

المحاضرة 02: مصادر التمويل التقليدية وتكلفتها

نتناول في هذا المحور المصادر المختلفة للتمويل التي يمكن اللجوء إليها في تمويل المشاريع الاستثمارية وكذا تكلفة الحصول عليها. حيث تقسم مصادر التمويل إلى قسمين:

1.I. مصادر التمويل طويلة الأجل وتكلفتها: يقصد بالتمويل طويل الأجل تلك الأموال التي يحصل عليها المشروع الاستثماري من مصادر خارجية ويلتزم بردها خلال فترة زمنية طويلة نسبياً، ويتم استخدام تلك الأموال عادة في شراء الأصول الثابتة مثل: الأراضي، المباني، الآلات، المعدات... الخ. ومن أهم مصادر التمويل طويلة الأجل الأسهم العادية والممتازة والأرباح المحتجزة والقروض طويلة الأجل والسندات والتي سنتناولها تباعاً.

1.1.I. الأسهم وتكلفتها: تعرف الأسهم (**Les actions**) على أنها عبارة عن حقوق في عوائد وأصول المؤسسة التي أصدرتها. وتنقسم الأسهم بصفة عامة إلى أسهم عادية وممتازة. فبالنسبة للأسهم العادية فهي التي تسمح لمالكها بالحصول على عائد معين، حيث يعين هذا العائد على أساس مبدأ المساواة في الحقوق التي يعطيها السهم لمالكه، وكذا الالتزامات المترتبة عليه، ويعتبر السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، دفترية وسوقية، وتتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم والتي ينص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية - التي لا تتضمن قيمة الأسهم الممتازة - مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي تباع بها الأسهم في سوق رأس المال. هذا ويتمتع حامل السهم العادي ببعض الحقوق من أهمها الحق في التصويت في الجمعية العمومية، والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود المؤسسة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله، والحق لحاملها في نقل ملكية السهم بالبيع أو بالتنازل أو بأي طريق آخر، والحق في الحصول على نصيبه في الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها. أما بالنسبة لعيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المستثمر فمن أبرزها أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات ما لم تحقق المؤسسة أرباحاً وحتى في حالة ما إذا حققت أرباحاً ولم تقرر الإدارة توزيعها. يضاف إلى ذلك أنه في حالة إفلاس المؤسسة يأتي حملة الأسهم العادية في ذيل الترتيب من حيث حصولهم على نصيب في صافي التصفية، إذ يأتون بعد حملة السندات والأسهم الممتازة.

وبخصوص تكلفة الأسهم فهي تتمثل في الحد الأدنى للعائد على الاستثمارات الجديدة الممولة بإصدار أسهم جديدة، وتحدد تكلفة السهم العادي حسب نموذج جوردان Gordon كما يلي:

$$r = \frac{b_i}{F_i - S_i} \times 100\% + t\%$$

حيث: r : تكلفة السهم العادي؛ b_i : الأرباح المتوقع توزيعها سنويا عن ملكية السهم الواحد i ؛ F_i : قيمة إصدار السهم العادي؛ S_i : مصاريف الإصدار للسهم الواحد i ؛ t : معدل نمو الأرباح (تمثل الأرباح الإضافية تخص المساهمين العاديين).

مثال 01: ترغب إحدى المؤسسات في توسيع نشاطها فقامت بإصدار 2000 سهم عادي بقيمة اسمية 5000 دج للسهم، فإذا علمت أن علاوة الإصدار للسهم 700 دج، ومصاريف إصدار السهم 150 دج، والربح المتوقع للسهم 20%، والربح الإضافي الذي يخصص للمساهمين العاديين 5%، فما هي إذا التكلفة التي تتحملها المؤسسة من لجوئها إلى إصدار أسهم عادية جديدة.

الحل:

$$r = \frac{5000 \times 0.2}{(5000 + 700) - 150} \times 100\% + 5\% = 23.09\%$$

وعليه فإن التكلفة التي تتحملها المؤسسة من لجوئها إلى إصدار أسهم جديدة هي 23.09%.

مثال 02: على فرض أن القيمة الاسمية للسهم الذي أصدرته المؤسسة حديثا هو 1200 دج، وأن علاوة الإصدار للسهم هي 500 دج، وأن قيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية العام الأول من الإصدار هي 200 دج، وأن الربح الإضافي الذي يخصص للمساهمين العاديين هو 5%، وأن تكلفة إصدار السهم بلغت 7%، فما هي تكلفة هذا السهم.

الحل:

$$r = \frac{200}{(1200 + 500) - (1200 \times 0.07)} \times 100\% + 5\% = 17.38\%$$

وعليه فإن التكلفة التي تتحملها المؤسسة من لجوئها إلى إصدار أسهم جديدة هي 17.38%.

أما بالنسبة للأسهم الممتازة فهي تمثل مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية شأنها في ذلك شأن الأسهم العادية. غير أن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن طريقة حساب القيمة الدفترية للسهم العادي، حيث تحسب قيمته الدفترية بقسمة قيمة الأسهم الممتازة كما

تظهر بدفاتر المؤسسة على عدد الأسهم المصدرة. بمعنى آخر أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة (حقوق الملكية) التي تظهر بميزانية المؤسسة. وتجمع الأسهم الممتازة بين سمات الأسهم العادية والسندات. فالسهم الممتاز يشبه السهم العادي في بعض النواحي، من أهمها أنه يمثل مستند ملكية ليس له تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حامله محدودة بمقدار مساهمته، كما لا يحق لحامل السهم الممتاز المطالبة بنصيبه في الأرباح إلا إذا قررت الإدارة إجراء توزيعات. ومن ناحية أخرى تشبه الأسهم الممتازة السندات في عدة نواحي، فمن ناحية نجد أن لحامل السهم الممتاز الحق في توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، ومن ناحية أخرى فإن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على قيمة أسهمهم قبل المساهمين العاديين في حالة تصفية المؤسسة.

تعتبر الأسهم الممتازة بديلا من بدائل التمويل التي يمكن أن تعتمد عليها المؤسسة في تلبية احتياجاتها المالية وذلك بفضل المزايا التي يمكن أن تتحصل عليها من خلالها، ومن بينها: أولاً، أن حملة الأسهم الممتازة لا يشاركون في التصويت وبالتالي تبقى السيطرة في يد الإدارة السابقة دون أن تخشى تدخل الآخرين؛ ثانياً، أن المؤسسة لا تحتاج إلى رهن أي من موجوداتها عند إصدار الأسهم الممتازة وبالتالي فإن ذلك يتيح للمؤسسة الحرية في إصدار السندات ورهن موجوداتها مقابل ذلك؛ ثالثاً، أن الأسهم الممتازة لا تتطلب تخصيص مبلغ لتسديدها لأنها لا تحمل موعد استحقاق معين، ولكن تستطيع المؤسسة استدعاء الأسهم التي أصدرتها إذا لاحظت أن هناك انخفاض في أسعار الفائدة في السوق؛ رابعاً، أن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال الخاصة، وبالتالي يصبح للمؤسسة قدرة إقتراضية.

أما بالنسبة لعيوب استخدام الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل فمن أبرزها: أولاً، أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم الممتازة لا تخصم من الضريبة، مما يعني أن الأسهم الممتازة لا تحقق أي وفر ضريبي عكس الاستدانة؛ ثانياً، التزام المؤسسة بتوزيع حد أدنى من الأرباح يجعل من الأسهم الممتازة عبئاً مالياً ثابتاً على المؤسسة؛ ثالثاً، أن تكلفة الأسهم الممتازة مرتفعة نسبياً مقارنة بتكلفة الاستدانة، وذلك لأن التوزيعات على الأسهم الممتازة لا تحقق وفرة ضريبية؛ رابعاً، أن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون لمخاطر أعلى من حملة السندات، وبالتالي فإنهم سيطلبون بمعدل عائد أعلى.

وبخصوص تكلفة الأسهم الممتازة فيمكن الوصول إليها بالعلاقة التي سنأتي على ذكرها، وهي مثل العلاقة الخاصة بحساب تكلفة الأسهم العادية مع استثناء الأرباح الإضافية التي يستثنى منها حملة الأسهم الممتازة لتحملهم أقل مخاطرة، وتصاغ تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية:

$$r = \frac{b_i}{F_i - S_i} \times 100\%$$

مثال: على فرض أن مؤسسة أصدرت 1000 سهم ممتاز جديد بقيمة اسمية للسهم 60 دينار، وذلك مقابل حصول حامله على توزيعات قدرها 10% لكل سهم وقد بلغت مصاريف الإصدار في سوق رأس المال من إشهار وتسجيل 5% من القيمة الاسمية، فما هي تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة؟

الحل:

$$r = \frac{6}{60 - 3} \times 100\% = 10.53\%$$

وعليه فإن التكلفة التي تتحملها المؤسسة من لجوئها إلى إصدار أسهم ممتازة جديدة هي 10.53%.

1.1.I. الاستدانة وتكلفتها: تأخذ الاستدانة (**L'endettement**) شكلين أساسيين هما القروض المتوسطة وطويلة الأجل والسندات. فالنسبة للقروض الطويلة ومتوسطة الأجل فهي قروض يحصل عليها المشروع من المؤسسات المالية كالبنوك وشركات التأمين، أو من أي مؤسسات مالية أخرى. وتمثل هذه القروض وسيلة عن طريق التفاوض يتم من خلالها انتقال الأموال من المقرض إلى المقترض وفقا لشروط محددة بعقد مبرم بينهما. ويتضمن عقد القرض شروط تتعلق بقيمة القرض ومعدل الفائدة المستحق عليه، وتاريخ استحقاق القرض، والضمانات المرتبطة بالقرض، والجدول الزمني لسداد أعباء القرض، وأوجه الاستخدام التي سيخصص لها القرض وغيرها. ويتم سداد الفوائد بشكل دوري، فيما يتم سداد القرض على أقساط متساوية في تواريخ معينة، أو قد يتم سداه دفعة واحدة في تاريخ استحقاق متفق عليه. أما السند فهو يمثل مستند مديونية تصدره المؤسسة ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، كما يعطيه الحق أيضا في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية. بمعنى آخر أن السند يعتبر بمثابة عقد بين المقترض (الطرف الأول) والمقرض (الطرف الثاني)، وبمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا من المال إلى الطرف الأول، الذي يتعهد برد

أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة. هذا وقد يكون السند لحامله، وبذلك يعد ورقة مالية قابلة للتداول، أو أن يكون مسجلا باسم المستثمر، ويحقق هذا النوع من السندات الحماية لصاحبه ضد السرقة أو التلف أو ما يشبه ذلك، إلا أنه غير قابل للتداول كما هو الحال بالنسبة للنوع الأول.

أما بخصوص تكلفة الاستدانة سواء كانت في شكل قروض تتعاقد عليها المؤسسة مع البنوك أو المؤسسات المالية الأخرى بمعدل فائدة محدد، أو في شكل سندات تصدرها للجمهور بمعدل كوبون محدد، فإنها تعرف على أنه معدل الفائدة الفعلي الذي تلتزم المؤسسة بدفعه مقابل حصولها على الدين. بمعنى آخر، المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر وذلك بعد استبعاد الوفورات الضريبية.

عند حساب تكلفة الاستدانة فإن المؤسسة تراعي الأضرار التي قد تلحق بحملة الأسهم من انخفاض في القيمة السوقية للسهم الواحد، وهو عامل أساسي للحكم على قبول أو رفض قروض طويلة الأجل أو سندات، وعليه فإن التكلفة تتمثل في المعدل الأدنى الواجب تحقيقه من توظيف الدين للمحافظة على إيرادات السهم العادي بدون تغيير. ومن بين العناصر التي تؤثر في تكلفة الاستدانة إضافة إلى معدل الفائدة المتفق عليه نذكر: أولاً، أن عقود القرض أو إصدار السندات يترتب عنها مصاريف قانونية وإدارية وعمولات؛ ثانياً، أن المستحقات السنوية التي تدفع عن القروض والسندات تخصم من النتيجة قبل الضريبة (تحقق ما يسمى بالأثر الضريبي - L'effet Fiscal).

وعليه فإن تكلفة التمويل بالقروض طويلة الأجل أو بالسندات تكتب بالصيغة التالية:

$$V_0 = \frac{S_1}{(1+r)^1} + \frac{S_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1+r)^n} + \frac{S_{Rn}}{(1+r)^n}$$

حيث: V_0 : القيمة الحالية للدين (قرض أو سند)؛ S_1 إلى S_n : ما تدفعه المؤسسة سنويا لقاء حصولها على الدين (قرض أو سند)؛ S_{Rn} : ما يدفع في نهاية العقد (القيمة المتبقية)؛ r : معدل تكلفة الدين (قرض أو سند).

أما في حالة بقاء ما تدفعه المؤسسة سنويا لقاء حصولها على الدين (قرض أو سند) ثابتاً، فإن العلاقة السابقة تصبح كالاتي:

$$V_0 = \frac{S}{(1+r)^1} + \frac{S}{(1+r)^2} + \dots + \frac{S}{(1+r)^n} + \frac{S_{Rn}}{(1+r)^n}$$

وبما أن العلاقة أعلاه هي مجموع متتالية هندسية، فيمكن إعادة كتابتها على النحو التالي:

$$V_0 = S \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r} + \frac{S_{Rn}}{(1 + r)^n}$$

مثال: ترغب مؤسسة في التمويل عن طريق اللجوء إلى وسيلتي تمويل هما:

- الوسيلة الأولى: طرح 1000 سند في السوق المالي بقيمة 5000 دج للسند تسترجع بعد 05 سنوات، على أن تقدم المؤسسة فوائد سنوية ثابتة تقدر بـ 12%، وتتحمل المؤسسة مصاريف إجمالية من عملية الإصدار تقدر بـ 47370 دج، وبافتراض أن معدل الضريبة على أرباح المؤسسات 20%.

- الوسيلة الثانية: تلجأ المؤسسة إلى التمويل من البنك بقرض قيمته 8602390 دج، يسترجع في شكل أقساط ثابتة لمدة 10 سنوات بمعدل فائدة 10%، علماً أن المؤسسة تحملت مصاريف تقدر بـ 2390 دج لقاء الحصول على القرض، وأن الضريبة على أرباح المؤسسات تقدر بـ 20%.

المطلوب:

✚ أوجد تكلفة التمويل بالسندات.

✚ أوجد تكلفة التمويل بالقرض البنكي.

الحل:

✚ إيجاد تكلفة التمويل بالسندات:

- القيمة الحالية V_0 التي تتحصل عليها المؤسسة لا تساوي 05 ملايين (قيمة الموارد من إصدار السندات) بل تنقص بفعل مصاريف الإصدار التي تدفعها المؤسسة في البداية لقاء الإصدار.

$$V_0 = (1000 \times 5000) - 47370 = 4952630 \text{ DA}$$

- القيمة التي تدفعها المؤسسة سنوياً لقاء حصولها على الدين S ثابتة وتحسب على أساس القيمة الاسمية:

$$S = 5000000 \times 0.12 = 600000 \text{ DA}$$

- القيمة التي تدفعها المؤسسة في نهاية مدة العقد هي S_{Rn} (القيمة المتبقية) وتساوي 05 مليون دج.

بالتعويض في العلاقة الرياضية السابقة والخاصة بكيفية حساب تكلفة الدين (سند أو قرض) نجد:

$$4952630 = 600000(1 - 0.2) \frac{1 - (1 + r)^{-5}}{r} + \frac{5000000(1 - 0.2)}{(1 + r)^5}$$

$$r = 6.30\%$$

وعليه فإن معدل الكوبون الفعلي الذي تدفعه المؤسسة للمستثمرين والذي تتساوى عنده قيمة الموارد من السندات والمبالغ المسددة هو 6.30%.

✚ إيجاد تكلفة التمويل بالقرض البنكي:

من أجل إيجاد القسط الثابت (الفوائد + إهلاك القرض) نطبق العلاقة التالية:

$$V_0 = a \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

$$(8602390 - 2390) = a \frac{1 - (1 + 0.1)^{-10}}{0.1}$$

$$a = 1400000$$

وعليه فالقسط الثابت الذي تدفعه المؤسسة سنويا هو 1400000 دج، وباعتبار أن تسديد القسط الثابت يحقق للمؤسسة وفرا ضريبيا نطبق العلاقة التالية من أجل إيجاد تكلفة القرض:

$$V_0 = S(1 - n) \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$$

$$8600000 = 1400000(1 - 0.2) \frac{1 - (1 + r)^{-10}}{r}$$

$$r = 5.2\%$$

نستخلص مما سبق أن المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للبنك والذي تتساوى عنده القيمة المقترضة مع المبالغ المسددة هو 5.2% (يختلف تماما عن معدل الفائدة الاسمي).

3.1.I الأرباح المحتجزة وتكلفتها: تمثل الأرباح المحتجزة أرباحا تحققت، غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم، وذلك بهدف استثمارها مستقبلا، وبالطبع لا ينبغي احتجاز الأرباح ما لم يكن العائد المتوقع من استثمارها يساوي على الأقل معدل العائد على الاستثمار في فرصة

بديلة متاحة لحملة الأسهم (الملاك). وبما أن احتجاز الأرباح لا ينطوي على أي مصاريف، فإن تكلفة الاعتماد على هذه الأموال كمصدر للتمويل تتساوى مع معدل العائد الذي يطلبه الملاك على الاستثمار، والذي يمكن حسابه باستخدام نموذج القيمة الحالية للمكاسب.

تكلفة الأرباح المحتجزة = (التوزيع المتوقع للسهم / القيمة السوقية الحالية للسهم) + النمو المتوقع للتوزيعات.

مثال: على فرض أن التوزيعات المتوقعة في السنة المقبلة لإحدى المؤسسات هي 15 دج للسهم الواحد، وتتمو هذه التوزيعات بمعدل سنوي ثابت قدره 10%، وكانت القيمة السوقية الحالية للسهم الواحد 120 دج، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة سوف تبلغ 22.5% [0.1 + (15/120)].

2.I. مصادر التمويل قصيرة الأجل وتكلفتها: يقصد بالتمويل قصير الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من مصادر خارجية وتلتزم بردها خلال فترة زمنية لا تتعدى السنة. ومن مصادر التمويل قصير الأجل الائتمان التجاري والائتمان المصرفي. فبالنسبة للائتمان التجاري فهو تمويل قصير الأجل تحصل عليه المؤسسة من الموردين، ويتمثل في قيمة المشتريات الآجلة للسلع التي تستخدمها المؤسسة في العملية الصناعية أو التجارية، وفي غياب الخصم النقدي يعتبر الائتمان التجاري في حكم التمويل المجاني، أي عديم التكلفة. أما إذا كان الموردين يقدمون خصما نقديا لزيائتهم فإن تكلفة الائتمان التجاري تتوقف على ما إذا كانت المؤسسة تستفيد من هذا الخصم أم لا. وتحسب تكلفة الحصول على الائتمان التجاري كالتالي:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري} = \frac{\text{نسبة الخصم}}{\text{1 - نسبة الخصم}} \times \frac{360}{\text{فترة الائتمان - فترة الخصم}}$$

مثال: بفرض أن أحد المشاريع حصل على ائتمان تجاري نظير شراء مواد أولية على الحساب بشروط 10/2 صافي 30، والمطلوب حساب تكلفة الائتمان التجاري في الحالات التالية:

✚ قيام المشروع بالسداد في اليوم العاشر.

✚ قيام المشروع بالسداد في اليوم العشرون.

✚ قيام المشروع بالسداد في اليوم الثلاثون.

الحل: يقصد بـ 10/2 صافي 30 أن المشروع بإمكانه الاستفادة من خصم نقدي قدره 2% في حالة ما إذا سدد قيمة المواد خلال 10 أيام من تاريخ الشراء، أما إذا تخلف عن السداد فإن أقصى مدة زمنية مسموح بها لتأجيل السداد هي 30 يوم من تاريخ الشراء.

✚ في حالة السداد في اليوم العاشر فإن تكلفة الائتمان التجاري تكون مساوية للصفر.

✚ في حالة السداد في اليوم العشرون فإن تكلفة الائتمان التجاري تكون 73.48% $\times \left[\frac{360}{10-20} \right]$

$$\left[\frac{\%2}{\%2-1} \right]$$

✚ في حالة السداد في اليوم الثلاثون فإن تكلفة الائتمان التجاري تكون 36.74% $\times \left[\frac{360}{10-30} \right]$

$$\left[\frac{\%2}{\%2-1} \right]$$

أما بالنسبة للائتمان المصرفي فيقصد به القرض القصير الأجل الذي تحصل عليه المؤسسة من البنوك، وهو أقل تكلفة من الائتمان التجاري في الحالات التي تفشل فيها المؤسسة من الاستفادة من الخصم النقدي، وتتمثل تكلفة الائتمان المصرفي في الفائدة الفعلية التي تدفعها المؤسسة للبنك، والتي تكون بصورة نسبة مئوية من قيمة القرض وتتوقف هذه التكلفة على معدل الضريبة التي تدفعها المؤسسة وعلى شروط القرض.

المراجع:

- الدكتور رامي حريد، مطبوعة في مقياس دراسة الجدوى واختيار الاستثمارات، موجهة لطلبة السنة الأولى ماستر تخصص ادارة مالية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف، ميله، 2017-2018.
- رامي حريد، البدايل التمويلية للاقراض الملائمة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة-دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2014-2015.