

آلية التمويل البنكي للمؤسسات من منظور المردودية المالية وأثر الرفع المالي

الأستاذ/ عادل بومجان (*)

الأستاذ/ قريشي محمد (**)

الملخص:

هناك من يتطرق إلى الوظيفة المالية من خلال مقاربتين ، مقارنة داخلية تركز على الميكانيزمات والآليات المالية، من خلالها يقوم المديرون الماليون بعملية التحليل، التوقع، مراقبة الآثار المالية للقرارات الاقتصادية والإستراتيجية بواسطة التشخيص المالي، اختيار الاستثمارات، كيفية التمويل وتسيير الخزينة والسيولة. أما المقاربة الخارجية تعتمد على ميكانيزمات الأسواق المالية والتي تقارن بين العوائد المحققة ودرجة المخاطرة فهذه المديرون الماليون تعظيم قيمة السهم وتدنية تكلفة رأس المال^(١).

كما أن هناك من المؤلفين من ينظر إلى هذه الوظيفة على أساس نوعين من القرارات وهما القرار الاستثماري سواء ارتبط بالجانب الاستغلالي أو الرأسمالي بالإضافة إلى القرار التمويلي المتعلق بكيفية المزج بين مختلف المصادر التمويلية.

وفي ظل التحولات التي يشهدها الاقتصاد الوطني سعيا لتحقيق التنمية المحلية في جميع القطاعات، ورغم العديد من الإصلاحات التي قامت بها للنهوض بالاقتصاد الوطني، إلا أن المؤسسات بقيت تعاني من عدة صعوبات لا سيما تلك المتعلقة بجانب التمويل والضمانات التي تفرضها البنوك عليها. ومن هذه الورقة سنحاول أن نبين آلية التمويل البنكي من منظور عاملين رئيسيين وهما المردودية المالية وأثر الرفع المالي.

(*) أستاذ مساعد - جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر - boumedjane2007@yahoo.fr
(**) أستاذ مساعد - جامعة محمد خيضر بسكرة - الجزائر - grichi_mohamed@yahoo.com

لهذا سوف نتطرق في البداية إلى دراسة التمويل من الناحية النظرية بتقديم مفاهيم حول التمويل وأهميته، ثم أنواعه والعوامل المحددة له، ومن ثم الدور الذي يلعبه اثر الرفع المالي في تعظيم ثروة المساهمين وهذا من خلال النقاط التالية:

١- الإطار النظري للتمويل.

٢- مصادر التمويل.

٣- آلية التمويل البنكي من منظور المرودية المالية وأثر الرفع المالي.

أولاً: الإطار النظري للتمويل

يعتبر التمويل البنكي من بين طرق التمويل التي تلجأ إليها المؤسسات التي تريد الاستفادة من مزايا التمويل الخارجي (اثر الرفع المالي) لتمويل احتياجاتها ونموها، أو التي تعاني من عجز مالي، بظهور هذه العملية اتسع نطاق المعاملات الاقتصادية وزادت حركة النشاط الاقتصادي، خاصة وأن هذه المعاملات أصبحت تتطلب رؤوس أموال على مستوى عالمي وما تفرضه تحديات العولمة المالية.

I- ١- ١- تعريف التمويل:

يعد التمويل أحد القرارات المالية الأساسية المتعلقة بمجموعة من الحقائق والأسس العلمية والنظريات التي تتعلق بالحصول على الأموال من مصادرها المختلفة، وحسن استخدامها من جانب الأفراد ومنشآت الأعمال والحكومات^(١) كما أن التمويل يأتي لتوضيح مسألة انتقال رؤوس الأموال من أماكن وفرتها إلى مكان احتياجها وتتم العملية من خلال مجموعة من الأطراف الماليين سواء كان ذلك في شكل بنوك أو شركات تمويل أو صناديق ادخار أو أسواق المال إلى غير ذلك (مؤسسات الفائض).

والتمويل يشمل أيضا الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرق، والحصول على المزيج الأفضل بينها في شكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المنشئة المالية^(٢). وعموما يمكن القول أن التمويل هو انتقال

رؤوس الأموال بين طرفين، الطرف الأول هو الذي تتوفر لديه رؤوس الأموال (أصحاب الفائض)، والطرف الثاني الذي يعاني من ندرة في رؤوس الأموال (أصحاب العجز)، وذلك لتمويل مشروع جديد أو توسيع الطاقة الحالية لنشاط المؤسسة (تمويل الاستثمار)، أو لمواجهة النفقات المتعلقة أساساً بتشغيل الطاقة الإنتاجية (تمويل الاستغلال).

I - ١ - ٢ - أهمية التمويل:

تحتاج المؤسسات إلى التمويل من أجل الحصول على التجهيزات ومواكبة جميع التطورات الحاصلة في محيطها (الإنفاق الرأسمالي)، ودفع أجور عمالها ومصاريف أخرى متنوعة (الإنفاق التشغيلي)، فهي تلجأ عند الحاجة إلى مصادر خارجية لسد عجزها سواء في الصندوق أو لتسديد الالتزامات، ومن هذا المنطلق يمكن القول أن للتمويل أهمية كبيرة تتمثل في^(٤):

- تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.
- تساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي تزيد بها التنمية الوطنية.
- يساهم في تحقيق هدف المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات.
- تدعيم سيولة المؤسسة وحمايتها من خطر العسر المالي.
- يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتحويل الدولي.
- يساهم في تحسين الوضع الاجتماعي خاصة بالنسبة للدول النامية.
- يساهم في بناء اقتصاديات الدول وخروجها من أزمة المديونية.

I - ٢ - أنواع التمويل والعوامل المحددة له :

هناك عدة أنواع للتمويل ، فهناك من يرى أن التمويل من حيث المدة الزمنية تنقسم إلى ثلاثة أنواع هي : تمويل قصير الأجل، متوسط الأجل، وآخر طويل الأجل ومنه من يرى أن عملية التمويل تنقسم إلى نوعين أساسيين حسب مصدر الحصول

عليها وهما : تمويل ذاتي (داخلي) ، وتمويل خارجي ، أما من ناحية أخرى ينظر إليه من خلال غرضه (هدف التمويل) أي التمويل لغرض الاستغلال أو لغرض الاستثمار .

I - ٢ - ١ - أنواع التمويل :

يمكن تصنيف التمويل حسب المعايير التالية :

❖ من ناحية المدة الزمنية ، نميز فيها :

- تمويل قصير الأجل : يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال أو شراء بعض احتياجات الاستغلال الدورية اللازمة في العملية الإنتاجية ، وهذا في الحالات العادية لسير نشاط المؤسسة . (عادة مرتبطة بدورة الاستغلال)

- تمويل متوسط الأجل : ينشأ هذا التمويل عن تلك العمليات التي تتطلب استعمال للأموال لفترة تتراوح بين سنتين وخمس سنوات قبل استردادها ك شراء آلات ومعدات بالنسبة للمشروعات الفلاحية^(٥) .

- تمويل طويل الأجل : ينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لإجراء تحسينات ذات صبغة الاستثمار كتوسيع سلاسل الإنتاج وإنشاء مؤسسات صناعية وغيرها من العمليات تؤدي إلى زيادة إنتاجية الوحدة المستثمرة في المدى البعيد والتي تزيد فترة احتياجاتها التمويلية عن خمس سنوات فما فوق (استثمار رأسمالي) .

❖ من ناحية مصدر الحصول على الأموال : هناك نوعان من المصادر هما :

- تمويل ذاتي (داخلي) : وهو يعبر عن الارتباط المباشر بين مرحلة التجميع ومرحلة الاستخدام بما يتضمنه ذلك من وحدة مصادر الاستخدام ، وأهم صور هذا التمويل بالنسبة للمشروعات هو تمويل ذاتي وإليه تلجأ غالبية المؤسسات الخاصة ، كما يمكن للمؤسسات العامة أن تتبعه وتتمتع حينئذ باستقلال مالي ومصادر ذاتية .

- تمويل خارجي : هنا يلجأ لتمويل المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض، سندات، أسهم) لمواجهة احتياجاتهم المالية.

- من ناحية الغرض الذي يستخدم لأجله التمويل : هناك نوعان :

- تمويل الاستغلال : يتمثل في استغلال الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساساً بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها ، كنفقات شراء المواد الخام أو دفع أجور العمال وما على ذلك من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي تشكل في مجموعها أوجه الإنفاق .

- تمويل الاستثمار : يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي تترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كإقتناء الآلات والتجهيزات وإقامة محطات لتربية الحيوانات واستصلاح الأراضي، وما من ذلك من العمليات التي تترتب عنها .

I - ٢-٢ - العوامل المحددة لأنواع التمويل :

يختلف الهيكل المالي للمؤسسات فبعضها يعتمد بشكل رئيسي على الأموال الذاتية لتلبية احتياجاته المالية، في حين يعتمد الآخر إلى حد كبير على الأموال المقترضة والبعض قد يختار أمراً وسطاً بين ذلك .

هذا الأمر يضعنا أمام تساؤل حول الأسباب التي تؤدي إلى وجود هذه الاختلافات في تركيبة الجانب الأيسر في ميزانية المؤسسات من حيث طبيعة المصدر التمويلي المستعمل فيها كما يضعنا أمام تساؤل حول العوامل التي يحدد في ضوءها المصدر الأنسب للتمويل، والجواب على الشق الأول أن هذه الاختلافات هي نتيجة لعدة عوامل متنازعة تتراوح بين ظروف المؤسسة نفسها والحالة الاقتصادية وكذا تنافسيتها وتنافسية القطاع الذي تنشط فيه، وتوفر الأنواع المختلفة من الأموال وتركيبية موجوداتها، أما بخصوص العوامل التي تتحدد على ضوءها أنواع الأموال المناسبة للمؤسسة فيمكن ذكرها فيما يلي^(١) :

١- الملاءمة بين طبيعة المصدر وطبيعة الاستخدام (التوازن المالي للمؤسسة) :

القاعدة العامة في التمويل هو أن يتم تمويل الموجودات الثابتة من مصادر التمويل طويلة الأجل كأموال الملكية أو قروض طويلة الأجل، أما المصادر قصيرة الأجل فهي ملاءمة لتمويل الاستخدامات قصيرة الأجل، وتعتبر عملية الملائمة بين طبيعة المصادر وطبيعة الاستخدامات عملية ضرورية لإيجاد ارتباط بين التدفقات النقدية المتوقعة الحصول عليها من الأصول الممولة، وتسديد الالتزامات الناشئة عن اقتناء هذه الأصول، فالأصول الثابتة مثلاً تقدم خدماتها لفترات زمنية طويلة، وعن طريق استخدام هذه الخدمات وبيع المنتجات يتوقع أن تحصل المؤسسة على فائض من التدفق النقدي والمتمثل في الأرباح المحققة مضاف إليها إهلاك الموجودات الثابتة نفسه، وعندما تكون مثل هذه الفوائض لا تكفي لسداد قيمة الموجودات الثابتة الممولة خلال فترة مالية واحدة، وجب ترتيب الوفاء بالديون المرتبطة بها على عدة فترات مالية بشكل يتناسب مع حجم الفوائض النقدية المحققة نتيجة حيازتها، وهي غالباً ما تكون نسبة قليلة من هذه الأصول الثابتة.

وعامل الملاءمة يقضي أيضاً بتمويل احتياجات المؤسسة القصيرة الأجل من المصدر قصير الأجل لأن تحويلها بواسطة مصدر طويل الأجل يتعارض مع هدف الربحية، لأنه قد لا يكون باستطاعة المؤسسة إعادة الأموال إلى المقرضين عند استحقاقية الديون، وتوفر الفوائض النقدية لديها في الوقت المناسب بسبب استعمالها في احتياجات أخرى أي كقاعدة يجب أن تكون درجة سيولة عنصر من عناصر الأصول أكبر من أو تساوي درجة استحقاقية المصدر التمويلي.

٢- العائد : يمكن للمؤسسات تحسين العوائد التي تحققها عن طريق الإقتراض بكلفة أقل من العائد المحقق على الموجودات (مردودية الأصول)، ومن أهم المزايا التي يحققها التمويل عن طريق الإقتراض أنه ثابت التكلفة (في الحالات التي تكون تكلفة الإقتراض فيها أقل من كلفة العائد على الموجودات فقط) لتحسين العائد على حقوق أصحاب المؤسسة (المردودية المالية)، بشكل أفضل من ما لو كانت عمليات المؤسسة ممولة جميعها من قبل أصحابها دون اقتراض، أما إذا كانت كلفة الإقتراض

أعلى من العائد المحقق على الموجودات فإن نتائج الرفع المالي ستكون عكسية حيث سينخفض العائد على حقوق المالكين (رفع مالي سلبي).

٣- الخطر: ويرتبط بطبيعة النشاط الذي تمارسه المؤسسة والظروف الاقتصادية التي تدخل فيها ويتوجب على المؤسسة أن تعتمد على المزيد من رأس المال في الحالات التي تكون مخاطر التشغيل المرتفعة بدلا من الاعتماد على الاقتراض لأن عدم انتظام حجم النشاط سيؤثر على المؤسسة في خدمة دينها، وعندما تواجه المؤسسة الفشل تتهدد مصالح المالكين أكثر من غيرهم في استفاء حقهم عند تصفية المؤسسة.

٤- الإدارة والسيطرة: بقاء سيطرة المالكين الحاليين على المؤسسة من العوامل التي تلعب دورا بارزا في تخطيط مصادر التمويل، لهذا السبب كثيرا ما نجد المالكين المسيطرين يفضلون التمويل عن طريق الاقتراض وإصدار الأسهم الممتازة بدلا من إصدار الأسهم العادية، لأن الدائنين العاديين والممتازين كلهم لا يملكون السيطرة بصورة مباشرة، لأنهم لا يملكون التدخل في الإدارة، ومثل هذا الأمر لا يمكن أن يحدث باستمرار، لأن التوسع في الاقتراض قد يؤدي إلى ارتفاع مديونية المؤسسة وعجزها عن القيام بخدمة دينها وإفلاسها، لذا سيكون من الأفضل تفادي الإفلاس بالتضحية بجزء من السيطرة عن طريق زيادة رأس المال ودخول بعض الملاك الجدد.

٥- المرونة: وتعني قدرة المؤسسة على زيادة أو تخفيض الأموال المقترضة تبعا للتغيرات الرئيسية في الحاجة للأموال، كما تعني تعدد الخيارات المستقبلية المتاحة أمامها، خاصة إذا ما تعددت مصادر التمويل المتاحة بشأن الحصول على الأموال ويتيح توفر المرونة للمؤسسة ما يلي:

- إمكانية الخيار بين بدائل عديدة عندما تحتاج المؤسسة إلى التوسع أو الانكماش في مجموع الأموال التي تستخدمها.
- زيادة قدرتها على المفاضلة بين مصادر التمويل.
- كما قد تفقد المؤسسة مرونتها في الحالات التالية:

- إذا ازدادت التزاماتها، لأن الزيادة هذه تحد من القدرة على الاقتراض بشروط معقولة، بالرغم من توافر الأموال في الأسواق وقد لا تستطيع الاقتراض مطلقاً (يمكن الاستعانة بالعديد من النسب المالية).
- تقديم ضماناتها للقروض الأولى التي حصلت عليها يجعل من أية قروض جديدة تتطلب ضمانات وعدم توافر هذه الضمانات يحد من قدرتها على الاقتراض.

وتحتاج المؤسسة للمرونة عند التوسع وعند الانكماش، فإذا رغبت في التخلص من بعض الأصول واستعمال حصيلتها بتخفيض التزاماتها، فإن الأموال المقترضة تحقق لها هذه الميزة عندما يحين استحقاقها، وتتحقق لها هذه الميزة بشكل أفضل إذا كان هناك شرط يعطيها حق الدفع المسبق أو استدعاء الإسناد قبل موعدها.

٦- التوقيت: المقصود بالتوقيت هو تحديد الوقت الذي ستدخل فيه المؤسسة إلى السوق مقترضة لأجل الحصول على الأموال بأدنى تكلفة ممكنة وبأفضل الشروط، لكن حاجة المؤسسة إلى الأموال في بعض الأحيان قد تلغي قدرتها على التوقيت، إذ قد تضطر إلى الدخول إلى سوق الاقتراض على الرغم من عدم مناسبة التوقيت، وفي كل الأحوال يجب أن ينظر إلى التوقيت في إطار قدرة المؤسسة على قراءة الأسواق المالية والأحداث المتوقعة.

٧- معيار المديونية للصناعة: وهناك مستويات متعارف عليها لنسبة إجمالي الديون إلى صافي حقوق المساهمين لمختلف أنواع الصناعات، ويجب ألا تزيد المؤسسة في حجم مديونيتها عن الحجم المتعارف والمتفق عليه عموماً (هذا الحجم يختلف من نشاط إلى آخر)، لأن هذا ينبه الدائنين ويجعلهم يشكون في سلامة الموقف المالي للمقترض.

٨- الظروف الاقتصادية العامة: قد تشجع ظروف الرواج الاقتصادي على توسع المؤسسات في الاقتراض لتمويل عملياتها بدلاً من الاعتماد على زيادة رأس المال، لأن ظروف الرواج تعطي المؤسسات الثقة بقدرتها على خدمة دينها.

٩- حجم المؤسسة : حجم المؤسسة عامل في قدرتها على التوسع في الاقتراض ، فالمؤسسات ذات المصادر المالية الكبيرة وذات الحجم الواسع غالبا ما تتمتع بثقة مصادر التمويل أكثر من الثقة التي تتمتع بها المؤسسات الصغيرة .

١٠- التصنيف الائتماني للمؤسسة : هو عبارة عن رأي فني في ملاءمة المؤسسة المصنفة ، فكلما كان هذا الرأي ايجابيا زادت قدرة المؤسسة على زيادة مصادرها التمويلية سواء عن طريق الاقتراض أو زيادة رأس المال .

١١- نمط التدفق النقدي : المقصود بنمط التدفق النقدي هو الفترة الزمنية التي تنقضي على الاستثمار حتى يبدأ بتحقيق النقد من عملياته ، فالفترة الطويلة التي تنقضي حتى تبدأ المؤسسة بتحقيق النقد لها آثار سلبية على السيولة ، لكن يمكن تفادي هذا الأثر السلبي باختيار مصادر تمويل يتزامن وقت سدادها مع مواعيد دخول النقد إلى المؤسسة .

ومن أفضل مصادر التمويل من منظور السيولة رأس المال ، فبالإضافة إلى عدم الحاجة إلى إعادته كما هو الحال بالنسبة للاقتراض ، فإن بالإمكان تعديل الأرباح الموزعة حسب الظروف ، إذ يمكن أن تتراوح النسب الموزعة كرباح بين الصفر ونسبة معقولة ، بينما لو تم التمويل بواسطة قرض فإن دفعات الفائدة والأقساط ستشكل عبئا أكبر والتزاما لدفع هذه الالتزامات حتى ولو لم يتحقق أي عائد .

١٢- طاقة الاقتراض : قد يكون استعمال الدين لتمويل عمليات المؤسسة مواتيا للمؤسسة من الناحية الضريبية لأن الفائدة تشكل نفقة وتقطع من الدخل الخاضع للضريبة ، لكن قدرة المؤسسة على الاقتراض وتقديم الضمانات تحد من إمكانية الاستفادة من الاقتراض دون حدود .

ثانيا : مصادر التمويل :

بعد تناولنا أهم الصور أو الأشكال التي يمكن أن تظهر بها عملية التمويل التي تختلف باختلاف زوايا تصنيفها إلى المدة الزمنية والغرض التمويلي إضافة إلى أهم العوامل المحددة لهذه الأنواع ، سنتطرق فيما يلي إلى المصادر التمويلية المختلفة وهي المحددة للهيكل المالي للمؤسسات .

١ - مصادر التمويل قصيرة الأجل:

يعرف التمويل قصير الأجل على أنه عبارة عن التزامات دين تستحق في فترة زمنية قصيرة عادة ما تكون أقل من سنة، وتوجد عدة مصادر للتمويل قصيرة الأجل أهمها الائتمان التجاري والائتمان المصرفي والمتأخرات وكذلك الأوراق التجارية^(٧).

أ - الائتمان التجاري:

هو عبارة عن التسهيلات بالدفع التي يمنحها المورد للتاجر (المنشأة) عند قيام هذه الأخيرة بشراء بضاعة لإعادة بيعها أو شراء مواد خام لتصنيعها وبيعها، ويجب الإشارة هنا إلى أن البيع بالتقسيط لا يندرج ضمن الائتمان التجاري، لأن الهدف منه هو لغاية الاستهلاك النهائي وليس بهدف إعادة البيع، كما أن بيع الأصول الثابتة بكمبيالات يندرج ضمن الائتمان التجاري ويتخذ هذا الأخير شكل حساب جاري (الحساب المفتوح) أو شكل كمبيالة أو سند إذن، وجميع هذه الأشكال تمكن المشتري من أن يحصل من البائع على ما يحتاج إليه من بضاعة بصفة عاجلة مقابل وعد منه بسداد قيمتها في تاريخ آجل.

ويمكن فهم شروط الائتمان التجاري لو الممنا بالعوامل المحتملة التي ينطوي عليها وهي:

- حجم الخصم المسموح به (الخصم النقدي) وهو عبارة عن الخصم الذي يقدمه البائع للمشتري في حالة قيام هذا الأخير بسداد قيمة البضاعة خلال مدة زمنية معينة.
- الفترة الزمنية المستوجب السداد خلالها دون اكتساب الخصم النقدي.

ب - الائتمان المصرفي:

يتمثل في القروض المالية المختلفة التي يقدمها البنك لعملائه من المؤسسات التجارية والصناعية والخدمية، ونميز نوعين من القروض المصرفية كما يلي:

- القروض غير المكفولة بضمان: يقوم البنك بفتح اعتماد مالي معين لمشروع لمدة زمنية معينة، ويضع شرطين لفتح الاعتماد.

✓ الشرط الأول: ويعني أن البنك يطلب من المقترض أن يحتفظ في حسابه الجاري في البنك وذلك بنسبة مئوية تتراوح بين ١٠٪ و ٢٠٪ من قيمة الاعتماد.

✓ الشرط الثاني: هو وجوب قيام العميل بسداد قروضه مرة واحدة على الأقل مرة كل سنة، كما يشترط في بعض الأحيان على المدين الالتزام بإتباع سياسات مالية معينة طوال فترة القرض، كالحفاظ على درجة معينة من السيولة ونسبة اقتراض معينة.

• القروض المكفولة بضمان: هذا الضمان إما أن يكون شخص آخر أو أصل معين، كحسابات المدين، أوراق القبض، أو أي نوع من الأوراق المالية أو البضائع، والقاعدة هنا أن البنوك لا تمنح القروض لعملائها بالقيمة الكاملة للضمانات المقدمة، بل تحتفظ بنسبة من قيمة الضمان لتغطية الأخطار وانخفاض قيمته وقت الرجوع لأصحاب الدين.

ج - الأوراق التجارية:

وهي تمثل مختلف أنواع الأوراق ذات الأجل القصير، وتستخدم هذه الأخيرة في العمليات التجارية على أساس أنها شهادة دين تظهر بكل وضوح حقوق والتزامات كافة أطرافها، وبالتالي فإن هذه الأوراق التجارية تعتبر مصدرا هاما لتمويل العمليات الاقتصادية، وفيما يلي نذكر بعض أنواعها وهي:

← السند لأمر (الاذني): وهو ورقة أو صك يتعهد فيه المدين بأن يدفع مبلغا معينا مسجلا في السند بتاريخ معين لا يزيد عن ثلاثة أشهر لشخص آخر هو الدائن أو لحامل السند بصفة قانونية، ويتم انتقال السند من شخص لآخر من خلال تظهيره.

← سند الرهن: وهو سند يسلم للشخص الذي أودع سلعة في أحد المخازن العامة وهو يتكون من قسمين:

✓ قسم يثبت ملكية الشخص للسلعة.

- ✓ قسم يمكن أن يصبح وثيقة رهن أو بيع لمجرد تظهيره.
 - ↪ السفتجة (الكمبيالة): هي صك أو ورقة تتضمن أمراً من الدائن (صاحب الكمبيالة) إلى المدين (المسحوب عليه) بأن يدفع لشخص ثالث (المستفيد) في تاريخ معين أو قابل للتعين أو بمجرد الاطلاع مبلغاً معيناً.
 - ↪ الضمان الاحتياطي: قد يشك المستفيد من ذمة الساحب والمسحوب عليه، فيقدم الورقة التجارية إلى شخص آخر ليضمن له حقوقه أي يتعهد له بضمانه، تسمى هذه العملية بالضمان الاحتياطي.
 - ↪ سند الصندوق: إن سند الصندوق هو سند إذني صادر عن مؤسسات أو عن بنوك ليكتتب الأفراد فيه، وفيه يلتزم البنك أو المؤسسة التي قامت بإصداره بدفع قيمة السند إلى المكتتبين عند أجل الاستحقاق.
 - ↪ سندات الخزينة العامة: تصدر سندات الخزينة العامة ذات الأجل القصير عن الخزينة العامة، وهي عبارة عن أوراق لا تختلف عن الأوراق التجارية السابقة الذكر، إلا أن مصدرها هو الخزينة العامة عوض أن يكون مصدرها أحد البنوك أو إحدى المؤسسات.
- د - المتأخرات:
- تعتبر المتأخرات مصدراً من مصادر التمويل قصيرة الأجل، وتشمل كل من الأجور والضرائب المتأخرة، وهي تكاليف مستحقة غير مدفوعة، وبالتالي يمكن للمؤسسة أن تستفيد من هذه الأموال في استثماراتها قصيرة الأجل، وتزداد حجم هذه المتأخرات بزيادة حجم أعمال ومبيعات المؤسسة.
- وتمثل هذه المتأخرات مصدر تمويل عديم التكلفة، لأنها عبارة عن تكاليف مستحقة للغير ونظراً لكون ترتيبات إجراءات الدفع تقتضي التأخر في تسديدها، فكلما طالت فترة الدفع ازداد حجم الأموال الناتجة عن حسابات المتأخرات التي تستطيع المؤسسة استخدامها في عملية التمويل^(٨).

٢ - مصادر التمويل المتوسطة الأجل:

تلجأ المؤسسات إلى مصادر التمويل متوسطة الأجل لتمويل الجزء الدائم من استثماراتها في رأس المال العامل (المتداول)، وتمويل الإضافات على موجوداتها الثابتة (الأصول)، وسنتعرض إلى كل من هذه المصادر أكثر تفصيلاً فيما يلي:

أ - الائتمان الإيجاري (التمويل التاجيري):

لا شك أن الطرق التمويلية الكلاسيكية للاستثمارات تشكل عبئاً على المؤسسات المستثمرة، خاصة فيما يتعلق بالعبء المالي وطريقة تحميله، ولذلك ظهرت الحاجة إلى البحث عن طرق أخرى لتمويل الاستثمارات، يكون من أهم خصائصها تجنب عراقيل طرق التمويل السابقة، ويعتبر الائتمان الإيجاري فكرة حديثة ظهرت لتمويل الاستثمارات، وإن كانت هذه الطريقة لا تزال تحتفظ بفكرة القرض فإنها قد أحدثت تغييراً جوهرياً في طبيعة العلاقة بين الطرفين (المؤجر والمستأجر)، ولمعرفة ما لهذه الطريقة من مزايا والنتائج التي حققتها منذ ظهورها سنتعرض أولاً لمعرفة ماهية هذه الطريقة، بداية بتقديم تعريف للائتمان الإيجاري أو التمويل بالاستئجار.

• تعريف الائتمان الإيجاري وخصائصه :

✓ تعريف الائتمان الإيجاري: "هو أحد الخدمات التمويلية الحديثة، يقوم بموجبها بنك أو مؤسسة مالية أو شركة تأجير مؤهلة قانوناً لذلك، بوضع آلات ومعدات أو أية أصول مادية أخرى بحوزة مؤسسة مستعملة على سبيل الإيجار، مع إمكانية التنازل عنها في نهاية الفترة المتعاقد عليها ويتم التسديد على أقساط يتفق بشأنها الطرفين تسمى بثمن الإيجار أو دفعات الإيجار".

إذ أن توقيع العقد يعتبر بمثابة إقراض للأموال، فالمستأجر لا يقوم بدفع قيمة الأصل، لكنه يقوم بدلاً من ذلك بدفع مبالغ محددة في العقد، أي أنه كان بإمكان المستأجر اقتراض المبلغ كله لشراء الأصل واستخدام الأصل كما يشاء، لأنه أصبح ملكه ثم يقوم بدفع أقساط القرض وفوائده إلى البنك.

ويمكننا من خلال هذا التعريف استخلاص أن عملية التمويل بالاستئجار تتم بين طرفين متعاقدين ، الطرف الأول هو صاحب الأصل المستأجر ويسمى بالمؤجر ، أما الطرف الثاني فهو الطرف المستفيد من استئجار الأصل ويسمى المستأجر ، وتتم هذه العملية لمدة معينة تسمى بمدة الاستئجار وفق ثمن محدد يدعى بـ ثمن الإيجار .

✓ خصائص الائتمان الإيجاري : لعملية التمويل بالاستئجار عدة خصائص تميزها عن غيرها من مصادر التمويل متوسطة الأجل تتمثل في النقاط التالية :

- إن المؤسسة المستفيدة من هذا النوع من التمويل والتي تسمى بالمؤسسة المستأجرة غير مطالبة بإنفاق المبلغ الكلي للاستثمار مرة واحدة ، وإنما تقوم بالدفع على أقساط تسمى بدفعات الإيجار .
- إن ملكية الأصل أثناء فترة العقد تعود للمؤسسة المؤجرة ، وليس للمؤسسة المستأجرة وتستفيد هذه الأخيرة من حق الاستعمال فقط .
- في فترة العقد تتاح للمؤسسة المستأجرة ثلاثة خيارات هي :
 - طلب تجديد عقد الإيجار وفق شروط يتفق عليها مجددا ، وتستفيد مرة أخرى من حق استعمال الأصل دون ملكيته .
 - الشراء النهائي للأصل بالقيمة المتبقية المنصوص عليها في العقد .
 - الامتناع عن تجديد العقد أو شراء الأصل ، وبالتالي انتهاء العلاقة القائمة بينهما وتقوم بإرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة^(١) .

ب - قروض المدة «قروض متوسطة الأجل»:

عادة ما يتم سداد هذه القروض بصورة منتظمة على مدار عدد من السنوات مثل عمر القرض وعادة ما يكون آجال استحقاق هذه القروض تتراوح ما بين سنة وسبع سنوات ، الأمر الذي يعطي للمقترض الاطمئنان بتوفر التمويل ، ويقلل من أخطار إعادة التمويل أو تجديد القرض قصير الأجل وعادة ما تكون هذه القروض مضمونة بأصل معين ، أو بأي نوع من أنواع الضمانات الأخرى ، ويمكن الحصول على مثل هذه القروض من مصارف التمويل المتوسطة وطويلة الأجل ، إضافة إلى شركات

التأمين حيث يمثلان المصدر الرئيسي لهذه القروض ويتم تسديد هذه القروض وفق معدل فائدة يتحدد على ضوء مستوى أسعار الفائدة في السوق على أقساط تسمى بأقساط السداد .

ومن خصائص القروض المتوسطة الأجل أن فترة السداد التي ذكرناها بين سنة وسبع سنوات وكذلك الضمان حيث تطلب البنوك وشركة التأمين ضمان يتراوح بين ٣٠٪ و ٦٠٪ من قيمة القرض وكثيرا ما يمنح المقرض امتيازات معينة للمقترض، فمثلا يعطي له الأولوية في شراء الأسهم العادية حيث تم إصدارها، ولكن إذا قام المقترض بالإسراع في السداد فإنه يتحتم عليه أن يدفع غرامة مالية تتراوح بين ٨٪ و ١٠٪ من أصل الدين المتبقي وعادة بسبب طول فترة القرض، ومن بين هذه الضمانات النص على حد أدنى معين من نسبة التداول التي يمكن لمنشأة المقترض أن تحصل عليها خلال فترة القرض المتوسط الأجل .

٣ - مصادر التمويل طويلة الأجل:

تتعد مصادر التمويل الطويلة الأجل مثلها مثل باقي المصادر الأخرى إلا أن الفارق الرئيسي بينها هو الفترة الزمنية التي تحددها وتتمثل هذه المصادر في العناصر التالية :

أ - الأسهم العادية : عبارة عن حصة في رأسمال الشركة المساهمة العامة المصدرة لهذه الأسهم والقيمة الاسمية تمثل القيمة المدونة على متن السهم وهي لا تعني بالضرورة سعر شراء السهم، وفي العادة تكون الأرباح الموزعة تمثل نسبة من القيمة الاسمية للأسهم العادية، وتمنح الأسهم العادية حاملها حقا في الملكية النهائية للشركة ويتبع ذلك تحمل مخاطر أعمال الشركة وفقا لنسبة المساهمة فيها . وفي حالة تصفية الشركة لا يحق لحملة الأسهم العادية المطالبة بحقوقهم في قيمة التصفية للشركة إلا بعد تسوية مطالبات الغير وحملت الأسهم الممتازة وتعد الأسهم العادية مصدر تمويل دائم .

تحدد حقوق حاملي الأسهم العادية في أي شركة مساهمة بموجب قوانين الدولة المانحة للترخيص، تحسین هذه الشركة وأیضا بموجب نصوص عقد تأسيسها

- ١ - حقوق حاملي الأسهم العادية : وهي نوعان جماعية وفردية :
 - الحقوق الجماعية : وهي مجموعة الحقوق التي تملكها الهيئة العامة للمساهمين وهي تضم كل من يحمل سهما لهذه المنشأة :
 - حق تعديل عقد تأسيس الشركة بعد موافقة الجهة الحكومية المختصة .
 - حق وضع وتعديل النظام الداخلي للشركة
 - حق تفويض إدارة الشركة في بيع الأصول الثابتة
 - حق تغيير حجم الأسهم العادية المصرح بها
 - حق إصدار الأسهم الممتازة والسندات والأوراق المالية الأخرى .
 - الحقوق الفردية : وهي الحقوق التي يتمتع بها المساهم الفرد وتضم :
 - حق الإشراف في الأرباح وذلك ففي حالة تحقيق ربح واتخاذ قرار بتوزيع الأرباح
 - الحق في حضور اجتماعات الجمعية العمومية
 - الحق في التصويت حيث يقوم حاملت الأسهم العادية بالتصويت على أية قرارات تخص مستقبل المنشأة مثل انتخاب أعضاء مجلس الإدارة أو توسيع الشركة أو الحصول على تمويل خارجي وغيرها ، ومن الجدير بالذكر أن لكل مساهم أصوات بقدر الأسهم التي يمتلكها
 - حق الأولوية بالاكتتاب ويسمى أحيانا "حق الشفعة" ويعني أن للمساهمين في الشركة الأولوية في شراء الأسهم العادية الجديدة التي تطرحها الشركة وذلك بهدف المحافظة على مركز المساهم في المنشأة والمحافظة على نصيبه في الإحتياطات والأرباح الغير موزعة
 - حق ملكية الأسهم وذلك بتداول الأسهم بيعا وشراء في السوق المالي
 - حق المشاركة في موجودات الشركة عند تصفيتها وذلك بعد دفع حصة الدائنين وحصة حاملت الأسهم الممتازة
 - حق الحصول على شهادة بأسهمه في الشركة

- حق الإطلاع على حسابات الشركة
- مسؤولية المساهم محدودة بمقدار مساهمته في رأس المال .
- ٢- القيم المختلفة للسهم العادي: وهي :
 - القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على السهم والمنصوص عليها في عقد الشركة ونظامها الداخلي .
 - القيمة الدفترية: وهي السهم كما يظهر في دفاتر الشركة وسجلاتها ويمكن التعبير عنه رياضيا بالعلاقة التالية :

القيمة الدفترية للسهم	حقوق الملكية
	عدد الأسهم العادية المصدرة
• القيمة السوقية: وهي القيمة التي تحددها قوى السوق المتمثلة في العرض والطلب وتتميز هذه القيمة بالتغير من وقت لآخر وفي العادة تزداد القيمة السوقية للسهم كلما حققت الشركة نجاحات في مستوى إنتاجها ومبيعاتها وكلما انتظمت الشركة في توزيع الأرباح وتنامت هذه الأرباح باستمرار، وكلما وزعت الشركة أرباحا جيدة على المساهمين بالمقارنة مع الشركات الأخرى وأيضاً تزداد القيمة السوقية للسهم كلما كانت هناك مؤشرات مستقبلية لتقدم الشركة وتطورها . • القيمة التصفوية: وهي قيمة السهم في حالة تصفية الشركة أي بيع موجوداتها وتصفية أعمالها، وفي حالة التصفية يتم سداد دائن الشركة ثم حملت الأسهم الممتازة والباقي يقسم على المساهمين العاديين . • القيمة حسب العائد: وهي القيمة التي تمثل قيمة السهم الحقيقي وفي العادة تستند هذه القيمة إلى العائد المراد تحقيقه من قبل المستثمر .	

٣- مزايا الأسهم العادية:

- ليس لها تكاليف ثابتة مقارنة بالسندات والأسهم الممتازة حيث تستطيع الشركة احتجاز الأرباح بما يحقق مصلحة المنشأة وفي حالة عدم تحقيق أرباح فليس لحامل أسهمها الحق بمطالبتها .

- ليس لها تاريخ استحقاق
- زيادة الأسهم العادية تزيد من الثقة الائتمانية للمنشأة وزيادة قدراتها على الاقتراض
- سهولة تسويق الأسهم العادية بالمقارنة مع أدوات الدين .
- ٤- كما يؤخذ على الأسهم العادية:
 - زيادة عدد المالكين في المنشأة يؤدي إلى التأثير على المالكين «كبار المساهمين»
 - انخفاض العائد على السهم عند زيادة عدد الأسهم
 - ارتفاع كلفة الإصدار
 - تخضع أرباحها الموزعة للضريبة
- ٥- تقويم الأسهم العادية كمصدر من مصادر التمويل:
 - من وجهة نظر الشركة المصدرة للأسهم هي عبارة عن مزايا وعيوب هذه الأسهم.
 - من وجهة النظر الاجتماعية تعد الأسهم العادية من مصادر التمويل المرغوب فيها من طرف المجتمع لأنها تجعل منشآت الأعمال التي تكون الجزء الرئيسي للاقتصاد اقل عرضة للضرر الناجم عن الانخفاض في المبيعات والمكاسب، وبما أن التمويل بالأسهم العادية لا يتضمن نفقات ثابتة فإن انخفاضاً في أرباح الشركة يجبر هذه الشركة على إعادة التنظيم أو إعلان بالإفلاس.
 - وبالرغم من ذلك يتضمن التمويل عن طريق الأسهم العادية بعض النتائج قد تكون غير مرغوبة من وجهة النظر الاجتماعية وبالتالي ترتفع تكلفة رأس المال المملوك ، وهذا بدوره يؤدي إلى ارتفاع تكلفة إجمالي رأس المال وبالتالي يؤدي إلى انخفاض في استثمارات الاقتصاد وهذا الانخفاض في الاستثمار يسبب بدوره اتساعاً في الكساد ولكن من ناحية أخرى ترتفع أسعار الأسهم فتؤدي إلى انخفاض في تكلفة

رأس المال وهذا يؤدي بدوره إلى الارتفاع في مستوى استثمارات شركات الأعمال الذي يؤدي بدوره إلى الزيادة في التوسع الاقتصادي وربما إلى التضخم النقدي.

ب - الأسهم الممتازة :

تعرف الأسهم الممتازة على إنها حصة في رأسمال الشركة لها نسبة أرباح ثابتة إلا أن الشركة غير ملزمة بدفع قيمة هذه الأرباح في حالة تحقيق خسائر وسميت بالأسهم الممتازة لأن لهذه الأسهم امتيازاً (أولوية) في الحصول على قيمتها - في حالة التصفية - قبل الأسهم العادية ، كما لها امتيازاً في الحصول على أرباحها قبل الأسهم العادية .

١ - أنواع الأسهم الممتازة : هناك ثلاثة أنواع وهي :

- الأسهم الممتازة غير مجمعة الأرباح : وفي هذا النوع من السهم الممتازة يؤدي عدم قيام الشركة بتوزيع الأرباح إلى ضياع حقهم في أرباح هذه السنة وليس لهم حق المطالبة به في السنة التالية .
 - الأسهم الممتازة المجمعة الأرباح : وهي عكس النوع الأول فإنه يحق لحملت هذا النوع من الأسهم الحصول على الأرباح في السنة التالية في حالة عدم توزيع أرباح هذه السنة
 - الأسهم الممتازة القابلة للتحويل : وهذا النوع من الأسهم يعطي حامله حق تحويله إلى عدد معين من الأسهم العادية وذلك بنسبة متفق عليها مسبقاً
- #### ٢ - أسباب إصدار الأسهم الممتازة : وهي كالآتي :

- زيادة موارد الشركة المالية من خلال ملاءمة هذا النوع من الاستثمار مع المستثمرين الذين لا يرغبون في تحمل المخاطر
- المتاجرة بالملكية أي استعمال أموال الآخرين بتكاليف ثابتة
- استعمال أموال الآخرين دون إشراكهم في الإدارة

٣- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة:

- من وجهة نظر الشركة المصدرة للأسهم:

➤ المزايا: وهي كالآتي:

- إن عدم دفع عوائد الأسهم الممتازة لا يؤدي إلى إفلاس الشركة.
- عوائد الأسهم الممتازة محددة بنسب معينة لذلك ففي حالة تنامي (زيادة) أرباح الشركة لا تشارك في هذه الأرباح المتنامية وتقتصر أرباحها على النسبة المحددة والتي تكون نسبة من قيمتها الاسمية.
- إن إصدار الأسهم الممتازة لا يضعف المركز التنافسي لحملة الأسهم العادية (كبار المساهمين) لأنه ليس لحملة الأسهم الممتازة حق التصويت.
- تحسين الصورة الائتمانية للشركة المصدرة في حالة رغبتها في الحصول على قروض.
- تقلل احتمالات تأثر الشركة المصدرة بالأوضاع الاقتصادية ففي أوضاع الكساد لا ترتب الأسهم الممتازة التزامات ثابتة على الشركة كما في حالة السندات، كما أن الشركة غير ملزمة بتوزيع عوائد في حالة تحقيق خسائر.

➤ العيوب:

- ارتفاع تكلفتها بالمقارنة مع السندات نظرا لعدم تمتع أرباحها الموزعة بالميزة الضريبية
- إذا نص عقد الشركة على أرباح متراكمة لها يؤدي ذلك إلى ارتفاع تكلفة هذا النوع من التمويل.

- من وجهة نظر المستثمر:

➤ المزايا:

- تحقيق عائد ثابت.
- لها الأولوية بالحصول على قيمتها عند التصفية.

- لها الأولوية بالحصول على الأرباح قبل الأسهم العادية .
- تناسب المستثمرين المتجنبين للمخاطرة .
- ➡ العيوب :
- محدودية الدخل .
- لا يمكن الرجوع عليها قضائيا في حالة عدم توزيع الأرباح على حملتها .
- يشارك حملة الأسهم الممتازة بالأرباح المحتجزة مما يؤدي إلى انخفاض القيمة الدفترية للسهم وانخفاض قيمته السوقية .
- ج- الأرباح المحتجزة:

هي عبارة عن ذلك الجزء الفائض القابلة للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها في السنوات السابقة أو السنة الجارية ولم يدفع في شكل توزيعات وبقي لإعادة الاستثمار وهذه الأرباح تظهر في الميزانية ضمن عناصر حقوق الملكية، وبالتالي تعتبر أحد مصادر التمويل الذاتي، فبدلا من توزيع كل فائض المتحقق على المساهمين قد تقوم بتجنيب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة، يطلق عليها اسم الاحتياطي لغرض تحقيق هدف معين مثل احتياطي إعادة سداد القروض أو تجديد الآلات والمعدات أو احتياطي عام.

عناصر الأرباح المحتجزة: هناك عدة عناصر تتوفر في الأرباح المحتجزة نذكرها فيما يلي :

- ١- الاحتياطي القانوني: هو الحد الأدنى من الاحتياطي الذي لابد للشركة من تكوينه، يحدده القانون بنسبة معينة من الأرباح، ويستخدم هذا الاحتياطي في تغطية خسائر الشركة وزيادة رأس المال، ويجوز للجمعية العمومية أن تقرر توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كأرباح على المساهمين يعتبر هذا الاحتياطي في حكم رأس المال من حيث كونه ضمانا لدائني الشركة ومن ثم فإنه لا يجوز للشركة التصرف فيه أو توزيعه على المساهمين إلا طبقا لما ورد في هذا القانون

٢- الاحتياطي النظامي : يتم إنشاء هذا الاحتياطي طبقا للنظام الأساسي للشركة إذا اشترط تجنيب نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام ولا تستطيع الشركة العدول عن تكوين هذا الاحتياطي ما لم يعدل نظام الشركة، كذلك لا يجوز استخدام هذا الاحتياطي في غير الأغراض المخصص لها إلا بقرار من الجمعية العمومية للشركة .

٣- الإحتياطات الأخرى : ينص قانون الشركات على انه يجوز للجمعية العامة عند تحديد نصيب الأسهم كالأرباح الصافية أن تقرر تكوين احتياطات أخرى وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الأماكن على المساهمين .

يتضح مما سبق مدى أهمية سياسة توزيع الأرباح نظرا لأنها السياسة التي تحدد مصير واتجاه الأرباح التي تحققها الشركة، فتحدد مقدار التوزيعات على الملاك وبالتالي تحديد مقدار الأرباح التي سيتم حجزها داخل الشركة .

ورغم أن هذه الأخيرة يكون للجمعية العمومية للمساهمين من منطلق مسؤولياتها والتي منها اعتماد سياسة توزيع الأرباح التي يقترحها مجلس الإدارة إلا أن هذا التوزيع المقترح في حقيقته يعتبر من المشاكل الجوهرية للمدير المالي والذي يتعين عليه أن يخطط له تخطيطا رشيدا مع باقي إدارات الشركة، بما يحقق أهداف الشركة نفسها لصالح المساهمين فيها في وقت واحد .

د -القروض طويلة الأجل:

ينشأ من الطلب على الأموال اللازمة لإجراء تحسينات ذات صبغة الاستثمار كاستصلاح الأراضي وبناء أو إنشاء مؤسسات صناعية وغيرها من العمليات تؤدي إلى زيادة إنتاجية الوحدة المستثمرة في المدى البعيد والتي تزيد فترة احتياجاتها التمويلية عن خمسة سنوات فما فوق (استثمار رأسمالي) قروض طويلة الأجل

ثالثاً: آلية التمويل البنكي من منظور المرودية المالية وأثر الرفع المالي:

بعد أن تطرقنا إلى مفاهيم نظرية حول التمويل وأنواعه وكذا مختلف العوامل المؤثرة فيه بالإضافة إلى المصادر التمويلية، سواء ارتبطت بالتمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة، الأموال الخاصة) أو بالتمويل الخارجي من مختلف المؤسسات المالية المانحة للقروض سواء بطريقة مباشرة أو باللجوء إلى الوساطة المالية (التمويل غير المباشر)، من هذا المنطلق يمكن أن نتكلم عن مفهوم أساسي في الإدارة المالية ألا هو الهيكل المالي.

٣-١ - مفهوم الهيكل المالي:

إن قرار التمويل يتعلق بتحديد هيكل التمويل الأمثل لاستثمارات المؤسسة، لذلك وجب علينا التمييز بين مفهومين للبنية المالية (الهيكل المالي)^(١٠):

حيث إن الأول: مفهوم هيكل التمويل يتعلق بكيفية تمويل إجمالي الأصول (موجودات أو استثمارات) المؤسسة أي نتكلم عن الجانب الأيسر من الميزانية وهو الخصوم والمتمثلة أساساً في المجموعة الأولى من الأموال الخاصة والمجموعة الخامسة الديون.

أما المفهوم الثاني: وهو هيكل رأس المال المرتبط بمصادر التمويل الطويلة الأجل (أو ما يعرف أيضاً بالأموال الدائمة في الميزانية المالية) كالديون طويلة الأجل والأسهم الممتازة وكذا العادية والأرباح المحتجزة.

يمكن أن نستخلص من قرار التمويل كيفية المزج بين مصدرين أساسيين للتمويل وهما: التمويل بالأموال الخاصة (حقوق الملكية) من خلال إصدار الأسهم العادية، أو الأرباح المحتجزة والتمويل بالديون عن طريق الاقتراض المصرفي القصير أو الطويل الأجل وبإصدار سندات الدين كما أن هناك مصدراً آخر ألا وهو الأسهم الممتازة التي تجمع بين خصائص الأسهم العادية والدين ولأنها لا تستحق (أبدية) فهي شبيهة بالأسهم العادية كذلك بالديون لكونها تحقق معدل ربح ثابت ولها

الأولوية بعد الديون في الحصول على أرباح الشركة وعلى القيمة التصفوية لها في حالة الإفلاس .

من خلال هذا الطرح للهيكل المالي تتبادر في أذهاننا العديد من الأسئلة التي يمكن إثارتها ك:

- إلى ماذا نلجأ في تمويلنا للأصول (الاستثمارات) هل بالأموال الخاصة أو بالديون؟
 - إذا ما أخذنا بعين الاعتبار قاعدة التوازن المالي التي تنص على أنه يجب تمويل الأصول الثابتة بالأموال الدائمة والأصول المتداولة بالديون قصيرة الأجل، ومن منطلق هيكل رأسمال المرتبط بالأموال الدائمة، كيف يتم المزج بين الأموال الخاصة والديون طويلة الأجل؟
 - هل هناك شروط معينة تحكم هذه الهياكل إذا ما أخذنا بعين الاعتبار كيفية المزج ومدى اللجوء إلى الاستدانة أو ما يعرف بأثر الرفع المالي .
 - بأي نسبة يتم التمويل والمزج بين الأموال الخاصة والديون (الاستقلالية المالية) .
- تقودنا هذه الأسئلة إلى محاولة التعرف على بعض المفاهيم الأساسية في الإدارة المالية والتي لها علاقة بقرار التمويل وأهم المؤشرات التي تحكمه كمفهوم أثر الرفع المالي، العلاقة بين أثر الرفع المالي والعائد على حقوق المساهمين (الأموال الخاصة) أو ما يعرف أيضا بالمر دودية المالية (La rentabilité financière) وكذا المر دودية الاقتصادية والتي نهدف من دراستها إلى تعظيم ثروة المساهمين من جهة وكذا المؤشرات التي ترتبط بمفهوم المخاطرة سواء كانت الاقتصادية (التشغيلية) أو المالية وأثرها على الهيكل المالي خصوصا والقرار التمويلي عموما لهذا سوف نبين مفهوم الرفع المالي وعلاقته بالقرار التمويلي .

٣-٢- مفهوم الرفع المالي:

نعني بالرفع المالي استعمال المؤسسة للديون في الهيكل المالي بهدف زيادة العائد على حقوق المساهمين (ما يعرف أيضا بمر دودية الأموال الخاصة أو المر دودية

المالية) ذلك لأن الديون تعد كمصدر اقل تكلفة نسبيا ، وهذا إذا ما أخذنا التوفير الضريبي الناجم عن طرح الفائدة على الديون ضمن التكاليف مما يؤدي إلى تخفيض الربح الخاضع للضريبة ودفع ضرائب أقل ، والسبب الرئيسي لكون الديون مصدراً أقل تكلفة كذلك هي أنها أقل خطراً من أدوات الملكية (الأموال الخاصة) من وجهة نظر المستثمرين في الأسواق المالية، فالاستثمار في سندات الدين يعتبر اقل خطراً من الاستثمار في الأسهم العادية كون الأولى تدفع معدلاً ثابتاً ولها الأولوية على أرباح الشركة وعلى القيمة التصفوية في حالة الإفلاس ، وبما أن العائد المطلوب على الاستثمار هو علاقة طردية مع خطر الاستثمار الذي له علاقة بالخطر التشغيلي أو ما يعرف أيضاً بالخطر الاقتصادي التابع لطبيعة أنشطة المؤسسة أي الخطر الناجم عن التذبذب في نشاط المؤسسة والمعبر عنه برقم أعمالها ويقاس بواسطة تباين توزيع احتمالات معدل الربحية .

أما الخطر المالي فهو عبارة عن الخطر الإضافي الذي تتحمله المؤسسة نتيجة لجوئها إلى التمويل عن طريق الديون ، فبالتحديد تمثل مجموع الديون الخطر المالي في المؤسسة للأعباء المالية (خدمة الدين) كما هو للسداد تبعاً لموعد الاستحقاق ، وبهذا يأتي الخطر المالي ليرتبط بالأداء المنخفض والسيئ ، حينما تكون النتائج المحققة ضعيفة إلى جانب الاعتماد على المديونية^(١١) .

فإذا كانت ظروف السوق رابحة وعلى استعداد لتقبل المزيد من المبيعات (نمو) زادت حاجة المؤسسة إلى تمويل دائم جديد لذلك (لزيادة الطاقة الإنتاجية ، سلسلة إنتاج أخرى) فتزيد المؤسسة من الأموال الدائمة برفع قيمة القروض طويلة الأجل للاستفادة من فرصة ربح جديدة فالأرباح سوف تزيد مادام ارتفاع الإيرادات من المبيعات هو أكبر من ارتفاع عبء الفوائد على القروض مع باقي التكاليف وتسمى هذه العملية بأثر الرفع المالي أو المتاجرة بأموال المساهمين^(١٢) ، لكن هذه القروض تمثل تكلفة ثابتة لا يتأثر بارتفاع أو انخفاض إيرادات المؤسسة من المبيعات ، ففي ظل الظروف السيئة فإن التمادي في الاقتراض قد يؤدي إلى الالتهام الكلي لهذه الأرباح وهو ما يسمى ب : تبخر الأرباح ويمكن أن نعبر عنه رياضياً بمستوى معين

في منطقة التمويل بالأموال الخاصة قبل نقطة التعادل التمويلية وماليا أين تكون المر دودية الاقتصادية أقل من نسبة الفائدة .

يمكن إيضاح ذلك من خلال شكل بياني يمكن استعراضه فيما بعد ، بعد أن نأخذ مثلاً عملياً نبين فيه مدى تأثير الرفع المالي في الهياكل المالية على المردودية المالية تبعاً لمستويات الأداء المحققة المعبر عنها نتيجة الاستغلال (*résultat d'exploitation*) باستثناء المصاريف المالية أو ما يعرف أيضاً بالمصطلح الإنجليزي EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*) أي العائد قبل الفوائد والضرائب وهي عبارة عن نتيجة الاستغلال ❖ قبل الفوائد والضرائب (*Bénéfice avant impôts et frais financiers*) .

إن الرفع المالي يكون بقياس نسبة الديون الإجمالية إلى إجمالي الأصول في الهيكل المالي أو البنية المالية للمؤسسة ، وما دمنا نتكلم عن هيكل رأسمال فإن الديون التي سندرسها فقط الديون طويلة الأجل كما أن إجمالي الأصول سوف يأخذ مجموع الأموال الخاصة+ الديون طويلة الأجل ولتسهيل الحسابات سوف نأخذ قيمة المصاريف المالية (*Frais financiers*) تساوي إلى قيمة الفوائد ID والمعبر عنها بضرب نسبة الفائدة (i) في قيمة الديون طويلة الأجل (D) .

مثال : إذا كانت هياكل رأسمال لثلاث مؤسسات A, B, C محددة بمجموع الميزانية = ١٠٠٠,٠٠٠ دج كما يلي :

الوحدة: دج

الهيكل	نسبة الرفع المالي	الديون طويلة الأجل	الأموال الخاصة
A	٠%	٠	١٠٠٠,٠٠٠
B	٥٠%	٥٠٠,٠٠٠	٥٠٠,٠٠٠
C	٧٥%	٧٥٠,٠٠٠	٢٥٠,٠٠٠

إذا افترضنا أن هذه المؤسسات سوف تحقق ثلاث مستويات من الأداء مستوى سيئ، متوسط وآخر جيد والمعبر عنه نتيجة الاستغلال قبل المصاريف المالية والضرائب :

(EBIT) = ٢٠.٠٠٠ ، ١٠٠.٠٠٠ ، ١٨٠.٠٠٠ ، على الترتيب ، كما أن نسبة الفائدة على الديون = ١٠٪ والضريبة على الأرباح = ٥٠٪ ، سنبين تأثير الرفع المالي لهذه الهياكل من حيث عائد السهم (Bénéfice par action) مع العلم أن قيمة السهم العادي الواحد = ١٠٠٠ دج ، وكذلك من حيث المردودية المالية حيث أن أحسن هيكله مالية هي للمؤسسة التي تحقق أكبر عائد للسهم (نسبة النتيجة الصافية على عدد الأسهم المعبرة لمجموع الأموال الخاصة) ، أو التي تحقق أكبر مردودية مالية كما تحسب عدد الأسهم بالعلاقة بين الأموال الخاصة على قيمة السهم العادي الواحد .

الجدول التالي يبين المردودية المالية عند مستويات EBIT :

الوحدة : دج	مستويات العائد قبل الفوائد والضرائب			البندان
180.000	100.000	20.000	المؤسسة A	الرفع المالي = 0 %
90.000	50.000	10.000	الضرائب : ٥٠ %	الفوائد ID = 0
90.000	50.000	10.000	النتيجة الصافية	
1000	1000	1000	عدد الأسهم N	
90	50	10	عائد السهم (EPS)	
٩ %	٥ %	١ %	المردودية المالية RF	المؤسسة B
			الرفع المالي = 50 %	
50.000	50.000	50.000	الفوائد ID	
65.000	25.000	—	الضرائب	
65.000	25.000	(30.000)	النتيجة الصافية	
500	500	500	عدد الأسهم N	
130	50	(60)	عائد السهم EPS	
١٣ %	٥ %	(٣ %)	المردودية المالية RF	

180.000	100.000	20.000	البيان
			المؤسسة C
			الرفع المالي = 75%
75.000	75.000	75.000	الفوائد ID
52.500	12.500	—	الضرائب:
52.500	12.500	(55.000)	النتيجة الصافية
250	250	250	عدد الأسهم N
210	50	(220)	عائد السهم EPS
21%	5%	(22%)	المردودية المالية RF

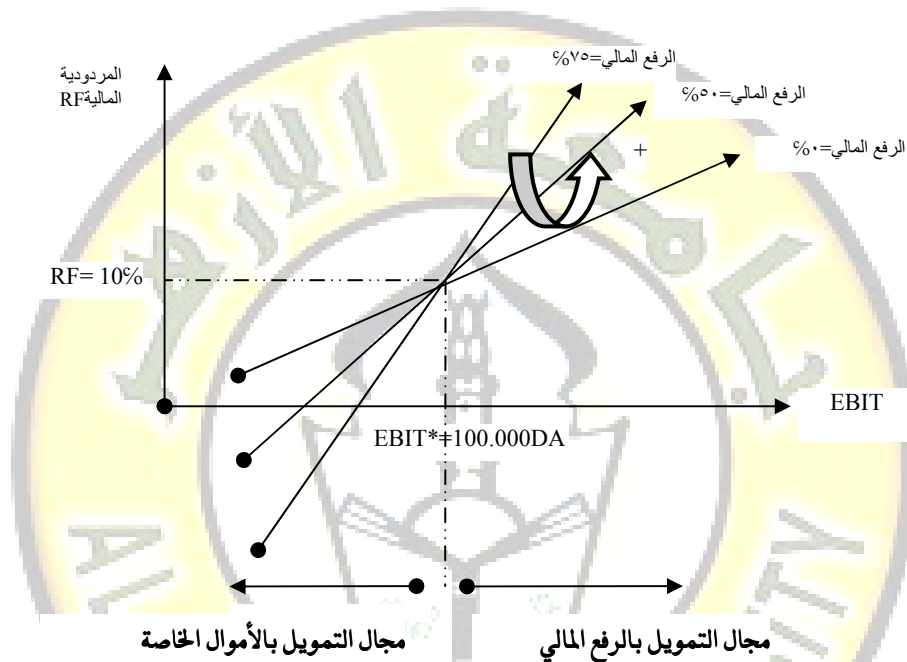
من خلال هذه الحسابات لعائد السهم والمردودية المالية، على اختلاف الهياكل المالية تبعا لمستويات الأداء المختلفة للعائد قبل المصاريف المالية والضرائب، والتي هي في الحقيقة عبارة عن معدل مردودية الأصول، نصل إلى مجموعة من الملاحظات وهي:

- ❖ بغض النظر عن الهيكل المالية للمؤسسات فإن عائد السهم والمردودية المالية تزداد بازدياد النتائج المحققة.
- ❖ في مستوى الأداء $Ebit = 100.000$ ، نجد أن عائد السهم والمردودية المالية يبقى قيمة ثابتة في مختلف الهياكل للمؤسسات A, B, C على الرغم من زيادة الرفع المالي.
- ❖ في المستوى المالي: $Ebit = 20.000$ نجد أنه كلما زدنا في الرفع المالي كلما أثر ذلك سلبيا على المردودية المالية وعائد السهم.
- ❖ في المستوى $Ebit = 180.000$ نلاحظ أنه كلما زدنا في الرفع المالي كلما زاد أكثر عائد السهم وكذا المردودية المالية.

وللوصول إلى نتائج معبرة أكثر سوف برسم المنحنى البياني لمختلف هذه المؤسسات الذي يدرس تطور عائد السهم أو المردودية المالية بدلالة مستويات الأداء من النتائج Ebit التي هي عبارة عن معدل معين لمردودية الأصول (قبل

الفوائد والضرائب) التي تساوي نسبة نتيجة الاستغلال إلى إجمالي الأصول (المعبر عنها بالأموال الخاصة+ الديون طويلة الأجل) أي ٢٪، ١٠٪، ١٨٪، على الترتيب.

المنحنى البياني: أثر الرفع المالي



- من خلال هذا المنحنى البياني الممثل للمردودية المالية بدلالة معدل مردودية الأصول (العائد على مجموع الأصول) يبين لنا هذه النتائج الهامة:
- في مستوى $Ebit = 10.000$ أو معدل العائد على مجموع الأصول = ١٠٪ (العائد قبل الفوائد والضرائب/ مجموع الأصول) تبقى المردودية المالية ثابتة = ٥٪ في جميع هياكل المؤسسات الثلاثة على اختلاف نسب الرفع المالي
- تزداد المردودية المالية بزيادة نسبة الرفع المالي أكثر بعد هذا المستوى $Ebit = 100.000$

• تنخفض المرد ودية المالية وكذا عائد السهم أكثر بزيادة الرفع المالي قبل مستوى $Ebit=10.000$ أو معدل المرد ودية الاقتصادية = ١٠٪.

من خلال هذه النتائج الهامة التي توصلنا إليها سنقوم باسقاطها مع بعض المفاهيم المالية المتعلقة بمفهوم نقطة التعادل التمويلية (نقطة عدم الاهتمام) والمردودية المالية وكذا المردودية الاقتصادية والتي لها علاقة بالرفع المالي وأثره على هيكل رأس مال المؤسسات.

٣-٣. مفهوم نقطة التعادل التمويلية: (عدم الاهتمام)

نقطة التعادل التمويلية هي عبارة عن مستوى من المبيعات الذي يؤدي إلى ذات الأرباح بالسهم (عائد السهم) بغض النظر عن طريقة التمويل^(١٢)، أي في هذه النقطة لا يهمنا نسبة الرفع المالي سواء زادت أو انخفضت أو كانت معدومة، و يبقى عائد السهم والمردودية المالية ثابتة لكنه مرتبط بمستوى من رقم الأعمال الذي يحدد مستوى معين للنتائج قبل الفوائد والضرائب $Ebit$ وتكون في هذه النقطة العلاقة التالية محققة :

معدل العائد على مجموع الأصول (معدل الهامش على الأصول) = نسبة الفائدة (i)
 ♦ حيث إن العائد على مجموع الأصول = (نتيجة الاستغلال قبل الفوائد والضرائب) / مجموع الأصول

ولو حسبنا هذا المعدل في مستوى النتائج، $Ebit = 100.000$ نجد أن :

$$\text{معدل العائد على مجموع الأصول} = \frac{100.000}{1000.000} = 10\% = \text{نسبة الفائدة } (i)$$

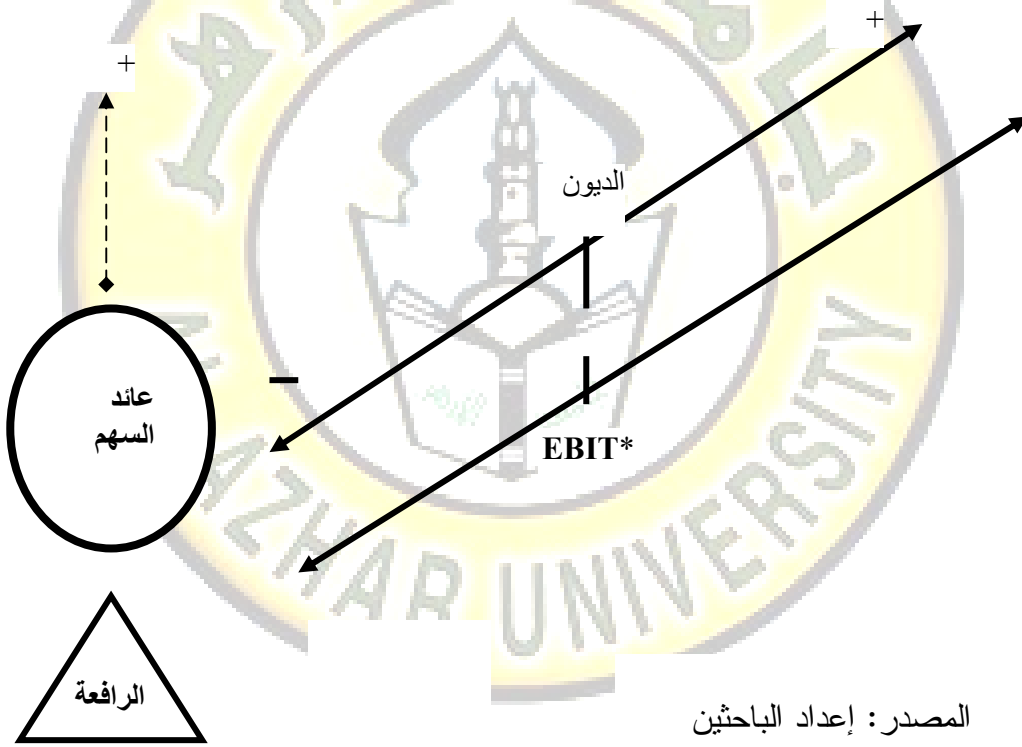
لذلك بقيت المردودية المالية وكذا عائد السهم ثابتا في مختلف هياكل رأسمال المؤسسات C, B, A .

٤. مفهوم أثر الرفع المالي وعلاقته بالمر دودية المالية والاقتصادية:

عرفنا أن الرفع المالي عبارة عن الأثر الناجم عن استخدام الديون بهدف رفع ربحية المساهمين أو تعظيم ثروة المساهمين فهو نتاج المرونة المكافأة المخصصة لرأس المال الخارجي (الديون) فإذا كانت مرد ودية الأصول تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة

للمقرضين يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين^(١٤)، وهنا نتحدث عن أثر رفع مالي موجب أما إذا كانت المردودية الاقتصادية غير كافية من أجل تغطية التكاليف تنخفض مردودية المساهمين (المردودية المالية) ويصبح هنا أثر رفع مالي سالب.

أي أننا عندما نقارن مردودية الأموال الخاصة (المالية) والمردودية الاقتصادية نجد أن الفرق يعود إلى أثر الهيكل المالي ومنه نعرف الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية بأنه أثر الرفع المالي (أثر الرافعة).
ويمكننا رسم الشكل التالي الذي يوضح هذا الأثر:



المصدر: إعداد الباحثين

أي يتجلى هذا الأثر الإيجابي (الزيادة أكثر في الديون) في هيكل رأس المال، وتلجأ المؤسسة إلى زيادة نسبة الرفع المالي أكثر في مستوى النتائج Ebit والتي يشترط أن تكون أكثر من $EBIT^*$ (التعادل التمويلية)

حيث إن :

$$\text{مجموع الأصول} \times \text{نسبة الفائدة} = \text{EBIT}^*$$

(انطلاقاً من تساوي المردودية الاقتصادية مع نسبة الفائدة)، أو ما يعرف بمجال التمويل عن طريق القروض أما إذا كانت Ebit التي تحققها المؤسسة أقل من Ebit* يكون لهذا الأثر أثر سلبي وتكون في مجال التمويل بالأموال الخاصة.

- المردودية المالية (RF) : عرفنا أن المردودية المالية هي مردودية الأموال الخاصة وهي تساوي إلى نسبة النتيجة الصافية على الأموال الخاصة، وهي تهتم بإجمالي أنشطة المؤسسة وتدخل في مكوناتها كافة العناصر والحركات المالية، أما المردودية الاقتصادية فهي تهتم بالنشاط الرئيس وتستبعد النشاطات الثانوية وذات الطابع الاستثنائي، حيث تحمل في مكوناتها عناصر دورة الاستغلال ممثلة بنتيجة الاستغلال ومجموع الأصول :
- المردودية الاقتصادية (RE) :

النتيجة الصافية + المصاريف المالية

$$\frac{\text{النتيجة الصافية + المصاريف المالية}}{\text{الأصول}} = \text{المردودية الاقتصادية}$$

ولكن إذا ما أخذنا بعين الاعتبار المردودية الاقتصادية^(١٥) من وجهة نظر المساهمين يمكن أن نأخذ العلاقة التالية للمردودية الاقتصادية :

نتيجة الاستغلال بعد الضرائب

$$\frac{\text{نتيجة الاستغلال بعد الضرائب}}{\text{الأموال الخاصة + الديون طويلة الأجل}} = \text{RE}$$

يمكن أن نعبر عن العلاقة التي تربط بين المردودية المالية وأثر الرفع المالي والمردودية الاقتصادية كما يلي :

$$\text{نعلم أن النتيجة الصافية (RN) : RN} = (\text{Rex} - \text{ID}) (1 - \text{T})$$

حيث إن نتيجة الاستغلال: R_{ex}

للحصول على المردودية المالية R_F نقسم R_N على الأموال الخاصة (E)

$$R_F = \frac{R_N}{(R_{ex} - E)} = \frac{(R_{ex} - ID)(1-T)}{E} \quad \text{نضرب}$$

$$R_F = \frac{R_{ex}(1-T)}{E+D} = RE \quad \text{بالتعويض بقيم}$$

$$= \frac{R_{ex}(E+D)}{(E+D) \cdot E} - \frac{ID(E+D)}{(E+D) \cdot E} (1-T)$$

إذا ما أخذنا النتائج بعد الضريبة:

$$= \left(\frac{R_{ex}}{(E+D)} + \frac{R_{ex} \cdot D}{(E+D) \cdot E} - \frac{ID}{E} \right) (1-T)$$

$$R_F = \left[RE + RE \left(\frac{D}{E} - i\% \right) \right] (1-T)$$

إذن: المردودية المالية =

$$\left(\frac{D}{E} \right) (المردودية الاقتصادية - نسبة الفائدة)$$

أي الصيغة النهائية:

$$R_F = RE + (RE - i\%) \left(\frac{D}{E} \right)$$

بين معدل المردودية الاقتصادية ونسبة الفائدة هو الذي يحدد أثر الرفع المالي مضروباً في الديون على الأموال الخاصة
 ❖ من خلال العلاقة الأخيرة: يمكن أن نوضح مختلف الحالات التالية: مع الأخذ بعين الاعتبار التحاليل السابقة كما يلي:

أثر رفع مالي موجب	أثر رفع مالي حيادي	أثر رفع مالي سالب
$RE > i\%$	$RE = i\%$	$RE < i\%$
$RF > RE$	$RF = RE$	$RF < RE$
$Ebit^* < Ebit$	$Ebit = Ebit^*$	$Ebit^* > Ebit$
مجال التمويل بالديون	نقطة التعادل التمويلية	مجال التمويل بالأموال الخاصة

في الأخير، نستطيع أن نخلص إلى نتيجة هامة في القرار التمويلي وآلية التمويل من منظور المردودية المالية، وأثر الرفع المالي بدلالة المردودية الاقتصادية وتكلفة الاستدانة (المصاريف المالية) مفادها أن مردودية الأصول عندما تتجاوز التكاليف المالية المدفوعة عن القروض يكون هذا الفائض في فائدة المساهمين وكذا زيادة ربحية السهم العادي الواحد وهذا بعد مستوى محدد للنتائج يسمى بنقطة التعادل التمويلية وهو المحدد لمستوى أدائها، تنافسيتها وكذا استراتيجيتها التسويقية، المحيط الاقتصادي أو الحالة الاقتصادية العامة، معدلات الفائدة....

ومن أجل تحقيق تنمية شاملة عموماً واقتصادية بالخصوص وجب الأخذ بعين الاعتبار مختلف العوامل المؤثرة على تنافسية المؤسسات في ظل تحديات العولمة وتكنولوجيات الإعلام والاتصال وما أفرزته من تحديات على تنافسية المؤسسات كالعولمة المالية التي ترتبط بالتدفقات النقدية على المستوى العالمي والبحث عن التمويل بأقل تكلفة ودرجة مخاطرة وفي الوقت المناسب.

قائمة المراجع

- 1- J.Y. Saulquin et C.H. Darcimoles. Gestion financière. Epreuve n:04. ED: Vuibert. Paris .p 05.
- ٢ - فرد ويتون يوجين برجام. التمويل الإداري. الجزء الثاني. دار المريخ للنشر. الرياض. سنة ١٩٩٣. ص. ١٦.
- ٣ - هشام محمد الزغبى. الإدارة والتحليل المالي. دار الفكر للنشر والطباعة والتوزيع.. عمان. سنة ٢٠٠٠. ص. ١٧.
- ٤ - جميل أحمد توفيق. أساسيات الإدارة المالية. دار النهضة العربية. بيروت. بدون سنة نشر. ص. ٣٤٠.
- ٥ - المرجع السابق نفسه. ص. ٣٤١.
- ٦ - مفلح محمد عقل. مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي. دار المستقبل للنشر والتوزيع. عمان. لأردن. الطبعة الثانية. سنة ٢٠٠٠. ص. ١٨٢.
- ٧ - المرجع السابق نفسه. ص. ١٨٤ - ١٨٥.
- ٨ - الطاهر لطرش. تقنيات البنوك. ديوان المطبوعات الجامعية. الجزائر. بدون سنة نشر. ص. ٧٤.
- ٩ - المرجع السابق نفسه. ص. ٧٨ - ٧٥.
- ١٠ - محمد أيمن عزت الميداني. الإدارة التمويلية في الشركات. ط: ٣. مكتبة العبيكان. الرياض. ١٩٩٩. ص. ٥٩٣.
- ١١ - السعيد فرحات جمعة. الأداء المالي لمنظمات الأعمال. دار المريخ للنشر والتوزيع. السعودية ٢٠٠٠. ص. ٣١٦ - ٣١٧.
- ١٢ - مبارك لسوس. التسيير المالي. ديوان المطبوعات الجامعية. الجزائر. ٢٠٠٤م. ص. ١٦٥.
- ١٣ - محمد أيمن عزت الميداني. مرجع سابق ص: ٦٠٥.
- ١٤ - يوسف قريشي - إلياس بن ساسي. التسيير المالي. ط: ١. دار وائل للنشر. عمان الأردن. ٢٠٠٦. ص. ٢٦٨.
- 15- Josette Peyrard. Analyse financière. 8em Edition. ED: Vbuibert. Paris. 1999.p:179.