

الإدارة المالية

(المحاضرة الثامنة)

أ. د. منذر مرهج

التمويل طويل الأجل

القرار الهام الذي يجب على المنشأة الاقتصادية اتخاذه، بعد اتخاذ قرار الاستثمار الأمثل، هو قرار التمويل الأفضل الذي يضمن تحقيق أكبر ربحية، والهادف إلى تمويل استثماراتها المقترحة.

فأي منشأة تهدف إلى تحقيق الربح يجب أن تمول عملياتها التشغيلية الجارية بأموال قصيرة الأجل وأن تمول أصولها الثابتة، أو عملياتها الاستثمارية بمصادر تمويل طويلة الأجل (رأس مال خاص وقروض متوسطة وطويلة الأجل) لأن اعتماد التمويل الدائم والطويل الأجل لاستثماراتها قصيرة الأجل يعد إسرافاً من الناحية المالية بسبب تعطيل جزء من هذه الأموال، هذا من ناحية.

ومن ناحية أخرى، بما أن الاستثمار طويل الأجل في المنشأة الاقتصادية يؤثر في الاستثمار قصير الأجل، ويرتبط به، لذلك لا بد من أن يحقق توازناً بين هذين النوعين من الاستثمار فهذا التوازن يسمح باستغلال الطاقة الكاملة للأصول الثابتة وبذلك تصل التكاليف إلى نهايتها الصغرى، ويجب أن تكون هناك طاقة غير مستغلة تنعكس سلباً على ربحية المنشأة.

ومن أجل الحفاظ على بقاء المنشأة واستمراريتها يجب أن تمول الأصول الثابتة بأموال دائمة وكذلك يمول جزء من رأس المال العامل بأموال دائمة أيضاً (كونه يمثل الحد الأدنى الواجب توفره في المنشأة) بينما يمول الجزء المتبقي من رأس المال العامل بمصادر تمويل قصيرة الأجل تتناسب مدتها، ومدة الدورة الإنتاجية.

وعلى ذلك فإن المنشأة تعتمد في تمويل عملياتها الجارية والاستثمارية على العديد من المصادر المالية التي تكوّن هيكل تمويل المنشأة، والتي يمكن تصنيفها إلى مجموعتين:

1 . مصادر التمويل الداخلية: والتي تتكون من رأس مال المنشأة، وعناصر حق الملكية من أرباح

محتجزة واحتياطات ومؤن واهتلاكات والتي تعتبر بمثابة تمويل ذاتي للمنشأة.

2 . مصادر التمويل الخارجية: والتي تمثل إجمالي الديون والالتزامات قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل

التي يجب الوفاء بها للغير خلال مدة معينة متفق عليها ولذلك تشمل هذه المصادر عناصر

الخصوم المتداولة عدا مخصصات الاهتلاك بالإضافة إلى عناصر الخصوم الطويلة الأجل.

مصادر التمويل طويل الأجل:

1- الأسهم العادية والممتازة.

2- التمويل الذاتي

3- قروض طويلة الأجل عن طريق إصدار السندات

4- قروض مصرفية متوسطة، أو طويلة الأجل.

واعتماداً على القاعدة التي تؤكد تحقيق التوازن بين مدة الاستثمار ومدة التمويل، تعتمد المنشآت

الاقتصادية المصادر السابق ذكرها لتمويل استثماراتها طويلة الأجل وهي الاستثمارات التي تزيد مدتها

عن السنة، بينما تكتفي بمصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل استثماراتها قصيرة الأجل التي تكون مدتها

أقل من سنة.

السندات كمصدر تمويلي طويل الأجل:

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد، أو اتفاق بين المنشأة والمستثمر حيث تتعهد المنشأة بإعادة المبلغ الذي وظفه المستثمر في السندات، والفوائد المتفق عليها في تواريخ محددة، وبهدف تسهيل التعامل بين المنشأة والمستثمر، تدخل جهة ثالثة قد تكون بنكاً تجارياً يعمل بمثابة وسيط بين المنشأة والمستثمر.

وفي تاريخ استحقاق الفائدة يتقدم المستثمر للبنك المختص بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، وهذا النوع من السندات يطلق عليه باسم السند لحامله، أو سند الكوبون. أما السند المسجل باسم المستثمر فتدفع عنه الفوائد بشيكات للشخص المسجل باسمه السند، وهو سند غير قابل للتداول بعكس سند الكوبون الذي يعد ورقة مالية قابلة للتداول بالبيع، أو الشراء، أو التنازل.

دوافع التمويل بالسندات:

- 1- صاحب السند لا يحق له التصويت في الجمعيات العمومية، ولا يعطي رأيه بالقرارات الاستثمارية، لذلك تحصل المنشأة على حاجتها من الأموال من دون أن يتدخل حملة السندات في إدارة أعمالها.
- 2- عدم الاقبال على الاكتتاب بالأسهم (عادية وممتازة).
- 3- الاستفادة من الوفر الضريبي المحقق.
- 4- انخفاض معدلات الفائدة في الأسواق.

أنواع السندات:

- 1 . **السندات العادية:** يحصل صاحب السند العادي على الفائدة المحددة في السند وفي المواعيد المحددة، ويسترد قيمة المبلغ الاسمي للسند في تاريخ الاستحقاق.
- 2 . **السندات المضمونة:** قد تضطر بعض المنشآت إلى إصدار هذا النوع من السندات عندما تقع بضائقة مالية مما يسبب امتناع العديد من المستثمرين من إقراض المنشأة، لذلك تضمن السندات ببعض أصولها بحيث يتمكن حاملها من رهنها، أو بيعها، ولا يحق للمنشأة التصرف بالأصول المرهونة لأصحاب السندات.
- 3 . **السندات ذات الدخل:** لا يحق لحامل هذا النوع من السندات الحصول على الفائدة إلا إذا كانت موارد المنشأة تكفي لذلك، وكتعويض عن هذا يكون معدل الفائدة المعطى للسند أعلى من معدل الفائدة لأصحاب السندات العادية ويتم إصدار هذا النوع من السندات في حالة إعادة تكوين المنشأة حيث يوافق حملة السندات العادية على الحصول على هذا النوع من السندات مقابل سنداتهم القديمة، باختصار، هي السندات التي لا يجوز لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها المنشأة أرباحاً.
- 4 . **السندات متقاسمة الأرباح:** يحق لحامل هذا النوع من السندات أن يشارك حملة الأسهم العادية في فائض الأرباح بالإضافة إلى معدل الفائدة المنصوص عليه.
- 5 . **السندات ذات معدل الفائدة المتحرك:** نشأ هذا النوع من السندات في بداية الثمانينات لمواجهة موجة التضخم التي أدت إلى ارتفاع معدلات الفائدة، حيث يتم تعديل فائدة السند كلما ارتفعت الفوائد في السوق، وذلك بهدف المحافظة على أكبر عدد من المستثمرين المتعاملين مع المنشأة.

6 . **السندات القابلة للاستبدال:** يمكن استبدال هذا النوع من السندات بأسهم عادية مما يشجع المستثمرين على الاكتتاب بها.

7 . **السندات القابلة للاستهلاك:** يمنح هذا النوع من السندات المنشأة حق استهلاك السندات قبل مواعيد استحقاقها، وكتعويض عن الخسارة يحصل حامل هذا السند على معدل فائدة أعلى من المعدل الذي يعطى لحملة السندات العادية، كما يمنح صاحب هذا السند علاوة تسديد وهي عبارة عن المبلغ الذي يدفع بالإضافة إلى قيمة السند الاسمية عند استهلاكه قبل حلول تاريخ الاستحقاق. وهذه العلاوة تدفع كتعويض عن الخسارة التي سيتحملها صاحب السند نتيجة ضياع الفوائد التي كان سيحصل عليها خلال المدة المحصورة بين تاريخ استهلاك السند وتاريخ استحقاقه. وتلجأ المنشآت إلى دفع علاوة تسديد للمحافظة على سمعتها المالية وبهدف تشجيع المستثمر على الاكتتاب في الإصدارات المقبلة.

طرق اختيار مصادر التمويل:

هناك طرق عدة يمكن أن تستعين بها المنشآت للتوصل إلى المصدر التمويلي الأقل تكلفة، والذي يناسب وضعها المالي من أهم هذه الطرق نستخدم:

1 . اختيار مصدر التمويل بالاستعانة بتكلفة الأموال:

هذه الطريقة تقليدية، وبسيطة جداً، وشائعة الاستعمال، لأنها سهلة ولا تحتاج لوقت طويل، ويمكن استخدامها عندما تحتاج المنشأة لأموال، وبوقت سريع، وتقوم هذه الطريقة على معرفة تكلفة كل مصدر من مصادر التمويل المتاحة أمام المنشأة التي تتمكن من الحصول عليها في أي وقت، ومن ثم تقارن تكلفة هذه المصادر وتختار المصدر التمويلي الأقل تكلفة من بين البدائل المتاحة أمامها.

2. حساب الربح بالسهم العادي الواحد:

تختار المنشأة وفق هذه الطريقة، المصدر التمويلي الذي يحقق أعلى ربحية للسهم العادي الواحد، ولكن يجب أن تطبق هذه الطريقة بالنسبة للشركات المساهمة وتطبق أيضاً في حالة توفر عدة مصادر للتمويل.

مثال: قررت إحدى المنشآت فتح خط إنتاجي بتكلفة 5 مليون و. ن.، وتواجه المنشأة قضية تحديد المصدر التمويلي الأنسب من بين المصادر المتاحة أمامها والمتمثلة ب:

1. إصدار أسهم عادية جديدة بقيمة 40 و. ن. للسهم العادي الواحد
2. إصدار أسهم ممتازة بقيمة اسمية قدرها 80 و. ن. للسهم الممتاز الواحد، ومعدل ربح قدره 6% سنوياً.

3. إصدار سندات عادية بقيمة اسمية قدرها 1000 و. ن. للسند وبمعدل فائدة 5% سنوياً.

علماً أن هيكل رأس المال في المنشأة يتكون مما يلي:

6000 000 و. ن. سندات بفائدة 4% سنوياً.

5000 000 و. ن. أسهم ممتازة بمعدل ربح قدره 5% سنوياً.

12000 000 و. ن. أسهم عادية (300000 سهم عادي).

2000 000 و. ن. أرباح محتجزة.

25000 000 و. ن. مجموع رأس مال المنشأة.

بلغت أرباح المنشأة في العام الماضي 3000000 و. ن. قبل اقتطاع الفوائد والضريبة، ومن

المتوقع أن تزداد الأرباح بعد فتح الخط الجديد بمعدل 25%، يبلغ معدل الضريبة على الأرباح = 50%.

المطلوب: حساب الربح بالسهم العادي الواحد مع بيان أفضل مصدر لتمويل الخط الإنتاجي.

أرباح العام الحالي:

$$3000000 \times 25\% + 3000000 = 3750000 \text{ و. ن.}$$

فوائد السندات الجديدة:

$$5000000 \times 5\% = 250000 \text{ و. ن.}$$

فوائد السندات القديمة:

$$6000000 \times 4\% = 240000 \text{ و. ن.}$$

فوائد السندات القديمة والسندات الجديدة في حال اعتمادها كمصدر للتمويل:

$$250000 + 240000 = 490000 \text{ و. ن.}$$

حصة الأسهم الممتازة الجديدة:

$$5000000 \times 6\% = 300000 \text{ و. ن.}$$

حصة الأسهم الممتازة القديمة:

$$5000000 \times 5\% = 250000 \text{ و. ن.}$$

حصة الأسهم الممتازة القديمة والجديدة في حال اختيارها كمصدر تمويلي:

$$300000 + 250000 = 550000 \text{ و. ن.}$$

عدد الأسهم العادية القديمة 300000 سهم عادي

عدد الأسهم العادية الجديدة $5000000 \div 40 = 125000$ سهم

عدد الأسهم العادية القديمة والجديدة = 425000 سهم

ربحية السهم العادي وفق أسلوب التمويل المختار			البيان
مصادر التمويل			
أسهم عادية	أسهم ممتازة	سندات	
3750000	3750000	3750000	الأرباح قبل اقتطاع الفوائد والضرائب
240000	240000	490000	فوائد السندات
3510000	3510000	3260000	الأرباح الخاضعة للضريبة
1755000	1755000	1630000	ضريبة دخل 50%
175500	1755000	1630000	أرباح صافية
250000	550000	250000	حصة الأسهم الممتازة
1505000	1205000	1380000	أرباح قابلة للتوزيع
425000	300000	300000	عدد الأسهم العادية
3.54 و. ن.	4.01 و. ن.	4.6 و. ن.	ربحية السهم العادي

حسب النتائج التي تم التوصل إليها يتضح بأن التمويل عن طريق إصدار السندات يحقق أفضل ربحية للسهم العادي، لذلك تختار المنشأة السندات كمصدر لتمويل الخط الإنتاجي الجديد.

الأسهم العادية والأسهم الممتازة:

تعد الأسهم العادية، و الأسهم الممتازة، والسندات من الأوراق المالية طويلة الأجل التي تصدرها منشآت الأعمال، وهي عبارة عن مصادر تمويل طويلة الأجل تستخدمها المنشآت لتمويل استثماراتها طويلة الأجل.

أولاً: الأسهم العادية:

يعد التمويل بالأسهم العادية من أهم مصادر التمويل طويلة الأجل التي تتبعها منشآت الأعمال، ويعد السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة دفترية، وتعتبر القيمة الاسمية عن

القيمة المدونة على قسيمة السهم والتي يكون منصوصاً عليها في عقد تأسيس المنشأة وقانونها، والقيمة الدفترية تتمثل في قيمة حقوق الملكية (مجموع رأس المال المساهم به عدا الأسهم الممتازة) مع الاحتياطيات والأرباح المحتجزة، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وهي قيمة السهم المسجلة فعلاً حسب السجلات المحاسبية للمنشأة، وتعتبر القيمة السوقية عن القيمة التي يباع بها السهم في السوق المالي، وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أدنى من القيمة الاسمية أو من القيمة الدفترية.

ومن حقوق حملة الأسهم العادية (المساهمون):

- 1 . نقل ملكية السهم بالبيع، أو بالتنازل في أي وقت.
- 2 . الحصول على نصيبه من الأرباح التي تقرر المنشأة توزيعها.
- 3 . الحصول على نسبة مساهمته في ملكية المنشأة بعدد ما يملكه من أسهم.
- 4 . الأولوية في الاكتتاب وشراء الأسهم العادية الجديدة.
- 5 . التصويت في الجمعية العمومية لانتخاب مجلس الإدارة، وحق التصويت على أي موضوع له علاقة بملكية المنشأة. كما يرتبط عدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر بقدرته على التأثير في قرارات المنشأة من خلال حقه في التصويت على تلك القرارات. كما يحق لحامل السهم العادي المساهمة بتعديل النظام الداخلي للمنشأة، أو اعتماد سياسة توزيع الأرباح من خلال حضوره الاجتماعات.
- 6 . منع المنشأة من القيام بأعمال معينة.
- 7 . مراقبة دفاتر المنشأة وحساباتها وفحصها.
- 8 . الحصول على جزء مما يتبقى من نتيجة التصفية بعد الوفاء بكل التزامات المنشأة ومن ضمنها دفع نصيب حملة الأسهم الممتازة.

ثانياً: الأسهم الممتازة:

يعد السهم الممتاز مستند ملكية له قيمة اسمية ودفترية وسوقية، تعبر القيمة الدفترية عن قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر المنشأة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة علماً أنه ليس للأسهم الممتازة نصيب في الاحتياطات والأرباح المحتجزة كما هو الحال بالنسبة للأسهم العادية، ولحملة الأسهم الممتازة أولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما يحق لهم الحصول على عائد سنوي يتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، وفي حال عدم تحقق أرباح للمنشأة في سنة ما، أو أنها احتجرت أرباحها، فلا يحق للمنشأة أن توزع الأرباح على الأسهم العادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة قبلهم على التوزيعات المستحقة لهم عن السنوات السابقة، كما لا يحق لحملة الأسهم الممتازة التصويت إلا في الحالات التي تعاني منها المنشأة من أزمات مالية كبيرة.

ويمكن تمييز الأنواع التالية للأسهم الممتازة:

1. الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

وهي الأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أوراق مالية أخرى حسب اختيار الحملة وتحت شروط منصوص عليها في القانون النظامي للمنشأة، وغالباً ما يتم تحويلها إلى أسهم عادية. ويتم إصدار مثل هذه النوع من الأسهم في فترات الركود الاقتصادي، لتشجيع المستثمرين على توظيف أموالهم في فترات الركود ومشاركة المساهمين العاديين الأرباح المحققة في فترات الازدهار.

2. الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح:

وهي الأسهم التي لها الحق في الحصول على كامل أرباحها في السنوات التالية إذا لم تكن الأرباح في سنة من السنوات كافية لدفع النسبة المحددة لها.

3 . الأسهم الممتازة المشاركة بأرباح المنشأة:

حيث يشارك أصحاب هذه الأسهم بالإضافة لنسبتهم المحددة من الربح أصحاب الأسهم العادية في أرباح المنشأة. أي بعد أن يحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم من الربح وفق النسبة المحددة لهم يتقاسم الأرباح المتبقية مع حملة الأسهم العادية.

4 . الأسهم الممتازة القابلة للاستهلاك:

يحق للمنشأة المصدرة للأسهم الممتازة استهلاك هذه الأسهم ورد قيمتها إلى أصحابها في الوقت الذي تريده، وغالباً ما تستهلك هذه الأسهم بقيمة أعلى من قيمتها الاسمية.

دوافع منشآت الأعمال لإصدار الأسهم الممتازة:

- 1 . عندما تهدف المنشأة إلى زيادة رأسمالها دون أن يتدخل أحد في قراراتها وإدارتها لأعمالها.
- 2 . تصدر المنشآت الأسهم الممتازة عندما لا تتمكن من إصدار السندات بسبب بلوغ الحد القانوني المسموح به، أي عندما تتجاوز نسبة المديونية، واحتمال أن تحدث السندات خللاً في هيكل رأس المال الأمثل.
- 3 . عندما لا تتمكن المنشأة من الحصول على قروض بسبب ضعف مركزها المالي وارتفاع مستوى مديونيتها.
- 4 . عندما تكون أسعار الفائدة السائدة في السوق مرتفعة.
- 5 . عند ارتفاع درجة مخاطر أعمال المنشأة بحيث لا تتمكن من الحصول على قروض.
- 6 . عندما تكون تكلفة الأسهم الممتازة أقل من تكلفة الأسهم العادية.