

## المحاضرة الثانية: المشاريع الاستثمارية

### - مفاهيم حول المشاريع الاستثمارية

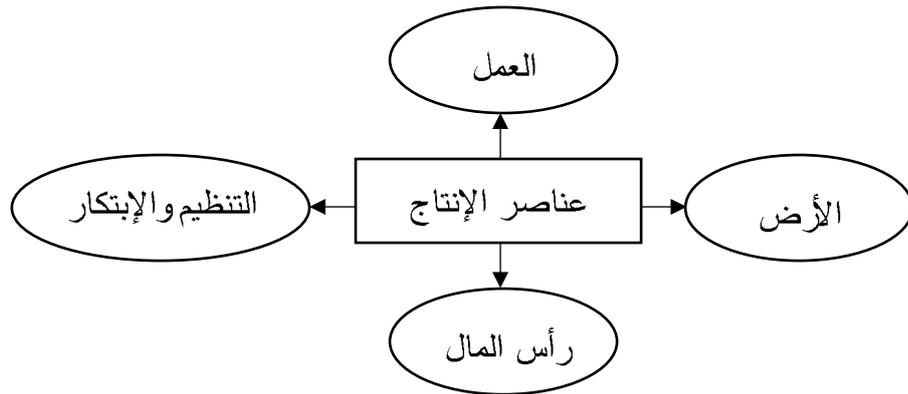
تتعدد أدوات الاستثمار وأهمها حسب أهميتها في الاقتصاد الوطني ودرجة سيولتها وسهولة تداولها: الأوراق المالية، الاستثمار في العقارات، الاستثمار في السلع، المشروعات الاقتصادية والعملات الأجنبية. وتعتبر المشروعات الاقتصادية أو الاستثمارية والمتمثلة في المشاريع الصناعية أو التجارية أو الزراعية من أكثر أدوات الاستثمار انتشارا.

### 2-1- تعريف المشروع الاستثماري (الاقتصادي)

يعرف المشروع الاستثماري أو الاقتصادي بأنه استثمار حقيقي لزيادة الطاقة الإنتاجية أو للمساعدة على زيادة الطاقة الإنتاجية في المجتمع، ويمكن أن تكون هذه الزيادة في الطاقة الإنتاجية بشكل سلع كالمشروعات الزراعية للإنتاج الزراعي، أو المشروعات الصناعية لإنتاج السلع المختلفة، أو أن تكون على شكل تقديم خدمات مثل مشروع إنشاء المستشفيات، الجامعات، الطرق والمطارات، وغيرها من المشروعات التي تقدم خدمات للمجتمع.

كما يمكن تعريف المشروع الاستثماري بأنه "كل تنظيم له كيان مستقل بذاته يملكه أو يديره فقط منظم يعمل على التآليف والمزج بين عناصر الإنتاج ويوجهها لإنتاج أو تقديم سلعة أو خدمة أو مجموعة من السلع أو الخدمات لتحقيق أهداف معينة خلال فترة زمنية معينة." وتتمثل عناصر مختلف عناصر الإنتاج التي تستخدمها المشاريع الاستثمارية في أربعة عناصر موضحة في الشكل رقم 1 أدناه.

### الشكل رقم 1-1: عناصر الإنتاج



- العمل: ويشمل جميع المجهودات الفكرية والجسدية التي يبذلها الأفراد في إنتاج السلع والخدمات.

- رأس المال: وتتمثل في جميع السلع الإنتاجية التي تم إنتاجها بعمليات إنتاجية سابقة والتي يتم استخدامها في إنتاج السلع والخدمات مثل الأبنية، المكائن، المعدات والمواد غير تامة الصنع. كما يشمل رأس المال أيضاً جميع الكميات المخزنة من المواد التي تتطلبها العملية الإنتاجية.
- الأرض: ويقصد بها اقتصادياً جميع الموارد الطبيعية الموجودة فوق وتحت سطح الأرض مثل الغابات، المعادن، المياه الجوفية،...الخ.
- التنظيم والابتكار: وهذا العنصر قد انبثق تاريخياً بانبثاق الثورة الصناعية في أوروبا وثم اعتبره عنصراً منفصلاً عن عنصر العمل عندما ظهرت هناك حاجة لشخص أو مجموعة من الأشخاص أو مؤسسة تقوم بالمهام التالية:
  - تنظيم العملية الإنتاجية: أي تنظيم استخدام عناصر الإنتاج من أرض وعمل ورأس المال بكفاءة في إنتاج السلع والخدمات؛
  - اتخاذ القرارات الإدارية: إن كل عملية إنتاجية بحاجة إلى من يقرر ماهية السلع (أو الخدمات) التي تنتج، وكمياتها، وكيفية إنتاجها، ومعالجة المشاكل التي قد تنشأ عن ذلك؛
  - تحمل المخاطر: في أية عملية اتخاذ القرارات هناك عنصر مخاطرة حيث لا توجد عادة ضمانات بأن القرارات المتخذة ستكون دائماً قرارات صائبة، وهناك دائماً نسبة احتمال للخطأ في صنع القرارات تتحمل نتائجه أو تبعاتها الجهة المنظمة للمشروع.
  - الابتكار والإبداع: وهذا يعني إدخال تقنيات جديدة في الإنتاج أو إنتاج سلع جديدة ومتطورة أو إعادة تنظيم العمليات الإنتاجية إلى ما هو أحسن.
- ويؤدي مزج عوامل الإنتاج هذه إلى خلق قيمة مضافة تنعكس في شكل زيادة في الناتج المحلي الإجمالي للدولة، ولهذا فإن الاستثمار في المشروعات الاقتصادية له علاقة مباشرة بالتنمية الاقتصادية للمجتمع.

## 2-2- خصائص المشاريع الاستثمارية وخصائص الاستثمار فيها

### 2-2-1- خصائص المشاريع الاستثمارية

تتمتع المشاريع الاستثمارية بعدة خصائص منها:

- المشاريع فريدة بنوعيتها وعملياتها ونوعيتها مخرجاتها: فهي ليست عملاً روتينياً، حيث أن مخرجاتها من منتجات أو خدمات تختلف عن تلك الموجودة في السوق أو البيئة المحيطة؛
- 1- مشاريع هادفة: تتميز طبيعة المشاريع باحتوائها نتائجاً محددة ومعرفة بطريقة واضحة، يتم الوصول إليها من خلال عملية منظمة تهدف للحصول على مخرجات معينة، ويمكن تجزئة العمل لمهام صغيرة يؤدي إنجازها إلى تحقيق الهدف الكلي من المشروع؛

- تتميز المشاريع بدورة حياتية: حيث تبدأ المشاريع بفكرة، وتستمر من خلال عمليات التخطيط والتنفيذ إلى نهايتها، وعليه فإن كل مشروع له طبيعة مؤقتة، وخاصة حياتية تبدأ من نقطة وتنتهي عند نقطة معينة؛

- تتميز المشاريع بتداخل معطياتها وتشابك عواملها: إن الأنشطة المتعلقة بالمشاريع تتم بتتابع محدد ودقيق، وكل ما يتعلق بها من عوامل داخلية أو خارجية يمكن أن تؤثر على المشروع بأسره؛

### 2-2-2- خصائص الاستثمار في المشاريع الاستثمارية

يتميز الاستثمار في المشروعات الاقتصادية بعدد من الخصائص، منها:

- يتصف العائد بالاستمرارية والمعقولية مقارنة بكلفة الاستثمار لأنه قائم على أساس دراسات الجدوى الاقتصادية والفنية للمشروع، ولكون فترة الاستثمار طويلة؛

- ارتفاع هامش الأمان وانخفاض درجة المخاطر لاعتماد هذه المشاريع على الدراسات الاقتصادية والمالية التفصيلية لبيئة المشروع الخارجية والعوامل الداخلية وطبيعة الإنتاج وحجم الطلب... الخ؛

- تتميز المشاريع المختارة بدرجة عالية من الملائمة مع طبيعة المستثمر وميوله وإمكانياته؛

- غالبا ما يقوم المستثمر بإدارة هذه المشاريع بنفسه وخاصة في المشاريع الفردية، أو يستعين بخبرات إدارية كفؤة في المشاريع المساهمة؛

- ارتفاع حجم الفائدة المتحققة للمجتمع من الاستثمار في هذه المشاريع لأنها تؤدي إلى إنتاج السلع والخدمات، أي تزيد من الناتج المحلي الإجمالي، وفي الوقت نفسه توظيف الأفراد القادرين على العمل، وتساهم في تنشيط القطاعات الاقتصادية المساندة، إضافة إلى الخدمات الأخرى التي تقدمها هذه المشاريع؛

- انخفاض درجة السيولة لعدم وجود سوق ثانوي يتعامل بها.

### 2-3- بيئة المشروع الاستثماري

يمكن تقسيم بيئة المشروع الاستثماري وفق العديد من المداخل:

حسب درجة الاستقرار: تصنف البيئة وفقا لهذا المدخل إلى:

- البيئة المستقرة: وتكون فيها القوى الاقتصادية والقوانين والتكنولوجيا والعادات والتقاليد للعديد من السنوات المتتالية مستقرة نوعا ما؛

- البيئة بطيئة التطور: تتغير البيئة بشكل بطيء مما يتيح للمشروع أن يتنبأ بالتغيرات المحتملة في مستوى التكنولوجيا أو زيادة العرض أو نقص الطلب... الخ؛

- البيئة المضطربة: وفيها يصعب التنبؤ بالتغيرات وقد يفوت على المشروع فرصا لا يستفيد منها.

حسب موقعها من المشروع: تصنف البيئة وفقاً لهذا المدخل إلى:

**البيئة الداخلية:** وهذه البيئة تكون تحت سيطرة المشروع، ويمكن أن يستنتج منها نقاط القوة والضعف له، وفي الغالب تتكون من المناخ التنظيمي داخل المشروع، الأفراد والجماعات داخل المشروع، المزيج التسويقي الذي يعتمده المشروع، يضاف إليها المصادر المالية الداخلية المختلفة.

**البيئة الخارجية:** وهذه البيئة لا يسيطر عليها المشروع، ويمكن أن تصنف البيئة الخارجية إلى بيئة خارجية عامة (البيئة الاقتصادية، الاجتماعية، السياسية والقانونية، الفنية والتكنولوجية، والطبيعية)، وبيئة خارجية خاصة (الموردين، المستهلكين، الوسطاء، المنافسين).

حسب درجة التأثير: تصنف البيئة وفقاً لهذا المدخل إلى:

**البيئة الكلية:** وتتكون من البيئة التكنولوجية، الاقتصادية، الديمغرافية، الاجتماعية، السياسية والقانونية، والطبيعية.

**البيئة الجزئية:** وهي تعبر عن البيئة الأكثر التصاقاً بالمشروع وتتكون من المنافسة، جمعية حماية المستهلكين، الموردين والوسطاء... الخ.

## 2-4- أنواع المشاريع الاستثمارية

يمكن تقسيم المشاريع الاستثمارية حسب عدة أصناف: طبيعة الاستثمار المقترح، الملكية، الشكل القانوني، الحجم وقطاع النشاط الاقتصادي.

### 2-4-1- حسب طبيعة الاستثمار المقترح

يمكن تقسيم المشاريع الاستثمارية إلى:

- مشروعات جديدة بالنسبة للمستثمر؛
- مشروعات احلالية للحفاظ على مستوى النشاط باستبدال الأصول القديمة بأصول جديدة؛
- مشروعات احلالية بهدف خفض التكلفة من خلال الاستغناء عن الأصول المتقادمة تكنولوجياً واستبدالها بأخرى أحدث وأكثر تطوراً؛
- مشروعات التوسع، وقد يكون التوسع من خلال إنتاج منتجات جديدة أو من خلال خدمة مناطق أو أسواق جديدة أو إنشاء خطوط إنتاج جديدة.
- ويتوقف اختيار المستثمر على شراء مشروع قائم أو إنشاء مشروع جديد على مزايا كل واحد منهما، فمزايا شراء مشروع قائم تشمل:
- توفير في الوقت والتكلفة والجهد؛
- سهولة تقييم الموقع الحالي للمشروع، في حين أن البحث عن موقع لمشروع جديد يعد مشكلة معقدة بحد ذاته؛
- إن المشروع القائم يكون مجهزاً بالآلات والمعدات والعمالة من أصحاب الخبرة؛

- في بعض الحالات يكون سعر شراء المشروع القائم أقل من تكلفة إنشاء مشروع مماثل له، إذ كثيرا ما يضطر صاحب المشروع للتخلي عنه بسبب رغبته في الراحة أو المرض أو وجود مشاكل عائلية أو خلاف مع الشركاء أو عدم الرضا عن الأداء الحالي أو الرغبة في الانتقال إلى منطقة أخرى؛

- يمكن الاستفادة من سمعة المشروع القائم وشهرته وحصته السوقية الجاهزة؛

- سهولة القيام بدراسة الجدوى الاقتصادية للمشروع القائم وتقييمه بسبب توفر المعلومات؛

- توفر المخزون وتوفر السمعة التجارية والتاريخ الائتماني؛

- يمكن الاستفادة من خبرات المالك السابق للمشروع ومن سجلات العمل.

أما مزايا إقامة مشروع جديد فتشمل:

- الحرية الكاملة لصاحب المشروع في تخطيط المشروع من حيث حجمه، موقعه وتنظيمه؛

- يكون المشروع الجديد أقدر في بناء السمعة الجيدة لدى المستهلكين، إذ من الممكن أن يرتبط

المشروع القائم في أذهان الجمهور بصورة غير مناسبة يصعب تغييرها؛

- بالرغم من الحذر الذي يبديه مشتري المشروع القائم ومن المعلومات التي يجمعها عنه، إلا أن

أسباب البيع الحقيقية قد تخفي عليه، مما قد يسبب فشل المشروع مستقبلا؛

- إن الأفكار الجديدة تستحق بداية جديدة حيث تعزز الروح الريادية وحب المبادرة.

## 2-4-2- حسب الملكية: وتتضمن ثلاثة أنواع:

### أ- المشاريع الخاصة

والمشاريع الاستثمارية الخاصة هي مشاريع يمتلكها القطاع الخاص وتعود الخسارة أو الربح الناتج عنها لمالكيها.

وبالرغم من أهمية ضرورة تحقيق الربح لاستمرار المشروع الاستثماري ونموه، إلا أنه لا يعتبر الهدف الوحيد، حيث هناك عدد آخر من الأهداف منها:

- تحقيق أقصى قدر ممكن من المبيعات كوسيلة لحصول المشروع على شهرة واسعة وثقة كبيرة في الأسواق؛

- الاحتفاظ بسيولة مناسبة كي لا يتعرض المشروع لمخاطر العسر المالي؛

- كسب أسواق خارجية وتعظيم الصادرات.

### ب- المشاريع العامة

المشاريع الاستثمارية العامة هي مشاريع تعود ملكيتها للدولة، والنفع الذي يعود من ورائها إذا تحقق يعود لجميع أفراد المجتمع، أما في حالة منيت هذه المشروعات بالخسارة فجميع أفراد المجتمع يتحملونها.

ومن أهم الأهداف التي يتم إنشاء المشروعات من أجلها هي:

- قيام بعض المشروعات الوطنية المرتبطة بالأمن القومي للدولة مثل صناعة الأسلحة والذخائر، أو لاعتبارات اقتصادية وطنية كإنشاء الدولة المنتجة للنفط مصافي لتكريره أو أسطولاً بحرياً لنقله، أو إنشاء قاعدة من الصناعات الثقيلة كأساس للتنمية؛
- قد تقوم الدولة بإنشاء مشروعات وبيع منتجاتها بأقل من التكلفة لاعتبارات اجتماعية كما في حالة الخبز والمنسوجات والأدوية... الخ؛
- قد يكون الغرض من إنشاء الدولة لمشروعات إنتاجية هو الحصول على موارد مالية لتمويل نفقاتها بدلاً من لجوئها لفرض ضرائب جديدة، فصناعة السجائر والتبغ من المشروعات العامة في كثير من الدول والتي تدر على الدولة بالربح... الخ؛
- مشروعات المنافع العامة التي تنتج الخدمات الأساسية والبنية التحتية مثل النقل والمواصلات والطرق والجسور والمياه والكهرباء... الخ.

### ج- المشاريع المختلطة

وهي المشاريع التي تكون ملكيتها مشتركة بين القطاع العام والقطاع الخاص. ففي كثير من الأحيان تكون الاستثمارات المطلوبة كبيرة الحجم، فتقوم الدولة، تشجيعاً للقطاع الخاص للدخول في مثل هذه الاستثمارات بتوفير حصة من جانبها مثل مشاريع إقامة خطوط السكك الحديدية، أو استصلاح الأراضي الزراعية، وغير ذلك من المشاريع التي تتطلب مخاطر كبيرة وأموال طائلة. وبالنظر لبحث القطاع الخاص عن الربح، فإن المشاريع التي يدخل فيها كشريك مع القطاع العام ينبغي أن تكون مربحة وإلا فإنه لن يجد الحافز للاستثمار فيها.

### 2-4-3- حسب الشكل القانوني

#### أ- المشاريع الفردية

وهي أبسط الأشكال القانونية حيث يصعب التفرقة بين المشروع وصاحبه، فهو مديره غالباً، وهو الذي يرسم سياساته ويتحمل مسؤوليته، ويتميز هذا النوع من المشروعات بحرية صاحبه التامة في الإدارة والتصرف في الأموال، أما عيوبه فإنه -أي صاحبه- يكون مسؤولاً مسؤولية كاملة في تحمل مخاطر المشروع أو ضياع ماله.

وفترة حياة المشاريع الاستثمارية الفردية هي في الغالب قصيرة وترتبط بحياة مالكها، حيث أن معظمها ينتهي بوفاة مالكها.

ومن بين المزايا التي تنطوي عليها المشاريع الاستثمارية الفردية هي سهولة تأسيسها نظراً لقلة الشروط والمتطلبات التي يجب الإيفاء بها من طرف مؤسسها، كما تتميز بحجمها الصغير في غالب الأحيان، وبالتالي عدم حاجتها لرأس مال كبير.

ومن بين أهم المشاكل التي تواجهها المشاريع الاستثمارية الفردية هي محدودية مصادر التمويل المتاحة أمامها، وهو الأمر الذي يصعب من عملية رفع رأس مالها، فمصادر تمويل هذه المشاريع محصورة في ثروة مالكيها، وهي في أغلب الأحيان محدودة.

**ب- مشاريع الأشخاص:** وتنقسم إلى نوعين هما:

#### **ب-1- شركة التضامن**

حيث يتضامن الشركاء في إدارة الشركة والوفاء بكل ديونها وتعهداتها، وبذلك فإن لإختيار الشركاء أثر كبير في نجاح المشروع، فمسؤوليتهم غير محدودة. وتعتمد تلك المشروعات على حسن سمعة الشركاء في السوق ومقدار ممتلكاتهم الشخصية لاكتساب ثقة الجمهور المتعاملين. ومن أهم مزايا هذه النوع من المشروعات الاستثمارية المسؤولية التي تقع على عاتق الشركاء التي تعتبر أهم دافع لهم على مضاعفة جهودهم والقيام بواجباتهم.

ومن عيوبها أنه بمجرد انحراف أي شريك من الشركاء عن الخطة الموضوعية يؤدي ذلك إلى وجود خطر على المشروع، بالإضافة إلى أن توسيع المشروع قد يحتاج لرؤوس أموال غالباً ما يعجز عنها الشركاء عن إمداد المشروع بها، بالإضافة إلى أن كيان المشروع مهدد دائماً بوفاة أحد الشركاء أو إفلاسه.

#### **ب-2- شركة التوصية البسيطة**

وهذا النوع من الشركات يجمع بين نوعين من الشركاء: الأول ضامن متضامن لديون المشروع وتعهداته، والثاني يشترك برأسماله ومسؤوليته محدودة بمقدار ما يدفعه فقط من حصة في أموال المشروع ولا يلتزم بالوفاء بتعهدات المشروع من أمواله الخاصة، ولذلك فإن الشريك المتضامن هو الذي يقوم بالإدارة.

#### **ج- مشاريع المساهمة**

ويقوم على إدارة هذه المشروعات مجلس إدارة ينتخبه المساهمون لمدة معينة وبالتالي لا يحق للمساهمين حق التدخل في الإدارة، وتطرح أسهم هذه الشركات للاكتتاب العام، وتعتبر هذه الشركات أفضل أنواع الشركات في مجال إحداث المزيد من التنمية وتوزيع الدخل. وقد اتسعت هذه الشركات لتتكون في شكل شركات متعددة الجنسيات لضخامة رؤوس الأموال المتاحة لهذه الشركات وبالتالي ضخامة إمكاناتها الإنتاجية والتسويقية، ومزايا هذه الشركات أنها تستطيع تجميع أموال كبيرة للاستثمار عن طريق الاكتتاب، ومسؤولية كافة الشركاء تكون في حدود قيمة أسهم الاكتتاب فقط، دون أن تمتد إلى الأموال أو الممتلكات الخاصة بهم.

#### **د- المشروعات المختلطة**

وهي التي تجمع شركات الأشخاص وشركات الأموال (المساهمة) حيث يوجد نوعين منها هي:

#### **د-1- الشركات ذات المسؤولية المحدودة**

وهي تلك الشركات التي تضم عدد محدد من الشركاء، وتكون مسؤولية جميعهم محدودة بمقدار ما دفعوه كحصة في رأس المال، ولا يجوز تأسيس هذا النوع من الشركات عن طريق الاكتتاب العام.

#### د-2- شركات التوصية بالأسهم

وهي شركات تشبه شركات التوصية البسيطة، إلا أن رأس المال فيها يقسم إلى أسهم قيمها صغيرة ومتساوية، وهذه الأسهم عادة لا تطرح للاكتتاب العام، بل تطرح للاكتتاب بواسطة الأشخاص المعروفين لدى القائمين بالمشروع.

#### 2-4-4- حسب الحجم

ويمكن تقسيم المشاريع الاستثمارية حسب الحجم إلى أربعة أصناف:

- المشاريع الكبيرة؛

- المشاريع المتوسطة؛

- المشاريع الصغيرة؛

- المشاريع الصغيرة جداً؛

وليس هناك معايير موحدة بين الدول لتصنيف هذه المشاريع، فمشروع متوسط حسب تصنيف دولة معينة ربما يصنف كمشروع كبير حسب تصنيف دولة أخرى.

#### 2-4-5- حسب النشاط الاقتصادي

ويتم تصنيف المشاريع الاستثمارية هنا حسب قطاع النشاط الاقتصادي الذي ينشطون فيه. ويمكن التمييز بين ثلاث قطاعات للنشاط الاقتصادي:

- القطاع الأول: ويتضمن مختلف الأنشطة التي لها علاقة مباشرة مع الطبيعة مثل الزراعة، الصيد البحري والصناعات الاستخراجية.

- القطاع الثاني: ويتضمن مختلف الأنشطة المنتجة للسلع الاستهلاكية أو الإنتاجية، وهذا يعني أن هذا القطاع يشمل مختلف أنشطة التصنيع (قطاع الصناعات التحويلية)، ويدخل ضمن هذا القطاع أيضاً قطاع البناء.

- القطاع الثالث: ويتضمن مختلف الأنشطة الخدمية مثل الصيرفة، التأمين، النقل، التوزيع والتجارة.

#### 2-5- مدخلات، عمليات ومخرجات المشاريع الاستثمارية:

يتضمن أي مشروع استثماري على مدخلات، عمليات ومخرجات كما يلي:

#### أ- المدخلات Inputs

إن المدخلات تختلف من مشروع إلى آخر، وهذا الاختلاف يعتمد على طبيعة المشروع، فالمشروعات الصناعية تكون مدخلاتها عبارة عن المواد الخام، وفي الجامعة، كمشروع خدمي، تكون مدخلاتها هي الطلاب. وبشكل عام تتضمن المدخلات ما يلي:

- **العناصر المادية:** وهي التي تتكون من المدخلات الملموسة كالمواد الخام، رأس المال، الآلات، ويتوجب على الإدارة تجنب وجود رأس مال فائض عن الحاجة وغير مستغل لأنه يرفع من تكلفة المشروع، وكذلك التأكد من عدم وجود نقص في الأموال مما يعني ضياع فرص استثمارية مربحة. وبالنسبة للآلات على الإدارة العمل على توفيرها بالمواصفات المطلوبة، والتأكد من عدم وجود طاقات إنتاجية عاطلة أو اختناقات في بعض الأقسام. أما بالنسبة للمواد الخام فعلى الإدارة أن تخطط لاحتياجاتها من هذه المواد الخام بشكل جيد، والتقليل من حجم الاستثمار في المخزون مع ضمان استمرار تدفق الإنتاج؛

- **العناصر البشرية:** وهي القوى العاملة في المشروع والتي تبذل جهداً وتنسق أعمالها لكي تحقق أهداف المشروع؛

- **العناصر المعنوية:** وتشمل ثقافة المنظمة بما فيها من فلسفة وقيم واتجاهات سواء على مستوى الفرد أو الجماعة أو المشروع، والعناصر المعنوية يمكن تغييرها أو تعديلها من خلال العديد من الوسائل كالتوجيه وإقامة الدورات التدريبية في المجالات المطلوبة؛

- **العناصر القانونية:** وتشمل القوانين والأنظمة والتعليمات الصادرة عن الإدارة؛

- **العناصر التكنولوجية:** وتشمل طرق وأساليب العمل الحديثة، بالإضافة إلى الاختراعات الحديثة من الآلات والمعدات، وتوفير كادر قادر على التفاعل مع هذه التكنولوجيات.

## ب- العمليات Operations

والتي تشمل عملية اتخاذ القرارات والاتصالات الرسمية وغير الرسمية والبحوث والتوجيه والحفز والرقابة والمفاضلة بين البدائل وغيرها.

## ج- المخرجات Outputs

والتي تتضمن السلع والخدمات أو أي مخرجات أخرى للنظام (المشروع).

### 2-6- إدارة المشروع والمشاكل المتوقعة أثناء عملية الإدارة

تعرف إدارة المشاريع بأنها "مجموعة الفعاليات والأنشطة التي تعمل مع بعضها البعض من تخطيط وتنظيم وتوجيه ومراقبة لغرض الاستخدام الأمثل لإمكانيات المشروع بقصد تحقيق أهدافه بكفاءة وفاعلية وضمن معايير الزمن، والكلفة، والجودة، على أن تأخذ هذه الإدارة العوامل والمتغيرات البيئية المختلفة المحيطة بالمشروع".

وأثناء إدارة المشروع لابد من تلافي مشاكل كثيرة، مثل:

- الاختيار الخاطئ لمدير المشروع: حيث يمكن أن يؤدي ذلك في النهاية إلى فشل المشروع، إذ يجب على المدير أن يكون قادرا على دفع العمل نحو الأمام، وأن يكون قادرا على تحفيز أعضاء الفريق أيضا، كما يجب عليه أن يمتلك القدرة الكافية على تحقيق التوازن بين كافة نواحي وظروف المشروع وعناصره؛
- سوء اختيار أعضاء الفريق: يجب أن يكون مدير المشروع قادرا على اختيار الأعضاء المناسبين، تبعا لمهاراتهم وقدراتهم واحتياجات المشروع لهم؛
- عدم تعريف المهام والأنشطة بشكل جيد: مما يؤدي إلى حدوث الفوضى والحصول على مخرجات سيئة، فقبل بداية المشروع لابد من وضع نظام للتخطيط والتحكم، وذلك من أجل السيطرة على كافة شؤون التكاليف والجداول ودرجة المخاطرة والجودة؛
- عدم وضوح تقدير أهداف المشروع ونتائجه المتوقعة: حيث يمكن أن ينتج عن ذلك مخرجات سيئة وغير كاملة، فالمعنيون بالمشروع عليهم تفهم كافة الأهداف، وتقدير المخرجات كما يجب؛
- عدم توفر الموارد: حيث يؤدي ذلك إلى عدم اكتمال المشروع، لعدم تحضير كافة الموارد قبل البدء بالمشروع؛
- قلة وضعف الدعم من قبل الهيئة الإدارية: حيث يمكن أن يؤدي ذلك إلى فشل العمل، إذ على الإدارة الناجحة اتخاذ الإجراءات اللازمة لدعم المشروع في كافة مراحله، وخصوصا عند حاجته لهذا الدعم؛
- وتزداد احتمالية نجاح المشروع بحسن إدارته، وحمايته من المشاكل التي قد تعترض تقدمه، مثل:
  - عدم ملائمة المنتج أو الخدمة لمعايير الجودة المطلوبة من عند المعنيين بالمشروع؛
  - إنهاء المشروع في وقت متأخر، أو تجاوزه الميزانية المحددة؛
  - عدم رضا فريق العمل عن طريقة إدارة المشروع، وبالتالي عزوفهم عن المشاركة في مشاريع مستقبلية.

## 2-7- مصادر تمويل المشاريع الاستثمارية

تعتبر القرارات المتعلقة بالتمويل واختيار مصادر التمويل من القرارات المعقدة التي تتطلب دراسة جيدة ومتأنية قبل اتخاذها. ويقصد بمصادر التمويل تشكيلة المصادر التي تتحصل منها الشركات على الأموال لتمويل استثماراتها أو عملياتها الاستغلالية. ويطلق على جميع مصادر التمويل في المؤسسة بـ "الهيكل المالي Financial Structure"، وهو مصطلح يختلف عن مصطلح "هيكل رأس المال Capital Structure" الذي يشير فقط إلى تشكيلة مصادر التمويل طويل الأجل.

ويترتب على اتخاذ قرار التمويل في المنشآت مجموعة من النتائج، من أهمها:

- تحديد المركز المالي للمنشأة؛
- تحديد المركز الائتماني للمنشأة؛

- تحديد ربحية المنشأة؛

- تحديد التزامات المنشأة؛

- تحديد إنفاقها الاستثماري أو إنفاقها الرأسمالي.

ويمكن تصنيف مصادر التمويل المتاحة للمنشآت كما يلي:

**من حيث المصدر:** وتتمثل بالمصادر الداخلية كالأرباح المحتجزة ومخصصات الاستهلاك وبيع الأصول الرأسمالية، والمصادر الخارجية كزيادة رأس المال والاقتراض وإصدار السندات وتسهيلات الموردين.

**من حيث الملكية:** وتتمثل بالمصادر المملوكة كزيادة رأس المال والأرباح المحتجزة والاحتياطات، والمصادر المقترضة كالقروض والتسهيلات البنكية والتجارية والاستئجار التمويلي.

**من حيث الزمن:** وتتمثل بالمصادر طويلة ومتوسطة وقصيرة الأجل كالخصوم قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل.

وسنستعرض فيما يلي بنوع من التفصيل مصادر التمويل حسب الزمن، والتي سنقسمها إلى مصادر التمويل قصير الأجل ومصادر التمويل طويل الأجل.

## 2-7-1- التمويل قصير الأجل

يعرف التمويل قصير الأجل بأنه "أحد أنواع مصادر التمويل الخارجي، ويمثل التمويل الذي يستخدم لتمويل العمليات الجارية في الشركة، ويرتبط بتحقيق أهدافها في السيولة والربحية." ومدة استحقاق الديون القصيرة الأجل لا تتعدى السنة.

وتلجأ الشركات إلى هذا النوع من التمويل للأسباب التالية:

- ضعف نسبة المخاطرة وهو مهم لدى المستثمرين، إضافة إلى قصر فترة تسديد الدين تجعل المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم لضعف المخاطرة ولقدرتهم على التنبؤ بما يمكن أن يحدث فيما يتعلق بوضع الشركة وبالتالي احتمالية حصولهم على أموالهم وفق الشروط المتفق عليها؛  
- أن تكلفة الحصول على تمويل قصير الأجل أقل من تكلفة الحصول على تمويل متوسط أو طويل الأجل لقصر فترة السداد ولضعف نسبة المخاطرة؛

- تكون الحاجة إلى الأموال في بعض الشركات موسمية، الأمر الذي يؤدي إلى وجود سيولة لدى الشركة في وقت ليس لها حاجة بها في حالة التمويل طويل الأجل، لذا تلجأ الشركة إلى البحث عن مصادر تمويل قصيرة الأجل لسد النقص الحاصل في سيولتها ولتمويل احتياجاتها الموسمية؛

- بعض حالات تمويل قصير الأجل تكون بدون فوائد، أي لا تتحمل الشركة أية تكلفة وذلك في حالات الشراء بالأجل، على أن يتم التسديد خلال مدة معينة.

ويتم التمويل القصير الأجل عادة بغرض الاستثمار في الموجودات المتداولة.

والتحويل قصير الأجل يقع ضمن صنفين هما:

- التمويل التلقائي (Spontaneous Financing): ويشير هذا الصنف إلى الأموال التي يمكن الحصول عليها بشكل تلقائي، وهي لا تتطلب من المنشأة اتفاقات رسمية كثيرة، ومن أمثلة هذه الأموال المستحقات والحسابات الدائنة؛<sup>1</sup>
  - التمويل غير التلقائي (Non Spontaneous Financing): وهذا الصنف من التمويل قصير الأجل يشير إلى مصادر التمويل التي يمكن الحصول عليها عن طريق التفاوض مع الجهات المانحة للأموال، ومن أمثلة هذه المصادر القروض المصرفية قصيرة الأجل والقروض المضمونة. وتتعدد مصادر التمويل القصير الأجل:
  - الائتمان المصرفي: ويتمثل في القروض المصرفية التي لا تتجاوز تواريخ استحقاقها سنة واحدة وتكون على شكل تسهيلات الجاري مدين والقروض الموسمية؛
  - الائتمان التجاري: ويتمثل بالتسهيلات التي يمنحها المورد للتاجر، وتتسأ بقيام المنشأة بالشراء الأجل وذلك إما بكمبيالات أو على شكل حساب جاري؛
  - الأوراق التجارية: وهي عبارة عن أوراق دين تصدرها الشركات الكبيرة بهدف الاقتراض، وفي العادة تكون مدة استحقاقها أقل من سنة؛
  - خصم الأوراق التجارية: والمقصود به خصم الكمبيالات التجارية لدى البنك التجاري وذلك بفائدة معينة من أجل الحصول على التمويل قصير الأجل؛
  - بيع الديون أو التمويل مقابلها: وهناك شركات متخصصة تقوم بشراء الديون من أصحابها مقابل خصم بنسبة معينة من قيمتها الاسمية، كما أنه يمكن الحصول على تمويل بضمانة هذه الديون؛
  - القبولات المصرفية؛
  - البيع التأجيري؛
  - الضرائب المؤجلة الدفع.
- ### 2-7-2- التمويل طويل الأجل
- يعرف التمويل طويل الأجل بأنه تلك الأموال التي تحصل عليها الشركة من الغير وتلتزم بردها خلال فترة زمنية طويلة نسبياً (أكثر من سنة)، وتستخدم الشركة هذه الأموال لشراء الأصول الثابتة.<sup>1</sup> وهناك العديد من مصادر التمويل الطويل الأجل:
- المصادر القائمة على الملكية؛
  - المصادر القائمة على الديون؛

<sup>1</sup> لمزيد من التفاصيل حول معنى المستحقات والحسابات الدائنة أنظر: د. عدنان تايه النعيمي وآخرون: الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2008، ص 346 وما بعدها.

- الاستئجار.

### أ- التمويل بالملكية Equity financing

تعتبر أموال الملكية المصدر الأساسي لتمويل المشروعات الجديدة. ويتمتع التمويل بالملكية بعدة مزايا:

- تستخدم أموال الملكية في تمويل الاستثمار الدائم للمشروع مثل إنشاء العقار الخاص بهذا المشروع؛

- تستخدم أموال الملكية في تمويل جزءاً من الاستثمارات طويلة الأجل الخاصة بالمشروع؛

- تمثل أموال الملكية صمام أمان بالنسبة للدائنين وذلك لوقايتهم في حالة تعرض المشروع للفشل؛

- تعتبر أموال الملكية مصدراً للوفاء بالديون.

وستتناول ثلاثة أدوات تمويل بالملكية: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والأرباح المحتجزة.

#### أ-1- الأسهم العادية

يعرف السهم العادي بأنه "ورقة مالية تمثل حق ملكية كامل، فهو حصة في رأس مال شركة مساهمة ولحامله حق إدارة الشركة من خلال التصويت في الهيئة العامة، وله حق الحصول على أرباح الشركة وعليه خسائرها، وله حق فيما يتبقى عند التصفية بعد دفع التزامات الشركة." ويتمتع حاملو الأسهم العادية بعدة حقوق أهمها:

- الحق في التصويت: يحق لكل حامل سهم عادي التصويت في مجلس الإدارة للشركة أو أية اجتماعات تعقدها الشركة بحضور حملة الأسهم، وبالتالي يستطيع حملة الأسهم التأثير على إدارة الشركة عن طريق التصويت والانتخابات وخاصة انتخاب مجلس الإدارة، كما يقرر المساهمون سياسة توزيع الأرباح وتوسعات الشركة التي يقترحها مجلس الإدارة، وتعديل النظام الداخلي للشركة. ويكون لكل سهم صوت وبالتالي يعتمد تأثير المساهم على كمية الأسهم التي يمتلكها؛

- الحق في المشاركة في أرباح الشركة: لكل مساهم في الشركة الحق في الحصول على حصته من الأرباح إذا تم توزيعها، كما أن توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية يتم بعد أن تقوم الشركة بدفع التزاماتها تجاه الغير (حملة السندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة)، أي أن حملة الأسهم العادية يحصلون على حصتهم من الأرباح في المرحلة الأخيرة ويتقاسمون ما يتبقى من أرباح كل حسب مساهمته؛

- المشاركة في موجودات الشركة عند التصفية: في حالة إفلاس الشركة يتم تسديد الالتزامات تجاه حملة السندات والدائنين وحملة الأسهم الممتازة وما تبقى بعد ذلك يوزع على حملة الأسهم العادية كل حسب عدد الأسهم التي يحملها، وفي حالة عدم كفاية المبلغ عند تصفية الشركة فإن

حملة الأسهم يتعرضون لخسارة محققة وذلك لأن الأولوية في توزيع المبالغ تكون لأطراف أخرى مثل حملة السندات؛

- **الحق في بيع وشراء الأسهم:** يجوز لحملة الأسهم العادية بيع أو شراء المزيد من الأسهم في أي وقت، كما يجوز لهم المطالبة بحق الأولوية في حالة قيام الشركة بإصدار أسهم جديدة وذلك للمحافظة على النسبة المئوية لمساهمتهم.

وتتميز الأسهم العادية من وجهة نظر الشركة المصدرة لها بالعديد من المميزات:

- لا تشكل الأسهم العادية التزاماً مالياً على الشركة، فإذا حققت الشركة الأرباح تقوم بتوزيع نسبة معينة على المساهمين، إلا أن عدم تحقيق الأرباح لا يلزم الشركة بدفع أية عوائد على المساهمين، وذلك بعكس السندات التي تشكل التزاماً ثابتاً على الشركة سواء حققت الأرباح أو لم تحقق؛

- لا يوجد للأسهم تاريخ استحقاق معين وبالتالي لا تلتزم الشركة بتخصيص مبالغ إطفاء كما تفعل في السندات التي لها تاريخ استحقاق معين؛

- تعتبر الأسهم عامل أمان وضمآن للدائنين وبالتالي تستطيع الشركة الاقتراض إذا لزم الأمر؛

- سهولة التعامل بالأسهم من حيث البيع والشراء، كما يمكن تداول الأسهم بأعداد قليلة؛

- تستطيع الشركة الناجحة بيع أسهم جديدة وتقاضي ما يسمى "بعلاوة الإصدار" أو "الضميمة" وهي القيمة الزائدة عن القيمة الإسمية.

أما مساوئ الأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة لها فهي:

- احتمال فقدان السيطرة على إدارة الشركة وذلك بسبب التبادل السريع للأسهم حيث تستطيع أية جهة شراء الأسهم المتداولة وبالتالي ممارسة ضغوط على الإدارة الحالية، وهذا الأمر يعتبر خطيراً، خاصة في الشركات صغيرة الحجم؛

- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة لأنها لا تعتبر نفقات؛ وبالتالي فهي لا تؤدي إلى وفر ضريبي؛

- تكاليف إصدار الأسهم أكبر من تكاليف إصدار السندات.

## أ-2- الأسهم الممتازة

تعرف الأسهم الممتازة بأنها أوراق مالية ذات طبيعة هجينة (Hybrid)، أي أنها تملك صفات من الأسهم العادية والسندات.

وتتميز الأسهم الممتازة بعدة خصائص:

- في العادة لا يوجد لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت؛

- يتم وعد حاملي الأسهم الممتازة من قبل الشركات بتوزيعات أرباح ثابتة؛

- لا يوجد للأسهم الممتازة فترة استحقاق، لكنها غالباً ما يتم استدعاؤها؛

- تستطيع إدارة الشركة أن توقف توزيع الأرباح على الأسهم الممتازة لكن بعد وقف توزيعات الأرباح على الأسهم العادية؛
- إذا تم وقف توزيعات أرباح الأسهم الممتازة، فعادة ما تصبح جميع هذه التوزيعات ديون متراكمة يجب على الشركة إعادة دفعها قبل أن يتم توزيع أية أرباح على أصحاب الأسهم العادية؛
- بعض إصدارات الأسهم الممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية؛
- وتتمثل أسباب إصدار الأسهم الممتازة فيما يلي:
- زيادة موارد الشركة المالية من خلال ملائمة هذا النوع من الاستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر Risk Averse؛
- المتاجرة بالملكية (استعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة)؛
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة.
- وتتمثل مزايا الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة فيما يلي:
- نظراً لعدم اشتراك حملة الأسهم الممتازة في التصويت فإن إصدار تلك الأسهم يبقي السيطرة في يد الإدارة دون أن تخشى تدخل الآخرين؛
- لا تحتاج الشركة إلى رهن عقاراتها أو موجوداتها عند إصدار الأسهم الممتازة لأنها لا تتطلب أية ضمانات كما هو الحال في السندات، وبالتالي فإن ذلك يتيح للشركة حرية إصدار السندات ورهن موجوداتها مقابل ذلك؛
- لا تتطلب الأسهم الممتازة تخصيص مبالغ لتسديدها لأنها لا تحمل موعد استحقاق معيناً، وهي بذلك مثل الأسهم العادية؛
- عوائد الأسهم الممتازة محددة بنسبة معينة، لذلك ففي حالة تنامي (زيادة) أرباح الشركة لا تشارك في هذه الأرباح المتنامية وتقتصر أرباحها على النسبة المحددة والتي تكون نسبة من قيمتها الإسمية؛
- في حالة انخفاض تكلفة التمويل على السندات والقروض طويلة الأجل يمكن استدعاء هذه الأسهم واستبدالها بأدوات تمويلية أخرى مثل الاقتراض طويل الأجل وإصدار السندات؛
- تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة في حالة رغبتها في الحصول على القروض؛
- أما عيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر الشركة المصدرة فتتمثل فيما يلي:
- ارتفاع تكلفتها بالمقارنة مع السندات نظراً لعدم تمتع أرباحها الموزعة بالميزة الضريبية؛
- إذا نص عقد الشركة على أرباح متراكمة لها يؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة هذا النوع من التمويل؛
- ربما تفرض قيوداً على الشركة.
- ومن وجهة نظر المستثمر، فإن مزايا الأسهم الممتازة تتمثل فيما يلي:
- تحقق عائداً ثابتاً؛

- لها الأولوية بالحصول على قيمتها عند التصفية؛
- أما عيوبها من وجهة نظر المستثمر فتتمثل فيما يلي:
- إن حملة الأسهم الممتازة يتعرضون للمخاطر في الوقت الذي يتسلمون أرباحاً محدودة لا تتناسب مع مستوى المخاطر؛
- تميل أسعار الأسهم الممتازة إلى التذبذب أكثر بكثير من أسعار السندات؛
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التدخل في شؤون الشركة أو الانتخاب.

### أ-3- الأرباح المحتجزة

وهي مصدر من مصادر التمويل الداخلي، ويقصد بها تلك الأرباح التي لا توزعها الشركة على المساهمين بغرض تقوية مركزها المالي ومساعدتها على النمو والتطور، كما أن هذه الأرباح تعتبر صمام أمان للمنشآت لأن هذه الأخيرة تستطيع الرجوع إليها في حالة تعرضها لأي طارئ. وتضم الأرباح المحتجزة: الاحتياطات الإلزامية، الاحتياطات الاختيارية، الاحتياطات الأخرى والأرباح المدورة (غير الموزعة).

وتتمثل مزايا التمويل بالأرباح المحتجزة فيما يلي:

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

أما عيوب التمويل بالأرباح المحتجزة فتتمثل فيما يلي:

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

### ب- التمويل بالدين Debt financing

يأخذ التمويل بالدين عدة أشكال من أبرزها الاقتراض غير المباشر من خلال إصدار السندات، أو الاقتراض المباشر من المصارف أو غيرها.

#### ب-1- السندات

يعرف السند بأنه "ورقة مالية تصدرها الشركات المساهمة أو المنظمات الحكومية وتعبر عن قرض طويل الأجل يستحق الدفع في أوقات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت أو متغير، وتلتزم المنشأة التي أصدرت السند بدفع قيمة السند عند الاستحقاق، بالإضافة إلى دفع الفوائد سنوياً أو كل ستة شهور أو حسب ما يتفق عليه."

وتقسم السندات التي تصدرها الشركات المساهمة إلى عدة أنواع، منها:

- السندات لحاملها (Coupon Bonds): وهي السندات الاعتيادية التي تقوم على دفع فائدة دورية لحامل السند، مع إرجاع القيمة الإسمية في نهاية عمر السند. وهذه السندات يمكن تداولها في السوق المالي وبيعها من مستثمر لآخر.

- السندات المسجلة (Registered Bonds): وهي السندات التي يتم فيها دفع الفائدة دورياً والقيمة في نهاية عمر السند للشخص المسجل اسمه في السند. ولا يتم تداول هذه السندات في السوق المالي لأنها باسم شخص واحد فقط، ولا يمكن تحويلها لشخص آخر.

- السندات القابلة للتحويل (Convertible Bonds): وهي عبارة عن السندات التي يمكن تحويلها إلى عدد محدد من الأسهم العادية بناء على رغبة حاملها، حيث يكون خيار التحويل موجود على السند، بما في ذلك نسبة التحويل وتوقيت التحويل الممكن. وبموجب هذا الخيار يتحول حامل السند من مقرض إلى مساهم في الشركة عند تنفيذه للخيار وتحويل السند إلى أسهم.

- سندات الدخل (Income Bonds): هي السندات التي لا تدفع فوائدها إلا إذا تحقق للشركة المقترضة دخل يكفي لتسديد الفوائد، أما فيما يتعلق بتسديد قيمة السند نفسه فيتم في تاريخ محدد، وعلى الشركة المصدرة للسند الالتزام بهذا التاريخ بغض النظر عن أي اعتبار للدخل. ومعظم سندات الدخل لها طبيعة تراكمية حيث تتراكم فوائدها غير المدفوعة من سنة لأخرى حتى يتحقق الدخل الكافي لها.

- السندات ذات الفائدة الصفرية (Zero Coupon Bonds): وهي سندات لا تحمل فائدة ولكن يتم إصدارها بخصم عن قيمتها الإسمية، وفي تاريخ استحقاقها تقوم الشركة بدفع كامل القيمة الإسمية لحامل السند، أي أن العائد الذي يحصل عليه المستثمر يتمثل في الفرق بين سعر شراء السند وبين القيمة الإسمية في تاريخ الاستحقاق.

- السندات الرديئة (Junk Bonds): وهي سندات تتميز بارتفاع مخاطرتها وارتفاع الفوائد عليها كتعويض عن ارتفاع المخاطرة.

- السندات ذات الفائدة المعومة (Floating Rate Bonds): وهي السندات التي يكون سعر فوائدها متغير وفقاً لتحركات الفائدة في السوق، وليس سعر فائدة ثابت كما في السندات الاعتيادية. وقد ظهرت هذه السندات كرد فعل على ارتفاع معدلات التضخم وتأثيرها على معدل الفائدة الفعلي.

ويمكن تصنيف السندات من حيث الضمان إلى نوعين:

- سندات مضمونة برهن أصول الشركة أو أية أصول أخرى؛
- سندات غير مضمونة بأصول معينة: وتعتمد على المركز الائتماني للشركة المصدرة. وعادة تكون أسعار الفائدة على السندات غير المضمونة أعلى من أسعار الفائدة على السندات المضمونة.

وتتمثل مزايا السندات بالنسبة للشركة المصدرة لها فيما يلي:

- حرية الشركة بالحركة والتصرف دون قيود لأن حملة السندات لا يتدخلون في الإدارة؛
- الكلفة القليلة والثابتة على الشركة، فإذا كانت أرباح الشركة كبيرة فإن ذلك لا يعطي لحملة السندات الحق في الحصول على عوائد أعلى، ومن هنا فإن الشركات التي تحقق عوائد مرتفعة على الأموال المستثمرة تفضل إصدار السندات بدلاً من إصدار الأسهم؛
- الوفر الضريبي: تحقق السندات وفراً ضريبياً لأن الفوائد المدفوعة تنزل من الدخل الخاضع للضريبة، وبذلك فإن الشركات التي تدفع نسبة ضريبة مرتفعة تفضل إصدار السندات بدلاً من إصدار الأسهم.

أما عيوب السندات بالنسبة للشركة المصدرة لها فتتمثل فيما يلي:

- تمثل السندات التزاماً ثابتاً وبالتالي فهذا الالتزام يشكل عبء على الشركة خصوصاً إذا لم تحقق الشركة الأرباح، كما أن هذا الالتزام يشكل مخاطر خصوصاً إذا كانت هناك تقلبات كبيرة في إيرادات الشركة؛
- عند قيام الشركة برهن موجوداتها لحملة السندات فإن ذلك يعتبر تقييداً لحركة الشركة في التصرف بموجوداتها؛
- تخصيص مبالغ كبيرة سنوياً لدفع الفوائد لحملة السندات وتخصيص مبالغ كذلك لإطفاء هذه السندات؛
- مدة الاستحقاق عادة تكون طويلة وبالتالي تزيد المخاطر على الشركة، فقد تمر الشركة بظروف سيئة لا يمكن التنبؤ بها للاحتياط لها.

وتتمثل مزايا السندات بالنسبة لحاملها فيما يلي:

- المخاطرة: يعتبر السند من أقل الاستثمارات مخاطرة وذلك لأن حامله يتمتع بحق الأولوية في استرجاع أمواله المستثمرة في حالة تصفية الشركة؛
- الدخل: يحصل حامل السند على دخل ثابت ومستقر وفي أوقات محددة لأن الفوائد المدفوعة لحملة السندات لا تتأثر بتحقيق أو عدم تحقيق الشركة مصدرة هذه السندات للأرباح.
- أما عيوب السندات بالنسبة لحاملها فتتمثل فيما يلي:

- لا تعطي السندات مالکها الحق في التصويت أو التدخل في الشؤون الداخلية للمنشأة إلا في حالة الإفلاس؛
- قد يتأثر الدخل الثابت الذي يحصل عليه المستثمر بعوامل التضخم مما يقلل من القوة الشرائية لذلك الدخل.

## ب-2- القروض البنكية

- يعرف الاقتراض بأنه "اتفاق بين الدائن والمدين يقدم بموجبه الدائن مبلغاً من المال على أن يقوم المدين بإعادته مع فوائده في أوقات محددة يتم الاتفاق عليها".
- ومن بين الشروط التي يتم الاتفاق عليها بين الدائن والمدين تنفيذاً لاتفاقية القرض:
- سعر الفائدة؛
- طريقة السداد هل هي شهرية أم سنوية أم دفعة واحدة تستحق في أجل معين وهكذا؛
- الضمانات الواجب تقديمها من قبل المقترض؛
- شروط تحد من حرية المقترض في توزيع الأرباح والاستثمار الرأسمالي والحصول على قروض أخرى.

وهناك العديد من المبررات التي تدفع الشركات للجوء للاقتراض طويل الأجل:

- عدم إمكانية التمويل بالأسهم العادية أو الأرباح المحتجزة؛
- سرعة توفير هذا التمويل خاصة إذا كانت الشركة تتمتع بسمعة جيدة؛
- ضعف السوق المالي وبالتالي احتمال عدم قدرة الشركة على التمويل بالأسهم؛
- عدم تأثير التمويل بالاقتراض على المركز التنافسي لكبار المساهمين في الشركة؛
- يمكن استخدام هذا المصدر لتمويل الأصول الثابتة؛
- يوفر للمؤسسة مرونة الاقتراض قصير الأجل؛
- قد يشكل مصدراً للوفاء بالقروض قصيرة الأجل؛
- قليل الكلفة بالمقارنة بالأسهم؛
- الميزة الضريبية لأموال الاقتراض.

## ج- الاستئجار Lease

- يعتبر الاستئجار مصدراً من مصادر التمويل طويلة الأجل. ويعرف بأنه "عقد يتفق بموجبه طرفان هما المؤجر والمستأجر بأن يقوم الأول بتقديم أصل معين للطرف الثاني للإنتفاع به (استخدامه) لمدة معينة على أن يقوم الطرف الثاني بدفع مبالغ محددة بتواريخ محددة للطرف الأول".
- ويمكن التمييز بين نوعين من الاستئجار:

- **الاستئجار المالي:** وبمقتضى هذا النوع من الاستئجار يلتزم المستأجر بدفع سلسلة من الدفعات المالية لمالك الأصل لقاء استعماله لهذا الأخير حيث يساوي مجموع هذه الدفعات قيمة الأصل وفوائده.

ويتميز الاستئجار المالي بالخصائص التالية:

- تقع الأعباء الخاصة بصيانة وخدمة الأصول المستأجرة على عاتق الشركة التي تقوم بالاستئجار؛

- لا يستطيع المستأجر إيقاف عملية الاستئجار وإنما عليه الاستمرار في سداد أقساط الاستئجار حتى نهاية العقد؛

- يستمر عقد الاستئجار المالي لفترة زمنية طويلة نسبياً تتفق عادة مع الحياة الإنتاجية للأصل وبالتالي يستهلك الأصل بالكامل خلال هذه الفترة والمحصلة النهائية هي حصول مالك الأصل على قيمة الأموال المستثمرة في الأصل بالكامل مضافاً إليها عائد مناسب؛

- ينتهي عقد الاستئجار المالي بتملك المستأجر للأصل المؤجر.

ومن بين أهم الأشكال التي يتخذها الاستئجار المالي ما يلي:

- **البيع ثم الاستئجار:** حيث يقوم مالك الأصل ببيعه إلى طرف آخر وفي نفس الوقت يقوم بإبرام عقد مع المشتري لاستئجاره من عنده ومن ثم الانتفاع به، والمدفوعات التي يدفعها المستأجر للمؤجر تكفي لتعويض الأخير لقيمة الأصل مضافاً إليها عائد مناسب، ومن بين أهم الأطراف التي تشترك في هذا النوع من الاستئجار هناك شركات التأمين والبنوك حيث تقوم بشراء الأصول من الشركات الصناعية وإعادة تأجيرها لها.

- **الاستئجار المباشر:** ويتمثل في قيام مشروع باستئجار أصل من الشركة المنتجة له أو من بعض الوسطاء كالشركات المتخصصة في عملية تأجير الأصول حيث تقوم هذه الشركات المتخصصة بشراء الأصول من منتجيها والقيام بعرضها للاستئجار بأقساط ميسرة.

- **الرفع الاستجاري:** ويتم هذا النوع من الاستئجار في حالة الأصول ذات القيمة الرأسمالية الكبيرة، ومن وجهة نظر المستأجر فهو لا يختلف عن أي شكل آخر من أشكال الاستئجار المالي، أما من وجهة نظر المؤجر، فإن عملية تمويله لعملية شراء الأصل الذي سيؤجره للغير تتم من مصدرين: الأموال الخاصة للمؤجر وقرض مصرفي طويل الأجل مرهون بضمان الأصل محل الاتفاق.

- **الاستئجار التشغيلي:** ويطلق عليه أحياناً استئجار الخدمات لأنه يقوم على الانتفاع بخدمات الأصل المستأجر من دون الانتهاء بتملكه ومن أبرز الأمثلة على الاستئجار التشغيلي استئجار الطائرات والسيارات.

ومن أهم شروط ومميزات الاستئجار التشغيلي ما يلي:

- المؤجر هو الجهة المسؤولة عن صيانة وخدمة الأصل المؤجر؛
  - الدفعات المتوقعة من تأجير الأصل في المرة الواحدة لا تكون كافية لتغطية تكاليفه الأصلية، وبالتالي فإن المؤجر يأمل استرداده لتكاليف هذا الأصل من خلال تكرار عملية تأجيره؛
  - مدة الاستئجار تكون أقل من الحياة الإنتاجية المتوقعة للأصل المؤجر؛
  - للمستأجر الحق في إلغاء عقد الإيجار التشغيلي؛
  - إذا كان الأصل المستأجر متقادماً فنياً فمن حق المستأجر أن يعيده للمؤجر؛
  - تكون تكلفة الاستئجار التشغيلي في العادة أعلى من تكلفة الاستئجار المالي.
- وهناك العديد من المبررات للجوء المنشآت للاستئجار:
- يمكن من تعديل تركيبة موجودات المستأجر بتكلفة من شأنها أن تستجيب للمتغيرات الاقتصادية والسياسية المحيطة وحسب مقتضى الحال؛
  - يشكل الاستئجار بديلاً مناسباً للاستفادة من المعدات التي تخضع للتطور الفني السريع المستمر؛
  - إذا لم يكن الاستئجار اقتصادياً يمكن إعادة الأصول المستأجرة استئجاراً تشغيلياً إلى المؤجر؛
  - من المحتمل أن يكون الاستئجار جذاباً نتيجة للخدمات الملحقة التي يمكن أن يوفرها المؤجر؛
  - الانتفاع من المزايا الضريبية جراء السماح بتخفيض تكاليفه (الاستئجار) من الدخل الخاضع للضريبة؛
  - لا تتغير تكلفته بتغير الفائدة السائدة في السوق؛
  - يساعد على نقل مخاطر التقادم في الأصول إلى المؤجرين؛
  - تخفيض تكلفة الاقتراض نتيجة لارتفاع وتيرة التنافس بين المقرضين والمؤجرين؛
  - يمكن استئجار الأصول للمدة التي تحتاجها الشركة خصوصاً إذا كانت الحاجة لهذه الأصول محدودة؛
  - تقتصر الضمانة المقدمة للمؤجر فقط على الأصل المستأجر؛
  - التوفير في السيولة لكون التسديد يكون على عدة دفعات وليس على دفعة واحدة.
- إن خطورة أي خطأ قد ينجم حال الإنفاق الرأسمالي يمكن أن يؤثر بشكل كبير على استمرار المنشآت، ولتجاوز مثل هذا المشكل تلجأ المنشآت إلى ما يسمى بـ "دراسة الجدوى الاقتصادية".