند انتهاء الحاجة إليه أو في حالة ظهور معدات أحدث (وخاصة في حالة الأصول والمعدات التكنولوجية التي تطور بشكل سريع كالحواسيب مثلاً)

التأجير التمويلي: أن التأجير التمويلي البحث هو الاستئجار الذي لا يتضمن خدمات الصيانة ولا يمكن إلغاؤه من قبل المستأجر والذي يستهلك قيمة المعدات المستأجرة بكاملها:

(أي الإسقاط التي يدفعها المستأجر تساوي مجمل قيمة المعدات المستأجرة) وتتضمن خدمات عملية التأجير التمويلي الخطوات التالية:

- تختار الشركة الأصل التي هي بحاجة إلى استخدامه وتتفاوض مع صانع أو موارد هذا الأصل على قيمة شرائه وشروط تسليمه،

- ثم تتصل هذه الشركة ببنك (أو شركة مؤجرة) وتتفق معه بعقد على أن يشتري البنك هذا لأصل من الموارد وأن يؤجره للشركة مباشرة وبهذا الشكل تحصل الشركة على الأصل.

وتقوم بدفع الإيجار إلى البنك على دفعات متساوية وفي فترات متتالية تساوي في مجموعها قيمة شراء الأصل بكامله.

بالإضافة إلى العائد معين الاستثمار للبنك كمؤجر كما أنه أن الشركة المستأجرة حق الخيار في تجديد عقد الاستئجار ثانية (بعد انتهاء مدة الاستئجار الأساسية) بإيجار مخفض ولكن لا يحقق للشركة إلغاء العقد الأساسي قبل دفع مجمل التزامها (أي مجمل قيمة الشراء الأصل بالإضافة إلى عائد للبنك).

كثيراً ما يحدث خلط بين التأجير التمويلي والتأجير التشغيلي كوسيلة من وسائل التمويل الأصول الرأس المالية وفيما يلي بيان مقارن يبينها يوضح مدى الاختلاف بينها وهو ما يوضحه الجدول التالي:

عناصر المقارنة	التأجير التمويلي	التأجير التشغيلي
مدة العقد	مدة العقد طويلة تصل إلى ما يقرب من العمر الافتراضي للأصل.	مدة العقد قصيرة لا تتجاوز الفترة التي يحتاج فيها المستأجر للأصل لأداء عمل معين وعادة ما تجدد سنويا
مسؤولية تقادم الأصل	يتحمل المستأجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالإهلاك أو التقادم	يتحمل المؤجر عدم الصلاحية الأصل سواء الإهلاك أو تقادم
الصيانة والتأمين	يتحمل المستأجر تكاليف صيانة وإصلاح الأصل وكذا تكلفة التأمين عليه خلال فترة التعاقد	المؤجر يتحمل تكاليف الصيانة وإصلاح الأصل وتكاليف التأمين عليه خلال فترة التعاقد ما لم ينص عقد الاتفاق على غير ذلك
العلاقة بين المؤجر والمستأجر	تكون العلاقة بينهم معقدة ومتشابكة ولذلك إلى قانون ينظم هذه العلاقة ويحافظ على كل حقوق طرف فيها وذلك بسبب طول فترة التعاقد والأهمية النسبية لقيمة العقد	العلاقة بين المؤجر والمستأجر تتسم بسهولة ولا تشير مشاكل قانونية وذلك لقصر فترة التأجير.
مال الملكية	يكون للمستأجر حرية الاختيارات الثلاثة بدائل في نهاية العقد : - أن يعيد الأصل إلى المؤجر - أن يعيد تأجير الأصل لمدة أخرى - شراء الأصل من المؤجر	لا يجوز للمستأجر ملكية ولا شراء الأصل المستأجر في نهاية مدة العقد بل يرد الأصل محل التأجير إلى المؤجر مرة أخرى
نظام إلغاء التعاقد	لا يجوز إلغاء عقد الإيجار خلال المدة المتفق عليها في العقد من قبل أحد طرفي العقد ولكن لابد من اتفاق الطرفين	يجوز إلغاء عقد الإيجار من قبل المستأجر خلال المدة المتفق عليها في العقد وفي هذه الحالة يلتزم المستأجر بسداد الإيجار عن فترة استغلال الأصل مع تطبيق ما قد يكون متفقا عليه في مثل هذه الحالات.

أسباب اللجوء إلى الاستئجار:

هناك عدة عوامل تدعو إلى الاستئجار كبديل تمويل من أهمها:

- **مقابلة الاحتياجات المؤقتة:** حيث تحتاج المنشآت أحيانا إلى معدات وأصول معينة لأجل نشاط عرضي (مثل آلة الحفر سيارة...الخ) فبدل الشراء تؤجرها لأنها لن تحتاجها مرة أخرى.

- **إمكانية إنهاء الاستئجار:** تزداد أهمية هذا الشرط في حالة المعدات التي تتميز بالتطور السريع الحسابات الآلية حيث يتم ونقل مخاطر التقادم من المستأجر إلى مؤجر.

- **المزايا الضريبية:** يحقق كل من المستأجر والمؤجر مزايا الضريبة كنتيجة لعملية الاستئجار حيث أن أقساط

الإيجار تعتبر مثلها مثل الفائدة على القروض من التكاليف التي تخصم من الإيراد قبل السداد الضريبة

- **الاحتفاظ برأس المال:** يمكن لاستئجار من احتفاظ المنشأة بأموالها واستخدامها في استثمارات بديلة طالما أنها تحصل على خدمات الأصل الذي تحتاج إليها دون الحاجة إلى شرائه.

ثالثا: التمويل القصير الأجل:

مصادر التمويل قصيرة الأجل عديدة ويمكن تلخيصها كما يلي:

١/ الائتمان التجاري	
٢/ التسهيلات المصرفية	
٣/ المستحقات	
٤/ قروض المقاولين	مصادر التمويل القصير الأجل:
٥/ السحب على المكشوف	
٦/ التمويل بضمان الحسابات المدينة	
٧/ التمويل بضمان المخزون	
٨/ التمويل من خلال الأوراق التجارية	

الائتمان التجاري:

يمكن تعريف الائتمان التجاري على الائتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد للمشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع بغرض إعادة بيعها وحسب هذا التعريف نستبعد من الائتمان التجاري كل من:

- الائتمان التجاري الطويل والمتوسط الأمد الذي يمنحه بائعو الأصول الثابتة للمنشآت المشتريّة.

- الائتمان الاستهلاكي والبيع بالتقسيط أي الائتمان الذي يمنحه تجار التجزئة للمستهلكين.

والائتمان التجاري كمصدر للأموال الجارية يلعب دورا عظيم الأهمية في تمويل كثير من المشروعات وخاصة تلك التي لا تستطيع استخدام المصادر الأخرى بسهولة وبعبارة أخرى يمكن الائتمان التجاري الشركة من شراء وتدير احتياجاتها من المواد الأولية والمستلزمات السلعية والآلات والمعدات...الخ من الشركة الأخرى على أن يتم سداد القيمة الشراء في الفترة لاحقة وتظهر قيمة هذه المشتريات وتعامل في دفاتر الشركة المشتريّة محاسبا كحساب الدائنين (الموردين). ويجب ملاحظة إمكانية تقسيم الائتمان التجاري المقدم من طرف الموردين إلى قسمين هما:

- الائتمان التجاري مجاني: إذ ما استفدت الشركة المشتريّة من خصم الدفع النقدي وسندت قيمة مشترياتها منقوصا منها ذلك الخصم في نهاية فترة السماح (شهر مثلا) فتكون بذلك قد حصلت على الائتمان التجاري بدون تكلفة

- الائتمان التجاري بتكلفة: إذ لم تقوم الشركة المشتريّة بدفع قيمة المشتريات في نهاية فترة السماح ويجب على الإدارة المالية بهذه الشركة تقدير هذه التكلفة الضمنية والتمثلة في تكلفة الفرضية البديلة ورغم أن المنشآت الصناعية قد لا تعتمد اعتماد كبيرا على هذا النوع من الائتمان المقارنة مع منشآت تجارة الجملة والتجزئة إلا أن منح الائتمان التجاري في جميع المراحل من المنتج المستهلك يعتبر أحد المظاهر الهمة للنظام التجاري لحديث وبينما يعتمد على

القروض المصرفية بأنواعها المختلفة لتمويل هذه العمليات إلا أن الائتمان التجاري دورا كبيرا الأهمية وخاصة بالنسبة للمشروعات الصغيرة الحجم ويعود ذلك لعدة أسباب منها عامل التكلفة عدم وجود بديل آخر لتمويل (المصدر الوحيد المتاح) سهولة الحصول عليها (شروطه ليست ك شروط القروض) مرونته.

التسهيلات الائتمانية المصرفية :

التسهيلات الائتمانية هي اتفاقيات مصرفية ائتمانية تلتزم البنوك بموجبها بتقديم قروض قصيرة الأجل بحد أقصى لا تتعده ويحدد هذا الحد الأقصى للقروض على ضوء المركز المالي للشركة وقدرتها الاقتراضية واحتياجاتها التمويلية و التدفقات النقدية المتوقعة للشركة وظروف أسواق النقد وفي حالة عدم ملائمة إحدى عوامل السالفة الذكر يمكن للبنك رفض تقديم القروض المطلوبة للشركة ، وهناك نوعان من التسهيلات الائتمانية هما :

- **التسهيلات الائتمانية المحدودة :** وفيما تكون التسهيلات المتفق عليها قابلة للتجديد لسنة إضافية بموافقة الطرفين بشرط سداد ما يتم استخدامه من القرض أن وضع هذا الشرط يضع الشركة في موقف حتمي لاستخدام القرض في التمويل احتياجاتها قصيرة لأجل وعدم اعتباره مصدر تمويل طويل الأجل.

- **التسهيلات الائتمانية المتجددة :** وفيما يلتزم البنك بتقديم قروض قصيرة الأجل على حدها الأقصى ويختلف هذا النوع من التسهيلات عن سابقه في أنه يمثل اتفاقا قانونيا ملزما للبنك بتقديم القرض المتفق عليه في أي وقت تطلب الشركة ذلك بينما النوع الأول غير ملزم خاصة إذا تغيرت ظروف هذا الاتفاق ومقابل ذلك يتوجب على الشركة دفع رسم الارتباط على الجزء الغير محسوب من الحد الأقصى للقرض ويتراوح هذا الرسم ما بين ٢٥ / - ٥٠ / ويعتبر تعويضا للبنك مقابل التزامه بتقديم الموال المتفق عليها.

الأوراق التجارية:

الأوراق التجارية عبارة عن أوراق وعد بالدفع غير مضمونة تصدرها الشركات الكبيرة المعروفة ذات المراكز المالية الكبيرة وتباع عن طريق وكلاء

متخصصين في تداولها وتسويقها إلى المستثمرين النهائيين الذين يشملون البنوك التجارية وشركات التأمين صناديق الاستثمار وشركات الأعمال الأخرى التي يوجد لديها فائض سيولة.

في الدول التي تتواجد فيها أسواق نقد متطورة يمكن لبعض الشركات الحصول على تمويل القصير الأجل باللجوء إلى أدوات سوق النقد كالأوراق التجارية - بشكل عام - بين شهرين وسنة واحدة مع متوسط الاستحقاق قدره ٥٠ أشهر. إن معدلات الفائدة على الأوراق التجارية الجيدة (أي الصادرة عن الشركات ذات القدرات المالية العالية بعبارة أخرى ذات مخاطر ائتمانية صغيرة جدا) تتغير من وقت إلى آخر ولكن تكون بشكل عام نحو ٠,٠٥ ٪ أقل من معدلات الفائدة التفضيلية وبما أن الورقة التجارية لا تطالب بإبقاء أرصدة معوضة فيكون معدل الفائدة الحقيقي عليها أقل من ذلك.

وتتميز الأوراق التجارية بإمكانية التداول على نطاق واسع وتسمح للجهات المصدرة لها بالحصول على أموال كثيرة وبتكلفة أقل من مصادر التمويل الأخرى وتجنب الشركة كل شروط الضمانات والتكاليف التي تفرضها الجهات المقرضة غير أنه يعاب عليها كمصدر تمويلي "احتمال عدم توفر النقدية لدى الشركات المستثمرة

شراء الورقة التجارية في الوقت الذي تكون فيه الشركة المصدرة للورقة التجارية بحاجة للتمويل وهذا من شأنه تضيق نطاق تداول هذه الورقة التجارية.

السحب على المكشوف:

يستخدم السحب على المكشوف لفترة زمنية أطول من تسهيلات الصندوق قد تصل إلى سنة كاملة وهو أكثر نظامية منه ، حيث أن ابنك يخصص حسابا مدينا للمؤسسة التي تتعامل ضمن حساباته الجارية ، ونظرا لطبيعة مخاطر هذه القروض الغير مغطاة بأرصدة فالبنك يخصص لكل زبون سقفا للسحب لا يتعداه ويتغير هذا السقف حسب طبيعة الزبون وطبيعة الظروف ، ولهذا فالمؤسسة التي ترغب في القرض تتقدم بطلب كتابي للبنك تطلب منه لفترة زمنية محددة سحبا

على المكشوف مقابل دفع عمولة السحب، ويتوقف احتساب الفائدة بمجرد عودة الرصيد من مدين إلى دائن وتحسب الفائدة على أساس أيام السحب، ولكون هذا القرض يستخدم في تمويل بعض العمليات التجارية الطارئة لذلك نجد أن السقف المحدد نادرا ما يحترم خاصة بالنسبة للمؤسسات الدائمة التعامل مع البنك.

التمويل بضمان المخزون:

أصبحت القروض المضمونة بالمخزون مصدرا هاما للتمويل قصير الأجل خاصة لتمويل المشاريع المتعلقة بتخزين أو صنع أو نقل بضائع الشركات المقترضة يعني هذا النوع " الحصول على تمويل برهن كل أو جزء من المخزون لصالح المقرض وبذلك يحدد هذا الأخير نسبة الأموال التي يقرضها مقارنة بالمخزون سواء بالنسبة للتكلفة أو القيمة السوقية وتكلفة هذه الأموال وتختلف هذه النسبة حسب نوعية المخزون وهناك عوامل عديدة تتحكم في تحديدها منها:

✓ درجة نمطية المادة.

✓ القابلية للتسويق.

✓ مدى الاستقرار في أسعارها.

ونتيجة للعامل الأخير: "يطلب المقرض هامش أمان للحماية من مخاطر انخفاض القيمة السوقية للبضاعة موضع الرهن وكذلك لتغطية أي تكلفة يتحملها إذ ما تقرر بيع هذه البضاعة، يتراوح مبلغ القرض ما بين ٥٠٪ - ٩٠٪ من التكلفة أو القيمة السوقية للمخزون أيهما أقل، مع ذلك يأخذ العميل في حسابه أولا المقدرة الاقتراضية للمقرض، فإن لم يستطع سداد هذا القرض في الظروف الطبيعية

لا يتوقع له الحصول على قروض أخرى.

وتوجد طريقتين أساسيتين لاستخدام المخزون كضمان للقرض وهما:

- قد يحتفظ المقرض بكمية المخزون.

- أن يوضع المخزون تحت إدارة طرف ثالث (مخازن طرف ثالث).

وتكون تكاليف التمويل بضمان المخزون عالية جدا لذا فإن هذا النوع من التمويل لا يلائم الشركات الصغيرة جدا وتتضمن تكاليف هذا الضمان كل من :

- تكلفة إنشاء المخزن أو استأجره.

- تكلفة نقل البضاعة المخزونة من وإلى الشركة.
- تكلفة القرض من البنك التي يكون معدلها أعلى من معدل الفائدة

التفضيلي الجاري

- وعليه فالعيب الرئيسي في استخدام المخزون يتمثل في التكاليف العالية نسبيا والتي تجعل هذا النوع من التمويل غير الملائم للشركات الصغيرة

المستحقات :

تشير المصروفات المستحقة إلى الالتزامات الناتجة عن الخدمات التي حصلت عليها الشركة ولكنها لم تقدم بسداد تكليفها وهي نسبة كبيرة من إجمالي مصادر الاقتراض قصيرة الأجل التي تلجأ إليها المنشآت حيث تمثل الأموال التي تهم الحصول من هذا المصدر أموالا مجانية ليس تكلفه ومن أكثر أنواع المصروفات المستحقة شيوعا الأجور والضرائب ، ولأسباب السابقة فإن من المرغوب فيه أن تقوم المنشأة بهذا المصدر التمويلي كلما استطاعت ذلك لا طول فترة ممكنة على أن لا يكون لذلك أية آثار ضارة غير منظورة (كان تنخفض درجة رضا العاملين لعدم حصولهم على أجورهم).

قروض المقاولين :

توفر البنوك التجارية للمقاولين قروضا لتمويل مراحل (أعمال) محددة من مشروعات الأعمال المتعاقدين عليها، وهي أعمال محددة القيمة والوقت اللازم للتنفيذ ويكون في استطاعة المقاولين تسديد القروض على أقساط من الدفعات التي يستلمونها مقابل كشف إنجاز مراحل المشروع.

التمويل بضمان الحسابات المدنية :

وهنا يمكن للشركة أن تقترض من البنك بضمان حساباتها المدنية حيث تقوم بتخصيص متحصلاتها من هذه الحسابات لصالح البنك ، وفي نفس الوقت تظل

هذه الشركة ملتزمة تجاه البنك بتسديد أية حسابات مدينة تتخلف عن الدفع، ومن المعلوم أن البنك لا يقرض إلا بنسبة (٨٠ مثلاً) من قيمة الحسابات المدنية المرهونة، وهناك بديل آخر لهذا النوع من التمويل وهو قيام الشركة ببيع فاتورة هذا الحساب المدين للبنك المقرض ويسمي هذا البديل بيع الفواتير، حيث يتم البيع بخصم من قيمتها الاسمية عوضاً من رهنها لأمره، بذلك تصبح الملكية القانونية لهذه الحسابات عائداً للمصرف وليس للشركة ولكن يلاحظ أن تكاليف التمويل في ظل البديل الأخير قد تكون مرتفعة لما تتضمنه من خطر الحسابات المدنية بالإضافة إلى مقابل معدل الفائدة المحسوب.