الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة سطيف1

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

Ministry of Higher Education and Scientific Research

UNIVERSITY - SETIF 1

Faculty of Economics.Commerce and Management

قسم علوم التسيير

محاضرات في مقياس إدارة مصادر التمويل

مدعمة بأمثلة وتمارين محلولة

مطبوعة بيداغوجية موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر إدارة مالية

إعداد الدكتور: معيزة مسعود أمير

تاريخ اعتماد المطبوعة: 2023/2022

محتوى المادة

البرنامج الوزاري حسب عرض التكوين

مقدمة

مختلف مصادر التمويل

التمويل بواسطة الأموال الخاصة

-زيادة الأموال الخاصة

التمويل بواسطة الديون

التمويل بواسطة أشباه الأموال الخاصة

-التحكيم بين الأموال الخاصة و الاستدانة

-المقاييس المفسرة لهيكل رأس المال

مقدمة

تعريف موجز بالمقياس وأهدافه ولمن توجه المطبوعة

يهتم مقياس ادارة مصادر التمويل بدراسة واحدة من اهم وظائف الإدارة المالية في المؤسسات والمتمثلة في تحديد التوليفة الملائمة لمصادر التمويل.

يهدف المقياس إلى تمكين الطالب من معرفة مختلف مصادر التمويل وإدارتها في ظل التوفيق بين العائد والمخاطر.

هذه المطبوعة موجهة في الاساس الى طلبة السنة الثانية ماستر ادارة مالية. كما يمكن الاستفادة منها من طرف طلبة تخصص مالية ومحاسبة.

مكتسبات قبلية وبعدية

تعريف المتطلبات المسبقة والمخرجات التعليمية

المعارف المسبقة المطلوبة: تسيير مالي، تحليل مالي، مالية المؤسسة، ادارة مالية، محاسبة، جباية المؤسسة، تشخيص مالي.

المعارف المكتسبة: معرفة مختلف مصادر التمويل المتاحة للمؤسسة خصائصها وتقدير تكلفتها، التعرف على مختلف المحددات الخاصة بالمفاضلة بين مختلف مصادر التمويل، الالمام بأهم النظريات المفسرة للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة.

قائمة الجداول

نموذج مخطط التمويل 5
أمثلة عن تكلفة السحب على المكشوف في بعض البنوك الفرنسية 9
مخطط مبسط لعقد تحويل الفاتورة..... 10
نسبة التمويل الذاتي / استثمارات الاستغلال للمؤسسات الفرنسية خلال الفترة 2005 -2014..... 24
جدول توزيع النتيجة والاحتياطات للسنة ن- 1 29
الاقتراض وأثر الرفع المال..... 103
الاقتراض المخاطر المالية..... 105
حساب القيمة السوقية للمؤسسة..... 115

قائمة الأشكال

سياسة التمويل المثالية 4
سياسة التمويل المحافظة. 4
سياسة التمويل الجريئة 4
دورة تمويل الاحتياج في راس المال العامل..... 8
أهمية قدرة التمويل الذاتي..... 25
مكونات الأرباح القابلة للتوزيع..... 30
علاقة تكلفة التمويل عن طريق الاصدار بالمخاطر النظامية 37
حالات الاختلاف في سعر الاصدار او التسديد والسعر الاسمي..... 63
شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت 89
اوجه التشابه بين حق الاكتتاب وقسيمة الاكتتاب في الأسهم..... 93
اوجه الاختلاف بين حق الاكتتاب وقسيمة الاكتتاب في الأسهم..... 93
العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حسب مدخل صافي الربح..... 116
العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات..... 116
العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي 117
العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الإفلاس..... 122
العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الافلاس والوكالة..... 123

المراجع العربية

- الزبيدي محمد حمزة. (2006). أساسيات الادارة المالية. عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع.
- إلياس بن ساسي، و يوسف قريشي. (2006). التسيير المالي الإدارة الملية دروس وتطبيقات. عمان: دار وائل للنشر والتوزيع.
- حنيفة بن ربيع، عبد الحميد حسياني، و بوعلام صالحي. (2013). الواضح في المحاسبة المالية وفقا SCF والمعايير الدولية الجزء الثاني. الجزائر: منشورات كليك.
- حنيفة بن ربيع، عبد الحميد حسياني، و بوعلام صالحي. (2015). الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية الجزء الاول. الجزائر: منشورات كليك.
- سعد عبد اللطيف أحمد. (2000). التأجير التمويلي الطبعة الأولى. القاهرة: دار الفجر للنشر والتوزيع.
- شيحة خميسي. (2010). التسيير المالي للمؤسسة. الجزائر: مطبعة دار هومه.
- عبد الرحمان عطية. (2014). المحاسبة المعمقة وفق لنظام المحاسبي المالي الطبعة الثانية. برج بوعريريج.
- محمد أمين عزت الميداني. (1999). الادارة التمويلية في الشركات. الرياض: مكتبة العبيكان.
- محمد علي ابراهيم العامري. (2010). الإدارة المالية المتقدمة. عمان: اثراء للنشر والتوزيع.
- مليكة زغيب، و ميلود بوشنقير. (2017). التسيير المالي حسب البرنامج الرسمي الجديد. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- منير ابراهيم هندي. (2000). الادارة المالية مدخل تحليلي معاصر. الاسكندرية: المكتب العربي الحديث.
- نبيل بوفليح. (2019). دروس وتطبيقات في التحليل المالي. الجزائر: ديوان المطبوعات الجامعية.
- يوسف بومدين، و فاتح ساحل. (2016). تيسير التسيير المالي للمؤسسة. لبجزائر: دار بلقيس.

المراجع الأجنبية

- Armand, D. (1999). Manuel de gestion - Volume 2. Paris: Collectif Ellipses.
- Banque de France. (Février 2016). la situation des entreprises en 2014, Bulletin de la Banque de France n°203. Paris: Banque de France.
- Encyclopædia Universalis . (2022, 08 25). AUTOFINANCEMENT. Récupéré sur www.universalis.fr: https://www.universalis.fr/encyclopedie/autofinancement/1-la-definition-de-l-autofinancement/
- Florence, D.-D., Delahaye, J., & Le Gallo, N. (2019). DCG 6 Finance d'entreprise - Manuel - Réforme 2019-2020. Paris: Dunod.
- Pierrat, C. (1996). La politique financière de l'entreprise. Paris: La Découverte.
- Pierre, V., Yann, L., & Pascal, Q. (2015). finance d'entreprise. Paris: DALLOZ.
- SERRA, M. (2022, 08 20). La subvention d'investissement : définition, obtention et imposition. Récupéré sur L-Expert-comptable.com: https://www.l-expert-comptable.com/a/529702-la-subvention-d-investissement.html#:~:text=La%20subvention%20d'investissement%20est,a%20aucune%20obligation%20de%20remboursement.
- Topsacalian, P., & Teulié, J. (1997). Finance. 2ème édition. Paris: Vuibert.
- Vizzavona, P. (2004). Gestion financiere, 9 eme édition. Alger: BERTI.

الفهرس

الفصل الأول مختلف مصادر التمويل 1
القرارات المالية..... 2
سياسات التمويل..... 3
مصادر تمويل المؤسسات..... 6
التمويل قصير الأجل..... 7
أمثلة الفصل الأول..... 12
حلول أمثلة الفصل الأول..... 17

الفصل الثاني التمويل بواسطة الأموال الخاصة..... 23
التمويل الذاتي..... 23
الرفع في رأس المال..... 31
التنازل عن الاستثمارت..... 36
أمثلة الفصل الثاني..... 40
حلول أمثلة الفصل الثاني..... 50

الفصل الثالث التمويل بواسطة الديون..... 60
القروض البنكية..... 61
القروض السندية..... 62
لقرض الايجاري..... 65
أمثلة الفصل الثالث..... 70
حلول أمثلة الفصل الثالث..... 76

الفصل الرابع التمويل بواسطة أشباه الأموال الخاصة..... 87
الحسابات الجارية للشركاء..... 87
شهادات الاستثمار..... 88
سندات المساهمة..... 89
السندات القابلة للتحويل الى أسهم..... 91
السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم..... 92
أمثلة الفصل الرابع..... 95
حلول أمثلة الفصل الرابع..... 97

الفصل الخامس التحكيم بين الأموال الخاصة والاستدانة..... 99
التحكيم على أساس القواعد المالية..... 99
التحكيم على أساس الموازنة بي العائد والمخاطرة 102
محددات أخرى للتحكيم بي الأموال الخاصة والاستدانة..... 106
أمثلة الفصل الخامس..... 108
حلول أمثلة الفصل الخامس..... 110

الفصل السادس المقاييس المفسرة لهيكل رأس المال..... 114
أمثلية الهيكل المالي..... 114
الفرضيات..... 114
حالة عدم وجود ضريبة..... 115
حالة وجود ضريبة..... 118
حالة وجود تكلفة الإفلاس..... 122
حالة وجود تكلفة الوكالة..... 123
أمثلة الفصل السادس..... 124
حلول أمثلة الفصل السادس..... 127

الفصل 01

مختلف مصادر التمويل

1. القرارات المالية
2. سياسات تمويل المؤسسة
3. مصادر تمويل المؤسسات
4. التمويل قصيرة الأجل

إن التنوع في مصادر تمويل المؤسسة يبرز الأهمية والدور الاستراتيجي للإدارة المالية لتكوين الهيكل المالي الذي يضمن لها تمويل كل احتياجاتها الاستثمارية والتشغيلية بالحجم الملائم وبأقل تكلفة ممكنة الأمر الذي سينعكس إيجابيا على القيمة السوقية المؤسسة.

ومهما كانت مصادر التمويل المكونة للهيكل المالي للمؤسسة فهي تنقسم حسب معيار الملكية إلى ثلاثة أصناف الأموال الخاصة والأموال المقترضة وشبه الأموال الخاصة.

التحدي الذي يواجه المدير المالي يتمثل في تحديد نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي التي تسمح بتعظيم قيمة المؤسسة وهذا على اعتبار أن الأموال المقترضة تمثل أهم مصدر مالي لتمويل الاحتياجات الاستثمارية.

كما يجب الاشارة في مقدمة هذه المحاضرة الى ان التمويل بالاقتراض يعتبر من مصادر التمويل ذات التكلفة المنخفضة مقارنة بالتمويل عن طريق الإصدار، لهذا قد نجد أن المؤسسة تتوسع في استخدام الأموال المقترضة لتمويل احتياجاتها نظرا لانخفاض معدل العائد المطلوب من طرف المقرضين مقارنة بما يطلبه المساهمين.

من جانب آخر على المدير المالي أن يكون يقضا لما سيترتب عليه التوسع في استخدام الأموال المقترضة من آثار سلبية على القيمة السوقية للمؤسسة حيث من شأنه أن يزيد من المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة بشكل قد يؤدي إلى احتمال الإفلاس في المستقبل بالإضافة إلى انخفاض قيمتها السوقية بالتبعية.

لهذا تسعى إدارة مؤسسة لتكوين مزيج تمويلي من خلال الموازنة بين العائد والمخاطرة. بحيث يتم استخدام مصادر تمويل منخفض التكلفة بدرجة متوازنة مع ما ستتحمله مؤسسة من مخاطر التذبذب في العوائد المتاحة للملاك.

ملاحظة

هذا في ظل ثبات العوامل الأخرى المؤثرة في مخاطر الأعمال والتي تكون في الواقع العملي لها تأثير مباشر على تكوين المزيج التمويلي للمؤسسة

1. القرارات المالية: Financial Decisions

لقد تغير مفهوم الوظيفة المالية من مجرد وظيفة تختص بإجراءات تدبير الموارد المالية اللازمة إلى وظيفة تختص باتخاذ القرارات في مجال الاستثمار وفي مجال التمويل.

بالإضافة إلى هاتين الوظيفتين فقد اقتضى الأمر إضافة مهمتين إضافيتين تعتبران من مستلزمات عملية اتخاذ القرار المهمة الأولى هي القيام بالتخطيط المالي للتعرف على ما سوف تكون عليه الأوضاع في المستقبل وذلك قبل اتخاذ أي قرار أما المهمة الثانية فهي تنمية بعض المعايير الرقابية للوقوف على حقيقة المركز المالي للمؤسسة والحكم على مدى سلامة القرارات التي تم اتخاذها بالفعل. (هندي، 2000)

السياسة المالية هي توجيه أعمال المؤسسة فيما يتعلق بجوانبها الهيكلية المالية، التي تتمثل في إعداد واتخاذ القرارات الملائمة لتحقيق هدف تعظيم الثروة.

La « politique financière » est la conduite des affaires de l'entreprise pour ce qui concerne ses aspects financiers structurels. Elle consiste à préparer et à prendre les décisions utiles en vue d'atteindre l'objectif de maximisation de la richesse. (Pierrat, 1996)

وبناء على التعاريف السابقة يمكن تحديد المكونات الرئيسية للسياسة المالية للمؤسسة في :(Pierrat, 1996)

- تحديد الاحتياجات التمويلية وكيفية الحد منها؛
- البحث عن مصادر التمويل بأقل تكلفة وبمخاطرة معقولة؛
- الموازنة بين الموارد واستخدامات الأموال؛
- قرار الاستثمار والبحث عن تعظيم العوائد؛
- قرار توزيع العوائد على الشركاء؛
- تسيير مخاطر الاستثمار والتمويل؛
- التنبؤ والتخطيط المالي؛
- تعظيم قيمة المؤسسة.

1.1. قرارات الاستثمار: Investment Decisions

قبل التطرق إلى القرارات الاستثمار في المؤسسة يجب الإشارة هنا إلى أن هناك نوعان من الاستثمارات، الاستثمار في الأصول الثابتة والاستثمار في الأصول المتداولة.

تتمثل قرارات الاستثمار في الأصول المتداولة في ما يمكن ان تحتفظ به المؤسسة من رصيد نقدية يعادل تماما المصروفات المطلوبة على وجه السرعة والمعلومة على وجه اليقين، كما تشمل كذلك على احتفاظ المؤسسة بقدر من المخزون السلعي يعادل

خلاصة

قرارات الاستثمار في الأصول المتداولة تتمثل في تحديد حجم الاستثمار في المخزون، حجم الاستثمار في النقدية وحجم لاستثمار في حساب العملاء

تماما احتياجات العملاء من منتجات تامة الصنع واحتياجات العملية الإنتاجية من مواد خام وبالإضافة إلى بتحديد حجم الاستثمار في الذمم وفقا لسياسة المثلى للائتمان تقوم على أساس معلومات مؤكدة بشأن المبيعات الأجلاء بشأن العملاء الذين يشترون على الحساب. (هندي، 2000)

يقصد بقرارات لاستثمار في الاصول الثابتة او بتخطيط الاستثمارات الرأسمالية أو ما يطلق عليها أحيانا الأصول الإيرادية نظرا لأنها تمثل المصدر الرئيسي للقوة الإيرادية للمؤسسات الصناعية، تقييم فرص الاستثمار المتاحة واختيار أفضلها أي اختيار الاقتراحات التي يؤدي تنفيذها إلى تعظيم ثروة الملاك ثم إعداد الموازنة الرأسمالية على هذا الأساس. (هندي، 2000)

2.1. قرارات التمويل: Financing Decisions

خلاصة

قرارات التمويل تتمثل في: تحديد قيمة الاحتياجات المالية، تقدير المخاطر المالية، تقدير تكلفة مصادر التمويل، تحديد المزيج التمويلي الأمثل

من خلال قرارات التمويل يحاول المدير المالي للمؤسسة وضع هيكل مالي مستهدف يوضح العناصر التي ينبغي أن تعتمد عليها المؤسسة في التمويل ونسبة كل عنصر فيه، على أن تسعى الإدارة لتحقيق هذا الهيكل وعدم الانحراف عنه بقدر المستطاع.

وفي اختيار المؤسسة للهيكل المستهدف عليها أن توازن بين العائد والمخاطر الناجمين عنه أي أن تكون المخاطر الناجمة عن استخدام مصادر تمويل منخفضة التكلفة متوازنة مع العائد الناجم عنها والمتمثل في زيادة الربحية والعكس صحيح. فمع بقاء العوامل الأخرى على حالها يتوقع أن يترتب على مثل هذا الهيكل تعظيم لقيمة المؤسسة أي تعظيم لثروة الملاك أو المساهمين. (هندي، 2000)

3.1. قرار توزيع الأرباح: Dividend Decision

تتمثل سياسات التوزيع في قرار المؤسسة بشأن المفاضلة بين توزيع الأرباح على المساهمين وبين احتجاز تلك الأرباح بغرض إعادة استثمارها، وعادة ما تشير سياسة التوزيع إلى النسبة التي ينبغي توزيعها من الأرباح المحققة وعلى ضوئها تتحدد النسبة التي ينبغي احتجازها. (هندي، 2000)

2. سياسات تمويل المؤسسة:

1.2. أنواع سياسات تمويل المؤسسة:

خلاصة

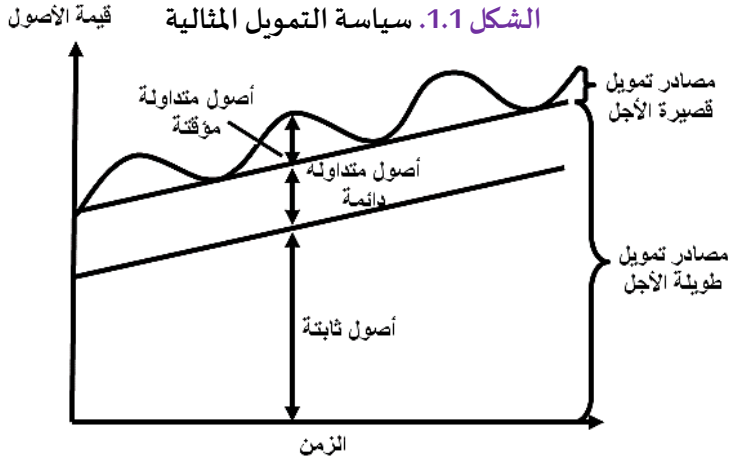
أنواع سياسات التمويل: السياسة المثالية، السياسة الجريئة، السياسة المحفظة.

يقتضي مبدأ التغطية بضرورة مواءمة التوقيت استحقاق الأموال المستخدمة في تمويل الأصل مع توقيت التدفقات النقدية المتولدة عنه. وطبقا لهذا المبدأ ينبغي تمويل الأصول الدائمة (الأصول المتداولة الدائمة بالإضافة إلى الأصول الثابتة) التي عادة ما تتحول إلى نقدية بعد فترة طويلة من مصادر تمويل طويلة الأجل كالقروض طويلة الأجل والأموال الخاصة، أما فيما يتعلق بالأصول المؤقتة (الأصول المتداولة مؤقتة) التي

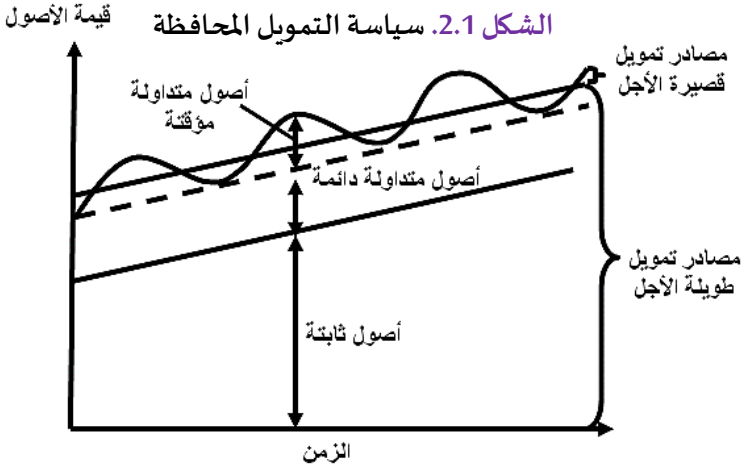
عادة ما تتحول إلى نقدية خلال فترة قصيرة فإنه ينبغي تمويلها من مصادر تمويل قصير الأجل.

ونظرا إلى أن استعداد إدارة المؤسسة لتحمل المخاطر قد تختلف من مؤسسة إلى أخرى بين إدارة محافظة وإدارة جريئة ما قد يؤدي إلى ظهور ثلاث أنواع مختلفة من سياسات التمويل التي يمكن أن نميزها في المؤسسة والمتمثلة في سياسة التمويل المحافظة سياسة التمويل المثالية والسياسة التمويل الجريئة والموضحة في الأشكال الثلاثة التالية: (هندي، 2000)

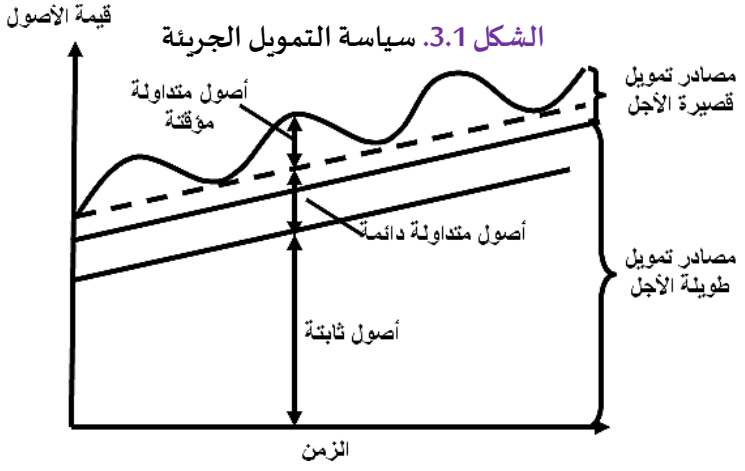
الشكل 1.1. سياسة التمويل المثالية



الشكل 2.1. سياسة التمويل المحافظة



الشكل 3.1. سياسة التمويل الجريئة



2.2. الموازنة بين موارد واستخدامات الأموال:

دراسة حالة حول مخطط التمويل: المثال 02 المثال 03

بعد اتخاذ قرار الاستثمار واختيار مصادر تمويله على المؤسسة القيام بالتأكد من التوازن الاجمالي بين الموارد الدائمة (مصادر التمويل طويلة الاجل) والاستخدامات الثابتة (الأصول الدائمة) المتوقعة للمشروع الاستثمارية للسنوات اللاحقة وهذا من خلال الاعتماد على ما يسمى بمخطط التمويل. (Florence, Delahaye, & Le Gallo, 2019)

مخطط التمويل يأتي على شكل جدول يحتوي على جزئين متطابقين. يخصص الجزء الأول لجرد الاحتياجات السنوية والثاني لسرد وسائل التمويل أو الموارد المعبئة لمواجهة هذه الاحتياجات. ويتم إعداده خلال فترة تتراوح بين 3 و5 سنوات يعكس من خلالها التدفقات التقديرية للخزينة. حسب ما يوضحه الجدول التالي: (بومدين و ساحل، 2016)

الجدول 1.1. نموذج مخطط التمويل

البيان	السنوات		
الاحتياجات	**1**	**2**	**3**
امتلاك الاستثمارات: • استثمارات معنوية • استثمارات مادية • استثمارات مالية **الزيادة في احتياجات راس المال العامل** **نفقات موزعة** **تسديد الديون المتوسطة والطويلة الأجل** **توزيع الأرباح**			
مجموع الاحتياجات			
الموارد: **الموارد الداخلية:** • قدرة التمويل الذاتي (CAF) • التنازل عن الأصول الثابتة **الموارد الخارجية:** • الزيادة في رأس المال • الإعانات المتحصل عليها • الديون المتحصل عليها			
مجموع الموارد			
الفرق = الموارد -الاحتياجات			
الخزينة في بداية الفترة			
الخزينة في نهاية الفترة			

إعداد مخطط التمويل يتطلب القيام بمجموعة من التنبؤات الإعدادية لنفس الفترة: جدول الاستثمارات والاهتلاكات، جدول الديون والمصاريف المالية، وحسابات النتائج المتوقعة.

3. مصادر تمويل المؤسسة:

تلجأ المؤسسة لتغطية احتياجاتها الاستثمارية والاستغلالية إلى مصادر مختلفة للتمويل وتصنف مصادر التمويل بالاعتماد على معايير عديدة كالمدة، منشأ الأموال ومعيار الملكية وحسب المعيار الأخير فيمكننا تقسيم مصادر تمويل إلى أموال خاصة وديون، حسب المنشأ فالأموال الخاصة تنقسم الى تمويل ذاتي (داخلية المصدر) والرفع في راس المال (مصدر خارجي) في حين ان الديون نجد منها قروض سندية، قرض ايجاري والقروض البنكية كما ان هذه الاخيرة تصنف حسب مدة استحقاقها الى قروض بنكية متوسطة وطويلة الاجل وقروض بنكية قصيرة الاجل: (زغيب و بوشنقير، 2017)

1.3. مصادر التمويل طويلة الأجل:

هي تلك الاموال الموجهة عادة لتغطية التكاليف الاستثمارية لتوفير الاصول الثابتة والتي تنقسم حسب معيار الملكية الى ثلاثة أصناف، الصنف الاول التمويل عن طريق الأموال الخاصة (لتمويل الذاتي، الزيادة في رأس المال، التنازل عن بعض الأصول)، الصنف الثاني التمويل عن طريق الديون (القروض البنكية، السندات، القرض الايجاري) اما الصنف الثالث فهو التمويل عن طريق شبه الأموال الخاصة (الحسابات الجارية للشركاء، شهدات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت، سندات المساهمة، السندات القابلة للتحويل الى أسهم، السندات بقسيمة الاكتتاب في الاسهم.

ملاحظة

هناك أنواع مختلفة من الاعانات. اعانات الاستثمار وإعانات الاستغلال. حيث يتم استخدام هذه الأخيرة في تمويل نفقات التشغيل.

2.3. اعانات الاستثمار:

إعانات الاستثمار les subventions d'investissement هي مساعدة مالية تُمنح للمؤسسة بصفة دائمة غير قابلة للاسترجاع، تمنح عادة من طرف من هيئات عامة أو خاصة (بشكل عام من قبل السلطات المحلية). تستخدم هذه الاعانة لتمويل الاستثمارات (على سبيل المثال: شراء سيارة ، معدات،...) (SERRA، 2022)

3.3. صيغ التمويل الاسلامية:

الصيرفة الإسلاميات تقوم على نظام للمشاركة تتوزع في إطاره نتائج العملية الاستثمارية بشكل عادل على الأطراف المشاركة فيه ومنها المضاربة، المشاركة، المرابحة والقرض الحسن.

أ. المضاربة:

يتم بموجبها المزج والتأليف بين عنصرين من عناصر الإنتاج وهما عنصر العمل وعنصر رأس المال في عملية استثمارية تتحقق فيها مصالح الملاك والعمال المضاربين، حيث يقوم فيها المضارب بالإدارة في حين يؤمن صاحب رأس المال الموارد المالية والمادية اللازمة لإقامة المشروع. وتوزع الأرباح بين صاحب المال والمضارب بنسب متفق عليها. وإذا حدثت خسارة فإن صاحب المال يتحملها في حالة عدم التقصير في أداء المضارب وعدم إخلاله بشروط المضاربة المتفق عليها كما تكمن خسارته في تكلفة الفرصة البديلة لخدماته التي قام بها خلال مدة المضاربة.

ب. المشاركة:

هي عقد من عقود الاستثمار يتم بمقتضاه الاشتراك في الأموال لاستثمارها في الأنشطة المتنوعة حيث يساهم كل طرف بحصة في رأس المال.

جـ المرابحة:

هي عملية تهدف لتلبية احتياجات المتعاملين في الحصول على الآلات والمعدات والأجهزة فيتقدم هؤلاء المتعاملون بهذه الطلبيات المحددة الكمية والمواصفات للمصرف الذي يقوم بشرائها بسعر التكلفة الذي تحمله مضيفا إليه ربح متفق عليه بين الطرفين ثم يتم الاتفاق على طريقة السداد التي بموجبها يدفع جزء مسبق عن الطلب لإثبات جدية المتعامل ورغبته الفعلية أو يكتفي فقط بإمضاء وعد بالشراء ويقسم الباقي على فترات محددة أو إلى تاريخ معين.

4.3. تصنيفات أخرى للقروض البنكية:

قروض الاستثمار les crédits d'investissement هي قروض متوسطة وطويلة الأجل موجهة لتمويل الحصول على معدات وتجهيزات.

قروض الاستغلال les crédits d'exploitation هي قروض موجهة لتمويل نشاط المؤسسة وتكون ملائمة لاحتياجاتها ومنها نجد السحب على المكشوف، تسهيلات الخزينة وخصم الأوراق التجارية.

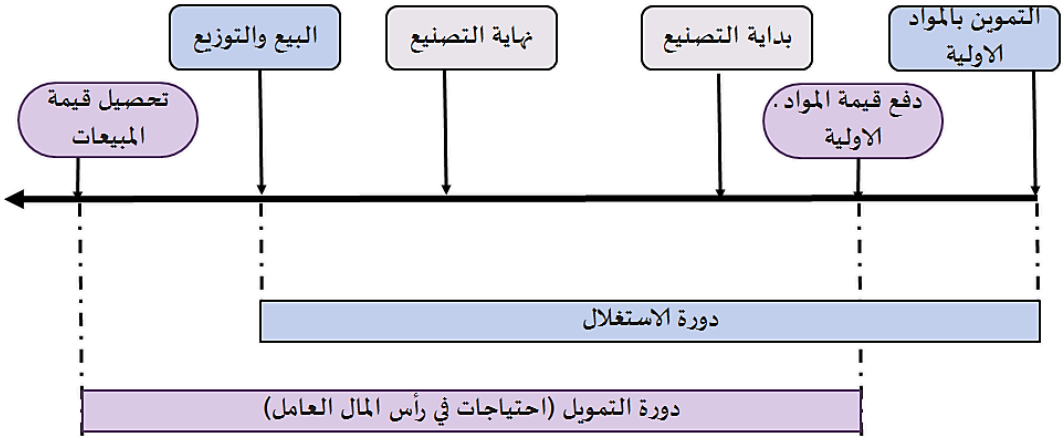
القروض بالإمضاء Les crédits par signature هي عبارة عن قروض استغلال غير مباشرة منها الضمان أو احتياطي L'aval كفالة التعهد Caution de soumission القرض المستندي Crédit documentaire.

4. التمويل قصير الأجل:

تهتم الإدارة المالية في المؤسسات بمصادر التمويل قصيرة الأجل لتمويل استثماراتها في رأس المال العامل وسبب هذا الاهتمام يرجع إلى جملة من الأسباب منها سهولة الحصول

عليها وانخفاض كلفتها والمرونة التي يتمتع بها. وإذا ما نهجت الإدارة منهج الإدارة المغامرة فإنها قد تستخدم التمويل قصير الأجل لتمويل جزء من موجوداتها الثابتة خاصة عندما تتأكد من قدرتها على الوفاء بالتزاماتها عند تاريخ الاستحقاق. (حمزة، 2006)

الشكل 4.1. دورة تمويل الاحتياج في راس المال العامل



1.4. الائتمان التجاري:

ملاحظة

في بعض المراجع يستخدم مصطلح القرض التجاري للدلالة على الائتمان التجاري.

يمثل الائتمان التجاري (Crédit fournisseur / Trade credit) قيمة المشتريات الآجلة للسلع والمواد الأولية التي تتحصل عليها المؤسسة من الموردين. (هندي، 2000)

أي أن المؤسسة يمكنها المتاجرة وتصنيع مشترياتها من السلع والمواد الأولية ثم تقوم بعد فترة زمنية معنية من تحصيل مشترياتها، بدفع المبالغ المستحقة للموردين.

دراسة حالة

حول تكلفة الائتمان التجاري: المثال 04

مما يسمح للمؤسسة من توظيف مقتنياتها من السلع والمواد الأولية في العملية الإنتاجية خلال فترة معينة قبل أن تقوم بتسديد المستحقات للموردين. ومنه فالائتمان التجاري يعتبر مصدرا آليا للتمويل. (الميداني، 1999) لأنه مرتبط بالتغير في حجم المشتريات. فكلما ارتفعت حجم المشتريات للمؤسسة كلما زاد حجم الائتمان التجاري الذي ستستفيد منه.

خصائص الائتمان التجاري

يمتاز بمرونة كبيرة من ناحية توفير الأموال للمؤسسة بالحجم المطلوب وفي والوقت المناسب حيث أنه كلما يزداد مستوى نشاط المؤسسة كلما أدى هذا إلى زيادة حجم المشتريات بالاعتماد على الائتمان التجاري.

يمكن أن يصبح مصدر مالي مجاني بالنسبة للمؤسسة المقترضة ولكن يتوقف هذا على طبيعة شروط الموردين، فإذا لم يقدم الموردون خصم نقدي فالائتمان التجاري في هذه الحالة يعتبر مجاني بالنسبة للمؤسسة المقترضة خاصة إذا تمكنت من تسديده في الوقت المناسب،

2.4. الائتمان المصرفي:

يمثل الائتمان المصرفي القروض قصيرة الأجل (Crédits bancaires à court terme / Short-term bank loans) التي تتحصل عليها المؤسسة من البنوك لتمويل احتياجاتها قصيرة الأجل. (هندي، 2000)

يمكن للمؤسسة أن تتحصل على الائتمان المصرفي بطريقتين إما باقتراض مبلغ إجمالي دفعة واحدة على أن تقوم بتسديد قيمة الفوائد والائتمان بالتاريخ المتفق عليه، كما يمكن للمؤسسة الحصول على تسهيلات ائتمانية محدودة (line de crédit) من خلال تحديد حد أقصى لما يمكن أن تتحصل عليه المؤسسة خلال فترة متفق عليها والتي تتحصل عليها المؤسسة في معظم الحالات على شكل دفعات متوالية من القروض إلى أن تصل إلى الحد الأقصى المتفق عليه.

ملاحظة

يمكن لشروط منح الائتمان ان تؤثر على تكلفته الفعلية منها: احتفاظ المؤسسة برصيد معوض، سداد الفائدة مقدما، سداد القرض على دفعات

خصائص الائتمان المصرفي

الوفورات الضريبية التي تحققها المؤسسة نتيجة لاقتطاع الفوائد المدفوعة من نتيجة الدورة قبل احتساب الضريبة، سهولة الحصول عليها نسبيا، أكثر مرونة من حيث الاستخدام مقارنة بالائتمان التجاري حيث تحصل عليه المنشأة على شكل سيولة نقدية،

دراسة حالة

حول تكلفة الائتمان المصرفي:
المثال 05
المثال 06
المثال 07
المثال 08

3.4. السحب على المكشوف:

يمثل السحب على المكشوف (Découvert / Overdraft) المبلغ الذي يسمح البنك لعميله بسحبه مما يزيد عن رصيد حسابه الجاري ويستخدم لتغطية عجز الخزينة المؤقتة(Armand, 1999) والمتكرر ولفترات زمنية أطول حيث يمكن أن تمتد مدته حتى سنة حسب المتفق عليها بين المؤسسة والبنك والتي تكون عادة سنة واحدة قابلة للتجديد وبقيمة محددة تكون محسوبة عادة مقارنة برقم أعمال المؤسسة.

تسهيلات الخزينة

الفرق بين السحب على المكشوف وتسهيلات الخزينة:

استخدام تسهيلات الخزينة La facilité de caisse يجب أن لا تتعدى بضعة أيام خلال الشهر وبالتالي يتم الاعتماد عليها فقط في الوضعيات المستعجلة مثل اختلال ظرفي وغير متوقع في الخزينة ناتج عن مستحقات مستعجلة وغير متوقعة مثلا، كما أن مبلغ تسهيلات الخزينة عادة ما تكون منخفضة نوعا ما.

دراسة حالة

حول تكلفة السحب على المكشوف:
المثال 09

تكلفة السحب على المكشوف، في حالة وجود حساب بنكي في وضعية دائنة بمعنى يكون رصيد الحساب البنكي اقل من الصفر، البنك يقوم باقتطاع مصاريف تسمى الفوائد المدينة intérêts débiteurs والتي يتم حسابها بمعدلين مختلفين بناء على قيمة السحب

على المكشوف المسموح بها حيث آن معدل الفائدة الأول يحسب على السحوبات التي لا تتجاوز المبلغ المتفق عليه في حين المعدل الثاني يحسب في حالة تجاوز المبلغ المسموح به.

الجدول 2.1. أمثلة عن تكلفة السحب على المكشوف في بعض البنوك الفرنسية

البنك	Allianz Banque	BNP Paribas
معدل الفائدة للسحب المسموح به	%14	%15,19
معدل الفائدة للسحب يفوق المسموح به	%17	%18,40

خصائص السحب على المكشوف

تسهيلات تمويل قصيرة الأجل يتم منحها على الحساب الجاري، يتيح مرونة في التعامل مع النفقات غير المتوقعة، يسمح باستخدام الأموال في أي وقت بسهولة وبساطة إما عن طريق تحرير الشيكات أو باستخدام بطاقات الصرف الآلي.

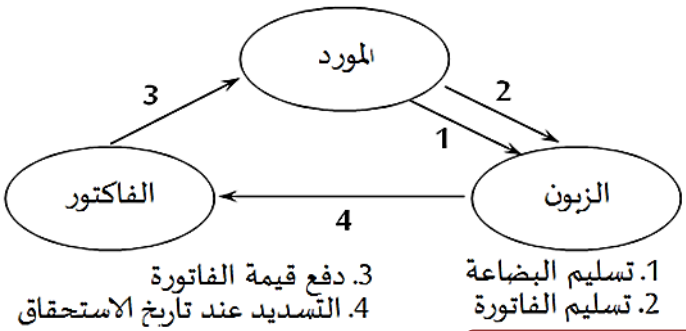
4.4. عقد تحويل الفاتورة:

ملاحظة

يجب التمييز بين عقد تحويل الفاتورة وخصم الأوراق التجارية.

عقد تحويل الفاتورة (Affacturage / Factoring) هو معاملة مالية تبيع فيها المؤسسة ديونها المستحقة (الفواتير) لطرف ثالث (الفاكتور) في مقابل الحصول على أموال فورية. كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 5.1. مخطط مبسط لعقد تحويل الفاتورة



خصم الأوراق التجارية

الخصم التجاري (Escompte Commercial) : يستخدم عندما يكون لمؤسسة دين على زبائنها، مُعترف به بأوراق تجارية على شكل كمبيالة أو سند لأمر عليها انتظار تاريخ الاستحقاق لتحصيل الدين. إذا احتاجت إلى أموال فيُمكن لها تقديم الورقة إلى بنك تجاري لخصمها، فيُعطيها قيمة الورقة منقوص منها قيمة الخصم وعمولات أخرى

خلاصة

تتكون تكلفة عقد تحويل الفاتورة من جزئين: عمولة تسيير عقد تحويل الفاتورة وعمولة التمويل

تتكون تكلفة عقد تحويل الفاتورة من جزئين جزء يمثل عمولة الفاكتورينغ والتي تعبر عن العوائد التي يتحصل عليها الفاكتور (البنك) نتيجة تقديمه الخدمة للعميل بالإضافة إلى تكلفة التأمين لحساب المدينين والجزء الآخر يمثل تكلفة التمويل الناتجة عن توفير الأموال للعميل التي يجب أن تحقق عوائد بالنسبة للفاكتور. (Topsacalian & Teulié, 1997)

دراسة حالة

حول تكلفة عقد تحويل الفاتورة: المثال 10 المثال 11

تكلفة التسيير تتعلق بتسيير الفواتير، إبلاغ العملاء، متابعة حسابات العملاء وضمان الذمم المدينة، تحسب كنسبة من قيمة رقم الأعمال السنوي المحقق أو قد تكون في بعض الحالات قيمة جزافية، وتكلفة التمويل تمثل معدل الفائدة المطبقة على المبلغ الذي تم إقراضه خلال المدة من تاريخ تمويل المورد إلى تاريخ الحصول على قيمة الفاتورة من العميل التكلفة الإجمالية قد تتراوح بين 7% الى15% من قيمة الديون (متضمنة للرسم على القيمة المضافة).

خصائص عقد تحويل الفاتورة

التأمين ضد خطر عدم تحصيل المستحقات، أثر محاسبي من خلال تخفيض المؤونات المتعلقة بمصاريف الديون المشكوك في تحصيلها أو مصاريف الديون المعدومة، أثر مالي من خلال التسريع في دوران المخزون والعملاء.

أمثلة الفصل 01

أمثلة حول مختلف مصادر التمويل

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04
- مثال 05
- مثال 06
- مثال 08
- مثال 09
- مثال 10
- مثال 11

مثال 01:

أجب بصحيح أو خطأ.

	صحيح	خطأ
أي من الوظائف التالية ليست من مهام المدير المالي:		
الرقابة المالية		
التشخيص المالي		
التخطيط المالي		
في ماذا تتمثل اهم قرارات المدير المالي:		
قرارات الافلاس		
قرارات الاستثمار		
قرارات توزيع الارباح		
عند تصنيفنا لمصادر التمويل حسب معيار الملكية نميز بين:		
مصادر التمويل قصيرة الاجل		
مصادر التمويل متوسطة الاجل		
مصادر التمويل طويلة الأجل		
في اغلب الاحيان قد تلجأ الإدارة المالية للاقتراض قصير الأجل:		
من أجل تمويل الاستثمار في راس المال العامل		
من اجل تمويل الاستثمارات الثابتة		
من أجل تمويل العجز الظرفي في الخزينة		
من خلال سياسة التمويل المحافظة تقوم الادارة المالية بتمويل:		
جزء من الاصول المتداولة بمصادر تمويل طويلة		
جزء من الأصول الثابتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل		
جزء من الاصول المتداولة بمصادر تمويل قصيرة الأجل		
من بين إيجابيات سياسة التمويل الجريئة:		
توفر فائض في النقدية غير مستغلة		
الحصول على تمويل منخفض التكلفة		
لزيادة في قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في تاريخ الاستحقاق		
من بين سلبيات سياسة التمويل المحافظة:		
توفر فائض في النقدية غير مستغلة		
الحصول على تمويل منخفض التكلفة		
3الزيادة في قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في تاريخ الاستحقاق		

	صحيح	خطأ
السحب على المكشوف يستخدم لتمويل:		
العجز الظرفي في الخزينة		
الحصول على تثبيتات		
الاحتياج في راس المال العامل		
التمويل الذاتي يرتفع عندما:		
تستدين المؤسسة		
معدل الضريبة يرتفع		
نسبة الارباح الموزعة تنخفض		
المؤسسات التي تلجأ الى التمويل عن طريق الرفع في رأس المال يجب ان تمتاز:		
بمردودية عالية		
بمردودية منخفضة		
ملاءة عالية		
الزيادة في راس المال نقدا يؤدي الى:		
الرفع في خزينة المؤسسة		
الرفع في نتيجة المؤسسة		
التغيير في تركيبة المساهمين		

مثال 02:

لنفترض ان مؤسسة SARL X تفكر في توسيع نشاطها من خلال استثماراتها المستقبلية التالية:

- شراء أرض خلال السنة ن بقيمة 300 000 دج
- انشاء مبنى في سنة ن+1 بقيمة 1 400 000 دج
- شراء آلات سنة ن+1 بقيمة 500 000 دج وفي سنة ن+2 بقيمة 200 000 دج

قدرة التمويل الذاتي المتوقعة للاستثمار الجديد (تم حسابها قبل الاخذ بعين الاعتبار التمويل الجديد):

- 450 000 دج للسنتين ن و ن+1 على التوالي
- 650 000 دج بدءا من السنة ن+2

التنازل عن بعض الأصول: بقيمتها الصافية في السنة ن بقيمة 100 000دج

الاحتياجات في راس المال العامل: يقدر بـ50 يوم من رقم الأعمال خارج الرسم

رقم الأعمال خارج الرسم الحالي والمتوقع يقدر بـ:

- 6 000 000 دج للسنة الحالية والسنتين ن و ن+1
- 8 500 000 دج للسنة ن+2
- 10 000 000 دج لباقي السنوات

الخزينة الاجمالية الأولية: لبداية السنة ن (نهاية السنة الحالة) تقدر بـ 160 000 دج

لا يوجد توزيع للأرباح

المطلوب:

إعداد مخطط التمويل الأولي للاستثمار الجديد للمؤسسة لمدة 4 سنوات من السنة ن الى السنة +3

ملاحظة: كل المبالغ يتم تقريبها الى الدينار الأقرب

(مثال1: 15 687 914.45 دج تقرب الى 15 687 914 دج) ، (مثال2: 15 687 914.5 دج تقرب الى 15 687 915 دج)

مثال 03:

بالاعتماد على نفس معطيات المثال السابق وعلى فرض ان مؤسسة SARL X قررت اللجوء الى الاقتراض البنكي من خلال الحصول على قرض بنكي نهاية سنة ن+1 بقيمة 600 000 دج مدة القرض 6 سنوات معدل الفائدة السنوي 5% تسديد القرض بأقساط اهتلاك ثابتة نهاية كل سنة.

بالإضافة الى القرض البنكي فقد قررت مؤسسة SARL X الرفع في راس المال في سنة ن+1 بقيمة 500 000 دج .

المطلوب:

إذا علمت ان الضريبة على أرباح الشركات تقدر بـ 28 % قم بإعداد مخطط التمويل النهائي للاستثمار الجديد لهذه المؤسسة.

مثال 04:

لنفترض أن إحدى المؤسسات حصلت على ائتمان تجاري قيمته 1 000 دج بشروط دفع 10/2صافي 30يوم.

المطلوب:

حساب تكلفة الائتمان التجاري.

مثال 05:

في حالة الاحتفاظ برصيد معوض:

نفترض ان مؤسسة قد حصلت على ائتمان مصرفي قدره 10 000دج بسعر فائدة 10% لمدة سنة واحدة وذلك مقابل احتفاظ المؤسسة برصيد معوض خلال فترة الاقتراض لا يقل عن 2 000دج.

المطلوب:

حساب تكلفة الائتمان المصرفي

مثال 06:

حسب طريقة دفع الفوائد:

طريقة حساب الفائدة تختلف باختلاف دفع الفائدة التي إما أن يكون الدفع عند استحقاق القرض أو الدفع مقدما عند الاستلام مبلغ القرض.

نفترض أن شركة قد حصلت على ائتمان مصرفي قدره 10 000دج بسعر فائدة 10% لمدة سنة واحدة.

المطلوب:

حساب تكلفة الائتمان المصرفي

مثال 07:

حالة دفع قيمة القرض على دفعات:

نفترض ان شركة قد حصلت على ائتمان مصرفي قدره 10 000دج بسعر فائدة 10% لمدة سنة واحدة وذلك مقابل دفع قيمة القرض على دفعات ربع سنوية. هذا يعني ان المؤسسة سوف تدفع 2 500دج كل 3شهور الى جانب الفائدة السنوية التي تبلغ 1 000دج.

مثال 08:

أثر الوفر الضريبي.

بالاعتماد على نفس المعطيات الواردة في الأمثلة 05، 06، 07 وعلى فرض أن معدل الضريبة الذي تخضع له المؤسسة يقدر بـ40% .

المطلوب:

حساب معدل الفائدة الفعلي

مثال 09:

لنفترض أن مؤسسة تعاقدت مع بنك على الاستفادة من خدمة السحب على المكشوف وفقا للشروط التالية:

قيمة الحد الأعلى للسحب المسموح به هو: 10 000دج

معدل الفائدة للسحب المسموح به هو: 10%

معدل الفائدة للسحب يفوق المسموح به هو: 15%

مدة السحب على المكشوف هي: 15 يوم

المطلوب:

حساب تكلفة السحب على المكشوف في الحالات التالية:

قيمة السحب على المكشوف هي: 5 000دج ثم 10 000دج ثم 15 000دج على التوالي.

مثال 10:

حالة تكلفة التسيير الجز افية

نفترض أن مؤسسة تحقق سنويا رقم أعمال قيمته 1 200 000دج من خلال تعاملها مع 20 عميل بالبيع الآجل لمدة 60 يوم في حين أن القيمة المتوسطة للفاتورة الواحدة تقدر بـ 10 000دج. معدل الفائدة السنوي 4%، تكلفة التسيير الجزافية 2000دج شهريا.

المطلوب:

حساب تكلفة عقد تحويل الفاتورة السنوي

مثال 11:

حالة تكلفة التسيير المتغيرة

نفترض أن مؤسسة تحقق سنويا رقم أعمال قيمته 1 200 000دج من خلال تعاملها مع 20 عميل بالبيع الآجل لمدة 60 يوم في حين أن القيمة المتوسطة للفاتورة الواحدة تقدر بـ 100 000دج. معدل الفائدة السنوي 4% ، تكلفة التسيير السنوية 0.8% .

المطلوب:

حساب تكلفة عقد تحويل الفاتورة السنوي

حل أمثلة الفصل 01

حل الأمثلة حول مختلف مصادر التمويل

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04
- مثال 05
- مثال 06
- مثال 08
- مثال 09
- مثال 10
- مثال 11

حل المثال 01:

	صحيح	خطأ
أي من الوظائف التالية ليست من مهام المدير المالي:		
الرقابة المالية		X
التشخيص المالي		X
التخطيط المالي		X
في ماذا تتمثل اهم قرارات المدير المالي:		
قرارات الافلاس		X
قرارات الاستثمار	X	
قرارات توزيع الارباح	X	
عند تصنيفنا لمصادر التمويل حسب معيار الملكية نميز بين:		
مصادر التمويل قصيرة الاجل		X
مصادر التمويل متوسطة الاجل		X
مصادر التمويل طويلة الأجل		X
في اغلب الاحيان قد تلجأ الإدارة المالية للاقتراض قصير الأجل:		
من أجل تمويل الاستثمار في راس المال العامل	X	
من اجل تمويل الاستثمارات الثابتة		X
من أجل تمويل العجز الظرفي في الخزينة	X	
من خلال سياسة التمويل المحافظة تقوم الادارة المالية بتمويل:		
جزء من الاصول المتداولة بمصادر تمويل طويلة	X	
جزء من الأصول الثابتة بمصادر تمويل قصيرة الأجل		X
جزء من الاصول المتداولة بمصادر تمويل قصيرة الأجل	X	
من بين إيجابيات سياسة التمويل الجريئة:		
توفر فائض في النقدية غير مستغلة		X
الحصول على تمويل منخفض التكلفة	X	
لزيادة في قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في تاريخ الاستحقاق		X
من بين سلبيات سياسة التمويل المحافظة:		
توفر فائض في النقدية غير مستغلة	X	
الحصول على تمويل منخفض التكلفة		X
الزيادة في قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها في تاريخ الاستحقاق	X	

	صحيح	خطأ
السحب على المكشوف يستخدم لتمويل:		
العجز الظرفي في الخزينة	X	
الحصول على تثبيتات		X
الاحتياج في راس المال العامل		X
التمويل الذاتي يرتفع عندما:		
تستدين المؤسسة		X
معدل الضريبة يرتفع		X
نسبة الارباح الموزعة تنخفض	X	
المؤسسات التي تلجأ الى التمويل عن طريق الرفع في رأس المال يجب ان تمتاز:		
بمردودية عالية	X	
بمردودية منخفضة		X
ملاءة عالية	X	
الزيادة في راس المال نقدا يؤدي الى:		
الرفع في خزينة المؤسسة	X	
الرفع في نتيجة المؤسسة		X
التغيير في تركيبة المساهمين	X	

حل المثال 02:

إعداد مخطط التمويل الأولي للاستثمار الجديد للمؤسسة لمدة 4 سنوات من السنة ن الى السنة +3.

البيان	السنوات			
الاحتياجات	**ن**	**ن+1**	**ن+2**	**ن+3**
امتلاك الاستثمارات:				
• شراء أرض	300 000			
• إنشاء مبنى		1 400 000		
• شراء آلة		500 000	200 000	
الزيادة في احتياجات راس المال العامل			347 222	208 333
مجموع الاحتياجات	**300 000**	**1 900 000**	**547 222**	**208 333**
الموارد:				
الموارد الداخلية:				
• قدرة التمويل الذاتي (CAF)	450 000	450 000	650 000	650 000
• التنازل عن الأصول الثابتة	100 000			
مجموع الموارد	**550 000**	**450 000**	**650 000**	**650 000**
الفرق = الموارد -الاحتياجات	**250 000**	**-1 450 000**	**102 778**	**441 667**
الخزينة في بداية الفترة	**160 000**	**410 000**	**-1 040 000**	**-937 222**
الخزينة في نهاية الفترة	**410 000**	**-1 040 000**	**-937 222**	**-495 556**

من خلال الموازنة بين الاحتياجات والموارد للمشروع الاستثماري للمؤسسة SARL X بالاعتماد على مخطط التمويل الاولي نلاحظ انه من المتوقع ان يكون المشروع في حالة عجز مالي بداية من السنة (ن+1) نظرا لان خزينة نهاية الفترة تكون سالبة وتستمر الى غاية كل المدة المتبقية.

مما يعني انه في حالة اعتماد المؤسسة محل الدراسة على مواردها المالية الداخلية فقط فلا يمكنها تنفيذ المشروع الاستثماري لذلك يجب عليها اللجوء الى التمويل من المصادر الخارجية. (وهو ما سيتم توضيحه في المثال 03)

حل المثال 03:

إعداد مخطط التمويل النهائي للاستثمار الجديد للمؤسسة SARL X.

البيان	السنوات			
الاحتياجات	ن	ن+1	ن+2	ن+3
امتلاك الاستثمارات:				
• شراء أرض	300 000			
• إنشاء مبنى		1 400 000		
• شراء آلة		500 000	200 000	
الزيادة في احتياجات راس المال العامل			347 222	208 333
تسديد الديون			100 000	100 000
مجموع الاحتياجات	**300 000**	**1 900 000**	**647 222**	**308 333**
الموارد:				
الموارد الداخلية:				
• قدرة التمويل الذاتي (CAF)	450 000	450 000	628 400	632 000
• التنازل عن الأصول الثابتة	100 000			
الموارد الخارجية:				
• الرفع في رأس المال		500 000		
• قرض بنكي		600 000		
مجموع الموارد	**550 000**	**1 550 000**	**628 400**	**63 2000**
الفرق = الموارد -الاحتياجات	**250 000**	**-350 000**	**-18 822**	**32 3667**
الخزينة في بداية الفترة	**160 000**	**410 000**	**60 000**	**41 178**
الخزينة في نهاية الفترة	**410 000**	**60 000**	**41 178**	**364 844**

من خلال الموازنة بين الاحتياجات والموارد للمشروع الاستثماري للمؤسسة SARL X بالاعتماد على مخطط التمويل النهائي نلاحظ انه من المتوقع ان يكون المشروع في حالة فائض مالي بداية من السنة (ن) لان خزينة نهاية الفترة تكون موجبة خلال كل المدة.

مما يعني انه في حالة اعتماد المؤسسة محل الدراسة على مالية خارجية إضافية من خلال الرفع في راس المال والحصول على قرض بنكي يمكنها يصبح المشروع الاستثماري قابل للتنفيذ.

حل المثال 04:

هذا يعني ان الشركة تستطيع الحصول على خصم نقدي قيمته 2% من قيمة الائتمان أي 20 دج وذلك إذا تم التسديد نقدا خلال 10 ايام من تاريخ الشراء وفي حالة عجز الإدارة عن التسديد خلال هذه الفترة فإنها ملزمة بتسديد قيمة المبلغ ككل 1 000دج خلال مدة الائتمان المتبقية وهي 20 يوم.

وعليه فان الشركة التي ترغب في تأجيل السداد إلى اليوم 30 فهي بذلك وكأنها دفعت مبلغ 2% زيادة عن مبلغ الائتمان مقابل الحصول على 20 يوم إضافية، علما أن قيمة الائتمان الحقيقية هي قيمة الائتمان الأصلية مطروحا منها الخصم النقدي.

ولهذا فان تكلفة الائتمان التجاري السنوية تحسب وفقا للعلاقة التالية:

تكلفة الائتمان السنوية = (قيمة الخصم/ قيمة الائتمان الحقيقية) X(360يوم / مدة الائتمان المتبقية)

بالاعتماد على المثال السابق:

قيمة الخصم = 20 دج = 0.02 . 1 000

قيمة الائتمان الحقيقية = 980 دج = (0.02 . 1 000)- 1 000

مدة الائتمان المتبقية = 20 يوم = 10 – 30

تكلفة الائتمان التجاري السنوي = 0.367 = (20/360) . (20/980)

حل المثال 05:

معدل الفائدة الفعلي = قيمة الفائدة /(قيمة القرض – الرصيد المعوض)

ومنه بالاعتماد على معطيات المثال الحالي نجد :

معدل الفائدة الفعلي = 0.125 = (10 000 – 2 000) / 1 000

وبالتالي نجد ان معدل الفائدة الفعلي يفوق معدل الفائدة الاسمي

حل المثال 06:

سعر الفائدة الفعلي = قيمة الفائدة / القيمة القرض الفعلية

قيمة القرض الفعلية = قيمة القرض الاسمية – قيمة الفوائد المدفوعة مسبقا

الحالة الأولى دفع الفوائد عند تاريخ الاستحقاق:

سعر الفائدة الفعلي = 0.10 = 10 000 / 1 000

الحالة الثانية الدفع المسبق لفوائد:

سعر الفائدة الفعلي = 0.111 = (10 000 – 1 000) / 1 000

حل المثال 07:

سعر الفائدة الفعلي = (2 ×عدد الدفعات × قيمة الفائدة) / قيمة القرض ×(عدد الدفعات + 1)

بالاعتماد على معطيات المثال الحالي نجد:

سعر الفائدة الفعلي = 0.16 = ((1+4) x 10 000) / (2 x 4 x 1 000)

العلاقة بين عدد الدفعات ومعدل الفائدة الفعلي

عدد الدفعات	2	3	4	6
معدل الفائدة الفعلي	0,1333	0,15	0,16	0,1714

حل المثال 08:

أثر الوفر الضريبي:

معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة = معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة –الوفورات الضريبية

مقدار الوفر الضريبي = معدل الفائدة الفعلي قبل الضريبة × معدل الضريبة

وبالتالي وعلى فرض أن معدل الضريبة الذي تخضع له المؤسسة يقدر بـ 40% وبتطبيق الحالات السابقة (المثال 05، 06، 07) نجد:

معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة = 0.075 = (0.125 x 0.4) – 0.125

معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة = 0.06 = (0.1 x 0.4) –0.1

معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة = 0.066 = (0.111 x 0.4) –0.111

معدل الفائدة الفعلي بعد الضريبة = 0.096 = (0.16 x 0.4) – 0.16

حل المثال 09:

يتم حساب تكلفة السحب على المكشوف بالاعتماد على العلاقة التالية:

تكلفة السحب على المكشوف = (معدل الفائدة للسحب المسموح به هو/360)×قيمة السحب ×مدة السحب

حالة 5 000دج: 20.83 = 15 x 5 000 x (0.1 /360)

تكلفة السحب على المكشوف 20.83دج

حالة 10 000دج: 41.67 = 15 x 10 000 x (0.1 /360)

تكلفة السحب على المكشوف 41.67 دج

حالة 15 000دج:

(0.1 /360) x 10 000 x 15 = 41.67

تكلفة السحب على المكشوف (السحب المسموح به) = 41.67 دج

(0.15 /360) x 5 000 x 15 = 31.25

تكلفة السحب على المكشوف (السحب يفوق المسموح به) = 31.25 دج

41.67 + 31.25 = 72.92

تكلفة السحب على المكشوف = 72.92دج

حل المثال 10:

تكلفة الفوائد السنوية = قيمة الفاتورة المتوسطة × عدد العملاء× معدل الفائدة السنوي

تكلفة الفوائد السنوية = 8 000 دج

10 000 x 20 x 0.04 = 8 000

تكلفة التسيير السنوية = التكلفة الشهرية (الجزافية) × 12 شهر

تكلفة التسيير = 24 000 دج

2 000 x 12 = 24 000

التكلفة عقد تحويل الفاتورة السنوية = 32 000دج

8 000 + 24 000 = 32 000

معدل الفائدة الفعلي = 0,16

32 000 / (10 000 x 20) = 0.16

حل المثال 11:

تكلفة الفوائد السنوية = قيمة الفاتورة المتوسطة × عدد العملاء× معدل الفائدة السنوي

تكلفة الفوائد السنوية = 80 000 دج

100 000 x 20 x 0.04 = 80 000

تكلفة التسيير السنوية = قيمة رقم الأعمال السنوي × تكلفة التسيير السنوية

تكلفة التسيير = 96 000 دج

12 000 000 x 0.008 = 96 000

التكلفة عقد تحويل الفاتورة السنوية = 176 000دج

80 000 + 96 000 = 176 000

معدل الفائدة الفعلي =0,088

176 000 / (100 000 x 20) = 0.088

الفصل 02

التمويل بواسطة الأموال الخاصة

1. التمويل الذاتي
2. الرفع في رأس المال
3. التنازل عن الاستثمارات

الأموال الخاصة Les fond propres في المؤسسة تتكون من مجموع رؤوس الأموال الخاصة (رأس المال الاجتماعي + احتياطات + نتيجة الدورة + مؤونات نظامية) ، ومنه فالأموال الخاصة تزيد كل سنة بالأرباح المحققة وتنخفض بالخسائر المحققة خلال الدورة، كما تنخفض أيضا عند قيام المؤسسة بتوزيع الأرباح. كما أن الأموال الخاصة تمثل مصدر التمويل الأكثر أمانا والمتاح للمؤسسة، ولكن في نفس الوقت قد تتعارض مع رغبت المساهمين على اعتبار أنهم يفضلون الحصول على توزيعات للأرباح سنويا والتي من شأنها أن تخفض من كتلة الأموال الخاصة. (Vizzavona, 2004)

ملاحظة

في الأدبيات الفرنسية يتم استخدام المصطلحات التالية:
التمويل الذاتي Autofinancemet
قدرة التمويل الذاتي La capacité d'autofinancement (C.A.F.)
في الأدبيات الأنجلوسكسونية يتم استخدام المصطلحات التالية:
التدفقات النقدية Cash-flows وصافي التدفقات النقدية Free ccash-flows

1. التمويل الذاتي:

ما يجب الإشارة اليه في بداية هذا العنصر هو أن مصطلح التمويل الذاتي Autofinancement لا يوجد له أي تعريف قانوني أو محاسبي. لذلك يتم تحديد مفهومه من الناحية الاقتصادية. بحيث يعبر بصفة عامة على أنه الحصة غير الموزعة والمحتجزة من أرباح الشركة على مدار فترة زمنية. (Encyclopædia Universalis، 2022)

توضيح بعض المصطلحات

بالنسبة للأدبيات الأنجلوسكسونية فهي تعتمد على التدفقات النقدية (الخزينة) Flux de trésorerie في حين أن الادبيات الفرنسية فهي تعتمد على التدفقات المالية flux de fond بالإضافة الى التدفقات النقدية:

المصطلح باللغة الاصلية	الترجمة باللغة الأجنبية	الترجمة باللغة العربية
أنجليزية cash-flows	Flux de trésorerie	تدفقات نقدية (الخزينة)
أنجليزية free cash-flows	Flux net de trésorerie	صافي تدفقات نقدية (الخزينة)
فرنسية Autofinancement	غير موجود بالانجليزية	التمويل الذاتي
فرنسية Capacité d'autofinancement	غير موجود بالانجليزية	قدرة (طاقة) التمويل الذاتي

في بعض المراجع يتم استخدام مصطلح Self-financing للدلالة على التمويل الذاتي وهي في الواقع ترجمة حرفية فقط للمصطلح.

خلاصة

التمويل الذاتي هو فائض النقدي المتولد عن نشاط المؤسسة للاستغلال والذي يبقى بحوزتها بصفة دائمة

يمثل التمويل الذاتي مصدر داخلي للتمويل عن طريق الاموال الخاصة. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

ومنه فالتمويل الذاتي هو عبارة عن الفائض النقدي المتولد عن نشاط المؤسسة للاستغلال والذي يبقى بحوزتها بصفة دائمة نوعا ما.

ضمن سياسة تمويلية معينة قد تعمد المؤسسة لاحتجاز جزء أو كل الأرباح المحققة خلال دورة معينة، من خلال إعادة استثمار هذه الأرباح وعدم توزيعها على المساهمين مما يجعل هذه الأموال تعبر عن القدرة التمويلية الذاتية للمؤسسة.

وعليه فالتمويل الذاتي يحدد بالعلاقة التالية: (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

التمويل الذاتي (للسنة ن) = قدرة التمويل الذاتي (ن) - الأرباح الموزعة (ن)

دراسة حالة

حساب التمويل الذاتي: المثال 04

يعتبر التمويل الذاتي من أهم مصادر التمويل الأكثر استعمالا في المؤسسة نظرا لما يوفره من مرونة في تلبية الاحتياجات التمويلية بسبب جاهزيته عند الطلب، وكذلك إعطاء أكبر قدر ممكن من الاستقلالية للمؤسسة التي تعتمد على هذا النوع من مصادر التمويل. وهذا ما يوضحه الجدول التالي:(Banque de France, Février 2016)

الجدول 1.2. نسبة التمويل الذاتي / استثمارات الاستغلال للمؤسسات الفرنسية خلال الفترة 2005-2014

نسبة التمويل الذاتي %										
السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
مؤسسات ص م	79.3	77.8	78.8	73.4	68.5	77.9	66.7	67.5	85.9	89.7
مؤسسات كبيرة الحجم	85.2	85.2	89.6	79.0	75.9	88.9	84.8	69.7	74.7	81.4

حيث نلاحظ أن نسبة التمويل الذاتي تكون مرتفعة مهما كان حجم المؤسسة وخلال الفترة الزمنية محل الدراسة والتي تتراوح بالنسبة لإجمالي المؤسسات بين 66.7% إلى 89,6% .

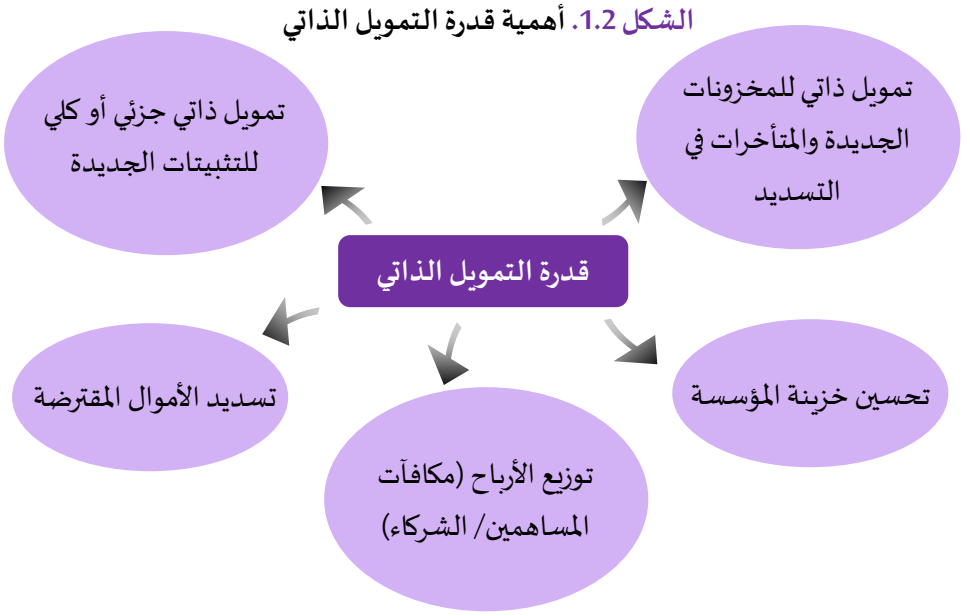
من خلال تعريف التمويل الذاتي نلاحظ انه يتكون من عنصرين أساسيين هما:

- قدرة المؤسسة على تحقيق فوائض نقدية مما يؤدي إلى التحسين في النتيجة الصافية (قدرة التمويل الذاتي)؛
- سياسة توزيع الأرباح للرفع في قيمة الأرباح المحتجزة (الأرباح الموزعة).

1.1. قدرة التمويل الذاتي:

تتمثل القدرة على التمويل الذاتي Capacité d'autofinancement (CAF) في قدرة المؤسسة على تمويل استثمارات الجديدة (ثابتة او راس المال العامل) وتسديد ديونها اعتمادا على مواردها المالية الذاتية. كما هو موضح في الشكل التالي: (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

الشكل 1.2. أهمية قدرة التمويل الذاتي



يعرف قدرة التمويل الذاتي Capacité d'autofinancement (CAF) بالمورد الداخلي الناتج عن العمليات المسجلة محاصيل مالية ونواتج خلال دورة معينة على اثر نشاط الاستغلال. (خميسي، 2010)

كما يعرف قدرة التمويل الذاتي بالخزينة الممكن تحقيقها من النشاط العملياتي للمؤسسة خلال سنة معينة. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

قدرة التمويل الذاتي = المنتجات القابلة للتحصيل– الأعباء القابلة للدفع

ملاحظة

الخزينة متوقعة على اعتبار ان حساب قدرة التمويل الذاتي لا تأخذ بعين الاعتبار تمويل المخزونات الجديدة وبالإضافة الى المتأخرات في الدفع الجديدة والتي هي معطيات متوفرة في ميزانية المؤسسة

يجب الاشارة الى ان قدرة التمويل الذاتي يتم حسابها بالاعتماد على جدول حسابات النتائج للمؤسسة خلال سنة معينة. أي لحساب قدرة التمويل الذاتي لسنة حالة مثلا 2022 يتم استخدام القائمة المالية حساب النتائج للسنة 2022. وبهذا المفهوم فهو يختلف عن قدرة التمويل الذاتي للاستغلال وقدرة التمويل الذاتي المتوقعة.

قدرة التمويل الذاتي للاستغلال CAF d'exploitation (ou cash-flows) : تمثل الخزينة المتوقعة من أنشطة الاستغلال المتعلقة بالمشروع الاستثماري (يتم استخدمه في تقييم المشاريع من خلال حساب المردودية الاقتصادية للمشروع الاستثماري حيث انه في طريقة حسابه لا يأخذ بعين الاعتبار المصاريف المالية) (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

قدرة التمويل الذاتي للاستغلال = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة + اقساط الاهتلاك

قدرة التمويل الذاتي للاستغلال = فائض اجمالي للاستغلال – الضريبة على أرباح الشركات

قدرة التمويل الذاتي المتوقعة CAF prévisionnel : يتم حسابها بالاعتماد على حساب النتائج المتوقع للمشروع الاستثماري. حيث أنها تأخذ بعين الاعتبار المصاريف المالية مثل فوائد القروض البنكية في طريقة حسابه (يتم استخدامه في اعداد مخطط التمويل للمشروع الاستثماري -يمكن الرجوع الى العنصر 2.2 من الفصل الأول) (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

قدرة التمويل المتوقعة = النتيجة الصافية المتوقعة + أقساط الاهتلاك

إشكالية حساب قدرة التمويل الذاتي حسب SCF

من خلال معاينتنا للمراجع المنشورة في الجزائر من طرف باحثين جزائريين ووفقا لما يتناسب والنظام لمحاسبي المالي المعتمد في الجزائر فقد وجدنا تباين في طريقة حساب قدرة التمويل الذاتي من مرجع الى آخر. وسنحاول تبيان أوجه الاختلاف من خلال الإشارة الى طريقة حساب قدرة التمويل الذاتي حسب كل مرجع.

حسب الدكتور خميسي شيخة: (خميسي، 2010)

يمكن حساب طاقة التمويل الذاتي وفقا طريقتين الطريقة التفسيرية والطريقة التحقيقية.

حساب طاقة التفسير التمويل الذاتي بوسطة الطريق التفسيرية، توصف هذه الطريقة بالتفسيرية لأن كل عنصر يظهر في تعريف طاقة التمويل الذاتي يساهم نظريا في تكوين الخزينة.

طاقة التمويل الذاتي = نواتج الاستغلال المحصلة + نواتج أخرى محصلة (باستثناء نواتج التنازل عن عناصر الأصول) - تكاليف مدفوعة - تكاليف أخرى مدفوعة

ويمكن حساب طاقة التمويل الذاتي وفق العلاقة التالية:

طاقة التمويل الذاتي = الفائض الإجمالي للاستغلال + نواتج أخرى محصلة (باستثناء نواتج تنازل عن عناصر الأصول) - تكاليف أخرى مدفوعة

حساب بطاقة التمويل الذاتي بواسطة طريقة التحقيق:

طاقة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة + تكاليف غير قابلة للدفع - نواتج غير قابلة للدفع - نواتج تنازل عن عصر عناصر الأصول

حسب زغيب مليكة و بوشنقير ميلود: (زغيب و بوشنقير، 2017)

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + حصص الاهتلاك + مخصصات المؤونات – استرجاع المؤونات +/- فائض أو نقص قيمة التنازل عن الاستثارات

قدرة التمويل الذاتي = نتيجة الدورة الصافية + مخصصات الاهتلاكات والمؤونات + القيمة الصافية للاستثمارات المتنازل عنها – نتائج الاستثمارات المتنازل عنها – جزء من اعانات الاستثمار المحولة للنتيجة

قدرة التمويل الذاتي = الفائض الإجمالي للاستغلال + تحويل تكاليف الاستغلال + كل النتائج الخاصة بالاستغلال- كل التكاليف الخاصة بالاستغلال + نتائج مالية – تكاليف مالية + نتائج استثنائية (ماعدا النتائج الخاصة بالاستثمارات المتنازل عنها وجزء من اعانات الاستثمار المحولة للنتيجة) – تكاليف استثنائية (ماعدا القيمة الصافية للاستثمارات المتنازل عنها)-مساهمات الاجراء – ضرائب على الأرباح

حسب يوسف بومدين وفاتح ساحل: (بومدين و ساحل، 2016)

طاقة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + مخصصات الاهتلاك +مخصصات المؤونات + مخصصات استثنائية + القيمة المتبقية للاستثمارات المتنازل عنها – إيرادات الاستثمارات المتنازل عنها – استرجاع تكاليف سنوات سابقة + استرجاع إيرادات سنوات سابقة – الإعانات المحولة الى إيرادات استثنائية

حسب إلياس بن ساسي ويوسف قريشي: (بن ساسي و قريشي، 2006)

القدرة على التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + الاهتلاكات والمؤونات

حسب بوفليح نبيل: (بوفليح، 2019)

حساب قدرة التمويل الذاتي باستخدام الفائض الخام للاستغلال

قدرة التمويل الذاتي = الفائض الخام للاستغلال + (ح/75. نواتج أخرى إستغلالية بإستثناء ح / 752: فئض قيمة التنازل عن أصول ثابتة غير مالية و ح/ 754 أقساط اعانات الاستثمار المحولة الى حساب النتائج – ح/65 : أعباء أ×رى استغلالية باستثناء ح/ 652: ناقص قيمة التنازل عن أصول ثابتة غير مالية + ح/ 76: نواتج مالية – ح/66: أعباء مالية + ح/77: نواتج غير عادية – ح/:67 أعباء غير عادية _ ح/69: ضرائب على النتائج وما يماثلها.

حساب قدرة التمويل الذاتي باستخدام النتيجة الصافية السنوية

قدرة التمويل الذاتي = النتيجة الصافية + ح/68: مخصصات الاهتلاك والمؤونات وفقدان القيمة – ح/78: استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات + ح/652: ناقص قيمة التنازل عن أصول ثابتة غير مالية – ح/752: فائض قيمة التنازل عن أصول ثابتة غير مالية – ح/ 754: اعانات الاستثمار المحولة الى حساب النتيجة

وبناء على ما سبق وبالنظر الى الطريقة الأكثر وضوحا واستخداما بما يتناسب والنظام المحاسبي لمالي لحساب قدرة التمويل الذاتي.

دراسة حالة

حساب قدرة التمويل الذاتي: المثال 01

يمكن حساب قدرة التمويل الذاتي بالاعتماد على حساب النتائج وذلك باستخدام احدى المعادلتين:

قدرة التمويل الذاتي= اجمالي فائض الاستغلال + (75 المنتوجات العملياتية أخرى ماعدا حـ/752) + (76 المنتوجات المالية ماعدا حـ/765 و حـ/ 767) - (65 الأعباء عملياتية أخرى ماعدا حـ/652) - (66 الأعباء المالية ماعدا حـ/665 و حـ/ 667) – 69 الضرائب واجبة الدفع

قدرة التمويل الذاتي= النتيجة الصافية + (68 المخصصات للاهتلاك والمؤونات وخسائر القيمة) +(حـ/652 و حـ/665 و حـ/ 667) - (78 الاسترجاع عن خسائر القيمة والمؤونات) - (ح/752 و ح/765 و ح/ 767)

حيث أن:

ح/ 652: نواقص القيمة عن خروج أصول مثبتة غير مالية

ح/ 665: فارق التقييم عن أصول مالية -نواقص القيمة

ح/667: الخسائر الصافية عن التنازل عن الأصول المالية

ح/ 752: فوائض القيمة عن خروج أصول مثبتة غير مالية

ح/ 765: فارق التقييم عن أصول مالية -فوائض القيمة

ح/ 767 : الأرباح الصافية عن التنازل عن الأصول المالية

2.1. توزيع الأرباح:

من خلال العنصر السابق حاولنا توضيح طريقة حساب قدرة التمويل الذاتي حسب ما يتوافق والنظام المحاسبي المالي ثم وفي العنصر الحالي سنحاول التطرق الى الجزء الثاني المكون للتمويل الذاتي وهو توزيع الأرباح بتوضيح اهم الجوانب المتعلقة بتوزيع أرباح الشركات وفقا للقانون التجاري الجزائري.

حسب القانون التجاري الجزائري فعملية توزيع أرباح الشكات تحكمها عدوة مواد والمتمثلة في:

- حسب المادة 676 من القانون التجاري: شركات الأموال وما شابهها يجب عليها عقد الجمعية العامة العادية Assemblée Générale Ordinaire/ AGO على اقصى تقدير بتاريخ 30 جوان من السنة الموالية للسنة التي تم خلالها تحقيق الأرباح؛

- الهدف الاساسي لهذه الجمعية العامة العادية هو المصادقة على القوائم المالية من طرف المساهمين بحضور المحضر القضائي لتحرير تقريره. وبالإضافة لتوزيع الارباح المحققة في السنة المالية؛
- توزيع الارباح في شركات الاموال (شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم) خاضع لمجموعة من التشريعات المنظمة لها سواء من الجانب الجبائي، قانوني. نص المواد من 720 الى 728 من القانون التجاري؛
- يتم التصريح بتوزيع الارباح من خلال ملء الجدول رقم 10 من الحزمة الجبائية والمتعلقة بجدول توزيع النتيجة والاحتياطات؛
- في حين ان الارباح المقرر توزيعها يجب توزيعها خلال 9 اشهر اللاحقة من تاريخ اعداد القوائم المالية.

الجدول 2.2. جدول توزيع النتيجة والاحتياطات للسنة ن-1 (الجدول رقم 10 من الحزمة الجبائية)

		المبلغ
المصدر	ترحيل من جديد للسنة ن-1	
	نتيجة السنة ن-1	
	اقتطاعات من الاحتياطات	
	المجموع	
التخصيص (التوزيع)	احتياطات	
	الزيادة في رأس المال	
	أرباح موزعة	
	ترحيل من جديد	
	المجموع	

دراسة حالة

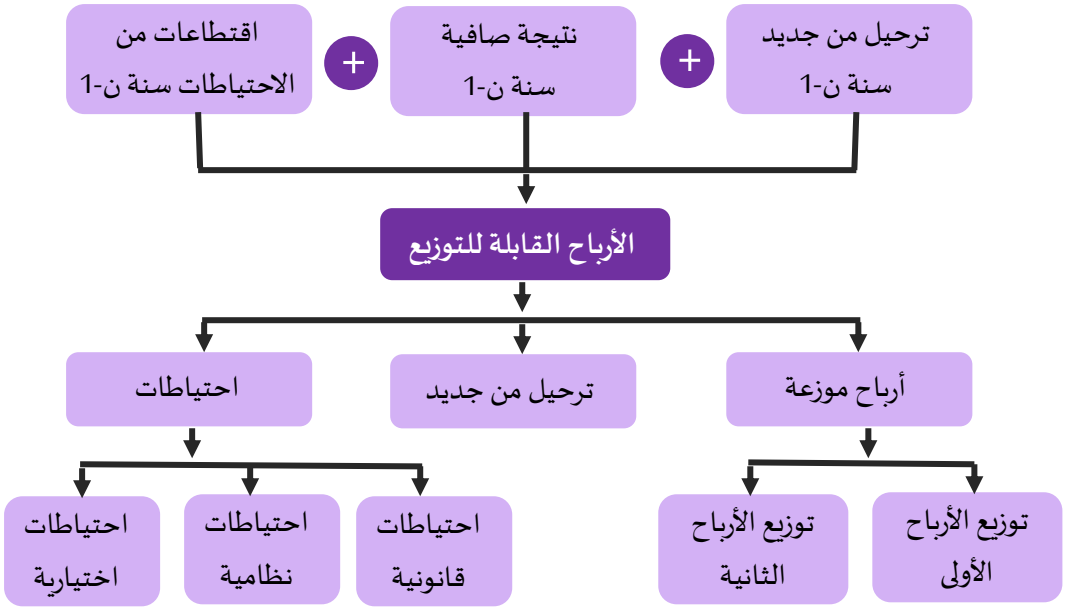
تحديد قيمة الأرباح القابلة للتوزيع: المثال 02

ومن خلال جدول توزيع النتيجة والاحتياطات نجد أن:

الأرباح القابلة للتوزيع = نتيجة السنة المالية (ربح) – الاحتياطات القانونية والنظامية + الترحيل من جديد (ربح) + الاحتياطات القابلة للتوزيع (الاحتياطات الاختيارية)

في حين ان الربح القابل للتوزيع يجزئ الى العناصر التالية: جزء منه يوزع (أرباح موزعة) جزء ثاني يحتجز (التمويل الذاتي) وجزء ثالث لم يتخذ فيه أي قرار بعد (الترحيل من جديد). كما هو موضح في الشكل الموالي:

الشكل 2.2. مكونات الأرباح القابلة للتوزيع



حيث أن:

دراسة حالة
توزيع الأرباح:
المثال 03

توزيعات الارباح الاولى:Premier dividendes هو مبلغ يمثل نسبة معينة من راس المال الاجتماعي للشركة وهذه النسبة محددة في عقد تأسيس الشركة لهذا تسمى بالفوائد القانونية توزيعات الارباح النظامية Intérêt statutaire

توزيعات الارباح الثانية:Deuxième dividendes هو مبلغ محدد على اساس القيمة الاسمية للسهم للشركة وهذا المبلغ يتحدد بناء على قرارات الجمعية العامة العادية للشركة لهذا تسمى بتوزيعات الارباح الاساسية Super dividendes

الاحتياطات القانونية: منظمة وفقا للمادة 721 من القانون التجاري والتي تنص على الزامية اقتطاع من الارباح المحققة بعد طرح الخسائر للسنوات السابقة اقتطاع 5 % على الاقل مع شرط عدم تجاوز قيمة الاحتياطات القانونية نسبة 10% من راس المال.

الاحتياطات النظامية: هي الاحتياطات التي نص عليها عقد تأسيس الشركة

الاحتياطات الاختيارية: نسجل فيها الاحتياطات غير المكونة لا بموجب القانون ولا بموجب العقد التأسيسي للشركة بل تحدد بناء على قرارات الجمعية العامة العادية للشركة.

3.1. تكلفة التمويل الذاتي:

على اعتبار أن أهم مكون للتمويل الذاتي الصافي هي الأرباح المحتجزة وبالتالي فان تكلف التمويل الذاتي تعبر عن تكلفة الأرباح المحتجزة، حيث تمثل الأرباح المحتجزة هي أرباح تحققت غير أن المؤسسة قررت احتجازها بدلا من توزيعها على حملة الأسهم.

إن تكلفة الأرباح المحتجزة غير مباشرة فهي تعد من الناحية العملية تمويلا من دون تكلفة ولكن من الناحية النظرية فان هذه الأرباح تتضمن تكلفة فرصة بديلة يجب أن تعكس معدل العائد على الاستثمار في فرص بديلة متاحة للملاك.

4.1. مزايا الاعتماد على التمويل الذاتي:

- يحافظ على الاستقلالية المالية للمؤسسة؛
- يجنب المؤسسة تحمل اعباء مالية؛
- زيادة القدرة الاقتراضية للمؤسسة؛
- يساهم في استبعاد المخاطر التوقف عن الدفع والعسر المالي؛
- يعتبر المصدر التمويلي المتاح بالنسبة للم ص م؛
- تحقيق أرباح رأس مالية للمساهمين.

5.1. سلبيات الاعتماد على التمويل الذاتي:

- ميول المساهمين في الحصول على الأرباح الآنية؛
- غير كافي لتغطية الاحتياجات التمويلية للمؤسسة وبالتالي الاعتماد الكلي على التمويل الذاتي قد يبطئ معدل نمو المؤسسة ومن ثم تحمل تكلفة فرصة بديلة بسبب عدم تمكن المؤسسة من الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة ؛
- عدم توزيعات الأرباح كمؤشر للمساهمين عن النوعية السيئة للمؤسسة.

2. الرفع في رأس المال:

1.2. أنواع الرفع في رأس المال:

في خلال مراحل نمو وتطور الشركة قد تلجأ هذه الأخيرة الى زيادة رأسمالها من خلال الاعتماد على الأموال الخاصة والتي قد تأخذ عدة أشكال أهمها:

الرفع في رأس المال نقد Augmentation de capital par apport en numéraire: حيث تتمثل مصادر التمويل في هذه الحالة في المبالغ المالية التي تتحصل عليها الشركة من طرف المساهمين عن طريق (طرح أسهم جديدة على قدامى المساهمين، طرح أسهم للاكتتاب العام على مساهمين جدد، توزيع الأرباح في شكل أسهم). (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

الرفع في رأس المال عينا Augmentation de capital par apport en nature: حيث تتمثل مصادر التمويل في هذه الحالة في الاصول العينية التي تتحصل عليها الشركة من طرف المساهمين (معدات وآلات، مخزونات...). (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

ملاحظة

ومن خلال الأنواع سابقة الذكر للرفع في رأس المال نلاحظ أن المصدر المالي أي اين تتحصل المؤسسة على نقد يمكنها التصرف فيه لتمويل استثماراتها هي الحالة الأولى فقط أي الرفع في رأس المال نقدا.

الرفع في رأس المال بضم الاحتياطات Augmentation de capital par incorporation des réserves: في هذه الحالة فإن تركيبة الاموال الخاصة فقط هي التي تتغير وهذا بضم جزء او كل الاحتياطات الى رأس المال. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

الرفع في رأس المال بتحويل الديون Augmentation de capital par conversion de dettes: وهي تحويل ديون الغير اتجاه المؤسسة إلى أسهم وهذا باتفاق الشركاء مع الشريك المقرض لهم وذلك للاحتفاظ بالموارد المالية في الشركة بدلا من سحبها. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

الرفع في رأس المال بالاندماج Augmentation de capital par fusion: في سعيها لتحقيق استراتيجية التنويع الخارجي قد تلجأ المؤسسة الى توسيع نشاطها من خلال الاندماج مع شركة اخرى. وبالتالي فان الاندماج يقصد به انضمام شركتين او أكثر الى بعضها البعض لتكوين شركة جديدة بعد زوال الشخصية الاعتبارية لكل الشركات المندمجة (العامري، 2010). ويعد الاندماج أحد أشكال التمويل الخارجي المتاحة والتي تحدث تغيرات هيكلية أساسية في كيان وادارة الشركات القائمة؛

الرفع في رأس المال بالامتلاك Augmentation de capital par acquisition: هو شراء مؤسسة أو احتوائها بالكامل كقسم أو مؤسسة تابعة للشركة المستحوذة، حيث عادة يتم الامتلاك عندما تقوم شركة كبيرة بشراء حصة ملكية في مؤسسة صغيرة منها. (العامري، 2010)

2.2. الرفع في رأس المال نقد:

يمثل الرفع في رأس المال نقدا الوسيلة الوحيدة التي تمكن المؤسسة من الحصول على موارد مالية جديدة مقارنة بباقي الآليات المعتمدة للزيادة في رأس المال، وبصفة عامة فإن الرفع في رأس المال نقدا يتم عن طريق إصدار أسهم جديدة عادة بقيمة اسمية مساوية للأسهم القديمة، أين تكون المؤسسة ملزمة بتحديد القيمة المطلوب الحصول عليها كزيادة في رأس المال و تحديد سعر الإصدار للأسهم الجديدة والذي عادة يتراوح بين قيمتين دنيا وقصوى حيث تتمثل القيمة الدنيا في القيمة الاسمية للسهم في حين تمثل القيمة القصوى القيمة السوقية للسهم قبل الإصدار الجديد.

آلية الرفع في راس المال حسب القانون التجاري الجزائري:

عملية الزيادة في راس المال للشركات تحكمها مجموعة من المواد القانونية المنصوص عليها في القانون التجاري الجزائري من المادة 687 الى المادة 708.

حتى تتمكن شركات الأموال وما شابهها من الرفع في رأس المال عن طريق اصدار أسهم جديدة يجب ان تتوفر شرطين أساسيين هما:

- يجب سداد راس المال بكامله قبل الشروع في عملية الزيادة، حيث انه على الشركة ان تستوفي ما تبقى من القيمة الاسمية للأسهم الممثلة لراس المال قبل الشروع في الاكتتاب الجديد؛
- يجب صدور قرار من الجمعية العامة غير العادية، على اعتبار انه قرار يخص تعديل نظام الشركة (القانون الاساسي) حيث انه يجب عقد الجمعية العامة غير العادية Assemblée Générale Extraordinaire/ AGE وبناء على التقرير المقدم من طرف محافظ الحسابات المعتمد من طرف الشركة ثم يتم تحرير قرار الرفع في راس المال من طرف محضر قضائي وبالإضافة الى دفع حقوق التسجيل والتي تمثل نسبة 0.5 % من قيمة راس المال المقرر زيادته.

ملاحظة

و منه نلاحظ ان كل هذه الاجراءات تتطلب تكلفة ووقت وإجراءات ادارية. ولهذا فعملية الزيادة في راس المال لا تكون بشكل دوري بل هي يتم اللجوء اليها في خلال مدة زمنية طويلة نوعا ما

أ. حالة الرفع في رأس المال نقدا من خلال توزيع الأرباح في شكل أسهم:

دراسة حالة

توزيع الأرباح في شكل أسهم: المثال 05

ويقصد بها إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية. ويتحدد نصيب المستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم المؤسسة. وقد تلجأ المؤسسة إلى هذه الصورة من التوزيعات بهدف الحد من الارتفاع الكبير في القيمة السوقية من أسهمها والذي قد يؤدي إلى التناقص في عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها. (هندي، 2000)

ب. محددات التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية:

الأسهم العادية عبارة عن مستند ملكية تمنح لحالها الحق في التسيير والحصول على نصيب من الأرباح المحققة في المؤسسة إذا تقرر توزيعها، وله قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، حيث تمثل القيمة الاسمية القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس. أما القيمة الدفترية فتمثل قيمة الأموال الخاصة على عدد الأسهم العادية المصدرة في حين أن القيمة السوقية تتمثل في قيمة الأسهم على مستوى سوق رأس المال. (هندي، 2000)

سعر الإصدار prix d'émission : الأسهم الجديدة المصدرة لها نفس القيمة الاسمية للأسهم القديمة، ولكن القيمة السوقية للاسهم قد ترتفع بشكل كبير جدا مقارنة بما كانت عليه عند انشاء الشركة. ولهذا يجب تحديد سعر الاصدار (الاكتتاب) بالاعتماد على قيمة السهم السوقية عند تاريخ الاصدار.

قانونيا سعر الاصدار يجب ان لا يقل عن القيمة الاسمية للسهم وتتوقف قيمته على حسب وضعية السوق المالي، سمعة المؤسسة وطبيعة الاسهم المصدرة. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

يجب أن يكون سعر إصدار الأسهم الجديدة في مستوى أدنى من تسعيرة الأسهم القديمة في البورصة عند إعلان زيادة رأس المال وذلك لان المكتتب يفضل في الحالة العكسية شراء الأسهم القديمة.

علاوة الإصدار Prime d'émission: تهدف هذه العلاوة إلى ضمان المساواة في الحقوق بين المساهمين القدامى والجدد في حالة وجود فوائض أو قيمة التنازل عن الأصول وهي في مقابل حصول المساهمين الجدد على الحق في الاحتياطات وفائض القيمة.

علاوة الإصدار= سعر الإصدار – القيمة الاسمية للسهم.

مثل توضيحي

على فرض أن مؤسسة رأسمالها قيمته 1.000.000دج موزع على 100.000سهم في حين إن قيمتها السوقية الحالية قدرة بـ 8.000.000دج وبالتالي فان القيمة الاسمية لكل سهم تقدر بـ 10 دج في حين أن قيمتها السوقية تقدر بـ 80دج.

وعلى فرض انه تقرر في وقت لاحق الرفع من رأس مال المؤسسة من خلال إصدار أسهم جديدة بقيمة 70دج بالتالي في هذه علاوة الإصدار تساوي 60 دج.

دراسة حالة

حق الإكتتاب:
المثال 06
المثال 07

حق الاكتتاب Droit préférentiel de souscription (DPS): وهو الحق الذي يخول للمساهمين القدامى الاكتتاب في الأسهم الجديدة وهذا لمدة محددة. ولتشجيع الملاك القدامى على استخدام هذا الحق تقدم المؤسسة لكل مساهم صك في مقابل كل سهم يمتلكه، وتتوقف عدد الصكوك اللازمة لشراء سهم واحد جديد على ثلاثة متغيرات وهي: مقدار الأموال التي تحتاجها المؤسسة، السعر الذي سيباع به السهم للملاك القدامى، وعدد الأسهم القديمة. (هندي، 2000)

قيمة حق الاكتتاب = قيمة السهم قبل الرفع في راس المال - قيمة السهم بعد الرفع في راس المال

- المساهمين القدامى لهم حق امتياز للإكتتاب؛
- كما انه لكل سهم قديم يتم ارفاقه بحق اكتتاب (صك)؛
- المساهمين القدامى الذين لا يرغبون في شراء الأسهم الجديدة يمكنهم التنازل عن حقوق الاكتتاب التي يمتلكونها؛

- حقوق الاكتتاب تضمن حقوق المساهمين القدامى والذين لا يرغبون في الاكتتاب الجديد.

جـ تكلفة التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية:

تتمثل في معدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم والذي يمكن تقديره بنموذجين هما: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج خصم الأرباح الموزعة.

نموذج خصم الأرباح الموزعة:

حسب نموذج خصم الأرباح الموزعة Dividend discount model (DDM) أو ما يعرف بنموذج غوردن وشابيرو لسنة 1956 Modèle de Gordon et Shapiro ، فإن قيمة السهم تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المستقبلية، والتي يفترض هذا النموذج بأنها تنمو بمعدلات سنوية ثابتة وهذا لمدة زمنية غير محدودة (باعتبار أن الأسهم ليس لها أجل استحقاق). وبهذا يعرف هذا النموذج بنموذج معدل النمو الثابت للأرباح. والصيغة الأساسية المستخلصة من هذا النموذج معبر عنها بالعلاقة: (هندي، 2000)

القيمة السوقية للسهم = نصيب السهم من الأرباح المتوقعة للسنة الأولى /(معدل العائد المطلوب على السهم – معدل السنوي لنمو التوزيعات)

ومنه يمكن استخراج معدل العائد المطلوب :

معدل العائد المطلوب = (نصيب السهم من الأرباح المتوقعة للسنة الأولى/ القيمة السوقية للسهم) +المعدل السنوي لنمو التوزيعات

$$K = (D_1 / P_0) + g$$

دراسة حالة

نموذج خصم الأرباح الموزعة: المثال 08

حيث أن:

D_1 : تمثل نصيب السهم من الارباح الموزعة في السنة الاولى

P_0 : سعر السهم الحالي

g : معدل نمو التوزيعات

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Modèle d'évaluation des actifs financiers Capital asset pricing model (CAPM) , (MEDAF) تم تطويره في الفترة الممتدة من نهاية الخمسينيات إلى الستينيات من القرن الماضي وهذا من خلال أعمال كلا من Markowitz, William Sharpe, John Lintner , Jack Treynor.

تعرف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة الأسهم وتمثل تكلفة الأسهم العادية تكلفة الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة وهذا ما ينص عليه، كما هو موضح في العلاقة التالية: (Pierre, Yann, & Pascal, 2015)

$$K = r_F + \beta\,(K_M - r_F)$$

حيث أن:

K : معدل عائد السهم

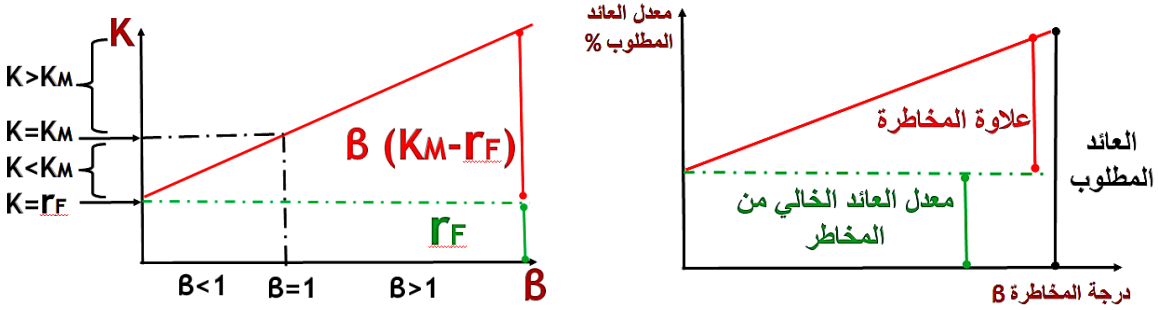
r_F : معدل العائد الخالي من المخاطر

K_M : معدل العائد على محفظة السوق

$ß(K_M - r_F)$: علاوة المخاطرة

ومن خلال العلاقة السابقة نلاحظ أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ينص على أن تكلفة الملكية (تكلفة الأسهم العادية) تساوي إلى معدل العائد الخالي من المخاطر (عادة ما يعبر عنه بالمعدل على السندات الحكومية طويلة الأجل) مضافا إليها الخطر النظامي على المؤسسة (معبر عنه بـ Beta) مضروبا في السعر السوقي لعلاوة المخاطرة. وهذا على اعتبار أن حملة الأسهم العادية يسعون للحصول على عائد ينبغي أن يساوي آو يفوق معدل العائد الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى لها نفس درجة المخاطرة. كما هو موضح في الشكلين التاليين.

الشكل 3.2. نموذج تسعير الأصول الرأسمالية



علاقة تكلفة التمويل عن طريق الاصدار بالمخاطر النظامية: يتم استخدام معامل بيتا β في قياس المخاطر النظامية للمشاريع الاستثمارية في ظل تماثل الهيكل المالي للمشروع الاستثماري والمؤسسة محل الدراسة

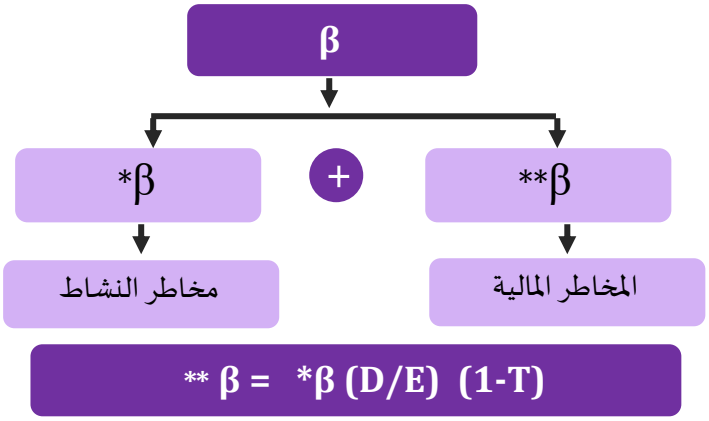
علاقة تكلفة التمويل عن طريق الاصدار بالمخاطر النظامية: حتى يكون تقدير المخاطر المنتظمة لأي مشروع استثماري صحيح يجب:

دراسة حالة

نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:
المثال 09
المثال 10
المثال 11
المثال 12

- حساب معامل β* بدلا من معامل β
- حساب معامل β مع الاخذ بعين الاعتبار اثر الهيكل المالي

الشكل 4.2. علاقة تكلفة التمويل عن طريق الاصدار بالمخاطر النظامية



د. خصائص التمويل عن طريق اصدار الاسهم العادية:

إيجابيات التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية: (هندي، 2000) (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

- المؤسسة غير ملزمة قانونا بإجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم؛
- تمثل مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من المؤسسة المصدرة لها؛
- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى الأموال الخاصة وهو أمر يترتب عليه زيادة الطاقة الاقتراضية للمؤسسة؛
- يحسن رأس الكمال العامل الصافي الاجمالي وبالتالي التوازن المالي؛
- يحسن من سمعة المؤسسة تجاه الغير.

سلبيات التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية: (هندي، 2000) (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

- ارتفاع التكلفة التي تتحملها المؤسسة ويرجع ذلك إلى سببين رئيسيين أولهما أن العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم عادة ما يكون مرتفع، نظرا للمخاطر التي تتعرض لها الأموال المستثمرة ثانيهما أن أرباح الأسهم على عكس فوائد القروض لا تعتبر من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة ومن ثم لا يتولد عنها أي وفورات ضريبية ؛

- إصدار أسهم جديدة يترتب عليه احتمال دخول مساهمين جدد مما يعني تشتت أكبر للأصوات في الجمعية العمومية وقد يكون في هذا إضعاف لمركز الملاك القدامى؛
- يؤدي الى انخفاض نصيب السهم من الارباح بسبب زيادة عدد الأسهم التي يتم توزيع الأرباح عليها؛
- تؤدي في أغلب الاحيان الى التغيير في سعر السهم السوقية (خاصة بالنسبة للأسهم القديمة).

3 التنازل عن بعض الأصول الثابتة: Cessions d'éléments de l'actif immobilisé

المؤسسة تمتلك في بعض الاحيان اصول ثابتة (اراضي، مباني، معدات، ادوات...) غير ضرورية لنشاطه. وبالتالي قد تستغني او تتنازل عنها (بيعها) بهدف الحصول على اموال لتمويل مشاريع استثمار جديدة. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

يتم اللجوء الى التنازل على بعض الاصول الثابتة للأسباب التالية:

تجديد الاصول: من خلال الحصول على معدات أحدث للرفع من قدراتها الانتاجية او تحسين نوعيتها أو تخفيض تكلفتها وزياد تنافسيتها

الحصول على التمويل (مصدر مالي): قد تضطر المؤسسة في حالة عدم توفرها على مصادر تمويل بديلة كافة اللجوء الى التنازل عن بعض تثبيتاتها الغير ضرورية بهدف الحصول على الاموال الضرورية لتجسيد مشاريعها استثمارية

اعتماد استراتيجية توحيد النشاط: اين تقوم المؤسسة بالتنازل عن مصانع، مساهمات، فروعها في حالة ماذا كانت نشاطاتها تعتبر هامشية مقارنة بنشاطها الرئيسي.

1.3.. خصائص التمويل عن طريق التنازل عن بعض الأصول الثابتة:

إيجابيات التمويل عن التنازل عن بعض الأصول الثابتة: (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

- استقلالية مالية (المؤسسة لا تلجأ الى التمويل الخارجي)؛
- عدم وجود أثر على تركيبة الجمعية العامة للمؤسسة (عدد الأسهم ونصيب كل مساهم لا تتغير)؛
- عدم تأثيرها السلبي على القدرة الاقتراضية للمؤسسة؛

سلبيات التمويل عن طريق إصدار الأسهم العادية: (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

- طول مدة الانتظار للحصول على التمويل (يجب البحث عن الزبون لسعر البيع الأفضل)؛
- عدم وجود تكلفة مباشرة ولكن ضمنية مطلوبة من طرف المساهمين؛
- مرتبط بمدى توفر أصول يمكن التنازل عنها.

2.3. فائض قيمة التنازل المعاد استثماره:

هو تعهد من طرف المكلف بالضريبة باستثمار مبلغ يساوي فائض قيمة التنازل المحققة مضاف اليها تكلفة (قيمة) الأصول الثابتة المتنازل عنها وهذا خلال 3 سنوات. (عطية، 2014).

نلاحظ ان ن. م . م لم يبين كيفية التسجيل المحاسبي لفائض القيمة المعاد استثماره وعليه فان هذه العلمية يمكن ان تتم كالتالي:

1.حساب النتيجة الجبائية والتي يستثنى منها فائض قيمة التنازل المتعهد بإعادة استثماره.

2. بعد مصادقة الشركاء على حسابات المؤسسة وكيفية توزيع النتيجة نسجل القيد:

ح/120 نتيجة الدورة

ح/1064 احتياطات منظمة (فائض قيمة التنازل المعاد استثماره)

ح/1061 احتياطات قانونية (وغيرها من الاحتياطات)

ح/ 457 قسائم مستحقة الدفع

ح/110 تحويل من جديد

ترصيد ح/ نتيجة الدورة

المعالجة الجبائية لفائض قيمة التنازل المعاد استثماره:

اذا تعهد المكلف بالضريبة باستثمار مبلغ يساوي فائض قيمة التنازل المحققة مضاف اليها تكلفة (قيمة) الأصول الثابتة المتنازل عنها وهذا خلال 3 سنوات. فان فائض القيمة يعفى من الضريبة على الربح. وتنص المادة 173 من قانون الضرائب المباشرة على اعتبار ان فائض القيمة المعاد استثماره اهتلاكا خاصا بالاستثمار الذي استخدم فائض القيمة لتمويله وعليه فان قسط الاهتلاك السنوي للأصل المعني يحسب على أساس قيمته الصافية (تكلفة الاستثمار – فائض قيمة التنازل المستخدم في تمويله).

أمثلة الفصل 02

أمثلة حول التمويل بواسطة الأموال الخاصة

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04
- مثال 05
- مثال 06
- مثال 07
- مثال 08
- مثال 09
- مثال 10
- مثال 11
- مثال 12

مثال 01:

بالاعتماد على البيانات الواردة في الملحق رقم 01 في الصفحة الموالية والمتعلقة بحساب النتائج لمؤسسة SARL BISCUITERIE ANES 31/12/ 2021 (حسب الطبيعة) وبالإضافة الى المعلومات الملحقة التالية:

(1) . المنتجات العملياتية الأخرى للسنة 2021 جزء منها عبارة عن فائض قيمة التنازل عن أصول ثابتة غير مالية بنسبة 50 %

(2). الأعباء العملياتية الأخرى للسنة 2021 جزء منها عبارة عن ناقص قيمة التنازل عن أصول ثابتة غير مالية بنسبة 40 %

(3). المنتجات المالية للسنة 2021 جزء منها عبارة عن الارباح الصافية عن التنازل عن أصول مالية بنسبة 15 % وجزء آخر عبارة عن فوائض قيمة عن التقييم عن الأصول المالية بنسبة 7 %

(4).ا لأعباء المالية للسنة 2021 جزء منها عبارة عن الخسائر الصافية عن التنازل عن أصول مالية بنسبة 10 % وجزء آخر عبارة عن نواقص قيمة عن التقييم عن الأصول المالية بنسبة 4 %

المطلوب:

حساب قدرة التمويل الذاتي لسنة 2021 بطريقتين.

الملحق رقم 01: حساب النتائج لمؤسسة SARL BISCUITERIE ANES 2021/12/31 (حسب الطبيعة)

الوحدة(دج).

الفصول (دج)	السنة 2021
رقم الأعمال	3 220 819
تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	1 288 328
الإنتاج المثبت	-
إعانات الإستغلال	-
إنتاج السنة المالية	4 509 147
المشتريات المستهلكة	2 254 573
الخدمات الخارجية والإستهلاكات الأخرى	193 249
استهلاك السنة المالية	2 447 822
القيمة المضافة للإستغلال	2 061 325
أعباء المستخدمين	966 246
الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة	32 208
إجمالي فائض الإستغلال	1 062 871
المنتجات العملياتية الأخرى (1)	193 249
الأعباء العملياتية الأخرى (2)	38 650
المخصصات للإهتلاكات والمؤونات وخسارة القيمة	225 457
استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات	12 883
النتيجة العملياتية	1 004 896
المنتوجات المالية (3)	54 754
الأعباء المالية (4)	300 767
النتيجة المالية	(246 013)
النتيجة العادية قبل الضرائب	758 883
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	155 082
الضرائب المؤجلة (تغيرات) عن النتائج العادية	
مجموع منتجات الأنشطة العادية	4 770 033
مجموع أعباء الأنشطة العادية	4 166 232
النتيجة الصافية للأنشطة العادية	603 801
عناصر غير عادية (منتجات) (يجب تبيانها)	
عناصر غير عادية (أعباء) (يجب تبيانها)	
النتيجة غير العادية	-
صافي نتيجة السنة المالية	603 801

مثال 02:

من خلال ميزانيات الشركات SARL A, SARL B , SARL C لـ 2019/12/31 تحصلنا على المعطيات التالية:

رؤوس الأموال الخاصة	SARL A	SARL B	SARL C
راس المال	1 000 000	1 000 000	1 000 000
احتياطات قانونية	60 000	80 000	90 000
ترحيل من جديد	20 000	(40 000)	30 000
نتيجة السنة المالية	150 000	100 000	300 000

المطلوب:

حساب الارباح القابلة للتوزيع

مثال 03:

من خلال ميزانيات الشركة SARL X, 31/12/2019 تحصلنا على المعطيات التالية:

رؤوس الأموال الخاصة	الحالة 1	الحالة 2
راس المال (100 000 سهم بقيمة اسمية 10 دج)	1 000 000	1 000 000
احتياطات قانونية	80 000	80 000
ترحيل من جديد	40 000	(40 000)
نتيجة السنة المالية	250 000	250 000

الجمعية العامة العادية للشركة ليوم 2020/05/15 قررت توزيع الأرباح على النحو التالي:

- تكوين احتياطات قانونية حسب ما ينص عليه القانون التجاري
- توزيع للمساهمين ارباح أولى (نظامية) حسب ما ينص عليه العقد التأسيسي للشركة والمقدر بنسبة 6% من رأس المال
- تكوين احتياطات اختيارية بمبلغ 50 000 دج
- توزيع للمساهمين أرباح ثانية (اساسية) بمبلغ اجمالي 80 000 دج
- المبالغ الغير موزعة يتم توجيهها الى الترحيل من جديد

المطلوب:

- اعداد جدول توزيع النتيجة والاحتياطات للسنة 2019.
- حساب قيمة توزيعات الارباح للسهم الواحد
- حساب معدل توزيع الارباح

مثال 04:

بتاريخ 2020/05/15 تم عقد الجمعية العامة العادية لشركة SARL X للمصادقة على القوائم المالية وبالإضافة الى توزيع الأرباح المحققة في سنة 2019 والتي جاءت قراراتها على النحو التالي:

- تكوين احتياطات قانونية حسب ما ينص عليه القانون التجاري
- توزيع للمساهمين ارباح أولى (نظامية) حسب ما ينص عليه العقد التأسيسي للشركة والمقدر بنسبة 6% من رأس المال
- تكوين احتياطات اختيارية بمبلغ 25 000 دج
- توزيع للمساهمين أرباح ثانية (اساسية) بمبلغ اجمالي 53 440 دج
- المبالغ الغير موزعة يتم توجهها الى الترحيل من جديد

المطلوب:

بالاعتماد على القوائم المالية لشركة SARL X والموضحة في الملاحق (رقم02) ، (رقم 03) واستنادا لقرارات الجمعية العامة العادية المنعقدة بتاريخ 2020/05/15 اجب على الاسئلة التالية:

1. اعداد جدول توزيع النتيجة والاحتياطات للسنة 2019.
2. حساب قيمة توزيعات الارباح للسهم الواحد (ربحية السهم)
3. حساب نسبة توزيع الارباح
4. حساب قدرة التمويل الذاتي بطريقتين
5. حساب التمويل الذاتي

ملاحظات إضافية حول محتوى الميزانية (الخصوم)

[1] رأسمال الشركة يتكون من 100 000 سهم بقيمة اسمية 18 دج

[2] عبارة عن احتياطات موزعة كالتالي: احتياطات قانونية بقيمة 175 000 دج والباقي احتياطات اختيارية

ملاحظات إضافية حول محتوى حساب النتائج

[1] . المنتجات العملياتية الأخرى للسنة 2019 تتعلق بفائض قيمة التنازل عن أصول ثابتة غير مالية

[2]. الأعباء العملياتية الأخرى للسنة 2019 تتعلق بناقص قيمة التنازل عن أصول ثابتة غير مالية

[3]. المنتجات المالية للسنة 2019 تتكون من الارباح الصافية عن التنازل عن أصول مالية بنسبة 16 %

[4].ا لأعباء المالية للسنة 2019 تتكون من الخسائر الصافية عن التنازل عن أصول مالية بنسبة 9 %

الملحق رقم 02: ميزانية الشركة SARL X 2019/12/31 (الأصول)

الوحدة(دج).

الأصول (دج)	السنة 2019 قيمة إجمالية	اهتلاك ومؤونات	السنة 2019 قيمة صافية	السنة 2018 قيمة صافية
الأصول غير جارية				
التثبيتات المعنوية:				
التثبيتات العينية:	**4 300 000**	**2 187 334**	**2 112 666**	**2 153 330**
أراضي	375 487		375 487	375 487
بناءات	2 337 221	1 344 167	993 054	1 155 598
التثبيتات العينية الاخرى	1 587 292	843 167	744 125	622 245
التثبيتات الممنوح امتيازها				
التثبيتات الجاري انجازها				
التثبيتات المالية:	**423 700**	**90 000**	**333 700**	**333 700**
الضرائب المؤجلة على الأصول				
مجموع الاصول غير الجارية	**4 723 700**	**2 277 334**	**2 446 366**	**2 487 030**
الأصول الجارية				
المخزونات والمنتجات قيد الصنع:	**2 377 333**	**198 665**	**2 178 668**	**1 754 017**
الحسابات الدائنة والاستخدامات المماثلة:	**1 869 366**		**1 869 366**	**1 815 103**
الزبائن	1 797 365		1 797 365	1 755 000
المدينون الآخرون	72 001		72 001	60 103
الضرائب				
الأصول الأخرى الجارية				
الموجودات وما يماثلها:	**54 002**	**33 002**	**21 000**	**143 704**
توظيفات وأصول مالية جارية	45 002	33 002	12 000	123 984
أموال الخزينة	9 000		9 000	19 720
مجموع الاصول الجارية	**4 300 701**	**231 667**	**4 069 034**	**3 712 824**
المجموع العام للأصول	**9 024 401**	**2 509 001**	**6 515 400**	**6 199 854**

الملحق رقم 02 (تابع): ميزانية الشركة SARL X 2019/12/31 (الخصوم)

الوحدة(دج).

الخصوم (دج)	السنة 2019	السنة 2018
رؤوس الأموال الخاصة:		
راس المال الصادر [1]	1 800 000	1 800 000
رأس المال غير المطلوب		
العلاوات والاحتياطات [2]	300 000	300 000
فارق اعادة التقييم		
النتيجة الصافية	167 000	161 190
ترحيل من جديد	100 000	100 000
مجموع رؤوس الأموال الخاصة	**2 367 000**	**2 361 190**
الخصوم غير الجارية:		
القروض والديون المالية	1 299 420	1 482 185
الضرائب (المؤجلة والمرصود لها)		
الديون الأخرى غير الجارية		
المؤونات والمنتجات المدرجة في الحسابات سلفا		
مجموع الخصوم غير الجارية	**1 299 420**	**1 482 185**
الخصوم الجارية		
الموردون والحسابات الملحقة	1 553 200	1 354 000
الضرائب	67 250	52 000
الديون الأخرى	727 230	630 664
خزينة الخصوم	501 300	319 815
مجموع الخصوم الجارية	**2 848 980**	**2 356 479**
المجموع العام للخصوم	**6 515 400**	**6 199 854**

الملحق رقم 03 : حسابات النتائج للشركة 12/31/ 2019 (حسب الطبيعة)

الوحدة(دج)

الفصول (دج)	السنة 2019	السنة 2018
رقم الأعمال	13 312 000	12 327 410
تغيرات المخزونات والمنتجات المصنعة والمنتجات قيد الصنع	422 000	392 335
الإنتاج المثبت		
إعانات الإستغلال		
إنتاج السنة المالية	**13 734 000**	**12 719 745**
المشتريات المستهلكة	6 308 000	5 979 667
الخدمات الخارجية والإستهلاكات الأخرى	1 277 000	1 154 000
استهلاك السنة المالية	**7 585 000**	**7 133 667**
القيمة المضافة للإستغلال	**6 149 000**	**5 586 078**
أعباء المستخدمين	5 187 667	4 643 334
الضرائب والرسوم والمدفوعات المماثلة	200 000	180 000
إجمالي فائض الإستغلال	**761 333**	**762 744**
المنتجات العملياتية الأخرى [1]	44 200	5 404
الأعباء العملياتية الأخرى [2]	24 612	21959
المخصصات للإهتلاكات والمؤونات وخسارة القيمة	467623	417208
استرجاع على خسائر القيمة والمؤونات	5 000	12 497
النتيجة العملياتية	**318 298**	**341 478**
المنتوجات المالية [3]	193 930	148 982
الأعباء المالية [4]	248 500	202 729
النتيجة المالية	**–54 570**	**– 53 747**
النتيجة العادية قبل الضرائب	**263 728**	**287 731**
الضرائب الواجب دفعها عن النتائج العادية	96 728	126 541
الضرائب المؤجلة (تغيرات) عن النتائج العادية		
مجموع منتجات الأنشطة العادية	**13 977 130**	**12 886 628**
مجموع أعباء الأنشطة العادية	**13 810 130**	**12 725 438**
النتيجة الصافية للأنشطة العادية	**167 000**	**161 190**
عناصر غير عادية (منتجات) (يجب تبيانها)		
عناصر غير عادية (أعباء) (يجب تبيانها)		
النتيجة غير العادية		
صافي نتيجة السنة المالية	**167 000**	**161 190**

مثال 05:

لتكن لدينا المعلومات التالية والمتعلقة بالأموال الخاصة لإحدى الشركات موضحة في الجدول التالي:

الأموال الخاصة قبل توزيع الأرباح بالدينار الجزائري

القيمة الاسمية للأسهم العادية (500 000 سهم × 10دج)	5 000 000
الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة لسوقية للسهم (500 000سهم × (14 دج-10دج))	2 000 000
أرباح محتجزة	2 500 000
أموال خاصة	9 500 000

لنفترض أن إدارة المؤسسة لاحظت ان القيمة السوقية للسهم قد ارتفعت بشكل كبير حتى وصلت الى 30 دج للسهم الأمر الذي قد يؤثر سلبا على عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهم المؤسسة، لهذا قررت إدارة المؤسسة إجراء توزيعات في شكل أسهم، على ان يتم إصدار 50 000 سهم جديد، بمعدل سهم جديد لكل حامل لـ 10 أسهم من المساهمين الحاليين.

المطلوب:

توضيح تركيبة الأموال الخاصة الجديدة بعد اجراء التوزيعات في شكل أسهم

مثال 06:

شركة الريان الصناعية يقدر رأسمالها بـ 12 747 608 دج يتكون من 1 593 451 سهم عادي. قررت الرفع في رأسمالها الاجتماعي من خلال إصدار أسهم عادية 478 035 سهم جديد بـ 8 دج قيمة إسمية، بسعر 53دج للسهم. مع الحفاظ على حق الاكتتاب Droit préférentiel de souscription (DPS).

معلومات إضافية:

- الناتج الخام والناتج الصافي للإصدار: الناتج الخام ستبلغ قيمته 25 335 855 دج في حين ان الناتج الإجمالي الصافي يتوقع أن يقدر بحوالي 24.8 مليون دج بعد تسديد مصاريف الإصدار (وسطاء ماليين، قضائية، إدارية)؛
- حق الاكتتاب: يعطى حق الأولوية للمساهمين القدامى للاكتتاب على الأسهم الجديدة أو إلى المساهمين القدامى المتنازلين عن حقوقهم في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، بمقابلة 3 أسهم جديدة لكل 10 أسهم قديمة؛
- سعر السهم قبل الرفع في رأس المال: 73.60 دج.

المطلوب:

1. حساب القيمة النظرية لحق الاكتتاب.
2. حساب نسبة ما تمثله مصاريف الإصدار إلى قيمة الناتج الخام لعملية الإصدار.

على فرض أن مؤسسة السنابل الذهبية للتحويل تمتلك 556 194 سهم (12.2% من الرأس المال الاجتماعي) قد قررت الاكتتاب في الأسهم الجديدة من خلال شراء 566 23 سهم والتنازل لصالح مؤسسة نور للتعدين 000 116 حق للاكتتاب: ما هي القيمة التي يجب أن تسددها مؤسسة **السنابل الذهبية للتحويل**؟ كم ستقدر نسبة مساهمتها في رأس المال بعد هذه العملية؟ مع الإجابة على نفس السؤالين **لمؤسسة نورللتعدين.**

مثال 07:

شركة نور الصناعية قررت الرفع من رأسمالها بهدف إعادة تمويل جزء من عملية امتلاك أسهم الشركة المغاربية للصناعة عن طريق الأموال الخاصة.

معلومات إضافية حول العملية:

- عدد الأسهم الجديدة: 904 131 38 سهم بقيمة اسمية 5 دج للسهم؛ سعر الاكتتاب (الإصدار) 70.25 دج؛
- الاكتتاب: يعطى الأولوية للمساهمين القدامى للاكتتاب على الأسهم الجديدة، بمقابلة سهمين جديدين لكل 11 أسهم قديمة؛ القيمة النظرية لحق الاكتتاب تقدر بـ 1.77 دج؛

المطلوب:

1. حساب سعر السهم (قبل الاصدار وبعد الاصدار) المعتمد في حساب القيمة النظرية لحقوق الاكتتاب؟
2. حساب القيمة الاسمية للزيادة في رأس المال وبالإضافة الى قيمة علاوة الاصدار؟
3. لنفترض ان مساهم يمتلك 100 سهم قبل الاصدار الجديد، يرغب في استخدام كل حقوق الاكتتاب التي يمتلكها. كم عدد الأسهم التي يمكنه الاكتتاب عليها، مع التوضيح على أن وضعيته المالية لم تتغير قبل وبعد الاكتتاب الجديد؟

مثال 08:

لنفترض ان القيمة السوقية للسهم الذي أصدرته المؤسسة حديثا 100دج وان قيمة التوزيعات المتوقعة في نهاية السنة الأولى من الإصدار 12 دج وان معدل النمو السنوي المتوقع للتوزيعات هو 8% .

المطلوب:

حساب تكلفة الأسهم (معدل العائد المطلوب من المساهمين)

مثال 09:

إذا توفرت لديك المعلومات التالية حول مشروع استثماري معين:

معامل β لشركة مماثلة مدرجة في السوق المالي يقدر بـ 1.05 عائد السوق يقدر بـ 10%

عائد الاستثمارات الخالية من المخاطر يقدر بـ 5 %

المطلوب:

حساب معدل العائد المطلوب على أسهم الشركة المماثلة والمدرجة في السوق المالي

مثال 10:

بالاعتماد على نفس معطيات المثال 09 وعلى فرض ان متخذ القرار قد توفرت لديه المعلومات التالية:

الكلفة الاستثمارية للمؤسسة المماثلة والمدرجة في السوق المالي تقدر بـ 1 000 000 دج

الهيكل المالي للمؤسسة يتكون من 70 بالمائة اموال مقترضة و30 بالمائة اموال خاصة

معدل الضريبة يقدر بـ 30 بالمائة

المطلوب:

أحسب معامل β* لمخاطر النشاط

مثال 11:

بالاعتماد على نفس معطيات المثال 10 وعلى فرض ان متخذ القرار قد توفرت لديه المعلومات التالية:

الكلفة الاستثمارية للمشروع الاستثماري قدر بـ 1 000 000دج

امام متخذ القرار 4 هياكل تمويلية متاحة لتمويل المشروع الاستثماري وهي :

100 بالمائة اموال خاصة

20 بالمائة اموال مقترضة و 80 بالمائة اموال خاصة

50 بالمائة اموال مقترضة و 50 بالمائة اموال خاصة

80 بالمائة اموال مقترضة و 20 بالمائة اموال خاصة

المطلوب:

أحسب معامل β عند كل مزيج تمويلي ثم حدد الهيكل المالي الذي يجعل بيتا يساوي 1 ماذا تستنتج

مثال 12:

بالاعتماد على نفس معطيات المثال 11

المطلوب: حساب تكلفة التمويل عن طريق الاصدار للمشروع الاستثماري عند كل هيكل مالي. ماذا تلاحظ؟

حل الأمثلة حول التمويل بواسطة الأموال الخاصة

حل أمثلة الفصل 02

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04
- مثال 05
- مثال 06
- مثال 07
- مثال 08
- مثال 09
- مثال 10
- مثال 11
- مثال 12

حل المثال 01:

حساب قدرة التمويل الذاتي بالاعتماد على النتيجة الصافية:

قدرة التمويل الذاتي= النتيجة الصافية + (68 المخصصات للاهتلاك والمؤونات وخسائر القيمة) +(ح/652 و ح/665 و ح/ 667) - (78 الاسترجاع عن خسائر القيمة والمؤونات) - (ح/752 و ح/765 و ح/ 767)

وباستخدام حساب النتائج والمعلومات الملحقة نجد:

ح/68 : 225 457

ح/ 652: 38 650 x 0.4 = 15 460

ح/ 665: 300 767 x 0.04 = 12 031

ح/667: 300 767 x 0.1 = 30 077

ح/ 78 : 12 883

ح/ 752: 193 249 x 0.5 = 96 625

ح/ 765: 54 754 x 0.07 = 3 833

ح/ 767 : 54 754 x 0.15 = 8 213

CAF = 603 801+ 225 457 + (15 460 + 12 031 + 30 077) - 12 883 –(96 625 + 3 833 + 8 213) = 765 272

حساب قدرة التمويل الذاتي بالاعتماد على اجمالي فائض الاستغلال:

قدرة التمويل الذاتي= اجمالي فائض الاستغلال + (75 المنتوجات العملياتية أخرى ماعدا ح/752) + (76 المنتوجات المالية ماعدا ح/765 و ح/ 767) - (65 الأعباء عملياتية أخرى ماعدا ح/652) - (66 الأعباء المالية ماعدا ح/665 و ح/ 667) – 69 الضرائب واجبة الدفع

CAF = 1 062 871 + (193 249 - 96 625) + (54 754 - 3 833 - 8 213) – (38 650 - 15 460) – (300 767 - 12 031 - 30 077) - 155 082 = 765 272

حل المثال 02:

حساب الأرباح القابلة للتوزيع

		SARL A	SARL B	SARL C
الارباح القابلة للتوزيع	نتيجة السنة ن-1	+ 150 000	+ 100 000	+ 3000 000
	ترحيل من جديد للسنة ن-1 (مدين)	-	-40 000	-
	اساس حساب الاحتياطي القانوني	**150 000**	**60 000**	**300 000**
	احتياطات قانونية	- 7 500	- 3 000	- 10 000
	ترحيل من جديد للسنة ن-1 (دائن)	+ 20 000	-	+ 30 000
	المجموع	**162 500**	**57 000**	**320 000**

حل المثال 03:

حساب الأرباح القابلة للتوزيع

		الحالة 1	الحالة 2
الارباح القابلة للتوزيع	نتيجة السنة 2019	+ 250 000	+ 250 000
	ترحيل من جديد للسنة 2019 (مدين)	-	-40 000
	اساس حساب الاحتياطي القانوني	**250 000**	**210 000**
	احتياطات قانونية	- 12 500	- 10 500
	ترحيل من جديد للسنة 2019 (دائن)	+ 40 000	-
	المجموع	**277 500**	**199 500**

توزيعات الأرباح

		الحالة 1	الحالة 2
توزيعات الارباح	الأرباح القابلة للتوزيع	277 500	199 500
	توزيعات الارباح النظامية	- 60 000	- 60 000
	احتياطات اختيارية	- 50 000	- 50 000
	توزيعات الارباح الاساسية	- 80 000	- 80 000
	المجموع	**87 500**	**9 500**
	ترحيل من جديد	**87 500**	**9 500**

جدول توزيع النتيجة والاحتياطات للسنة 2019:

		الحالة 1	الحالة 2
المصدر	ترحيل من جديد للسنة 2019	+ 40 000	- 40 000
	نتيجة السنة 2019	+ 250 000	+ 250 000
	اقتطاعات من الاحتياطات	-	-
	المجموع	**290 000**	**210 000**
التخصيص (التوزيع)	احتياطات	62 500	60 500
	الزيادة في راس المال	-	-
	ارباح موزعة	140 000	140 000
	ترحيل من جديد	87 500	9 500
	المجموع	**290 000**	**210 000**

حساب قيمة توزيعات الارباح للسهم الواحد:

توزيعات الارباح للسهم الواحد = الارباح الموزعة / عدد الأسهم = 1,4 دج / سهم

140 000 / 100 000 = 1.4

حساب معدل توزيع الارباح:

معدل توزيع الأرباح = الارباح الموزعة / النتيجة الصافية = 56 %

140 000 / 250 000 = 0.56

حل المثال 04:

حساب الأرباح القابلة للتوزيع

الارباح القابلة للتوزيع = نتيجة السنة المالية - الترحيل من جديد (مدين) + الترحيل من جديد (دائن)+ اقتطاعات من الاحتياطات - احتياطات قانونية

حساب الاحتياطات القانونية

الاحتياطي القانوني = أساس حساب الاحتياطي القانوني x 0.05 = 8 350

الاحتياطي القانوني المجمع: 350 183 = 175 000 + 8 350

شرط عدم تجاوز 10 بالمائة من رأس المال: 180 000

ومنه الاحتياطي القانوني الجديد هو: 5 000 = 3 350 – 8 350

SARL X		
الارباح القابلة للتوزيع	نتيجة السنة 2019	+ 167 000
	ترحيل من جديد للسنة 2019 (مدين)	-
	اساس حساب الاحتياطي القانوني	**167 000**
	احتياطات قانونية	- 5 000
	ترحيل من جديد للسنة 2019 (دائن)	+ 100 000
	المجموع	**262 000**

توزيعات الأرباح

توزيعات الأرباح النظامية = راس المال x 0.06 = 108 000

SARL X		
توزيعات الارباح	الأرباح القابلة للتوزيع	262 000
	توزيعات الارباح النظامية	- 108 000
	احتياطات اختيارية	- 25 000
	توزيعات الارباح الاساسية	- 53 440
	المجموع	**75 560**
	ترحيل من جديد	**75 560**

جدول توزيع النتيجة والاحتياطات للسنة 2019:

الأرباح الموزعة = الأرباح النظامية + الأرباح الأساسية: 161 440

SARL X		
المصدر	ترحيل من جديد للسنة 2019	+ 100 000
	نتيجة السنة 2019	+ 167 000
	اقتطاعات من الاحتياطات	-
	المجموع	**267 000**
التخصيص (التوزيع)	احتياطات	30 000
	الزيادة في راس المال	-
	ارباح موزعة	161 440
	ترحيل من جديد	75 560
	المجموع	**267 000**

حساب قيمة توزيعات الارباح للسهم الواحد:

توزيعات الارباح للسهم الواحد = الارباح الموزعة / عدد الأسهم = 1,6 دج / سهم

161 440 / 100 000 = 1.6

حساب معدل توزيع الارباح:

معدل توزيع الأرباح = الارباح الموزعة / النتيجة الصافية = 97 %

161 440 / 167 000 = 0.97

حساب قدرة التمويل الذاتي بطريقتين

حساب قدرة التمويل الذاتي بالاعتماد على النتيجة الصافية:

قدرة التمويل الذاتي= النتيجة الصافية + (68 المخصصات للاهتلاك والمؤونات وخسائر القيمة) +(ح/652 و ح/665 و ح/ 667) - (78 الاسترجاع عن خسائر القيمة والمؤونات) - (ح/752 و ح/765 و ح/ 767)

حساب قدرة التمويل الذاتي بالاعتماد على اجمالي فائض الاستغلال:

قدرة التمويل الذاتي= اجمالي فائض الاستغلال + (75 المنتوجات العملياتية أخرى ماعدا ح/752) + (76 المنتوجات المالية ماعدا ح/765 و ح/ 767) - (65 الأعباء عملياتية أخرى ماعدا ح/652) - (66 الأعباء المالية ماعدا ح/665 و ح/ 667) – 69 الضرائب واجبة الدفع

وباستخدام حساب النتائج والمعلومات الملحقة نجد:

ح/ 652: 24 612 = 1 x 24 612

ح/ 665: 0 = 0 x 248 500

ح/667: 22 365 = 0.09 x 248 500

ح/ 752: 44 200 = 1 x 44 200

ح/ 765: 0 = 0 x 193 930

ح/ 767: 31 029 = 0.16 x 193 930

CAF = 601 371

حساب التمويل الذاتي:

التمويل الذاتي = قدرة التمويل الذاتي – الأرباح الموزعة

601 371 - 161 440 = 439 931

حل المثال 05 :

من خلال معطيات المثال نلاحظ أنه تم توزيع 1 500 000 دج (50.000 سهم x 30دج) من الأرباح في شكل أسهم عادية جديدة كما هو موضح في الجدول التالي:

الأموال الخاصة بعد توزيع الأرباح بالدينار الجزائري

القيمة الاسمية للأسهم العادية (550 000 سهم × 10دج)	5 500 000
الفرق بين القيمة الاسمية والقيمة لسوقية للسهم (500 000سهم × (14 دج-10دج))+ (50 000سهم × (30 دج-10دج))	3 000 000
أرباح محتجزة	1 000 000
أموال خاصة	9 500 000

ومن خلال الجدول الحالي نلاحظ أن قيمة الأموال الخاصة للمؤسسة لم تتغير رغم التغير في عدد الأسهم كما أن نسبة مساهمة المستثمرين لم تتغير ايضا على اعتبار ان الاسهم الجديدة تم توزيعها على اساس نسبة ما يملكه المستثمرين القدامى من أسهم.

أما التغير الذي طرأ فهو في ربحية السهم وبالتالي قيمته السوقية حيث أن ربحية السهم قد انخفضت من 5 دج/للسهم (500 000سهم/2 500 000دج) قبل إجراء توزيعات الأرباح إلى 1.18 دج/للسهم (55 000سهم/1 000 000دج) بعد إجراء التوزيعات. وكنتيجة لذلك يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية للأسهم. وبالنسبة للمساهمين القدامى فهذا الانخفاض في القيمة السوقية قد تم تعويضه بتوزيعات الارباح المحصل عليها.

حل المثال 06:

1. حساب القيمة النظرية لحقوق الاكتتاب:

قيمة حق الاكتتاب = قيمة السهم قبل الاصدار – قيمة السهم بعد الاصدار

قيمة السهم بعد الاصدار = (عدد الأسهم القديمة × قيمة السهم قبل الإصدار) + (عدد الأسهم الجديدة × سعر الإصدار) / اجمالي عدد الأسهم

(1 593 451 × 73.6) + (478 035 × 53) / (1 593 451 + 478 035) = 68.85

القيمة النظرية لحق الاكتتاب = 73.6 – 68.85 = 4.75 دج

2. حساب نسبة ما تمثله مصاريف الإصدار إلى قيمة الناتج الخام لعملية الإصدار:

النسبة = مصاريف الاصدار / قيمة الناتج الخام لعملية الاصدار

(25 335 855 - 24 800 000) / 25 335 855 = 0.0212

نسبة مصاريف الإصدار = 2.12%

3. الوضعية المالية للمؤسستين مؤسسة السنابل الذهبية للتحويل و لمؤسسة نور للتعدين:

قبل الاكتتاب	قيمة الأسهم		عدد الاسهم		نسبة المساهمة
مؤسسة السنابل الذهبية للتحويل	194 556 × 73.6 = 14 319 322		194 556		12.2%
مؤسسة نورللتعدين	-		-		-
بعد الاكتتاب	**قيمة الاسهم**	**عدد الاسهم**	**تكلفة شراء حق الاكتتاب**	**تكلفة شراء اسهم جديدة**	**عائد بيع حقوق الاكتتاب**	**المجموع**	**نسبة المساهمة**
مؤسسة السنابل الذهبية للتحويل	15 017 700	218 122	-	-1 248 998	551 000	14 319 702	10.53%
مؤسسة نورللتعدين	2 395 980	34 800	551 000-	1 844 400-	-	580	1,68%

ومنه :

القيمة التي يجب ان تسددها مؤسسة السنابل الذهبية للتحويل للحصول على 23 566 سهم جديد هي 1 248 998 – 551 000 = 697 998 دج

في حين ان مساهمتها في راس المال قد تتراجع من 12.2% الى 10.53%

القيمة التي يجب ان تسددها مؤسسة نور للتعدين للحصول على (10/3× 116 000) = 34 800 سهم جديد هي 1 844 400 + 551 000 = 2 395 400 دج

في حين ان مساهمتها في راس المال قد ترتفع من 0% الى 1.68%

ملاحظة هامة:

من المفترض ان تكون الوضعية المالية للمؤسستين مؤسسة السنابل الذهبية للتحويل ولمؤسسة نور للتعدين لا تتغير قبل الاكتتاب وبعد الاكتتاب.

حيث نجد على سبيل المثال بالنسبة لمؤسسة السنابل الذهبية للتحويل قبل الاكتتاب 14 319 322 دج وبعد الاكتتاب 14 319 702 دج وهذا الاختلاف في الاساس هو نتيجة التقريب في حساب بعض المعطيات مثل القيمة النظرية لحق الاكتتاب وقيمة السهم بعد الاصدر.

ونفس الملاحظة مسجلة بالنسبة للوضعية المالية لمؤسسة نور للتعدين.

حل المثال 07:

1. حساب قيمة السهم قبل وبعد الاصدار:

قيمة حق الاكتتاب = قيمة السهم قبل الاصدار – قيمة السهم بعد الاصدار

قيمة السهم بعد الاصدار = سعر الإصدار + (قيمة حق الاكتتاب × عدد حقوق الاكتتاب لشراء سهم جديد)

قيمة السهم بعد الإصدار =

$70.25 + (1.77 \times (11/2)) = 79.99$

قيمة السهم بعد الاصدار = 79.99 دج

قيمة السهم قبل الإصدار = قيمة السهم بعد الاصدار + حق الاكتتاب = 79.99 + 1.77 = 81.76 دج

2. حساب القيمة الاسمية للزيادة في رأس المال وبالإضافة الى قيمة علاوة الاصدار:

القيمة الاسمية للزيادة في راس المال = عدد الاسهم الجديدة × القيمة الاسمية للسهم

القيمة الاسمية للزيادة في راس المال = 38 131 904 × 5 = 190 659 520 دج

علاوة الاصدار = عدد الاسهم الجديدة × (سعر الاصدار – القيمة الاسمية)

علاوة الاصدار = 38 131 904 × (70.25 – 5) = 2.488 106 736 دج

3. الوضعية المالية للمساهم:

يمكن لهذا المساهم شراء 18 سهم جديد لانه يمتلك 100 حق اكتتاب وبالتالي 100 × (11/2) = 18.1818 ويبقى له حق اكتتاب واحد لان 18 × (2/11) = 99 يمكن له بيعه بقيمة 1.77 دج ومنه نلخص الوضعية المالية لهذا المساهم في الجول التالي:

قبل الاكتتاب	قيمة الأسهم			عدد الاسهم		
المساهم	100 × 81.76 = 8 176			100		
بعد الاكتتاب	قيمة الاسهم	عدد الاسهم	تكلفة شراء حق الاكتتاب	تكلفة شراء اسهم جديدة	عائد بيع حقوق الاكتتاب	المجموع
المساهم	9 439	118	-	-1 265	1 ×1.77 = 1.77	8 176

ومنه فان المستثمر قد حافظ على نفس وضعيته المالية قبل وبعد الاكتتاب

حل المثال 08:

معدل العائد المطلوب = (100/12)+ 0.08 = 0.2

غير ان هذا المعدل لا يمثل تكلفة التمويل الفعلية بالنسبة للمؤسسة وهذا بسبب أن متحصلات بيع الأسهم عادة ما تقل عن القيمة السوقية التي يباع بها السهم ويرجع هذا إلى تكاليف الإصدار وعمولات السماسرة وغيرها من المصروفات التي تصاحب إصدار الأوراق المالية.

ومنه تكلفة التمويل بالأسهم العادية تصبح في هذه الحالة تساوي:

معدل العائد المطلوب = (نصيب السهم من الأرباح المتوقعة للسنة الأولى/ (القيمة السوقية للسهم × (1-نسبة مصاريف الإصدار)) +المعدل السنوي لنمو التوزيعات

ومنه بالاعتماد عل نفس معطيات المثال وعلى فرض أن مصاريف الإصدار تمثل 5% من قيمة السهم نجد التكلفة الفعلية للتمويل بالأسهم العادية تساوي :

تكلفة الأسهم العادية = $0.08 + ((0.05-1) \times 100) / 12) = 0.2063$

حل المثال 09:

معدل العائد المطلوب:

$$K = 5 + 1.05 (10 - 5) = 5 + 5.25 = 10.25 \%$$

حل المثال 10:

أحسب معامل β^* لمخاطر النشاط

$$\beta = \beta^* + \beta^* (D/E) (1-T)$$

$$\beta = \beta^* (1+(D/E) (1-T))$$

$$\beta^* = \beta / (1+(D/E) (1-T))$$

$$\beta^* = 1.05 / (1 +(700\ 000/300\ 000) (0.3-1))$$

$$\beta^* = 0.40$$

حل المثال 11:

أحسب معامل β عند كل مزيج تمويلي:

$$\beta 1 = 0.40 + 0.40 (0/1\ 000\ 000) (1-0.3) = 0\ 40$$

$$\beta 2 = 0\ 40 + 0.40 (200\ 000/800\ 000) (1-0.3) = 0.47$$

$$\beta 3 = 0.40 + 0.40 (500\ 000/500\ 000) (1-0.3) = 0.68$$

$$\beta 4 = 0.40 + 0.40 (800\ 000/200\ 000) (1-0.3) = 1.52$$

علاقة طردية بين معامل بيتا ونسبة الاقتراض في الهيكل المالي

الهيكل المالي الذي يجعل بيتا يساوي 1:

$$\beta = 0{,}40 + 0{,}40 (D/E) (1-0{,}3) = 1$$

$$D/E = (1 - 0{,}40) / (0{,}40 * (1-0{,}3))$$

$$D/E = 2{,}14$$

$$\begin{cases} D/E = 2{,}14 \\ D+E = 1.000.000 \end{cases} \rightarrow \begin{cases} D = 2{,}14E \\ 3{,}14E = 1.000.000 \end{cases} \rightarrow \begin{cases} D = 681.528 \\ E = 318.471 \end{cases}$$

كلما زادت قيمة الاموال المقترضة في الهيكل المالي عن 681 528 دج كلما كان المشروع اكثر مخاطرة هجومي وكلما انخفضت قيمة الاموال المقترضة في الهيكل المالي عن 681 528 دج كلما كان المشروع اقل مخاطرة دفاعي

حل المثال 12:

تكلفة التمويل المتوقعة عن طرق اصدار الاسهم العادية :

$$K = r_F + \beta\,(K_M - r_F)$$

K1 = 5 + 0.40 (10 – 5) = 5 + 2 = 7 %

K2= 5 + 0.47 (10 – 5) = 5 + 2.35 = 7.35 %

K3 = 5 + 0.68 (10 – 5) = 5 + 3.4 = 8.4 %

K4= 5 + 1 (10 – 5) = 5 + 5 = 10 %

K5= 5 + 1.52 (10 – 5) = 5 + 7.6 = 12.6 %

علاقة طردية بين تكلفة التمويل و معامل بيتا

ومنه علاقة طردية بين تكلفة التمويل ونسبة الاقتراض في الهيكل المالي

الفصل 03

التمويل بواسطة الديون

1. القروض البنكية
2. القروض السندية
3. القرض الايجاري

الديون هي الموارد المالية الخارجية المتحصل عليها من طرف مؤسسات القرض (بنوك) او من أطراف اخرى (مؤسسات مالية متخصصة، الشركاء).

وتعتبر البنوك المصدر المفضل للتمويل الخارجي، وتسمى الاقتراضات البنكية عموما اقتراضات غير مجزأة لأن المؤسسة تستدين من ممول واحد أو عدد جد محدود من البنوك، النوع الثاني من الاقتراضات تلجأ فيه المؤسسة لطلب ادخار الجمهور ككل وهنا يصبح القرض مجزأ الى اجزاء تسمى السندات التي يمكن ان يكتتب فيها أي شخص طبيعي أو معنوي وتمسى الاقتراضات السندية. (بن ربيع، حسياني، و صالحي، الواضح في المحاسبة المالية وفقا SCF والمعايير الدولية الجزء الثاني، 2013)

الاقتراضات حسب النظام المحاسبي المالي تتمثل في: (بن ربيع، حسياني، و صالحي، الواضح في المحاسبة المالية وفقا SCF والمعايير الدولية الجزء الثاني، 2013)

- التمويل بالقروض البنكية (القروض الغير مجزأة Emprunts indivis)
- التمويل بالاقتراضات السندية (القروض المجزأة Emprunts divis)
- التمويل بقرض الإيجار Créidt-bail

الاقتراضات حسب SCF

حسب نظام المحاسبة لمالية تسجل مبالغ الاقتراضات (الطويلة، متوسطة أو قصيرة الاجل) في الحسابات الفرعية للحساب 16 الاقتراضات والديون المماثلة باستثناء:

- الاعتمادات البنكية الجارية مثل تسهيلات الخزينة التي يجب ان تسجل في حـ/519 الاعتمادات البنكية الجارية
- السحب على المكشوف الذي يجب ان تسجل في الجانب الدائن حـ/ 512 البنك
- المبالغ المقترضة من الشركاء والتي يجب ان تسجل في حـ/ 455 الحسابات الجارية للشركاء

1. القروض البنكية:

هي أموال تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية خاصة البنوك التجارية والتي تمتاز بطول مدة استحقاقها حيث يتم الاتفاق على شروطها (معدل الفائدة، تاريخ الاستحقاق، الرهونات،..) بالتفاوض بين المقرض والمقرض. (هندي، 2000)

القرض الغير مجزأ هو قرض غير قابل للتجزئة يمكن الحصول عليه عن طريق البنك أو مؤسسة أخرى (الشركة الأم) أو من أشخاص طبيعيين (الشركاء، الأقرب، الأصدقاء)، هناك عدة أنواع من القروض التي تتميز بحسب طبيعة تسديد أقساطها السنوية. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

1.1. خصائص القرض البنكي:

- مبلغ القرض Montant de l'emprunt
- مدة القرض Durée de l'emprunt
- معدل الفائدة Taux d'intérêt
- طرق تسديد Modalités de remboursement

التسديد عن طريق الاهتلاك الثابت Remboursement par amortissement constants: يقصد بالقرض الغير مجزأ عن طريق الاهتلاك الثابت أن يتم اهتلاك القرض بدفعات سنوية (شهرية) متساوية ومنه فالأقساط المسددة تتكون من جزء ثابت الذي يمثل اهتلاك القرض وجزء متغير يمثل الفوائد المدفوعة. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

القسط السنوي = اهتلاك ثابت للقرض – مبلغ الفوائد

ملاحظة

يجب التأكد دوما من التناسب بين الفترة ومعدل الفائدة المطبق: مثلا بالنسبة لتسديد السنوي يتم تطبيق معدل فائدة سنوي على القرض المتبقي حتى يتم حساب الفوائد المدفوعة للاقساط الثابتة

التسديد عن طريق أقساط سنوية ثابتة Remboursement par annuités constantes: يقصد بالقرض الغير مجزأ عن طريق أقساط سنوية ثابتة أنه يتم تسديد القرض بأقساط سنوية ثابتة كل سنة أي أن أهتلاك القرض يكون متغير وبالإضافة الى مبالغ الفوائد المدفوعة. حيث يتم حساب الأقساط السنوية وفقا للعلاقة التالية: (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

$$a = K_0 \times \frac{i}{1-(1+i)^{-n}}$$

حيث أن:

a : قيمة القسط السنوي

K_0 : تمثل قيمة القرض

i : معدل الفائدة الاسمي

n : عدد السنوات

دراسة حالة
اهتلاك القرض البنكي:
المثال 01
المثال 03
المثال 05

التسديد عند تاريخ الاستحقاق Remboursement in fine: من خلال التسديد هذه الطريقة يتم تسديد قيمة الأموال المقترضة دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق. اما بالنسبة للفوائد فيتم حسابها على أساس قيمة القرض الاجمالية و تسديدها دوريا. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

2. القروض السندية:

القرض السندي Emprunt obligataire او القرض المجزأ Emprunt divis هو عبارة عن قرض مقسم الى حصص متساوية القيمة الاسمية تسمى سندات Obligations، هذا القرض يعرف بعدد السندات، القيمة الاسمية، معدل الفائدة، فترة التسديد، طريقة التسديد.

شروط التمويل بالقرض السندي حسب القانون التجاري الجزائري

القسم الفرعي الخامس: سندات الاستحقاق، من المادة 715 مكرر81 الى المادة 715 مكرر109)

نص القانون التجاري الجزائري على مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الشركات الراغبة في اصدار قروض سندية كالتالي:

- صدور قرار صريح من الجمعية العامة للمساهمين بطرح سندات للاكتتاب العام
- القيام بإشهار عملية الاصدار
- ضرورة الوفاء بكل رأس المال المصدر من قبل المساهمين قبل اتخاذ قرار طرح السندات للاكتتاب العام
- لا يسمح بالاصدار إلاّ لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين والتي اعدت ميزانيتين صادق عليهما مجلس المساهمين بصفة منتظمة
- لا ينبغي ان تتجاوز القيمة الكلية للسندات ضعف قيمة رأس المال

1.2. خصائص القرض السندي:

- عدد السندات المصدرة Nombre d'obligations émises : تمثل العدد الاجمالي للسندات المصدرة والتي سيتم تسديدها

- القيمة الاسمية للسند Valeur nominale de l'obligation : هي قيمة السند وهي القيمة التي سيتم على اساسها حساب الفوائد
- معدل الفائدة الاسمي Taux d'intérêt nominal ou facial : هو المعدل الذي يتم على اساسه حساب الفوائد وقد يكون هذا المعدل ثابت محدد مسبقا او متغير حسب معدلات الاسواق المالية
- سعر اصدار السند Prix d'émission de l'obligation : هو المبلغ المسدد من طرف المقرض للحصول على سند
- سعر تسديد السند Prix de remboursement de l'obligation : هو المبلغ الذي يجب تسديده لحامل السند عند تاريخ الاستحقاق
- علاوة الاصدار Prime d'émission : هو الفرق بين السعر الاسمي وسعر الاصدار
- علاوة التسديد Prime de remboursement : الفرق بين سعر التسديد والسعر الاسمي
- قسط الفوائد Coupon d'intérets : المبلغ السنوي للفوائد المدفوعة على السند
- مدة القرض Durée de l'emprunt : مدة تسديد القرض السندي ككل.
- تاريخ الاستحقاق Date de règlement : تاريخ استحقاق الفوائد او قيمة السندات
- طريق الاهتلاك Mode d'amortissement : طريقة تسديد السندات حيث نجد بالنسبة لطريقة تسديد القرض السندي نفس الطرق المعتمدة في تسديد القرض البنكي أي الاهتلاك الثابت، أقساط سنوية ثابتة، عند تاريخ الاستحقاق.

مثال توضيحي

ليكن لدينا القرض السندي emprunt obligataire بقيمة 5 000 000 دج لمدة 10 سنوات يتم تمويله بإصدار 5 000 سند بقيمة اسمية 1 000 دج وبمعدل فائدة اسمي 10% سعر الاصدار هو 980 دج وقيمة تسديد السند 1 050 دج . ومنه:

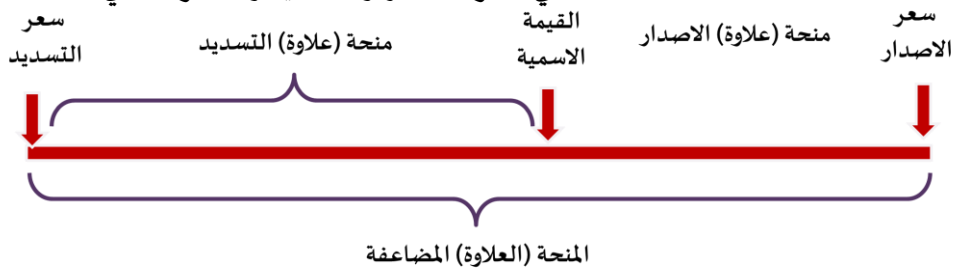
أقساط الفوائد (الكوبون Le coupon) = 1 000 x 0.1 = 100دج

علاوة الإصدار = 1 000 – 980 = 20دج

علاوة التسديد = 1.000 – 1 050 = 50دج

2.2. حالات الاختلاف في سعر الاصدار او التسديد والسعر الاسمي:

الشكل 1.3. حالات الاختلاف في سعر الاصدار او التسديد والسعر الاسمي



دراسة حالة

اهتلاك القرض السندي:
المثال 02
المثال 04
المثال 06
المثال 07

- الإصدار بالقيمة الاسمية Emission au pair
- الإصدار بأقل من القيمة الاسمية Emission au dessous du pair
- التسديد بالقيمة الاسمية Remboursement au pair
- التسديد أعلى من القيمة الاسمية Remboursement au dessus du pair
- الإصدار بقيمة اقل من القيمة الاسمية والتسديد بأعلى من القيمة الاسمية Emission au dessous du pair et remboursement au dessus du pair

مثال توضيحي

مثال عن سندات Air Algérie

نوع السند: عادي

قيمة القرض السندي: 4,4 مليار دج صادرة في جزئين

الجزء الأول : بقيمة 1,8 مليار دج

الجزء الثاني : بقيمة 2,6 مليار دج

مدة القرض: سندات الجزء الأول لها مدة استحقاق مختلفة سنة واحدة، 2، 3، 4

سندات الجزء الثاني مدة استحقاقها 5 سنوات

تاريخ الاصدار : يومي 29 و 30 مارس 2004

تاريخ الاستحقاق: سندات الجزء الأول كل 1 افريل من سنوات 2005، 2006، 2007، 2008

بالنسبة لسندات الجزء الثاني 1 أفريل 2009

القيمة الاسمية للسند 10.000 دج

عدد السندات : 440.000 سند

معدل الفائدة : 3 % على الجزء الأول من القرض وبمعدل 3,75 % على الجزء الثاني من القرض

تاريخ استحقاق الفوائد كل 1 أفريل من كل سنة

البنك المرافق: البنك الوطني الجزائري BNA . (بن ربيع، حسياني، و صالحي، 2013)

3.2. مزايا التمويل عن طريق الاقتراض:

- إنخفاض تكلفة التمويل بالإقتراض مقارنة مع التمويل بالأسهم، وهذا بسبب تعرض المقرضين لمخاطر أقل، وبالإضافة إلى الوفورات الضريبية التي تتولد عنه؛
- تكلفة الإقتراض المتمثلة في معدل الفائدة لا تتغير بتغير مستوى الأرباح؛
- ليس للمقرضين الحق في التصويت في الجمعية العامة للمؤسسة. (هندي، 2000)

4.2. سلبيات التمويل عن طريق الاقتراض:

- قد يؤدي الفشل في سداد الفوائد أو أصل الدين إلى تعريض المؤسسة للإفلاس؛

- يؤدي الإقتراض إلى تعريض المؤسسة لنوع من المخاطر يطلق عليها المخاطر المالية؛
- لا يعتبر الإقتراض طويل الاجل متاحا لكل المؤسسات.

5.2. تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض:

دراسة حالة

حساب تكلفة الاقتراض:
المثال 04
المثال 05
المثال 06
المثال 07
المثال 09
المثال 11
المثال 12

تتمثل تكلفة الاقتراض في المعدل الفعلي للفائدة الذي تدفعه المؤسسة للمستثمر، وذلك بعد تعديله لأغراض الضريبة أي بعد استبعاد الوفورات الضريبية. حيث أن عملية الاقتراض يترتب عليها تدفقات داخلة تحصل عليها المؤسسة عند التعاقد على القرض كما يترتب عليها تدفقات خارجة تتمثل في الفوائد التي تدفعها سنويا بالإضافة إلى قيمة الأموال المقترضة التي ينبغي سدادها في تاريخ الاستحقاق.

تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض

تتمثل تكلفة التمويل عن طريق الاقتراض في معدل الخصم الذي يجعل مجموع القيمة الحالية لصافي تدفقات الخزينة للقرض Flux net de trésorerie sur emprunt معدومة بعد الاخذ بعين الاعتباراثر الوفر الضريبي المحقق من بعض المصاريف المتعلقة بالقرض مثل الفوائد، مصاريف القرض، مصاريف الاصدار، مصاريف التأمين.

ملاحظة

يختلف القرض الايجاري Crédit-bail عن التأجير التمويلي Leasing في كون ان هذا الاخير قد لا يحتوي على خيار الشراء

3. القرض الايجاري:

التمويل الايجاري هو اتفاق بمقتضاه يقوم مستخدم الأصل أي مستأجره بدفع القيمة الإيجارية المتفق عليها لمالك ذلك الأصل أي المؤجر. وعادة من تستحق الدفعة الأولى من الإيجار فور توقيع العقد أما قيمة كل دفعة فتتوقف على ظروف كل مستأجر.

التمويل الايجاري lease financing هو اتفاق بمقتضاه يقوم مستخدم الأصل أي مستأجره بدفع القيمة الإيجارية المتفق عليها لمالك ذلك الأصل أي المؤجر. و عادة ما تستحق الدفعة الأولى من الإيجار فور توقيع العقد أما قيمة كل دفعة فتتوقف على ظروف كل مستأجر ، وعن طبيعة المؤسسات التي تقوم بتأجير التجهيزات فهي عدة أنواع، تشمل البنوك التجارية والبنوك الإسلامية وشركات)بيوت التمويل(وشركات تمويل تأجيري متخصصة والشركات الصانعة للتجهيزات في بعض الأحيان. (الميداني، 1999)

وتعد ميزة الاستخدام من أبرز مزايا الاستئجار حيث يقوم المستأجر باستخدام الأصل دون الالتزام بشرائه و مقابل هذه الميزة يلتزم المستأجر بسداد القيمة الإيجارية الدورية على أساس شهري أو ربع سنوي أو حسب ما يتم الاتفاق عليه في عقد التأجير. (أحمد، 2000)

1.3. التأجير التشغيلي (عقد الايجار البسيط): La location opérationnelle

خلاصة

يعتبر كتقديم خدمات من المؤجر الى المستأجر

هو ذلك العقد الذي يمنح بموجبه المؤجر الى المستأجر الحق في استخدام أصل معين ولفترة زمنية محددة، مع احتفاظ المؤجر بملكية الأصل وما ينطوي على ذلك من مخاطر ، مقابل دفعات الايجار. (بن ربيع، حسياني، و صالحي، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية الجزء الاول، 2015)

يمثل التأجير التشغيلي Opérating lease مصدر تمويل للمستأجرة إذ يزوده بالأصل المطلوب دون الحاجة إلى شرائه، كما يؤمن له خدمة الصيانة التي عادة ما تأخذ تكلفتها في الحساب عند تقدير قيمة دفعات الإيجار. وبالتالي في هذا النوع من التأجير فإن المؤجر يقوم بتغطية جانبين معا هما التمويل والصيانة. ومن مميزات التأجير التشغيلي أن دفعات الإيجار لا تكفي لتغطية التكلفة الكلية للأصل ويرجع هذا إلى سببين رئيسين هما. أن عقد الإيجار لا يمتد إلى نهاية العمر الافتراضي للأصل، والسبب الثاني يمكن لعقد الإيجار التشغيلي أن يتضمن شرط الإلغاء، والذي يعطي الحق لمستأجر الأصل إلغاء عقد الإيجار في أي وقت يشاء. ولهذا يتوقع المؤجر أن يسترد إجمالي تكلفة الأصل المؤجَر إما من خلال إعادة تأجيره لنفس المستأجر لمدة أخرى أو لمستأجرين آخرين أو عن طريق إعادة بيع الأصل ذاته. (أحمد، 2000)

2.3. التأجير التمويلي (الاستئجار الرأسمالي): La location financement (Leasing)

خلاصة

يعتبر كتنازل عن مثبتات بواسطة قرض من المؤجر الى المستأجر

هو عقد يتم بموجبه نقل كافة المخاطر والمكافئات او المنافع المرتبطة بملكية الاصل بشكل جوهري وليس من الضروري ان تنتقل الملكية في النهاية. (بن ربيع، حسياني، و صالحي، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية الجزء الاول، 2015)

التأجير الرأسمالي Capital lease ويطلق عليه ايضا بتأجير الدفع الكامل (Fully-pay out lease)، ويعتبر التأجير الرأسمالي كمصدر مالي للمؤسسة المستأجرة يعوضها عن الاقتراض لامتلاك الأصل، حيث تقوم المؤسسة المستأجرة في ظل هذا النوع من العقود باختيار وتحديد الأصل المطلوب استخدامه والتفاوض مع المنتج على السعر وشروط التسليم ثم تبحث عن المؤجر (مصدر التمويل) والتفاوض معه على قيامه بشراء الأصل من المنتج مقابل تحرير عقد تأجير تمويلي فيما بينهما. (أحمد، 2000)

3.3. التمييز بين عقد التأجير التمويلي عن عقد التأجير التشغيلي:

وتختلف عقود التأجير التمويلي عن عقود التأجير التشغيلي في نواحي أساسية أهمها: (أحمد، 2000)

- لا يقوم المؤجر بتقديم خدمات الصيانة؛

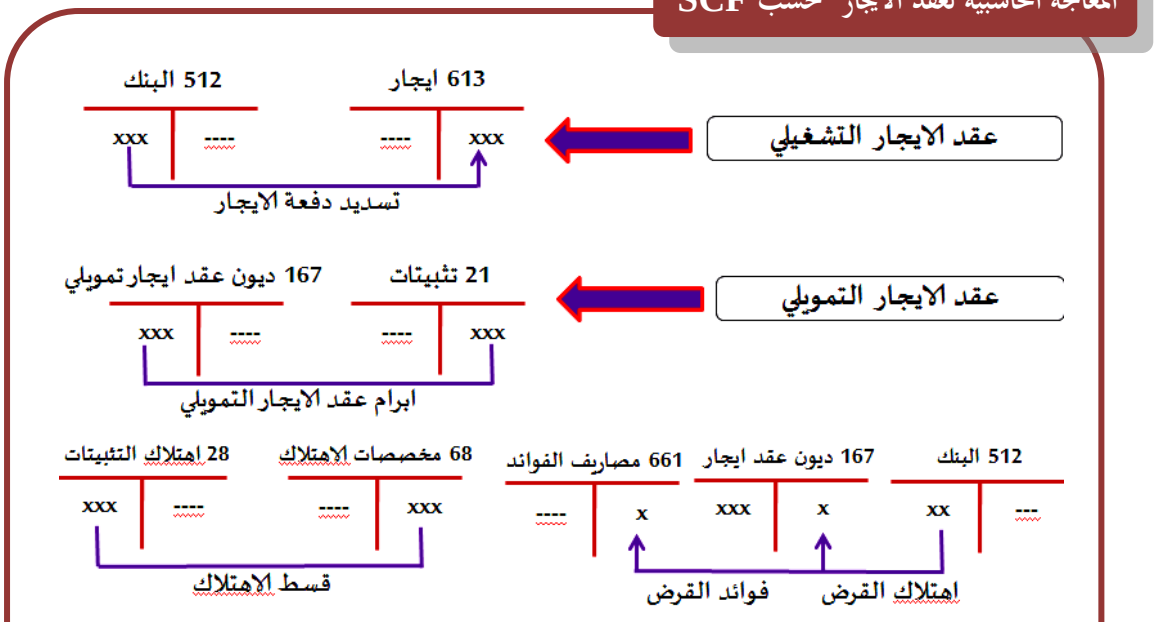
- لا يجوز للمستأجر إلغاء عقد الإيجار؛
- قيمة الإيجار المحددة في العقد تكفي لتغطية قيمة الأصل إضافة إلى تحقيق عائد مناسب يمثل معدل الفائدة على قرض مضمون؛
- التأمين على الأصل وما يستحق عليه من ضرائب على الممتلكات تكون من مسؤولية المستأجر.

ولهذا يبدو أن عقود التأجير التمويلي أقل مرونة مقارنة بعقود التأجير التشغيلي، حتى يكون عقد الايجار عقد تمويلي يجب ان يتوفر فيه معيار واحد على الاقل من المعايير التالية:

- فترة التأجير تكون75 % أو أكثر من عمر الأصل؛
- القيمة الحالية لمدفوعات التأجير لا تقل عن90% من القيمة العادلة للأصل؛
- أن يؤول الأصل في نهاية فترة العقد إلى المستأجر؛
- أن يكون للمستأجر حق الشراء الاختياري مقابل دفع مبلغ مقابل الشراء.

لهذا يمكن القول بأن التأجير التمويلي يشبه القرض المضمون الذي قد يحصل عليه المستأجر لغرض شراء الأصل لكن الاختلاف الجوهري يكمن في أنه في حالة شراء الأصل بقرض مضمون تكون ملكية الأصل في تاريخ استحقاق القرض من حق المقترض أي مستخدم الأصل. أما في حالة التأجير التمويلي، فيكون الأصل من حق المؤجر.

المعالجة المحاسبية لعقد الايجار حسب SCF



(بن ربيع، حسياني، و صالحي، الواضح في المحاسبة المالية وفق المعايير الدولية الجزء الاول، 2015)

المعالجة الجبائية لعقد الايجار

حسب المادة 53 من قانون المالية لسنة 2014

عدم التطبيق الجبائي للمعالجة الواردة في ن م م لايجار التمويل للحصول على النتيجة الجبائية (الخاضعة للضريبة)

لهذا فان المستأجر يحسب دفعات الايجار أعباء ولا يحسب اقساط الاهتلاك للتجهيزات المحصلة بعقد ايجار التمويل .

(عطية، 2014)

4.3. خصائص القرض الايجاري: (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

- مؤسسة القرض الايجاري (المؤجر) Société de crédit-bail (bailleur ou crédit-bailleur) : المؤسسة المقرضة
- المستأجر Locataire (Preneur ou crédit-preneur) : المقترض
- الايجار Loyer : المبلغ المدفوع دوريا (شهريا، فصليا، ...)حتى نهاية مدة العقد.
- الضمان Dépôt de garantie : المبلغ الذي عادة يطلب في بداية العقد ويسترجع في نهايته ومن المفترض انه لا يتعدى نسبة 15 % من قيمة الأصل.
- مدة العقد Durée : عادة تساوي تقريبا مدة الاهتلاك الجبائي للأصل والتي تكون محصورة بين 3 و 7 سنوات.
- سعر خيار الشراء Prix de l'option d'achat : السعر الذي يتم ستديده في نهاية العقد حتى يصبح المستأجر مالك للأصل.

5.3. إيجابيات القرض الايجاري:

- المرونة: يحقق التمويل الايجاري قدر من المرونة للمؤسسات المستأجرة ذلك لأنه يقيها من تحول تكلفة الأصل خلال الفترات التي لا يكون في حاجة إليه، حيث أن عقد الاستئجار قد يكون قصير الأجل بما يغطي الاحتياجات الفعلية لفترة معينة، وبانتهاء الحاجة يعاد الأصل إلى المؤجر وإذا ما ظهرت الحاجة إلى الأصل مرة أخرى فيمكن إعادة تأجيره. (هندي، 2000)
- تخفيض مخاطر التقادم التكنولوجي: يمثل استئجار الأصول أفضل وسيلة لتمويل المؤسسات التي تعتمد على تقنيات إنتاج متطورة وتمتاز بتكنولوجيا معقدة ومتغيرة بإستمرار، وهو ما يمكن أن ينطبق على الم ص م المبتكرة les PME innovantes. حيث أن الأصول التي تمتاز بتكنولوجيا متقدمة تواجه مخاطر التقادم السريع أو غير متوقع ولكي تحاول المؤسسة التخلص من هذه المخاطر، تعتمد على صيغ

التمويل بالاستئجار للحصول على أصول لفترات زمنية قصيرة وكلما ظهرت الحاجة مرة أخرى للأصل تعاود استئجاره لعدة مرات إلى أن يبرز أصل جديد أكثر تطور، فتقوم المؤسسة باستئجاره بنفس الطريقة وإلغاء عقد الإيجار السابق. (أحمد، 2000)

- تخفيض مخاطر عدم التأكد من حجم الطلب: إن طريقة استئجار الأصول تعتبر الوسيلة المثلى في التخلص من مخاطر عدم التأكد من حجم الطلب على منتج أو خدمة معينة، فبنفس الطريقة تحاول المؤسسة الاقتصادية استئجار أصل معين يتخصص في إنتاج سلعة معينة أو تقديم خدمة محددة (أحمد، 2000). ونتيجة للانخفاض في حجم الطلب على هذه المنتجات أو الخدمات، فإن الأصل المستأجر يصبح بمثابة تكاليف إضافية في المؤسسة، لهذا تعمد المؤسسة لفسخ أو إلغاء عقد الإيجار في بعض الحالات المشروطة وتحاول استئجار أصل آخر يقوم بإنتاج سلع تمتاز بارتفاع حجم الطلب عليها.
- التخلص من قيود الاقتراض: على عكس الاقتراض بغرض شراء أصل ما، فإن استئجار الأصل لا يعطي الحق للمؤجر في أن يضع قيود على قرارات الإدارة بشأن الحصول على قروض مستقبلية أو بشأن إجراء توزيع أرباح أو استثمار المزيد من الأصول الثابتة (هندي، 2000). مما يعني أن التمويل بالاستئجار يعطي حرية أكبر لإدارة المؤسسة في اتخاذ القرارات الملائمة.
- الاثر على القوائم المالية للمستأجر: يظهر الاستئجار الربحية الدفترية للمؤسسة في صورة أفضل مقارنة بالاقتراض من أجل شراء الأصل، في حالة الاستئجار تخصم القيمة الإيجارية فقط من الإيرادات في قائمة الدخل، أما إذا حصلت المؤسسة على قرض بهدف شراء أصل معين في هذه الحالة سوف تخصم من الإيرادات أقساط الإهتلاك للأصل بالإضافة إلى الفوائد المصرفية (هندي، 2000).

6.3. سلبيات القرض الايجاري:

- عادة مؤسسات القرض الايجاري تشترط توفير ضمان في بداية العقد
- التكلفة المرتفعة مقارنة بالقرض البنكي متوسط الأجل

7.3. تكلفة التمويل عن طريق القرض الايجاري:

دراسة حالة

حساب تكلفة الاقتراض: المثال 08 المثال 11

تتمثل تكلفة التمويل عن طريق القرض الايجاري في معدل الخصم الذي يجعل مجموع القيمة الحالية لصافي تدفقات الخزينة للقرض Flux net de trésorerie sur emprunt تساوي 0 بعد الاخذ بعين الاعتبار اثر الوفر الضريبي المحقق من بعض المصاريف المتعلقة بالقرض الايجاري مثل اقساط الايجار، مصاريف القرض، مصاريف التأمين وبالاضافة الى فرص الوفر الضريبي الضائعة عن اقساط اهتلاك الاصل.

أمثلة الفصل 03

أمثلة حول التمويل بواسطة الديون

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04
- مثال 05
- مثال 06
- مثال 07
- مثال 08
- مثال 09
- مثال 10
- مثال 11
- مثال 12

مثال 01:

لنفترض أن مؤسسة ما تحصلت على قرض لمدة 5 سنوات بقيمة 500 000 دج بمعدل فائدة 10%.

المطلوب:

أعداد جدول اهتلاك القرض بالطرق الثلاثة.

مثال 02:

لنفترض ان شركة تجارية أصدرت بتاريخ 04/01/ن سندات وفقا للشروط التالية:

- عدد السندات المصدرة 1 000 000 سند
- سعر الاصدار مساوي للقيمة السمية émission au pair تقدر بـ 120
- سعر التسديد للسند مساوية للقيمة الاسمية remboursement au pair تقدر بـ 120 دج
- معدل الفائدة الاسمي 3.5% على ان يتم تسديد أقساط الفوائد في 04/01 من كل سنة
- مدة استحقاق السند 5 سنوات.

المطلوب:

اعداد جدول اهتلاك القرض السندي في الحالات التالية (التسديد عن طريق الاهتلاك الثابت، دفعة واحدة عن تاريخ الاستحقاق أو اقساط ثابتة)؟

مثال 03:

لتمويل مشروع معين المستثمر في حاجة لاقتراض مبلغ 200 000 ج بتكلفة 4% ويتم تسديده عن طريق أقساط سنوية ثابتة remboursement par annuités constantes . إذا علمت ان هذا المستثمر يرغب في تخفيض مدة تسديد القرض مع شرط عدم تجاوز قيمة الاقساط السنوية الثابتة 35 000 دج.

المطلوب:

حساب مبلغ الاقساط السنوية الثابتة عند مدة استحقاق القرض المختلفة من 5 الى 8 سنوات؟

حدد مدة استحقاق القرض المناسبة لشروط المستثمر؟

اشرح كيف تنمو اهتلاكات القرض وفقا لهذه الطريقة؟

مثال 04:

لنفترض ان شركة تجارية أصدرت بتاريخ 03/01/ن سندات وفقا للشروط التالية:

- عدد السندات المصدرة 500 000 سند
- سعر الاصدار مساوي للقيمة السمية émission au pair تقدر بـ 100 دج
- القيمة المستحقة للسند مساوية للقيمة الاسمية remboursement au pair تقدر بـ 100 دج
- معدل الفائدة الاسمي 4.2% على ان يتم تسديد أقساط الفوائد في 03/01 من كل سنة
- مدة استحقاق السند 5 سنوات.

المطلوب:

اعداد جدول اهتلاك القرض السندي في الحالتين (التسديد عن طريق الاهتلاك الثابت، دفعة واحدة عن تاريخ الاستحقاق)؟

حساب معدل الفائدة الفعلي لهذا القرض السندي؟

مثال 05:

الشركة المغاربية للصناعة قررت الحصول على قرض بنكي لتمويل مشروع استثماري وفقا للشروط التالية:

- تاريخ الحصول على القرض بداية السنة ن
- قيمة القرض 500 000 دج
- معدل الفائدة 5 %
- التسديد عن طريق الأقساط السنوية الثابتة لمدة 4 سنوات

- مصاريف الحصول على القرض والمقتطعة من طرف البنك تقدر بـ 4 000 دج

المطلوب:

حساب قيمة الاقساط السنوي للقرض البنكي؟

تجزئة القسط المدفوع للسنة الأولى؟

حساب تكلفة القرض البنكي؟

مثال 06:

بالاعتماد على معطيات المثال 04 وعلى فرض ان التسديد يتم عن طريق اقساط الاهتلاك الثابتة في حين ان قيمة السند المستحقة تقدر بـ 102دج:

المطلوب:

هل جدول اهتلاك القرض السابق يتم تعديله؟ في حالة الاجابة بنعم قم باعداد جدول الاهتلاك الجديد؟

حساب معدل الفائدة الفعلي؟ مع التعليق

لنفترض ان مستثمر قام بالاكتتاب على 10 سندات على ان يقوم ببيعها في البورصة بتاريخ 03/02/ن+2 بسعر 103 للسند. (تلخيص تكاليف وعوائد العملية في رسم بياني، مع حساب المعدل العائد الفعلي لهذا المستثمر)؟

مثال 07:

ليكن لدينا القرض السندي التالي:

- تاريخ اصدر وتسليم السندات 15 سبتمبر للسنة ن
- عدد السندات 1 000 000 سند
- القيمة الاسمية 200 دج
- سعر الاصدار 198 دج
- التسديد بالقيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق 09/15/ن+5
- -معدل الفائدة الاسمية 4.4%
- -مدة القرض 5 سنوات.

المطلوب:

وضح فيما تتمثل ايجابيات وسلبيات التمويل عن الطريق قرض سندي يسدد دفع واحدة عند تاريخ الاستحقاق؟

اعداد جدول اهتلاك القرض السندي؟

حساب معدل العائد الفعلي؟

مثال 08:

شركة الأطلس للصناعة الغذائية قررت الحصول على آلة جديدة من خلال التعاقد على قرض ايجاري وفقا للشروط التالية:

- قيمة الآلة خارج الرسم 75 000 دج
- مدة العقد 4 سنوات
- أقساط الايجار سنوية (تدفع في نهاية كل سنة) خارج الرسم 21 000 دج
- قسط الضمان المدفوع في بداية مدة العقد يسترجع في نهايته 10 000 دج
- شراء الآلة في نهاية عقد الايجار 15 000 دج
- -معدل الضريبة 0.3 .

المطلوب:

1. حساب التدفقات النقدية الصافية الناتجة عن هذا العقد التمويلي خلال 5 سنوات؟
2. حساب تكلفة التمويل إذا علمت انه في حالة اقتناء الآلة فانه يتم اهتلاكها بأقساط ثابتة لمدة 5 سنوات؟

مثال 09:

في السنة ن **الشركة الافريقية للصناعة** أصدرت سندات قابلة للتحويل الى أسهم وفقا للشروط التالية:

- القيمة الاسمية وسعر الاصدار : 19.48 دج.
- تاريخ اصدرا وتسليم السندات 18 سبتمبر للسنة ن
- معدل الفائدة السنوي 3.25% يدفع سنويا عند تاريخ 1 جانفي من كل سنة
- قيمة السند المستحقة مساوية للقيمة الاسمية remboursement au pair بتاريخ 01/01/ن+6
- القيمة الاجمالية للقرض السندي 250 مليون دج.

المطلوب:

1. ما القصود بالسندات القابلة للتحويل الى اسهم؟
2. حساب قيمة أقساط الفوائد السنوية لكل سند؟
3. اشرح لماذا يتم اعتماد معدلات فوائد منخفضة في السندات القابلة للتحويل الى اسهم مقارنة بالسندات العادية؟
4. حساب عدد السندات المصدرة؟
5. حدد معدل العائد الحالي للقرض؟

مثال 10:

بتاريخ 2014/07/09 قررت شركة الاتحاد للصناعات الغذائية الحصول على قرض سندي من خلال اصدر سندات قابلة للتحويل الى اسهم وفقا للشروط التالية:

- عدد السندات 265 099 1
- سعر الاصدار بالقيمة الاسمية 14 دج
- معدل الفائدة الاسمي 6% يدفع سنويا
- التسديد الاجمالي لقيمة القرض بالقيمة الاسمية بتاريخ 2019/08/04
- فترة الاكتتاب من 2014/07/11 الى 2014/07/29
- تاريخ دفع اول اقساط الفوائد 2014/08/04
- احتفاظ الشركة بخيار الدفع المسبق لقيمة القرض.

معلومات اضافية:

بإمكان حاملي سندات شركة الاتحاد للصناعات الغذائية طلب تحويلها الى أسهم ف أي يوم حتى اليوم السابع قبل تاريخ الاستحقاق وهذا بمعدل 20 سهم لكل سند.

سعر السهم يقدر بـ 0.93 دج عند الاغلاق يوم 2019/07/15.

المطلوب:

1. حساب المبلغ الاجمالي لعملية الاصدار؟
2. تحديد معدل العائد الحالي الخام لهذه العملية؟
3. هل من مصلحة أي حامل للسندات القابلة للتحويل الى اسهم الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق والحصول على قيمتها نقدا او تحويلها الى اسهم مع الشرح؟
4. كيف يمكن تفسير معدل التبادل؟
5. ما هي الاسباب التي قد تؤدي بالشركة الى العمل على الدفع المسبق لقيمة السندات؟.

مثال 11:

لنفترض ان شركة ترغب في الحصول على وحدة انتاج جديدة بتكلفة 000 000 5 دج خارج الرسم واهتلاك خطي 5 سنوات، معدل الضريبة 3/1 .

يمكن تمويله بطريقتين:

عن طريق قرض ايجاري وفقا للشروط التالية:

- اقساط ايجار سنوية 000 500 1 دج خارج الرسم تسدد في نهاية السنة والقسط الاخير يتم دفعه في نهاية السنة الرابعة.

- شراء الآلات في بداية السنة الخامسة مع تخصيص قسط اهتلاك في نهاية نفس السنة قيمة شراء محدد بـ10% من قيمتها الاصلية.
- عن طريق قرض بـ 000 000 2 دج والفرق يتم تمويله ذاتيا:
- معدل الفائدة 6%
- التسديد دفعة واحدة في نهاية السنة الخامسة
- مصاريف القرض تقدر بـ 000 60 دج يتم تحميلها على مدة 5 سنوات بأقساط متساوية.

المطلوب:

1. حساب تكلفة القرض البنكي؟
2. حساب تكلفة القرض الايجاري؟
3. في ماذا تتمثل ايجابيات وسلبيات القرض الايجاري؟

اذا علمت ان المساهمين يطالبون بمعدل عائد 5.5% أحسب تكلفة رسا المال لهذا المشروع الاستثمار ي لكل طريقة تمويل ماذا تلاحظ؟

مثال 12:

شركة الاتحاد للصناعات الجلدية ترغب في انشاء مشروع استثماري بقيمة 000 000 3 دج. ولكن لم تتمكن بعد من تحديد طريقة تمويله. إما الاعتماد على قرض بنكي او قرض .

عن طريق قرض البنكي وفقا للشروط التالية: مدة استحقاقه 5 سنوات بمعدل فائدة 10% يتم تسديده دفعة واحدة، مصاريف الملف يتم دفعها في تاريخ امضاء العقد تقدر بـ 1% من قيمة القرض كما ان الشركة ملزمة بدفع 000 21 دج اقساط تأمين سنوية عن القرض.

قرض سندي بمعدل فائدة اسمي يقدر بـ 8.5% يسدد دفعة واحدة بعد 5 سنوات، تكاليف الاصدار تقر بـ 1.5% من الناتج الاجمالي لعملية الاصدار ويتم اهتلاكها خلال طول مدة القرض. القيمة الاسمية للسند تقدر بـ 000 1 دج وسعر تسديد السند يقدر بـ 010 1دج.

معدل الضريبة على الارباح تقدر بـ 33.3%.

المطلوب:

1. حساب تكلفة القرض البنكي؟
2. حساب تكلفة القرض السندي؟
3. ما هو مصدر التمويل الذي تنصح به هذه الشركة؟

حل أمثلة الفصل 03

حل الأمثلة حول التمويل بواسطة الديون

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04
- مثال 05
- مثال 06
- مثال 07
- مثال 08
- مثال 09
- مثال 10
- مثال 11
- مثال 12

حل المثال 01:

حالة التسديد عن طريق الاهتلاك الثابت:

السنوات	القرض المتبقي المستحق	الفوائد	الاهتلاك	الأقساط السنوية
1	500 000	50 000	100 000	150 000
2	400 000	40 000	100 000	140 000
3	300 000	30 000	100 000	130 000
4	200 000	20 000	100 000	120 000
5	100 000	10 000	100 000	110 000

حالة التسديد عن طريق أقساط سنوية ثابتة:

$$a = K_0 \times \frac{i}{1-(1+i)^{-n}}$$

القسط السنوي = 500 000 × (5-(0.1+1) -1) / 0.1) = 132 000

السنوات	القرض المتبقي المستحق	الفوائد	الاهتلاك	الأقساط السنوية
1	500.000	50.000	82.000	132.000
2	418.000	41.800	90.200	132.000
3	327.800	32.780	99.220	132.000
4	228.580	22.858	109.142	132.000
5	119438	11.943,8	120.056,2	132.000

حالة التسديد عن تاريخ الاستحقاق:

السنوات	القرض المتبقي المستحق	الفوائد	الاهتلاك	الأقساط السنوية
1	500.000	50.000	0	50.000
2	500.000	50.000	0	50.000
3	500.000	50.000	0	50.000
4	500.000	50.000	0	50.000
5	500.000	50.000	500.000	550.000

حل المثال 02:

جدول اهتلاك القرض السندي حالة التسديد عن طريق الاهتلاك الثابت:

السنوات	السندات المتبقية	السندات المسددة	الفوائد	الاهتلاك	الأقساط السنوية
1	1 000 000	200 000	4 200 000	24 000 000	28 200 000
2	800 000	200 000	3 360 000	24 000 000	27 360 000
3	600 000	200 000	2 520 000	24 000 000	26 520 000
4	400 000	200 000	1 680 000	24 000 000	25 680 000
5	200 000	200 000	840 000	24 000 000	24 840 000

جدول اهتلاك القرض السندي حالة التسديد عن طريق دفعة واحدة:

السنوات	السندات المتبقية	السندات المسددة	الفوائد	الاهتلاك	الأقساط السنوية
1	1 000 000	-	4 200 000	-	4 200 000
2	1 000 000	-	4 200 000	-	4 200 000
3	1 000 000	-	4 200 000	-	4 200 000
4	1 000 000	-	4 200 000	-	4 200 000
5	1 000 000	1 000 000	4 200 000	120 000 000	124 200 000

جدول اهتلاك القرض السندي حالة التسديد عن طريق أقساط سنوية ثابتة:

حساب عدد السندات التي سيتم تسديدها في كل سنة:

C : السعر الاسمي

R : سعر التسديد

$i' = (C.\ i)/R = (120\ .\ 0.035)/120 = 0.035$

$m_1 = N\ (i' / (1+i')^n - 1) = 1000\ 000\ (0.035 /(1+0.035)^5 - 1 = 186\ 481.37$

$m_2 = m_1\ .\ (1+i') = 193\ 008.22$

$m_3 = 199\ 763.51$

$m_4 = 206\ 755.23$

$m_5 = 213\ 991.66$

السنوات	السندات المتبقية	السندات المسددة	الفوائد	الاهتلاك	الأقساط السنوية
1	1 000 000	186 481	4 200 000	22 377 720	26 577 720
2	813 519	193 008	3 416 780	23 160 960	26 577 740
3	620 511	199 764	2 606 147	23 971 680	26 577 827
4	420 747	206 755	1 767 137	24 810 600	26 577 737
5	213 992	213 992	898 766	25 679 040	26 577 806

حل المثال 03:

حساب مبلغ الاقساط السنوية الثابتة عند مدة استحقاق القرض المختلفة من 5 الى 8 سنوات:

$$a = K_0 \times \frac{i}{1-(1+i)^{-n}}$$

a = 200.000 . (0,04 / ((1-(1+0,04)$^{-n}$)

مدة القرض	5	6	7	8
القسط السنوي	44 925.42	38 185.38	33 321.92	29 705.57

مدة استحقاق القرض المناسبة لهذا المستثمر هي 7 او 8 سنوات

نلاحظ ان اقساط الاهتلاك تنمو وفقا لمتتالية هندسية بأساس 1+معدل الفائدة

السنوات	القرض المتبقي المستحق	الفائدة	الاهتلاك	الدفعة
1	200 000	8 000	36 925	4 4925
2	163 075	6 523	38 402	4 4925
3	124 673	4 986.92	39 938.08	4 4925
4	84 734.92	3 389.397	41 535.60	4 4925
5	43 199.3168	1 727.973	43 199.32	4 4925

حل المثال 04:

1. جدول اهتلاك القرض السندي حالة التسديد عن طريق الاهتلاك الثابت:

السنوات	السندات المتبقية	الفائدة	الاهتلاك	الدفعة
1	500 000	2 100 000	10 000 000	12 100 000
2	400 000	1 680 000	10 000 000	11 680 000
3	300 000	1 260 000	10 000 000	11 260 000
4	200 000	840 000	10 000 000	10 840 000
5	100 000	420 000	10 000 000	10 420 000

جدول اهتلاك القرض السندي حالة التسديد عن طريق دفعة واحدة:

السنوات	السندات المتبقية	الفائدة	الاهتلاك	الدفعة
1	500 000	2 100 000	0	2 100 000
2	500 000	2 100 000	0	2 100 000
3	500 000	2 100 000	0	2 100 000
4	500 000	2 100 000	0	2 100 000
5	500 000	2 100 000	50 000 000	52 100 000

حساب معدل الفائدة الفعلي لهذا القرض السندي:

بما ان القيمة الاسمية = سعر الاصدار = القيمة المستحقة = 100 دج ومنه فان معدل الفائدة الاسمي = معدل الفائدة الفعلي = 4,2%

حل المثال 05:

1. حساب قيمة القسط السنوي:

$a = 500\,000 \cdot (0.05 / ((1-(1+0.05)^{-4}) = 141\,005.92$

2. تجزئة القسط الاول:

الفوائد = 500 000 x 0.05 = 25.000 دج

قسط الاهتلاك = 141 005.92 – 25 000 = 116 005.92

3. حساب تكلفة الاقتراض:

صافي متحصلات الأموال المقترضة = 500 000 – 4 000 = 496 000

ومنه تكلفة الاقتراض = 5.35 %

السنوات	الدفعة	معدل الخصم	القيمة الحالية
1	141 006	1.05346669	133 849.51
2	141 006	1.10979207	127 056.233
3	141 006	1.16912898	120 607.736
4	141 006	1.23163844	114 486.521
		المجموع	**496 000**

حل المثال 06:

جدول الاهتلاك الجديد:

على اعتبار ان سعر الاستحقاق 102 يفوق القيمة الاسمية 100 ومنه فان اقساط الاهتلاك السنوية تتغير من 10 000 000 دج الى 10 200 000 دج وبالتالي فجدول اهتلاك القرض يتغير.

السنوات	السندات المتبقية	الفائدة	الاهتلاك	الدفعة
1	500 000	2 100 000	10 200 000	12 300 000
2	400 000	1 680 000	10 200 000	11 880 000
3	300 000	1 260 000	10 200 000	11 460 000
4	200 000	840 000	10 200 000	11 040 000
5	100 000	420 000	10 200 000	10 620 000

حساب معدل الفائدة الفعلي:

هو معدل الخصم الذي يحقق المساوات بين قيمة القرض 500 000 x 100 = 50 000 000 دج والقيمة الحالية للأقساط السنوية

ومنه تكلفة الاقتراض = 4.85 %

السنوات	الدفعة	معدل الخصم	القيمة الحالية
1	12 300 000	1.04846296	11 731 458.8
2	11 880 000	1.09927457	10 807 127.1
3	11 460 000	1.15254867	9 943 180.98
4	11 040 000	1.20840458	91 36013
5	10 620 000	1.26696744	8 382 220.12
	المجموع		50 000 000

التعليق: علاوة التسديد والمقدرة بـ 2 دج للسند تمثل عائد إضافي للمستثمر وتكلفة إضافية للشركة مما أدى الى الارتفاع في معدل الفائدة الفعلي بنسبة 0.65%.

ومنه معدل العائد الفعلي هو معدل الخصم الذي يحقق المساوات بين قيمة الاشتثمار 100 x 10 = 1 000 دج والقيمة الحالية للأقساط السنوية للسنتين ن+1 (42دج) و ن+2 (1 072دج)

ومنه تكلفة الاقتراض = 5.66 %

حل المثال 07:

ايجابيات وسلبيات:

الايجابيات : تتمثل في ان خزينة الشركة خلال فترة القرض لا تتحمل اعباء مالية كبيرة حيث يتم تسديد قيمة الفوائد السنوية فقط . سهولة الحساب والتسيير.

السلبيات: يجب ان تمتلك الشركة خزينة معتبرة في السنة الاخيرة للقرض، لهيكل المالي للمؤسسة يبقى مثقل بالديون خلال مدة القرض.

جدول اهتلاك القرض السندي حالة التسديد عن طريق دفعة واحدة:

أقساط الفوائد السنوية = 200 x 4.4% = 8.8 دج

السنوات	السندات المتبقية	الفائدة	الاهتلاك	الدفعة
1	1 000 000	8 800 000	0	8 800 000
2	1 000 000	8 800 000	0	8 800 000
3	1 000 000	8 800 000	0	8 800 000
4	1 000 000	8 800 000	0	8 800 000
5	1 000 000	8 800 000	200 000 000	208 800 000

حساب تكلفة الاقتراض:

صافي متحصلات الأموال المقترضة = 198 x 000 000 1 = 198 000 000دج

ومنه تكلفة الاقتراض = 4.63 %

حل المثال 08:

التدفقات النقدية الصافية الناتجة عن العقد التمويلي:

حساب التدفقات النقدية الصافية	0	1	2	3	4	5
قيمة الأصل	75 000					
قيمة الضمان	-10 000					
أقساط الايجار		-21 000	-21 000	-21 000	-21 000	
الوفر الضريبي لاقساط الايجار		6 300	6 300	6 300	6 300	
شراء الاصل					-15 000	
استرجاع مبلغ الضمان					10 000	
الوفر الضريبي للاهتلاك						4 500
فرصة الوفر الضريبي للاهتلاك الضائع		-4 500	-4 500	-4 500	-4 500	-4 500
صافي التدفقات النقدية	65 000	-19 200	-19 200	-19 200	-24 200	0

حساب التكلفة:

هو معدل الخصم الذي يجعلا مجموع القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية معدوم

ومنه تكلفة القرض الايجاري = 9.50 %

السنوات	ص.ت.ن	معدل الخصم	القيمة الحالية
0	65 000	1	65 000
1	-19 200	1.0950	-17 533.8202
2	-19 200	1.1990833	-16 012.2318
3	-19 200	1.3130282	-14 622.68721
4	-24 200	1.4378008	-16 831.26074
5	0	1.5744301	0
		المجموع	0

حل المثال 09:

1. السندات القابلة للتحويل الى اسهم:

هي عبارة عن سندات يمكن تحويلها (استبدالها) عند تاريخ الاستحقاق باسهم لنفس الشركة المصدرة للسند. في هذه الحالة يكون لحامل السند الاختيار بين طلب تحويل السند الى سهم او الحصول على المبلغ المستحق (سعر التسديد) الخاص بالسند. ومنه فالقرار يتوقف على سعر السهم السوقي فإذا كان سعر السهم عند تاريخ استحقاق السند يفوق او يساوي سعر السند المستحق في هذه الحالة يتم اجراء عملية تحويل.

2. حساب اقساط الفوائد:

قيمة القسط الأول: 01/01/ ن+ 1

الفترة من 18 سبتمبر ن الى 1 جانفي ن+1 : 13 + 31 + 30 + 31 = 105 يوم

قسط الفوائد = (19.48 x %3.25 x 105)/ 365 = 0.18 دج

قيمة القسط الثاني: 01/01/ن+2

(19.48 x %3.25)= 0.63 دج

3. سبب اعتماد معدلات فوائد منخفضة في السندات القابلة للتحويل الى اسهم:

السندات القابلة للتحويل الى أسهم تقوم على اساس مبدأ المضاربة

حاملي هذا النوع من السندات يتحصلون على معدلات فوائد منخفضة وهذا لأنه يأملون في ان اسعار اسهم الشركة قد ترتفع عند تاريخ استحقاق السند بقيمة تفوق القيمة المستحقة للسند.

4. عدد السندات المصدرة:

25 000 000 / 19.48 = 12 833 675 سند

5. معدل العائد الحالي للقرض:

بما ان السندات تم اصدرها بسعر اصدرا واستحقاق مساوي للسعر الاسمي ومنه في هذه الحالة ليس من الضروري اعداد أي عملية حسابية وهذا على اساس ان معدل العائد الحالي للقرض مساوي لمعدل الفائدة الاسمية 3.25%.

حل المثال 10:

1. المبلغ الاجمالي لعملية الاصدار:

المبلغ = 1 099 265 x 14 = 15 389 710 دج

2. تفسير معدل العائد الحالي الخام لهذه العملية:

بما ان السندات تم اصدرها بسعر اصدرا واستحقاق مساوي للسعر الاسمي ومنه في هذه الحالة ليس من الضروري اعداد أي عملية حسابية وهذا على اساس ان معدل العائد الحالي للقرض مساوي لمعدل الفائدة الاسمية 6%.

3. شروط التبادل:

حاملي السندات يرغبون في تحويل سنداتهم الى اسهم في حالة حالة تحقق الشرط التالي:

سعر السهم x 20 أكبر من 14 دج وعند مقارنة سعر سهم الشركة عند الاغلاق يوم 2014/10/15 نجد: 0.93دج x 20 = 18.60 دج اكبر من 14 دج ومنه فان شرط تحويل السندات محقق.

4. معدل التبادل:

تم اعتماد معدل التبادل 20 سهم لكل سند تم اعتماده على اساس القيمة السوقية للورقتين عند تاريخ العملية.

5. أسباب الدفع المسبق:

إذا كان للشركة امكانية الاقتراض بمعدلات فائدة اقل يمكنها اللجوء الى الدفع المسبق لتعويض السندات القديمة بأخرى جديدة وبالتالي تخفيض تكلفة التمويل.

حل المثال 11:

حساب تكلفة القرض البنكي:

حساب التدفقات النقدية الصافية	0	1	2	3	4	5
اهتلاك القرض						-2 000 000
اقساط الفوائد		-120 000	-120 000	-120 000	-120 000	-120 000
الوفر الضريبي لأقساط الفوائد		40 000	40 000	40 000	40 000	40 000
مصاريف القرض	-60 000					
الوفر الضريبي لمصاريف القرض		4 000	4 000	4 000	4 000	4 000
قيمة القرض	2 000 000					
صافي التدفقات النقدية	1 940 000	-76 000	-76 000	-76 000	-76 000	-2 076 000

ومنه تكلفة التمويل تتمثل في معدل الخصم الذي يحقق المساوات التالية :

1 940 000 = القيمة الحالية (76 000 +76 000+76 000+76 000+2 076 000)

نجد ان تكلفة التمويل بالقرض البنكي تساوي: 4.48%

حساب تكلفة القرض الايجاري:

حساب التدفقات النقدية الصافية	1	2	3	4	5
أقساط الايجار	-1 500 000	-1 500 000	-1 500 000	-1 500 000	
الوفر الضريبي لاقساط الايجار	500 000	500 000	500 000	500 000	
شراء الاصل				- 500 000	
الوفر الضريبي للاهتلاك					166 666.667
فرصة الوفر الضريبي للاهتلاك الضائع	-333 333.3	-333 333.3	-333 333.3	-333 333.3	-333 333.3
صافي التدفقات النقدية	-1 333 333.3	-1 333 333.3	-1 333 333.3	-1 833 333.3	-1 666 666.67

ومنه تكلفة التمويل تتمثل في معدل الخصم الذي يحقق المساوات التالية :

5 000 000 = القيمة الحالية (1 333 333 + 1 333 333 +1 333 333 +1 833 333 +1 666 666)

نجد ان تكلفة التمويل بالقرض البنكي تساوي: 7.12%

ايجابيات وسلبيات القرض الايجاري:

ايجابيات

- -امكانية الاستثمار دون امتلاك للأموال إلاّ في حالة طلب ضمان
- توفر خيارات عديدة في نهاية العقد : شراء الاصل، تجديد العقد، توقف.
- سرعة الحصول على القرض
- امكانية تغيير الاصل في حالة تطور مهم في تقنيات الانتاج

سلبيات

- -تكلفة عادة مرتفعة
- عقوبات في حالة عدم الوفاء ببنود العقد.

حساب تكلفة راس المال:

تكلفة راس المال في حالة التمويل بالقرض الايجاري:

بما ان المشروع ممول كليا عن طريق القرض الايجاري في هذه الحالة تكلفة راس المال تساوي 7.12%.

تكلفة راس المال في حالة التمويل بالقرض البنكية والتمويل الذاتي:

بما ان المشروع ممول بمصدرين في هذه الحالة يجب حساب التكلفة المرجحة :

تكلفة راس المال = 4.48% x (5 000/ 2 000) + 5.5% x (5 000/3 000) = 5.09%

النتيجة:

في كلتا الحالتين نلاحظ ان المشروع الاستثماري ذو مردودية لان تكلفة راس المال اقل من معدل العائد الداخلي طريقتي التمويل تسمحان من تحقيق اثر رافعة ايجابية

كما نلاحظ ان القرض البنكي افضل من القرض الايجاري حيث انه يسمح بتخفيض تكلفة راس المال.

حل المثال 12:

حساب تكلفة القرض البنكي:

حساب التدفقات النقدية الصافية	0	1	2	3	4	5
اهتلاك القرض						-3 000 000
اقساط الفوائد		-300 000	-300 000	-300 000	-300 000	-300 000
الوفر الضريبي لأقساط الفوائد		100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
مصاريف القرض	-30 000					
الوفر الضريبي لمصاريف القرض	10 000					
مصاريف التأمين		-21 000	-21 000	-21 000	-21 000	-21 000
الوفر الضريبي لمصاريف التأمين		7 000	7 000	7 000	7 000	7 000
قيمة القرض	3 000 000					
صافي التدفقات النقدية	2 980 000	-214 000	-214 000	-214 000	-214 000	-3 214 000

ومنه تكلفة التمويل تتمثل في معدل الخصم الذي يحقق المساوات التالية :

القيمةالحالية(214 000+214 000+214 000+214 000+3 214 000) = 2 980 000

نجد ان تكلفة التمويل بالقرض البنكي تساوي: 7.3%

حساب تكلفة القرض السندي:

حساب التدفقات النقدية الصافية	0	1	2	3	4	5
اهتلاك القرض						-3 030 000
اقساط الفوائد		-255 000	-255 000	-255 000	-255 000	-255 000
الوفر الضريبي لأقساط الفوائد		85 000	85 000	85 000	85 000	85 000
مصاريف القرض	-45 000					
الوفر الضريبي لمصاريف القرض		3 000	3 000	3 000	3 000	3 000
قيمة القرض	3 000 000					
صافي التدفقات النقدية	2 955 000	-167 000	-167 000	-167 000	-167 000	-3 197 000

ومنه تكلفة التمويل تتمثل في معدل الخصم الذي يحقق المساوات التالية :

2 955 000 = القيمةالحالية(167 000+167 000+167 000+167 000+3 197 000)

نجد ان تكلفة التمويل بالقرض البنكي تساوي: 6.1%

المفاضلة:

ومنه من الافضل بالنسبة لهذه الشركة الاعتماد على التمويل عن طريق القرض السندي عوض القرض البنكي لأنه اقل تكلفة.

الفصل 04

التمويل بواسطة أشاه الأموال الخاصة

1. الحسابات الجارية للشركاء
2. شهادات الاستثمار
3. سندات المساهمة
4. السندات القابلة للتحويل الى أسهم
5. السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم

التمويل بواسطة اشباه الاموال الخاصة Financement par quasi-fonds propres

هي مصادر تمويل هجينة تمتلك خصائص الأموال الخاصة والأموال المقترضة.

وحسب ما نص عليه القانون التجاري الجزائري فنميز بين الانواع التالية من التمويل بواسطة أشباه الاموال الخاصة التالية:

- الحساب الجاري للشركاء
- شهادات الاستثمار
- سندات المساهمة
- السندات القابلة للتحويل الى أسهم
- السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم

والتي سنحاول من خلال الفصل الحالي التطرق الى بعض المفاهيم المتعلقة بكل نوع بالإضافة الى خصائصها وتحديد تكلفتها.

1. الحساب الجاري للشركاء: Compte courant d'associé

1.1. التعريف بالتمويل عن طريق الحساب الجاري للشركاء:

يأخذ هذا النوع من مصادر التمويل صفة الأموال الخاصة على اعتبار أن هذه الأموال المتحصل عليها عادة هي عبارة عن تسبيقات أو أرباح مستحقة من طرف الشركاء نفسهم، كما أنه يأخذ صفة الأموال المقترضة على اعتبار أنها قروض ممنوح من طرف الشركاء يتحصل على أثرها فوائد مستقبلية.

2.1. خصائص التمويل عن طريق الحساب الجاري للشركاء:

في حالة ما اذا لجأت الشركة الاموال وما يماثلها للتمويل عن طريق اللجوء الى التمويل من طرف المساهمين من خلال الحساب الجاري للشركاء فان هذه العملية من التمويل لا تتطلب اي اجراءات ادارية او حضور لمحضر قضائي مثل ما هو الحال بالنسبة للرفع

دراسة حالة
التمويل عن طريق الحساب الجاري للشركاء:
المثال 01
المثال 02
المثال 03

في راس المال وبالتالي للشركة الاستقلالية والمرونة في استخدام هذا النوع من مصادر التمويل من خلال جمعية عامة عادية يتم من خلالها تحديد معدل الفائدة. حتى انه يمكنها التعامل معها على اساس انها قروض وتسدد مقابلها اقساط فوائد سنوية للشركاء تقتطع من الوعاء الضريبي للضريبة على ارباح الشركات في حالة عدم تجاوزها لنسبة معينة والمحددة وفقا للمادة 02 من قانون المالية 2019 والمتمم للمادة 141 من قانون الضرائب المباشرة.

للمادة 02 من قانون المالية 2019 و المتمم للمادة 141 من قانون الضرائب المباشرة

- حدد قيمة اقساط الفوائد المسددة للشركاء كحد اقصى بمعدل الفائدة الفعلي المتوسط المعلن عنه من طرف بنك الجزائر (مع العلم ان بنك الجزائر يقوم بالإعلان لكل ستة اشهر في جوان وديسمبر عن معدل الفائدة المتوسط الفعلي المعتمد خلال الفترة السابقة)؛
- يجب ان يكون راس المال قد تم تحريره كليا من طرف الشركاء؛
- كما يجب ان لا تتجاوز المبالغ المحصل في شكل حساب جاري للشركاء نسبة 50 % من راس مال الشركة.

2. شهادات الاستثمار: Certificat d'investissement

1.2. التعريف بالتمويل عن طريق شهادات الاستثمار:

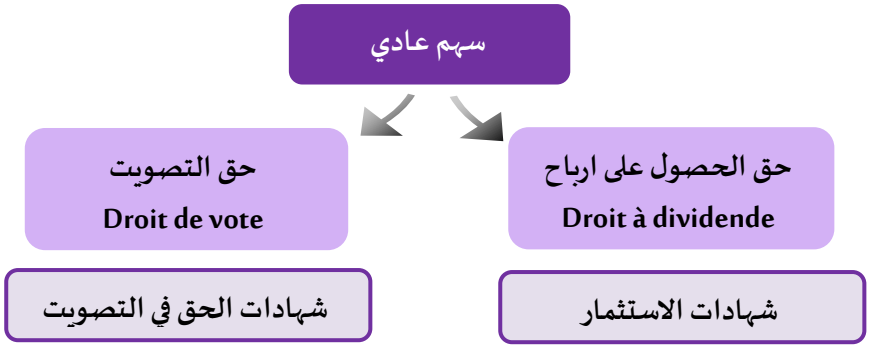
هي أسهم عادية قابلة للفصل بين شهادات الاستثمار certificat d'investissement تمثل نسبة من راس المال اما شهادات الحق في التصويت certificat de droits de vote تمثل نسبة من حقوق التصويت.

الهدف من اصدار ها هو الرفع في راس المال مع المحافظة على عدم تشتت اصوات المساهمين القدامى.

في أغلب الاحيان يتم تقاسم شهادات الحق في التصويت بين المساهمين القدامى ذوي الاغلبية .

ومنه يمكن لأي احد شراء شهادات الاستثمار ولكن فقط حاملي هذه الشهادات يمكنهم شراء شهادات الحق في التصويت والتي تشكل مجتمعة سهم عادي. كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 1.4. شهادات الاستثماروشهادات الحق في التصويت



2.2. خصائص التمويل عن طريق شهادات الاستثمار:

نص القانون التجاري الجزائري على مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الشركات الراغبة في اصدار شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت (*القسم الفرعي الثالث شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت من المادة 715 مكرر 61 الى المادة 715 مكرر 72*):

- تصدر شهادات الاستثمار وشهادات الحق في التصويت بمناسبة الزيادة في راس المال
- شهادات الاستثمار يجب ان تكون قيمتها الاسمية مساوية للقيمة الاسمية لسهم الشركة المصدرة
- شهادات الاستثمار تمثل حقوق مالية وهي قابلة للتداول
- شهادات الحق في التصويت تمثل حقوق اخرى غير الحقوق المالية المرتبطة بالأسهم
- يجب ان تصدر شهادات الحق في التصويت بعدد مساوي لعدد شهادات الاستثمار
- لا يجوز التنازل عن شهادة الحق في التصويت إلا اذا كانت مرفقة بشهادة الاستثمار غير انه يجوز التنازل عنها لحامل شهادة الاستثمار

3. سندات المساهمة:Titres participatifs

1.3. التعريف بالتمويل عن طريق سندات المساهمة:

هي تشبه كثيرا السندات، تصدرها شركات المساهمة، لا تسدد إلا في حالة تصفية المؤسسة وبعد تسديد حقوق الدائنين الآخرين، وليس لحاملها حق التصويت. تشمل مكافآتها على جزء ثابت محسوب على أساس القيمة الاسمية للسند وجزء متغير مرتبط بمستوى الأرباح المحققة من طرف الشركة.

هي سندات ليست لها تاريخ استحقاق وليس لحاملها اي حق في التصويت، عند اصدارها نجعل حساب النقدية مثلا ح/512 البنك مدين بقيمة المتحصلات من الاصدار مع جعل الحساب ح/ 161 سندات المساهمة دائن بنفس القيمة.

الهدف من اصدار ها هو الحصول على تمويل دائم مع المحافظة على عدم تشتت اصوات المساهمين القدامى. في أغلب الاحيان يعتبر حاملي سندات المساهمة هم آخر من يحصل على مستحقاتهم من اموال التصفية قبل الأموال الخاصة.

قد تلجأ الشركة المصدرة لهذه النوع من السندات الى تسديدها عند ملاحظتها لارتفاع كبير في الفوائد المسددة لحامليها.

2.3. خصائص التمويل عن طريق سندات المساهمة:

نص القانون التجاري الجزائري على مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الشركات الراغبة في اصدار سندات المساهمة (*القسم الفرعي الرابع سندات المساهمة من المادة 715 مكرر 73 الى المادة 715 مكرر 80*):

- يمكن لشركات المساهمة ان تصدر سندات مساهمة
- تعتبر سندات المساهمة سندات دين يتكون عائدا من جزء ثابت وجزء متغير
- تكون سندات المساهمة قابلة للتداول
- لا تكون سندات المساهمة قابلة للتسديد إلاّ في حالة تصفية الشركة او بمبادرة منها بعد انتهاء آجال لا تقل عن 5 سنوات

مثال توضيحي

نوع السند: سندات سندات المساهمة

قيمة القرض السندي: 2 مليون دج

العائد السنوي:

الجزء الثابت: يحسب على اساس 85% من القيمة الاسمية للسند والمكونة من فائدة سنوية بمعدل 2.823 %

ومنه معدل العائد الثابت السنوي للسند يقدر بـ: 0.85 x 0,02823= 2.4 % من القيمة الاسمية

الجزء المتغير : مرتبط بمستوى الارباح المحققة ويحسب على اساس 15% من القيمة الاسمية للسند

حساب العائد المتغير لسندات المساهمة وفقا للعلاقة التالية :

$$VNTP \times 15\% \times Taux\ de\ base \times [(RN/RN0) - 1] \times nombre\ de\ mois\ de\ l'exercice/12$$

دراسة حالة

تكلفة التمويل عن طريق سندات المساهمة للشركاء: المثال 04

حيث أن:

VNTP : القيمة الاسمية للسندات المساهمة

المعدل القاعدي: 2.823 %

RN : تمثل النتيجة الصافية للسنة المستحق عليها العائد المتغير لحامل السند

RN_0 : النتيجة الصافيةالمعيارية والمقدرة في هذا المثال بـ 500 000 دج

NME : تمثل عدد الاشهر التي ظهرت فيها سندات المساهمة في ميزانية الشركة

في حالة نتيجة الصافية اقل من او تساوي النتيجة المعيارية يكون العائد المتغير معدوم

كما ان الحد الاعلى للعائد المتغير يجب ان لا يتجاوز 15% من المعدل القاعدي.

4. سندات القابلة للتحويل الى أسهم:Obligations convertibles en actions

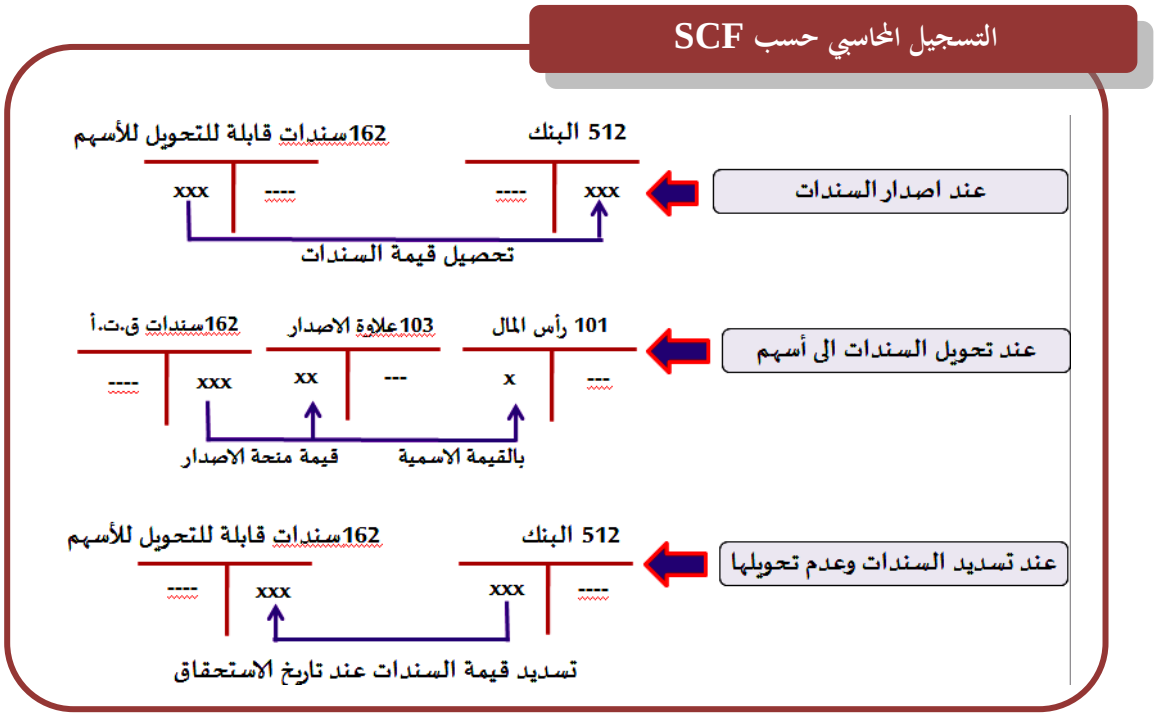
1.4. التعريف بالتمويل عن طريق السندات القابلة للتجويل الى أسهم:

هي عبارة عن سندات عادية بمعدلات فائدة منخفضة والتي تعطي الحق وليس الإلزام لحاملها إمكانية تبديلها باسهم تصدرها نفس الشركة المصدرة للسند وهذا خلال فترة تحويل ومعدل تبادل محددين في عقد السند.

كما ان هذا الحق يبقى مرفق بالسند خلال طول مدة استحقاقه، عكس ما هو الحال بالنسبة السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم

- هي سندات عادية تعطي الحق لحاملها بتحويلها الى سهم واحد او عدد من اسهم الشركة المصدرة
- قاعدة التحويل تحدد عند تاريخ محددة عند تاريخ الاصدار وتكون قابلة للتعديل في حالة لجوء الشركة التغير في راس المال
- الهدف من اصدارها هو حصول الشركة على أموال مقترضة بمعدلات فائدة مخفضة

2.4. خصائص التمويل عن طريق السندات القابلة للتجويل الى أسهم:



نص القانون التجاري الجزائري على مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الشركات الراغبة في اصدار سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الى اسهم (*القسم الفرعي السادس قيم منقولة أخرى*

الفقرة الأولى سندات الاستحقاق القابلة للتحويل الى اسهم من المادة 715 مكرر 114 الى المادة 715 مكرر 125):

- تخضع هذه السندات للأحكام المنصوص عليها فيما يتعلق بسندات الاستحقاق
- تصدر هذه السندات بناء على ترخيص الجمعية العامة غير العادية
- يستفيد المساهمون من حق الاكتتاب في هذه السندات بنفس الشروط المنصوص عليها للاكتتاب في اسهم جديدة
- لا يجوز التحويل إلاّ بناء على رغبة الحاملين في فترة او فترات اختيارية محددة واما في اي وقت ممكن

لا يجوز ان يكون سعر اصدار هذه السندات اقل من القيمة الاسمية للأسهم

مثال توضيحي

لنفترض انه توفرت لديكم المعلومات التالية حول عملية اصدار سندات قابلة للتحويل الى اسهم. كالتالي:

قيمة القرض السندي: 115 مليون دج

سعر اصدار السند: 36.42 دج

القيمة الاسمية للسند: 36.42 دج

تاريخ الاصدار: 12 فيفري 2014

تاريخ الاستحقاق : 01 اكتوبر 2019

معدل الفائدة السنوي: 3.50 % ما يمثل كوبون بقيمة 1.2747 دج

سعر التسديد: 36.42 دج

قاعدة التحويل 1 :base de conversion سهم واحد مقابل 1 سند واحد قابل للتحويل

فترة التحويل: من 12 فيفري 2014 الى 21 اوت 2019

سعر سهم الشركة عند تاريخ اصدار السندات: 28.0139 دج

علاوة التحويل: 30% (تمثل تكلفة التحويل التي سيتحملها حامل السند اذا قرر تحويلها الى سهم عند تاريخ الاصدار) (36.42 – 28.0139)/ 28.0139

5. السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم: Les obligations à bons de souscription d'actions

1.5. التعريف بالتمويل عن طريق السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:

هي سندات عادية بفائدة منخفضة تمنح لحاملها الحق في الاكتتاب في أسهم الشركة بسعر محدد وفي فترة زمنية محددة عادة تكون بشروط تفضيلية من خلال تسليمه للقسيمة.

قسيمة الاكتتاب في الأسهم : هي ورقة مالية تعطي الحق لحاملها لشراء سهم واحد او اكثر بسعر محدد مسبقا وخلال مدة معينة، كما انها قابلة للتداول في البورصة.

الوظيفة الاساسية لهذه الاوراق المالية هي منح امكانية الحصول على اسهم بأسعار تفضيلية.

2.5. الفرق بين حق الاكتتاب وقسيمة الاكتتاب في الأسهم:

الشكل 2.4. اوجه التشابه بين حق الاكتتاب وقسيمة الاكتتاب في الأسهم

حق الاكتتاب Droit préférentiel de souscription (DPS)	قسيمة الاكتتاب في الأسهم Bon de souscription d'action (BSA)
تستخدم في حالة الرفع الجديد المتوقع في رأس المال عن طريق الإصدار	
هي أوراق مالية قابلة للتداول	
تعطي الأولوية لحامله للاكتتاب على أسهم جديدة	
تسمح بتعويض الانخفاض في سعر السهم	
يمكن لكل ورقة أن تقابل سهم واحد أو أكثر أو العكس	

الشكل 3.4. اوجه الاختلاف بين حق الاكتتاب وقسيمة الاكتتاب في الأسهم

حق الاكتتاب Droit préférentiel de souscription (DPS)	قسيمة الاكتتاب في الأسهم Bon de souscription d'action (BSA)
غير محدد المدة	محدد المدة
غير محددة سعر السهم	سعر السهم محدد مسبقا
سعر التداول ثبت	سعر التداول متغير
لا يمكن تحقيق أرباح رأسمالية	يمكن تحقيق أرباح رأسمالية

3.5. خصائص التمويل عن طريق السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:

نص القانون التجاري الجزائري على مجموعة من الشروط الواجب توفرها في الشركات الراغبة في اصدار سندات استحقاق ذات قسيمات اكتتاب بالاسهم (*القسم الفرعي السادس قيم منقولة أخرى الفقرة الثانية سندات الاستحقاق ذات قسيمات الاكتتاب بالاسهم من المادة 715 مكرر 126 الى المادة 715 مكرر 132*):

- يجوز لشركات المساهمة التي تستوفي الشروط المطلوبة لاصدار سندات الاستحقاق ان تصدر سندات استحقاق ذات قسيمة اكتتاب بالاسهم
- تمنح قسيمات الاكتتاب حق اكتتاب اسهم تقوم باصدارها الشركة حسب الشروط والاجال المحددة في عقد الشركة
- يجوز التنازل عن قسيمات الاكتتاب او التداول فيها بصفة مستقلة عن سندات الاستحقاق إلا اذا نص عقد الاصدار عن خلاف ذلك
- تلغى قسيمات اكتتاب الاسهم المستعملة في الاكتتاب

مثال توضيحي

تم شراء قسيمة الاكتتاب في الاسهم بسعر 20 دج يعطي لحاملها حق شراء سهم بقيمة 200 دج خلال سنتين. على فرض ان السعر الحالي للسهم يقدر بـ 150 دج . في هذه لحالة لا تكون من مصلحة حامل قسيمة الاكتتاب تفعيل القسيمة والاكتتاب في سهم بسبب الخسائر التي سيتحملها (يدفع 220 دح مقابل سهم قيمته 150دج). بعد سنة سعر السهم ارتفع الى 250 دج في هذه الحالة من مصلحة المستثمر تفعيل حق الاكتتاب من خلال الاكتتاب على سهم بسعر 200 دج والتي من المتوقع ان تحقق له قيمة اضافية بمقدار 30 دج

أمثلة الفصل 04

أمثلة حول التمويل بواسطة أشاه الأموال الخاصة

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04

مثال 01:

لنفترض ان الشخص الطبيعي X ترك في حسابه الجاري في شركة Y SARL مبلغ 1 000 000 دج طول مدة سنة كاملة 2019 والذي يعتبر شريك فيها حيث قررت الجمعية العامة العادية تعويضه بمعدل فائدة 4 %.

عدد أيام السنة 360 يوم وعدد أيام الشهر 30 يوم

المطلوب:

توضيح المعالجة الجبائية لهذه العملية مع العلم ان راس مال الشركة SARL Y يقدر بـ 10 000 000 دج وأن معدل الفائدة الفعلي المتوسط المعلن عنه من طرف بنك الجزائر يقدر بـ 4 % كما ان رأس المال الشركة قد تم تحريره كليا.

مثال 02:

لنفترض ان الشخص الطبيعي X يعتبر شريك في شركة SARL Y سجل حسابه الجاري التغيرات التالية خلال سنة 2019 :

- 2019/01/ 01 رصيد حسابه الجاري دائن بقيمة 1 000 000 دج
- 2019/04/01 قام بتسديد فاتورة بقيمة 100 000 دج
- 2019/07/15 سحب من حسابه الجاري ما قيمته 200 000 دج
- 2019/09/10 قدم مساهمة للشركة بقيمة 500 000 دج
- 2019/12/15 قدم مساهمة جديدة بقيمة 100 000 دج

حيث قررت الجمعية العامة العادية تعويضه بمعدل فائدة 4 %.

عدد أيام السنة 360 يوم وعدد أيام الشهر 30 يوم

المطلوب:

توضيح المعالجة الجبائية لهذه العملية مع العلم ان راس مال الشركة SARL Y يقدر بـ 10 000 000 دج وأن معدل الفائدة الفعلي المتوسط المعلن عنه من طرف بنك الجزائر يقدر بـ 4 % كما ان رأس المال الشركة قد تم تحريره كليا.

مثال 03:

بالاعتماد على نفس معطيات المثال السابق (02)

المطلوب:

توضيح المعالجة الجبائية لهذه العملية مع العلم ان راس مال الشركة SARL Y يقدر بـ 10.000.000 دج وأن معدل الفائدة الفعلي المتوسط المعلن عنه من طرف بنك الجزائر يقدر بـ 3,5 % كما ان رأس المال الشركة قد تم تحريره كليا.

مثال 04:

لنفترض أنه توفر لديكم المعلومات التالية حول سندات مساهمة كالتالي:

القيمة الاسمية : 500 دج

المعدل لقاعدي : 2.823 %

النتيجة الصافية المعيارية 500 000 دج

عدد الاشهر التي ظهرت فيها سندات المساهمة في ميزانية الشركة : 12 شهر

المطلوب :

حساب عائد (تكلفة) سندات المساهمة في حالات التالية:

النتيجة الصافية : 600 000 دج، 300 000 دج، 1 200 000 دج

حل أمثلة الفصل 04

حل الأمثلة حول التمويل بواسطة أشاه الأموال الخاصة

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04

حل المثال 01:

1. حساب الفوائد المستحقة (محاسبيا):

i= (c * n* t) / 360 = (1.000.000 * 360 * 0.04)/ 360 = 40 000

2. حساب الفوائد المستحقة (جبائيا):

i'= (c * n* t) / 360 = (1.000.000 * 360 * 0.04)/ 360 = 40 000

3. المبلغ الواجب اضافته (في الجدول رقم 09) في حساب النتيجة الجبائية:

40.000 -40.000= 0

حل المثال 02:

1. حساب الفوائد المستحقة (محاسبيا):

i= (c * n* t) / 360 = (1 000 000 * 90 * 0.04)+ (1 100 000 * 105 * 0.04)+ (900 000 * 55 * 0.04)+ (1 400 000 * 95 * 0.04)+ (1 500 000 * 15 * 0.04)+/ 360 = 45 611

2. حساب الفوائد المستحقة (جبائيا):

i'= (c * n* t) / 360 = (c * n* t) / 360 = (1.000.000 * 90 * 0.04)+ (1.100.000 * 105 * 0.04)+ (900.000 * 55 * 0.04)+ (1.400.000 * 95 * 0.04)+ (1.500.000 * 15 * 0.04)+/ 360 = 45.611

3. المبلغ الواجب اضافته (في الجدول رقم 09) في حساب النتيجة الجبائية:

45 611- 45.611 = 0

حل المثال 03:

1. حساب الفوائد المستحقة (محاسبيا):

i= (c * n* t) / 360 = (1 000 000 * 90 * 0.04)+ (1 100 000 * 105 * 0.04)+ (900 000 * 55 * 0.04)+ (1 400 000 * 95 * 0.04)+ (1 500 000 * 15 * 0.04)+/ 360 = 45 611

2. حساب الفوائد المستحقة (جبائيا):

i'= (c * n* t) / 360 = (c * n* t) / 360 = (1 000 000 * 90 * 0.035)+ (1 100 000 * 105 * 0.035)+ (900 000 * 55 * 0.035)+ (1 400 000 * 95 * 0.035)+ (1 500 000 * 15 * 0.035)+/ 360 = 39 910

3. المبلغ الواجب اضافته (في الجدول رقم 09) في حساب النتيجة الجبائية:

45 611- 39 910 = 5 701

وبالتالي ما يزيد عن الفوائد المستحقة (جبائيا) والمقدر بـ5 701 دج لا يتم اعتباره كأعباء مقتطعة من الوعاء الضريبي وبالتالي يتم اعادة دمجها لحساب النتيجة الجبائية الخاضعة للضريبة.

حل المثال 04:

1. حالة النتيجة الاصافية تقدر بـ 600 000 دج

العائد الثابت = 500 x 2.4 % = 12 دج

العائد المتغير = 500 x 15 % x 2.823 % x ((600/500)-1) x 12/12 = 0.42 دج

العائد الاجمالي = 12 + 0.42 = 12.42 دج

النسبة = 12.42 / 500 = 2.484 %

2. حالة النتيجة الاصافية تقدر بـ 300 000 دج

العائد الثابت = 500 x 2.4 % = 12 دج

العائد المتغير = 0 لان النتيجة الصافية أقل من النتيجة المعيارية

العائد الاجمالي = 12 + 0 = 12 دج

النسبة = 12 / 500 = 2.4 %

3. حالة النتيجة الاصافية تقدر بـ 1.200.000 دج

العائد الثابت = 500 x 2.4 % = 12 دج

العائد المتغير = 500 x 15 % x 2.823 % x ((1200/500)-1) x 12/12 = 2.96 دج

الحد الأعلى للعائد المتغير = 500 x 15 % x 2.823 % = 2.12 دج

العائد الاجمالي = 12 + 2.12 = 14.12 دج

النسبة = 14.12 / 500 = 2.824 %

الفصل 05

التحكيم بين الأموال الخاصة والاستدانة

1. التحكيم على أساس القواعد المالية
2. التحكيم على أساس الموازنة بين العائد والمخاطرة
3. محددات أخرى للتحكيم بين الأموال الخاصة والاستدانة

تسمح خيارات التمويل المتاحة للشركات بمقارنة احتياجاتها بإمكانياتها، ولكن في جميع الحالات يجب إجراء تحليل مالي من أجل تقييم المخاطر التي ينطوي عليها كل طلب للتمويل والجدوى المالية الحقيقية منه، كيف ينبغي تنفيذ ذلك تحليل المالي وما هي العناصر المالية التي يجب مراقبتها؟ (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

1. التحكيم على أساس القواعد المالية:

دراسة حالة
التحكيم على أساس القواعد المالية: المثال 01

هي مجموعة من الشروط التي تعتمد عليها البنوك لضمان قدرة المؤسسات على الوفاء بالتزاماتها وتسديد الاموال المقترضة. من خلال تقدير الملاءة والسيولة ومخاطر عدم القدرة على التسديد.

وهذا باستخدام القوائم المالية للمؤسسة مع الاخذ بعين الاعتبار الشروط التالية:

- يتم استخدام القيمة الصافية وليس القيمة الاجمالية للاصول،
- توزيع النتيجة الصافية،
- تقييم التثبيتات بقيمتها الحقيقية وليس القيمة المحاسبية الصافية،
- ترتيب الاصول حسب تاريخ التحصيل والخصوم حسب تاريخ الاستحقاق.

1.1. التوازن المالي الأدنى: l' équilibre financier minimum

يعتمد الحد الأدنى من التوازن المالي على ملاءة الشركة. يجب أن تتزامن مدة سيولة الأصل مع مدة توازن المطلوبات المقابلة له ، وبالتالي ينشأ من الحالة التي تكون فيها للأصول الثابتة أكثر من سنة ممولة من موارد مالية مماثلة في المدة. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

ومنه التوازن المالي الأدنى يشير الى ملاءة المؤسسة حيث أنه للمحافظة على مبدأ التوازن المالي الأدنى يجب ان يتم تمويل الاستخدامات الدائمة بالموارد الدائمة.

المؤسسة تكون معرض لخطر الافلاس في حالة ما اذا كانت الخصوم الاقل من سنة لا يمكن تغطيتها بالأصول اقل من سنة وفي هذه الحالة يجب على المؤسسة الاحتفاظ بهامش امان والمتمثل في رأس المال العامل المالي Fonds de roulement financierاو راس المال العامل سيولة Fonds de roulement liquidité .

حيث أن: (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

رأس المال العامل المالي

= الأصول الصافية المعدلة الأقل من سنة – الديون المعدلة الأقل من سنة

= الخصوم الأكثر من سنة (بما فيها الاهتلاكات والمؤونات الخاصة بالاصول الأكثر من سنة) – الأصول الأكثر من سنة (بقيمتها الاجمالية)

= الخصوم الأكثر من سنة – الأصول الصافية الأكثر من سنة

مثال توضيحي

لتكن لديك المعلومات التالية حول ميزانية المؤسسة SARL X:

معلومات من ميزانية المؤسسة SARL X (000 000 1دج)			
الأصول المعدلة الأقل من سنة	101	الخصوم المعدلة الأقل من سنة	88
الأصول الغير معدلة الأكثر من سنة (اجمالي)	194	الخصوم الأكثر من سنة (اهتلاك ومؤونات)	207
الأصول المعدلة الأكثر من سنة	164	الخصوم المعدلة الأكثر من سنة	177

راس المال العامل المالي:

101 – 88 = 13

207 - 194 = 13

177 – 164 = 13

ومنه نلاحظ أن راس المال العامل الصافي موجب بقيمة 13 مليون دج. وهذا يعني أن المؤسسة في وضعية سليمة نظرا لأن الأموال الدائمة الأكثر من سنة تغطي الأصول الأكثر من سنة.

2.1. نسب السيولة:Ratios de liquidité

من خلالها يتم تقييم مدى قدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الاجل والاستمرار في نشاطها.

نسب السيولة العامة Ratio de liquidité générale: تسمح نسبة السيولة العامة بالحكم على قدرة الشركة على الوفاء بديونها قصيرة الأجل التي تقل عن سنة واحد من خلال مقارنتها بأصولها قصيرة الأجل التي تقل عن سنة واحد، ويجب أن تكون هذه

النسبة أكبر من 1. فكلما ارتفعت، زادت قدرة الشركة على الوفاء بديونها. في حين ان نسبة أقل من 1 فهي تشير الى أن رأس المال العامل المالي سالب. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

نسبة السيولة العامة = الاصول الجارية / الخصوم الجارية

نسب السيولة السريعةRatio de liquidité réduite : يتم حذف المخزونات من الأصول الجارية لحساب نسبة السيولة السريعة نظرا لأنها تمثل مكون اقل سيولة مقارنة بالمكونات الأخرى للأصول الجارية. في غالب الأحيان يفضل امتلاك المؤسسة لنسبة لا تقل عن 1 لتكون في وضعية مريحة.

نسبة السيولة السريعة = (الاصول الجارية- المخزونات) / الخصوم الجارية

نسب السيولة الجاهزةRatio de liquidité immédite : تشير نسبة السيولة الجاهزة على قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل باستخدام الأصول الأكثر سيولة. ومن الأفضل أن تكون نسبة السيولة الجاهزة لا تقل عن 0.6 لتكون الشركة في وضعية مريحة.

نسبة السيولة الجاهزة = النقدية(البنك، الصندوق، القيم المنقولة للتوظيف) / الخصوم الجارية

3.1. نسبة الملاءة:Ratio de solvabilité

تعبر على مدى قدرة المؤسسة على تغطية (تسديد) التزاماتها في حالة التنازل عن اصولها . وللحد من مخاطر عدم التسديد يفضل الممول ان تكون نسبة الملاءة لا تقل عن 20٪ للموافقة على طلب القرض.

نسبة الملاءة = الاموال الخاصة / اجمالي الأصول

4.1. القدرة على تحمل الديون:soutenabilité de la dette

القدرة على تحمل الديون أو الاستدانة الأقصى l' endettement maximum تعبر على قدرة المؤسسة على الحفاظ على ملاءتها . يمكن تقدير الحد الأقصى من المديونية بشكل مختلف اعتمادًا على العمر والوضع المالي للشركة. لكن في أغلب الأحيان تعتبر الشركة في حالة عدم قدرة على تحمل الديون عند نسبة 3/2 .

نسبة الاستدانة = الديون المالية الصافية / الأموال الخاصة

الديون المالية الصافية = الديون المالية الاكثر من سنة + الديون المالية الأقل من سنة –النقدية والقيمة المنقولة للتوظيف

ملاحظة

سيتم التطرق الى العلاقة بين المردودية المالية واثر الرفع المالي والمخاطر المالية بشيء من التفصيل في العنصر الخاص التحكيم على أساس الموازنة بين العائد والمخاطرة

يجب أن يكون هناك توازن بين الديون وحقوق الملكية. يجب ان لا تكون هناك مغالاة في الاستدانة. من المتوقع عمومًا أن تكون هذه النسبة أقل من 1 حتى تكون المؤسسة في وضعية قدرة للتحمل الديون. كلما ارتفعت هذه النسبة كلما اقتربت المؤسسة من وضعية عدم تحمل الديون. في هذا المنطق تجدر الإشارة إلى أن:

- المساهمين ملكي رؤوس الأموال تزيد مخاطرهم عندما يتم الاعتماد على الديون في تمويل الشركات نظرًا لأن سداد الدين له الأولوية على دفع توزيعات الأرباح، كما ان المخاطرة تكون اكبر في حالة وجود الضمان على أصول الشركة.
- اثر الرفع المالي يحسن من مردودية راس المال المستثمر (المردودية المالية) ولكن في نفس الوقت يزيد من المخاطر التي يتحملها المساهمين.

5.1. وزن الأعباء المالية:Poids des charges financières

تعبر على قدرة المؤسسة على تحمل اعباء الديون من خلال الحفاظ على عدد معين من ما تمثله المصاريف المالية من نتيجة الاستغلال. هذه النسبة يجب ان لا تقل عن 3.

وزن الأعباء المالية = نتيجة الاستغلال / المصاريف المالية

6.1. القدرة على التسديد:la capacité de remboursement

عادة الديون المالية يجب ان لا تفوق عدد معين من قدرة التمويل الذاتي و الناتج الاجمالي للاستغلال (عدد السنوات).

القدرة على التسديد = الديون المالية الصافية / قدرة التمويل الذاتي

يجب ان لا تفوق 3 سنوات. أطول من هذه المدة مستوى مخاطر عدم سداد الديون يرتفع.

القدرة على التسديد = الديون المالية الصافية / فائض اجمالي للاستغلال

يجب ان لا تفوق 4 سنوات. أطول من هذه المدة مستوى مخاطر عدم سداد الديون يرتفع.

2. التحكيم على أساس الموازنة بين العائد والمخاطرة:

1.2. العلاقة بين الاقتراض وأثر الرفع المالي:

يعرف أثر الرفع المالي effet de levier financier على أنه الزيادة (أو الانخفاض) في المردودية المالية للمؤسسة بسبب الاستدانة. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

اذا كانت المردودية الأموال المستثمر (المردودية الاقتصادية) للمؤسسة تفوق تكلفة الأموال المقترضة في هذا حالة كلما اقترضة المؤسسة اكثر كلما أدى هذا الى ثراء اكبر للمساهمين. الأثر العكسي يحدث عندما تحقق المؤسسة مردودية للأموال المستثمرة اقل من تكلفة الأموال المقترضة في هذه الحالة كلما اقترضة امؤسسة أكثر كلما أدى هذا الى إفقار أكثر للمساهمين نظرا لان عوائد المقرضين واجبة التسديد مهما كانت النتيجة المحققة.

ومنه الاقتراض يمكن ان يكون له أثر إيجابي أو سلبي على مردودية الأموال الخاصة (أموال المساهمين). ومنه فالمردودية المالية مرتبطة بالهيكل المالي للمؤسسة. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019).

كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول 1.5. الاقتراض و أثر الرفع المالي

الوضعية	الأثر على المردودية المالية	أثر الرفع المالي
عدم اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي	المردودية المالية = المردودية الاقتصادية	عدم وجود أثر للرفع المالي بسبب عدم وجود ديون في الهيكل المالي للمؤسسة
اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي المردودية الاقتصادية أكثر من تكلفة الديون	المردودية المالية > من المردودية الاقتصادية	أثر الرفع المالي ايجابي: زيادة ثروة المساهمين بالتوسع في الاقتراض
اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي المردودية الاقتصادية أقل من تكلفة الديون	المردودية المالية < المردودية الاقتصادية	أثر الرفع المالي سلبي: زيادة خسائر المساهمين بالتوسع في الاقتراض

حيث أن أثر الرفع المالي يمثل الفرق بين المردودية المالية والمردودية الاقتصادية والذي يحدد وفقا للعلاقة التالية:

$$r_f - r_e = \frac{D}{K}(r_e - i)$$

r_f : المردودية المالية

r_e : المردودية الاقتصادية

D : الديون المالية

K : الأموال الحاصة (بعد طرح النتيجة)

i : معدل الديون بعد الضريبة (تكلفة الديون)

مثال توضيحي

لتكن لديك المعلومات التالية حول مؤسسة:

الأموال الخاصة: 45000 دج ، الديون المالية: 30000، أعباء الفوائد : 2000 ، نتيجة السنة المالية: 5100

المردودية الاقتصادية بعد الضريبة على أرباح الشركات : 9.73 % ، الضريبة على أرباح الشركات = 15 %

ومنه:

معدل الفائدة قبل الضريبة = 2 000 / 30 000 = 6.67 %

معدل الفائدة بعد الضريبة = i = 6.67 x (1-15%) = 5.67%

بتطبيق معادلة أثر الرفع المالي نجد: $r_f = (9.73\% + (30\,000/(45\,000 - 5\,100))x\ (9.73\%-5.67\%)= 12.78\%$

ومنه أثر الرفع المالي إيجابي نظرا لأن تكلفة الديون 5.67 % أقل من المردودية الاقتصادية 9.73 %. لهذا الاقتراض في هذه الحالة يسمح بزيادة ثروة المساهمين من خلال زيادة مردودية الأموال الخاصة.

مع العلم ان :

ملاحظة

المردودية الاقتصادية ROCE (return on capital employed)

المردودية الاقتصادية La rentabilité économique تقيس الأداء الكلي للمؤسسة من خلال مدى قدرتها على تحقيق عوائد للمستثمرين (مقرضين ومساهمين) وتحسب وفقا للعلاقة التالي:

النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة / الأموال المستثمرة

الأموال المستثمرة = الأموال الخاصة(خارج النتيجة) + الديون المالية

النتيجة الاقتصادية بعد الضريبة = نتيجة الاستغلال بعد الضريبة

(ملاحظة: يتم حذف نتيجة السنة المالية من الأموال الخاصة حتى يتم تحديد مبلغ الأموال المستثمرة في بداية السنة المحاسبية)

مثال توضيحي

لتكن لديك المعلومات التالية حول مؤسسة:

منتجات الاستغلال: 30000 دج ، أعباء الاستغلال: 22000، أعباء الفوائد: 2000، الأموال الخاصة: 45000، نتيجة السنة: 5100

الديون المالية: 30000 ، الضريبة على أرباح الشركات: 15 %.

ومنه:

نتيجة الاستغلال بعد الضريبة : 6 800 = (1 – 15%) x (30 000 – 22 000)

الأموال المستثمرة : 69 900 = 30 000 + 5 100 – 45 000

المردودية الاقتصادية : 9.73% = 69 900 / 6 800

المؤسسة تحقق عوائد للمستثمرين (مساهمين ومقرضين) بنسبة 9.73 %

ملاحظة

المردودية المالية ROE (return on equity)

المردودية المالية La rentabilité financière تقيس مردودية الأموال الخاصة من خلال مدى قدرتها على تحقيق عوائد للمساهمين وتحسب وفقا للعلاقة التالي:

نتيجة السنة المالية / الأموال الخاصة(خارج النتيجة)

مثال توضيحي

لتكن لديك المعلومات التالية حول مؤسسة:

الأموال الخاصة: 45000، نتيجة السنة: 5100

ومنه:

المردودية المالية : 12.78% = (5 100 - 45 000) / 5 100

المؤسسة تحقق عوائد للمساهمين بنسبة 12.78 %

ملاحظة

الرفع المالي Le levier financier يمثل مؤشر للمخاطر المالية والذي يحسب من خلال حاصل قسمة التغير النسبي في النتيجة الصافية على التغير النسبي في رقم الأعمال خارج الرسم

2.2. العلاقة بين الاقتراض والمخاطر المالية:

من خلال ما سبق لاحظنا ان مردودية الأموال الخاصة ترتفع نتيجة لتوسع المؤسسة في الاقتراض مما يزيد من ثروة المساهمين. ولكن ما يجب الاشارة اليه هو ان هذا الارتفاع في المردودية المالية يتبعه ارتفاع في المخاطر المالية أيضا التي سيتحملها المساهمون.

تعرف المخاطر المالية على انها مخاطر التغير في المردودية المالية نتيجة للتغير في رقم الأعمال. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

أي انه كلما زادت نسبة تغير المردودية المالية نتيجة للتغير في رقم الاعمال بوحدة واحدة يعبر هذا عن الارتفاع في المخاطر المالية والعكس في حالة التغير بنسب منخفضة في المردودية الملية.

ومن الجانب الرياضي فان المخاطر المالية تمثل الانحراف المعياري للمردودية المالية. (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

وتنشأ هذه المخاطر المالية بسبب ارتفاع التكاليف الثابتة المالية والمتمثلة في فوائد الديون منه فكلما اعتمدت المؤسسة على الاقتراض بشكل كبير كلما ادا هذا الى الارتفاع في الأعباء المالية وبالتالي زيادة نسبة تغير المردودية المالية أي المخاطر المالية والعكس صحيح في حالة الانخفاض في الاقتراض.

الجدول 2.5. الاقتراض المخاطر المالية

الوضعية	الأثر على المخاطر المالية	
عدم اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي	المخاطر المالية = المخاطر الاقتصادية	$\sigma_{(r_f)} = \sigma_{(r_e)}$
اعتماد المؤسسة على الديون في هيكلها المالي	المخاطر المالية = المخاطر الاقتصادية + المخاطر المرتبطة بالهيكل المالي (D/K)	$\sigma_{(r_f)} = \sigma_{(r_e)} \times (1 + D/K)$

ومنه فالمخاطر المالية التي سيتحملها المساهمون ستكون مرتفعة كلما كان وزن الديون أكبر في الهيكل المالي. ومنه المخاطر المالية مرتبطة بذراع الرفع (D/K) Bras de levier .

مثال توضيحي

اذا كانت الديون المالية للمؤسسة مساوية لأموالها الخاصة أي (D/K = 1) في هذه الحالة تكون المردودية المالية اكثر تغيرا من المردودية الاقتصادية بمرتين:

$$\sigma_{(r_f)} = 2\sigma_{(r_e)}$$

3. محددات أخرى للتحكيم بين الأموال الخاصة والاستدانة :

هيكل الأصول : المؤسسات التي تمتلك أصولا يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع بان تعتمد بدرجة اكبر على الأموال المقترضة؛ (هندي، 2000)

الشريحة الضريبية: المؤسسات التي تخضع للضريبة بمعدلات مرتفعة تميل إلى الاعتماد بدرجة اكبر على الأموال المقترضة ؛ (هندي، 2000)

معدل النمو: المؤسسات التي تمتاز بمعدلات نمو مرتفعة تنخفض فيها نسبة القروض طويلة الأجل في الهيكل المالي بسبب العلاقة الطردية بين تكلفة الوكالة للاقتراض ومعدل النمو؛ (هندي، 2000)

درجة التخصص: المؤسسات التي تعتمد على إنتاج منتج واحد تميل إلى تخفيض نسبة القروض في الهيكل المالي بسبب العلاقة العكسية بين درجة التخصص وتكلفة الإفلاس؛ (هندي، 2000)

حجم المؤسسة: المؤسسات التي تمتاز بالحجم الكبير عادة ما يتسم نشاطها بنوع من التنويع وبالتالي تميل إلى التوسع في استخدام الأموال المقترضة في هيكلها المالي بسبب انخفاض تكاليف الإفلاس ؛ (هندي، 2000) كما أن المؤسسات كبيرة الحجم تمتلك بدائل اكبر للتمويل مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، حيث على سبيل المثال ان هذه الاخيرة لا يمكنها الاعتماد على الاكتتاب العام للتمويل من المصدر الخارجية.

مخاطر التشغيل: المؤسسات التي تمتاز مبيعاتها بالاستقرار تميل إلى التوسع في استخدم الأموال المقترضة في الهيكل المالي؛ (هندي، 2000)

مستوى الربحية: المؤسسات التي تمتاز بارتفاع معدلات ربحيتها (إمكانية احتجاز الأرباح) تميل إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة في هيكلها المالي؛ (هندي، 2000)

تركيز الملكية: المؤسسات التي تتركز ملكيتها في شخص واحد أو مجموعة محدودة من الأشخاص تفضل الاتجاه إلى الاقتراض عن زيادة حقوق الملكية لتجنب دخول شركاء جدد. (هندي، 2000)

وضعية السوق المالي: خلال الازمات المالية مثلا 2008 – 2009 العديد من المؤسسات تراجعت عن اصداراتها المتوقعة للاسهم والسندات وتوجهت الى النظام البنكي .

توفر الضمانات : (Florence، Delahaye، و Le Gallo، 2019)

رغم ان المؤسسة قد تتوفر على المعايير المالية للحصول على القرض إلاّ أن وضعيتها المالية تكون معرضة للتغيير لهذا عادة ما تطلب الهيئات البنكية شرط تقديم ضمانات للحصول على القرض.

الضمانات الشخصية Les garanties personnelles : الاكثر استخدام نجد الكفالة Le cautionnement والتي تتمثل في إيجاد المؤسسة المقترضة لطرف ثالث (معنوي، طبيعي) يوافق على القيام بتسديد قيمة القرض في حالة عجز المؤسسة على ذلك

الضمانات الفعلية Les garanties réelles : التعهد Le nantissement حيث تعطي المؤسسة المقترضة الحق للهيئة البنكية على اصل منقول تمتلكه لضمان تسديدها للقرض. الرهن L′ hypothèque حيث تعطي المؤسسة المقترضة الحق للهيئة البنكية على اصل غير منقول تمتلكه لضمان تسديدها للقرض.

أمثلة الفصل 05

أمثلة حول التحكيم بين الأموال الخاصة والاستدانة

- مثال 01

مثال 01:

بالاعتماد على معطيات المثال 04 من الفصل الثاني (ص.ص 43 - 46) الخاصة بشركة SARL X وعلى فرض انه توفرت لديكم المعلومات الاضافية التالية حول ميزانية الشركة:

معلومات اضافية حول الأصول:

- التثبيتات المالية جزء منها عبارة عن قروض مستحقة في اقل من سنة بقيمة **133 480 دج**
- احد الزبائن لا يمكنه تسديد ديونه لدى المؤسسة في مدة أقل من سنة بقيمة **359 473 دج**
- القيمة الفعلية (الحالية) (La valeur vénale (valeur actuelle لأصول المؤسسة كالتالي :
  - أراضي بقيمة **750 974 دج**
  - بناءات بقيمة **1 489 581 دج**
  - التثبيتات العينية الأخرى بقيمة **595 300 دج**
- المخزونات والمنتجات قيد الصنع جزء منها عبارة عن مخزون أمان بقيمة **326 800 دج**

معلومات اضافية حول الخصوم:

- القروض والديون المالية جزء منها مستحق في اقل من سنة بقيمة **649 710 دج**
- حد الموردين مدد فترة تسديد التزامات المؤسسة لاكثر من سنة بقيمة **232 980دج**

المطلوب:

على فرض ان شركة SARL X قررت اللجوء الى التمويل عن طريق القروض البنكية بهدف توسيع استثماراتها المستقبلية وهذا بطلب قرض استثماري من بنك Y، ولكن قبل الموافق على تقديم القرض طلب هذا الاخير من المؤسسة القيام بتحليل لوضعيتها المالية قبل اتخاذ القرار المناسبة.

1.حساب بالنسبة للسنة 2019 راس المال العامل المالي باستخدام الطريقتين. مع التعليق على وضعية للمؤسسة.

2.حساب بالنسبة للسنة 2019 نسب السيولة (العامة، السريعة، الجاهزة).مع التعليق على وضعية المؤسسة.

3.تقييم لسنة 2019 درجة المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة وبالاضافة الى قدرتها على الاستدانة من خلال حساب نسب الملاءة ،نسبة الاستدانة، القدرة على التسديد، الوزن النسبي للأعباء المالية . مع التعليق على وضعية المؤسسة

4.تعتزم مؤسسة SARL X تقديم بناءاتها التي تظهر في الميزانية في شكل رهن للبنك Y فيما تتمثل ايجابياتها وسلبياتها.

حل أمثلة الفصل 05

حل الأمثلة حول التحكيم بين الأموال الخاصة والاستدانة

- مثال 01

حل المثال 01:

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
أصول غير جارية	2 446 366		+723 189	+326 800	-133 480	+359 473
أصول جارية	4 069 034			-326 800	+133 480	-359 473
مجموع الأصول	6 515 400		+723 189			
رؤوس أموال خاصة	2 367 000	-161 440	+723 189			
خصوم غير جارية	1 299 420	+161 440				
خصوم جارية	2 848 980					
مجموع الخصوم	6 515 400		+723 189			

(تابع)	(7)	(8)	المجموع
أصول غير جارية			3 722 348
أصول جارية			3 516 241
مجموع الأصول			7 238 589
رؤوس أموال خاصة			2 928 749
خصوم غير جارية	-649 710	+232 980	882 690
خصوم جارية	+649 710	-232 980	3 427 150
مجموع الخصوم			7 238 589

حيث أن:

(1) القيمة الصافية

(2) توزيع النتيجة

(3) تقييم التثبيتات بالقيمة الفعلية

فارق التقييم : 723 189 = 2 112 666 – (595 300 + 1 489 581 + 750 974)

(4) مخزون الأمان

(5) تثبيتات مالية أقل من سنة

(6) الزبائن أكثر من سنة

(7) ديون مالية أقل من سنة

(8) الموردين أكثر من سنة

حساب رأس المال العامل المالي:

الطريقة 01: الاموال الدائمة – الاصول الثابتة

(2 928 749 + 882 690) -3 722 348 = 89 091

الطريقة 02: الأصول المتداولة – الديون قصيرة الأجل

3 516 241 – 3 427 150 = 89 091

نلاحظ أن رأس المال العامل المالي موجب وهذا يشير الى ان للشركة القدرة على مواجهة التزاماتها مما يعني ان المؤسسة ليست معرضة لخطر العسر المالي أو عدم القدرة على السداد.

حساب نسبة السيولة:

نسبة السيولة العامة = الاصول الجارية / الخصوم الجارية

3 516 241 / 3 427 150 = 1.026 > 1

نلاحظ أن السيولة العامة أكثر من 1 مما يشير الى ان المؤسسة لها القدرة على تسديد ديونها قصيرة الاجل في حالة التنازل على أصولها الجارية وهذا ما يؤكد على ان راس المال العامل المالي موجب

السيولة السريعة:

نسبة السيولة السريعة = (الاصول الجارية- المخزونات) / الخصوم الجارية

3 516 241 –(2 178 668 – 326 800) / 3 427 150 = 0.49 < 1

نسبة السيولة السريعة أقل من 1 أي ان حسابات الغير المدينة وبالإضافة الى نقدية المؤسسة غير كافية لتسديد ديون المؤسسة قصيرة الاجل. كما يشير هذا كذلك الى ان المكون الرئيسي للأصول المتداولة هي المحزونات

نسبة السيولة الجاهزة = النقدية(البنك، الصندوق، القيم المنقولة للتوظيف) / الخصوم الجارية

9 000 / 3 427 150 = 0.0026 < 0.6

يعني ان نقدية المؤسسة تمثل نسبة ضئيلة جدا مقارنة بديونها قصيرة الاجل.

حساب نسبة الاستدانة:

نسبة الاستدانة = الديون المالية الصافية / الأموال الخاصة

الديون المالية الصافية = الديون المالية الاكثر من سنة + الديون المالية الأقل من سنة –النقدية والقيمة المنقولة للتوظيف

الديون المالية الصافية:

(1 299 420 + 501 300) – 21 000 = 1 779 720

1 779 720 / 2 928 749 = 0.61 < 1

كلما كانت نسبة الاستدانة مرتفعة لكما تراجعت الاستقلالية المالية للمؤسسة ولكن نلاحظ من خلال هذه النسبة أنها أقل من 1 مما يعني أن وزن الديون المالية الصافية منخفض مقارنة بالأموال الخاصة مما يعني أن المؤسسة تمتاز باستقلالية مالية وتزيد من قدرتها على الاقتراض.

حساب نسبة القدرة على التسديد:

القدرة على التسديد = الديون المالية الصافية / قدرة التمويل الذاتي

1 779 720 / 601 371 = 2.96 < 3

أي أن المؤسسة يمكنها تسديد ديونها المالية الصافية باستخدام قدرة التمويل الذاتي في أقل من 3 سنوات مما يعني ان المؤسسة غير معرضة لخطر عدم القدرة على التسديد.

القدرة على التسديد = الديون المالية الصافية / فائض اجمالي للاستغلال

1 779 720 / 761 333 = 2.34 < 4

أي أن المؤسسة يمكنها تسديد ديونها المالية الصافية باستخدام الفائض الإجمالي للاستغلال في أقل من 4 سنوات

حساب نسبة الملاءة:

نسبة الملاءة = الاموال الخاصة / اجمالي الأصول

2 928 749 / 7 238 589 = 0.41 > 0.2

من خلال نسبة الملاءة تفوق 0.2 ومنه يمكن القول ان المؤسسة تمتاز بملاءة جيدة لأن وزن الأموال الخاصة معتبر ويحسن من قدرة المؤسسة على الاستدانة.

حساب وزن الأعباء المالية:

وزن الأعباء المالية = نتيجة الاستغلال / المصاريف المالية

318 298 / 248 500 = 1.28 < 3

مما يعني أن وزن الأعباء المالية مرتفع مما سيؤثر بشكل كبير على توزيع النتيجة العملياتية للمؤسسة.

النتيجة:

المؤسسة تمتاز بملاءة جيدة أي قدرة جيدة على تسديد ديونها

سيولة المؤسسة منخفضة على اعتبار ان المخزونات تمثل النسبة الأكثر في الأصول الجارية

المؤسسة تمتاز بقدرة استدانة جيدة واستقلالية مالية بالإضافة الى مخاطر عسر مالي اقل

ومنه يمكن لهذه المؤسسة الحصول على القرض الاستثماري من طرف البنك

إيجابيات الرهن:

يسمح للمؤسسة بتغطية مخاطر عدم سداد ديونها وتعطي ثقة أثر للمؤسسة المالية لمنح القرض

السلبيات: لا يمكن للمؤسسة التصرف في البنايات المرهونة حتى يتم تسديد قيمة القرض.

الفصل 06

المقاييس المفسرة لهيكل رأس المال

1. أمثلية الهيكل المالي
2. الفرضيات
3. حالة عدم وجود ضريبة
4. حالة وجود ضريبة
5. حالة وجود تكلفة الافلاس
6. حالة وجود تكلفة الوكالة

من خلال هذا العنصر سنحاول التطرق إلى الجانب النظري للعلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة وهذا للتعرف على مختلف النظريات التي حاولت الإجابة على إشكالية مدى إمكانية امتلاك المؤسسات لهيكل مالي أمثل، اي بصيغة أخرى نسبة مثلى من الأموال المقترضة تمكنها من تعظيم قيمتها السوقية.

1. أمثلية الهيكل المالي:

امكانية ايجاد نسبة اقتراض (رافعة مالية) مثالية تحقق هدف تعظيم القيمة السوقية للمؤسسة.

تأثير الاقتراض في ظل عدم وجود الضريبة:

- مدخل صافي الربح Net Income Approach
- مدخل صافي ربح العمليات Net Operating Income Approach
- المدخل التقليدي Traditional Approach
- مدخل مدكلياني وميلر (Modigliani – Miller).

تأثير الاقتراض في ظل وجود الضريبة:

- مدخل مدكلياني وميلر (Modigliani – Miller)

تأثير الاقتراض في ظل وجود تكلفة الافلاس: Bankruptcy Cost

تأثير الاقتراض في ظل وجود تكلفة الوكالة: Agency Cost

2. الفرضيات:

- الهيكل المالي يتكون من أموال خاصة (إصدار أسهم) وأموال مقترضة (إصدار سندات)؛
- لا توجد تكلفة للإصدار أو لبيع وشراء الأسهم والسندات؛

- سياسة توزيع الإرباح ثابتة وتقوم على أساس توزيع جميع الأرباح المحققة؛
- حجم الاستثمار لا يتغير؛
- السندات المصدرة من النوع الدائم؛
- للقيمة المتوقعة للتدفقات النقدية ثابتة من سنة لأخرى؛
- توقعات المستثمرين متجانسة بشأن التدفقات النقدية المتوقعة. (هندي، 2000)

وبالاعتماد على الفرضيات سابقة الذكر يمكن حساب كلا من قيمة المؤسسة وتكلفة المزيج التمويلي ونسبة الاقتراض على النحو التالي:

دراسة حالة

الفرضيات: المثال 01

الجدول 1.6. حساب القيمة السوقية للمؤسسة

العائد قبل الفوائد والضريبة	RE
المصاريف المالية FFI	$V_D \times K_D$
صافي الربح RN	RE - FFI
قيمة الأموال الخاصة V_{CP}	RN / K_{CP}
قيمة الأموال المقترضة V_D	FFI / K_D
قيمة المؤسسة V	$V_{CP} + V_D$
تكلفة المزيج التمويلي K	
$K_{CP} (V_{CP}/V) + K_D (V_D/V)$	RE / V
نسبة الاقتراض (ذراع الرفع المالي)	V_D / V_{CP}

3. حالة عدم وجود ضريبة:

هناك وجهات نظر عديدة في شأن تأثير الاقتراض على تكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل افتراض عدم وجود الضرائب وعدم وجود تكلفة للإفلاس وتتمثل هذه المداخل في مدخل صافي الربح ومدخل صافي ربح العمليات والمدخل التقليدي ومدخل موديغلياني وميلر والتي سيتم التطرق إليها في هذا العنصر.

1.3. مدخل صافي الربح:Net Income Approach

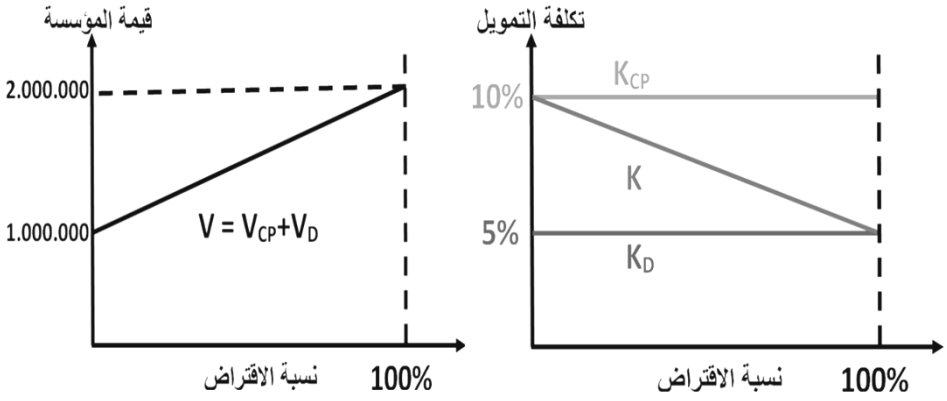
دراسة حالة

مدخل صافي الربح: المثال 02

- يفترض هذا المدخل أن تكلفة كل من الاقتراض وحقوق الملكية ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاقتراض؛
- وجود علاقة عكسية بين نسبة الاقتراض وتكلفة المزيج التمويلي؛
- وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض و قيمة المؤسسة؛
- الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكثر نسبة ممكنة من الاموال المقترضة. (هندي، 2000)

كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 1.6. العلاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي الربح



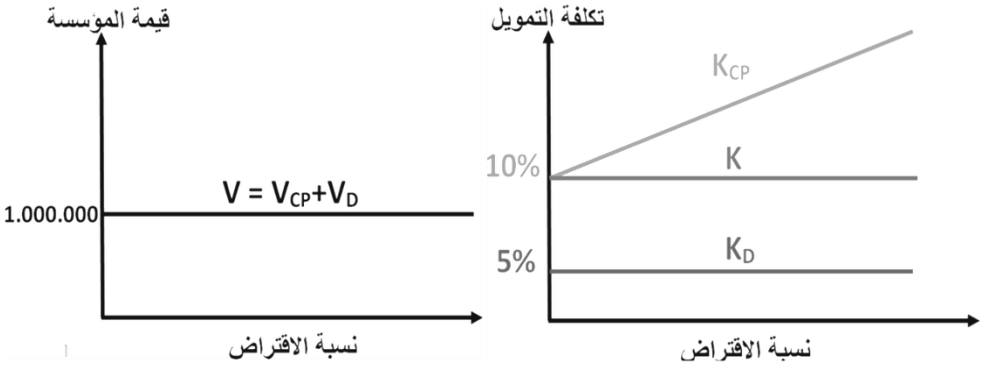
2.3. مدخل صافي ربح العمليات:Net Operating Income Approach

دراسة حالة
مدخل صافي الربح:
المثال 03

- يفترض هذا المدخل ان تكلفة الاقتراض ثابت لا يتغير بتغير نسبة الاقتراض؛
- وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة الأموال الخاصة وهذا نظرا لمطالبة المساهمين لعائد اكبر بسبب ارتفاع المخاطر المالية؛
- تكلفة المزيج التمويلي ثابت مهما كانت نسبة الاقتراض؛
- قيمة المؤسسة ثابت مهما كانت نسبة الاقتراض؛
- لا يوجد هيكل مالي أمثل. (هندي، 2000)

كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 2.6. العلاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة حسب مدخل صافي ربح العمليات



2.3. المدخل التقليدي:Traditional Approach

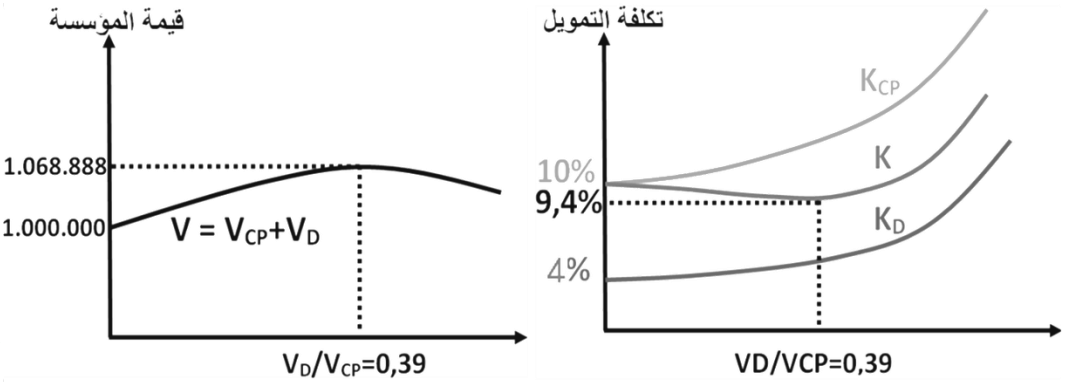
- وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة الاقتراض؛
- وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة الاموال الخاصة؛
- تكلفة المزيج التمويلي تتغير بتغير نسبة الاقتراض؛
- قيمة المؤسسة تتغير بتغير نسبة الاقتراض؛

- الهيكل المالي الامثل هو ذلك الهيكل الذي يخفض تكلفة التمويل الى ادنى حد ممكن.

(هندي، 2000)

كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 3.6. العلاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة حسب المدخل التقليدي



دراسة حالة

المدخل التقليدي: المثال 04

من الواضح أن تكلفة الاقتراض (KD) أقل من تكلفة الأموال الخاصة (Kcp) نظرا لان المقرضين (الدائنين) يتحملون مخاطرة أقل مقارنة بالمساهمين (الملاك)، ومنه فكل زيادة في استخدام الأموال المقترضة سيؤدي بطبيعته الحال إلى الانخفاض في تكلفة التمويل (K) وهذا من خلال الاستفادة من أثر الرفع المالي نتيجة لانخفاض تكلفة الاقتراض مقارنة بتكلفة الأموال الخاصة.

ولكن نتيجة للمغالاة في استخدام الأموال المقترضة في الهيكل المالي للمؤسسة سيؤدي هذا إلى ارتفاع مستوى المخاطر التي يتحملها المساهمون، بسبب ظهور خطر الإفلاس مما يجعلهم يطالبون بمعدلات عائد أكبر، أي ارتفاع تكلفة الأموال المرجحة(K) إلى أن تصل المؤسسة إلى مستوى معين للرفع المالي والذي يمثل الهيكل المالي الأمثل للمؤسسة الذي يضمن لها أدنى تكلفة ممكنة لرأس المال، وبالتالي أكبر قيمة للمؤسسة وحسب الشكل السابق فإن الهيكل المالي المثالي يتكون من 39 % أموال مقترضة إلى أموال خاصة.

وإذا استمرت المؤسسة بالاقتراض، فإن التكلفة المنخفضة للأموال المقترضة لا تكفي لتغطية التكلفة المرتفعة للأموال الخاصة، كما أن تكلفة الأموال المقترضة في مستوى معين تبدأ هي الأخرى بالارتفاع بسبب المغالاة في استخدام القروض ويصبح من غير مصلحة المؤسسة الاعتماد على الأموال الرخيصة في تركيبة هيكلها المالي.

3.3. مدخل مدكلياني وميلر: Modigliani – Miller 1958

- وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة الاقتراض؛
- وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة الاموال الخاصة؛

- تكلفة المزيج التمويلي تتغير بتغير نسبة الاقتراض؛
- قيمة المؤسسة تتغير بتغير نسبة الاقتراض؛
- عملية المراجحة تعمل على تحقيق التساوي بين القيمة السوقية للمؤسستين.
- القيمة السوقية للمؤسسة ثابتة مهما كانت تركيبة الهيكل المالي، ما لم تتغير التدفقات النقدية الناتجة عن العملية التشغيلية. (هندي، 2000)

دراسة حالة
مدخل مودكلياني وميلر 1958: المثال 05

فحسب تحليل مدكلياني ملير، فإن المعدل المطلوب (K) من طرف الملاك والدائنين ثابت مهما كان مستوى الاقتراض في الهيكل المالي للمؤسسة، وقد حاول كلا منهما تفسير هذا الثبات في قيمة المؤسسة من خلال فكرة أساسية، جوهرها أن قيمة المؤسسة تتمثل في قيمة استثماراتها، وأن قيمة هذه الاستثمارات تتوقف على العائد المتوقع تحقيقه من تشغيلها، كما تتوقف على المخاطر التي قد يتعرض له هذا العائد. ومنه فالقيمة السوقية للمؤسسة تتوقف على قرارات الاستثمار وليس على قرارات التمويل. (هندي، 2000)

هذا ما يفسر العبارة المشهورة لميرتون ميلر عندما تحصل على جائزة نوبل للاقتصاد حيث قال: (Pierre، Yann، و Pascal، 2015) حجم البيتزا غير مرتبط بكيفية تجزئتها!" (La taille d'une pizza ne dépend pas de la façon dont on la coupe) ولإثبات وجهة نظرهما، قدم كل من مدكياني وميلر فكرة المراجحة أو الموازنة (Arbitrage) بين مؤسستين تنتميان إلى نفس المجموعة ومتماثلتين في كل شيء، إلا أنهما تختلفان في طريقة تمويل استثماراتهما، بحيث أن مؤسسة تعتمد على الأموال الخاصة بنسبة 100% ومؤسسة أخرى تعتمد على مزيج تمويلي من الأموال الخاصة والأموال المقترضة، وبالتالي فالقيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على مزيج تمويلي أكبر من القيمة السوقية للمؤسسة التي تعتمد على الأموال الخاصة فقط في هيكلها المالي.

ويرجع الاختلاف في القيمة السوقية المؤسستين إلى إنخفاض تكلفة التمويل بإستخدام الأموال الرخيصة أي الأموال المقترضة في تكوين المزيج المالي للمؤسسة الثانية.

ولكن حسب مدكلياني وميلر فإن عملية المراجحة كفيلة بتحقيق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين، هذه العملية تقوم على أساس فكرة أن المستثمرين في ظل سوق كامل يمكنهم تعويض الرافعة المالية للمؤسسة الثانية برافعة مالية شخصية، والتي ستمكنهم من تحقيق عوائد أكبر بنفس الحجم من الأموال.

4. حالة وجود ضريبة:

1.4.حسب مدخل مدكلياني وميلر في ظل وجود الضريبة 1963:

- وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة الاقتراض؛

- وجود علاقة طردية بين نسبة الاقتراض وتكلفة الاموال الخاصة؛
- تكلفة المزيج التمويلي تتغير بتغير نسبة الاقتراض؛
- قيمة المؤسسة تتغير بتغير نسبة الاقتراض؛
- عملية المراجحة تعمل على تحقيق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين.

الوضعية التوازنية تتمثل في أن قيمة المؤسسة المقترضة تفوق قيمة المؤسسة غير المقترضة بمقدار القيمة الحالية للوفورات الضريبية كما توضحه العلاقة التالية:

$$V_y = V_x + (V_D \cdot T)$$

حيث (Vy) تمثل القيمة السوقية للمؤسسة التي يتضمن هيكلها المالي القروض والأموال الخاصة و (Vx) تمثل القيمة السوقية لمؤسسة مماثلة ويتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط، (T) يمثل معدل الضريبة على دخل المؤسسة، ومنه فإن (VD. T) تمثل القيمة الحالية للوفورات الضريبية.

ومن خلال هذه العلاقة فسر مدكلياني وميلر على أن الوفورات الضريبية الناتجة عن خصم المصاريف المالية قبل اقتطاع الضريبة (VD . T) تمثل الميزة الإيجابية من استخدام الأموال المقترضة في الهيكل المالي حيث أن القيمة السوقية للمؤسسة (Y) التي تعتمد على مزيج تمويلي من أموال مقترضة وأموال خاصة يفوق القيمة السوقية للمؤسسة (X) التي تعتمد على أموال الخاصة فقط بمقدار قيمة الوفورات الضريبية المحققة في المؤسسة (Y) نتيجة لاعتمادها على الأموال المقترضة.

أما إذا زاد أو نقص الفرق عن ذلك، فإن عملية المراجحة كفيلة بإعادة التوازن بين قيمة المؤسستين على النحو المذكور سابقا.

وخلاصة القول، في ظل وجود ضريبة على دخل المؤسسات، فإن مدكلياني وميلر لا يحددان الهيكل المالي الأمثل بدقة بل يعتبران أن الهيكل المالي الأمثل هو الذي يتكون من أكبر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة وهذا للاستفادة من الوفورات الضريبية الناتجة عن خصم المصاريف المالية قبل اقتطاع الضريبة.

ولكن في ظل افتراض خضوع المستثمرين (ملاك ودائنين) لضريبة على الدخل، فإن القمة السوقية للمؤسسة التي يتكون هيكلها التمويلي من أموال خاصة وأموال مقترضة تعادل قيمة مؤسسة مماثلة تعتمد بالكامل على الأموال الخاصة مضاف إليها القيمة الحالية للوفورات الضريبية أي نفس النتيجة التي تم التوصل إليها في نموذج مدكلياني ميلر في ظل افتراض خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل.

ولكن الاختلاف الوحيد يكمن في المعادلة المعبرة عن القيمة الحالية للوفورات الضريبية بحيث في ظل خضوع المؤسسة والمستثمرين (ملاك ودائنين) للضريبة على الدخل فالقيمة السوقية للمؤسسة (Y) التي تعتمد على مزيج تمويلي يمكن صياغتها على النحو التالي: (هندي، 2000)

$$V_y = V_x + \left[\left(1 - \frac{(1-T).(1-T_{CP})}{(1-T_D)}\right).V_D\right]$$

حيث أن:

Tcp: معدل الضريبة الشخصية على دخل حملة الأسهم

TD: معدل الضريبة على دخل جملة السندات.

ومنه فالقيمة السوقية لمؤسسة (Y) تتوقف على معدلات الضريبة على دخول المؤسسات والمستثمرين.

ولتوضيح العلاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة في ظل خضوع المؤسسة والمستثمرين (ملاك ودائنين) للضريبة على الدخل يجدر بنا التطرق للتحليل المتميز لميلر سنة 1977 والذي حدد على أساسه نموذج لهيكل رأسمال المؤسسة.

2.4.حسب نموذج وميلر في ظل وجود الضريبة 1977:

قدم ميلر سنة 1977 نموذج لهيكل رأسمال المؤسسة خلص من خلاله إلى عدم وجود أي أثر للاقتراض على قيمة المؤسسات مما يعني عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وقيمة المؤسسة، وقام ميلر بتحليل المعادلة السابقة في ثلاثة نقاط رئيسية

في حالة افتراض عدم وجود ضرائب أي أن المؤسسة و المستثمرين لا يخضعون للضريبة على الدخل في هذه الحالة: Tcp = TD = (T = 0) يعني أن المعادلة السابقة تصبح من الشكل:

$$V_y = V_x + 0 \;.\; V_D = V_x$$

ومنه فإن القيمة السوقية للمؤسسة (Y) التي تعتمد على مزيج من الأموال الخاصة والأموال المقترضة في هيكلها المالي تساوي القيمة السوقية لمؤسسة (X) مماثلة ويتكون هيكلها المالي من الأموال الخاصة فقط، وفي هذه الحالة فلا وجود لأي علاقة بين قيمة المؤسسة وهيكلها المالي .

في حالة خضوع المؤسسة للضريبة على الدخل ودعم خضوع الدخل الشخصي للمستثمرين للضريبة أي أن: Tcp = (TD = 0 (و0) T)، أو في حالة تساوي معدل

الضريبة على دخل المساهمين ومعدل الضريبة على المقرضين أي ($TD = Tcp \neq 0$) وفقا للمعادلة السابقة فإن قيمة المؤسسة (Y) تساوي:

$$Vy = Vx + (T.\ VD)$$

وهي نفس المعادلة التي توصل إليها مدكلياني وميلر في مداخلتهما لسنة 1963، وفي هذه الحالة فإن قيمة المؤسسة ترتفع كلما اعتمدت على نسبة أكبر من الأموال المقترضة في هيكلها المالي بسبب تحقيقها لوفورات ضريبة بمقدار (T.VD).

باعتبار أن الضريبة على دخل حملة الأسهم أقل من معدل الضريبة على دخل حملة السندات أي ($Tcp < TD$)، فإن صافي دخل حملة السندات لابد أن يكون كبير لتعويض المستثمرين في السندات عن الارتفاع الكبير على الضريبة على دخولهم. ولهذا فميزة الاقتراض أن الفوائد القروض تحقق وفورات ضريبية من ناحية، ومن ناحية أخرى الفوائد ذاتها ينبغي أن تكون مرتفعة لتعويض المستثمرين في السندات عن الارتفاع في الضريبة على دخولهم، مما يعني أنه ما تحققه المؤسسة من وفر ضريبي ستفقد ولو جزء منه من ناحية أخرى، ومنه فالاقتراض ليس له الأثر الكبير على قيمة المؤسسة.

ومن جانب آخر، فإن ميلر قد أشار إلى ما يسمى بالتوازن العام على مستوى سوق راس المال، حيث اعتبر أنه في حالة عدم التوازن في سوق رأس المال فإن المؤسسة يمكنها زيادة قيمتها السوقية من خلال تحقيقها للوفورات الضريبية نتيجة لإنخفاض الضريبة على دخل المستثمرين مقارنة بالضريبة على دخل المؤسسة.

ولتوضيح هذه العلاقة افترض ميلر أن الضريبة على دخل المساهمين منعدمة بسبب عدم توزيع المؤسسة للأرباح واحتفاظ الملاك بأسهمها وعدم بيعها.

وفي ظل هذه الظروف فالمؤسسة تحاول زيادة قيمتها السوقية من خلال جذب صنف معين من المستثمرين في السندات والذين تقل الضريبة المفروضة على دخولهم عن الضريبة على دخل المؤسسة. وهذا وفقا للعلاقة التالية:

$$V_y = V_x + \left[\left(1 - \frac{(1-T)}{(1-T_D)}\right).\ V_D\right]$$

فكلما كانت قيمة (TD) أقل من (T) فإن المؤسسة يمكنها تحقيق وفر ضريبي من خلال الاعتماد على الأموال المقترضة في هيكلها المالي، ولكن نضوب موارد المستثمرين في السندات والذين تقل الضريبة على دخولهم عن الضريبة على دخل المؤسسة يكون

سوق رأس المال في اتجاه نحو التوازن حتى تصل المؤسسة للمستثمر الحدي والذي يتساوى معدل الضريبة على دخل المؤسسة أي (TD = T) وفي هذه الحالة تصبح القيمة الحالية للوفورات الضريبية منعدمة أي تتساوى قيمة المؤسسة (Y) التي تعتمد على مزيج مالي من الأموال الخاصة و أموال مقترضة مع قيمة مؤسسة مماثلة (X) والتي يتكون هيكلها المالي من أموال خاصة فقط.

5. تأثير الاقتراض في ظل وجود تكلفة الافلاس:

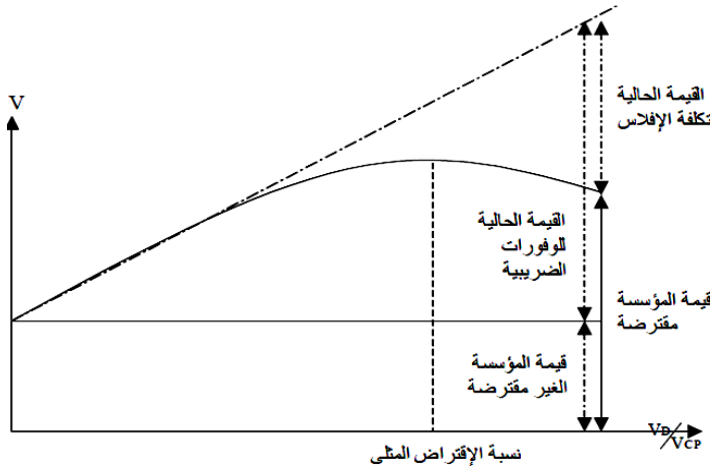
- توسع المؤسسة في استخدام الاموال المقترضة في هيكلها المالي يعرضها الى مخاطر الافلاس.
- حيث تتمثل تكاليف الافلاس في تكاليف بعد اشهار الافلاس مثل: مصاريف التصفية، خسائر القيمة عند التنازل على الاصول. وتكاليف قبل اشهار عملية الافلاس مثل: فقدان ثقة العملاء والموردين، فقدان ثقة المساهمين والمقرضين.
- مما قد يؤدي الى ارتفاع تكلفة التمويل بسبب ارتفاع مخاطر عدم قدرة لمؤسسة على الوفاء بالتزاماتها.
- مجموع هذه التكاليف تفوق في الغالب قيمة الوفر الضريبي المحقق نتيجة التوسع في الاقتراض.

ومنه حسب تأثير الاقتراض في ظل وجود تكلفة الافلاس فان الاقتراض يسمح بالرفع في قيمة المؤسسة مقارنة بمؤسسة اخرى مماثلة ولا تمتلك اموال مقترضة في هيكلها المالي بسبب الوفورات الضريبية.

لكن ونتيجة لظهور تكلفة الافلاس بسبب التوسع في الاقتراض قد يؤدي هذا الى الحد من ميزة الوفر الضريبي مما يؤدي الى تخفيض نسبة الاقتراض.

اي ان الهيكل المالي الامثل يتمثل في الاعتماد على الاموال المقترضة بنسبة تحد من مخاطر الافلاس وتسمح بتحقيق وفورات ضريبية اكبر من تكلفة الافلاس وبالتالي الرفع في قيمة المؤسسة. كما هو موضح في الشكل التالي: (هندي، 2000)

الشكل 4.6. العلاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الافلاس



6. تأثير الاقتراض في ظل وجود تكلفة الوكالة:

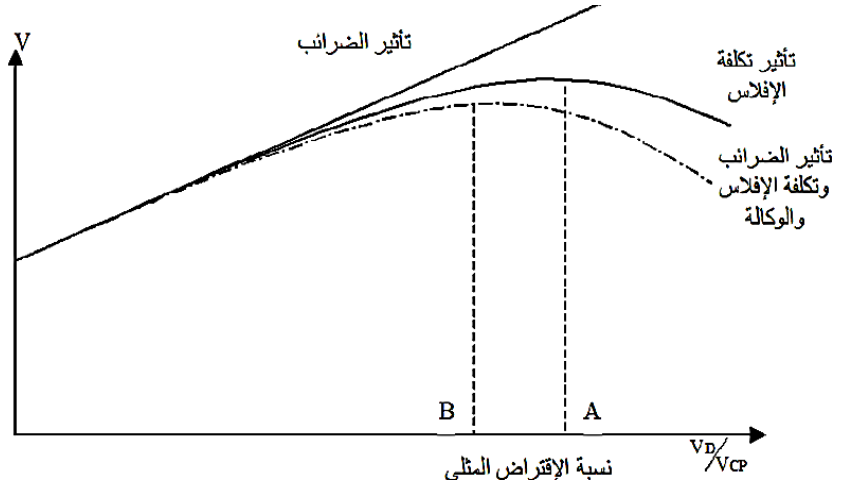
- وفقا لنظرية الوكالة ينظر الى المؤسسة كمجموعة من العلاقات التعاقدية.
- هناك علاقة وكالة عندما يتدخل شخص ما (الوكيل) مكان شخص آخر (الموكل).
- أهم علاقات الوكالة الموجودة في المؤسسة تتمثل في مساهمين- مسيرين وعلاقة دائنين- مساهمين.
- توسع المؤسسة في استخدام الاموال المقترضة في هيكلها المالي قد يعرضها الى تضارب في المصالح بين الدائنين والمساهمين مما يعرض المساهمين الى تحمل تكلفة الوكالة والذين سيعملون على تحميلها بالتبعية للمؤسسة اي تعارض في علاقة مسيرين- مساهمين .
- تتمثل تكلفة الوكالة في الأساس في المصاريف الادارية والقانونية التي سيتحملها المقرضون نتيجة تعين وكيل عنهم لمتابعة القرارات المالية للمؤسسة
- مما قد يؤدي الى الارتفاع في تكاليف التمويل بسبب تعارض المصالح بين علاقات الوكالة في المؤسسة.

ومنه حسب نظرية الوكالة فان الاقتراض يسمح بالرفع في قيمة المؤسسة مقارنة بمؤسسة اخرى مماثلة ولا تمتلك اموال مقترضة في هيكلها المالي بسبب الوفورات الضريبية.

لكن ونتيجة لظهور تكلفة الوكالة بسبب التوسع في الاقتراض قد يؤدي هذا الى الحد من ميزة الوفر الضريبي مما يؤدي الى تخفيض نسبة الاقتراض .

اي ان الهيكل المالي الامثل يتمثل في الاعتماد على الاموال المقترضة بنسبة تحد من مخاطر تضارب المصالح في علاقات الوكالة بالمؤسسة وتسمح بتحقيق وفورات ضريبية اكبر من تكلفة الوكالة وبالتالي الرفع في قيمة المؤسسة. (هندي، 2000)

الشكل 5.6. العلاقة بين الهيكل المالي و قيمة المؤسسة في ظل وجود الضريبة وتكلفة الافلاس والوكالة



أمثلة الفصل 06

أمثلة حول المقاييس المفسرة لهيكل رأس المال

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04
- مثال 05

مثال 01:

لنفترض ان مؤسسة ما من المتوقع ان تحقق في السنة المقبلة عائد قبل الفوائد والضريبة يقدر بـ 100 000 دج في حين ان هيكلها المالي متكون من 200 000 دج اموال مقترضة (اصدار سندات) والباقي أموال خاصة (اصدار أسهم).

المطلوب:

بالاعتماد على الفرضيات التي تقوم عليها النظريات المفسرة لأمثلية الهيكل المالي أحسب قيمة المؤسسة وتكلفة المزيج التمويلي ونسبة الاقتراض إذا علمت ان معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين هو K_{CP} =% 10 والفائدة على السندات هي K_D=% 5

مثال 02:

لنفترض ان مؤسسة ما من المتوقع ان تحقق في سنة معينة عائد قبل الفوائد والضريبة يقدر بـ 100 000 دج وأمام المدير المالي ثلاثة بدائل تمويلية والمتمثلة في:

الهيكل المالي الأول: تمويل المؤسسة كليا بإصدار اسهم عادية

الهيكل المالي الثاني: تمويل جزء من المؤسسة بإصدار اسهم عادية و 200 000 دج بإصدار سندات

الهيكل المالي الثالث: تمويل جزء من المؤسسة بإصدار اسهم عادية و 400.000 دج اصدار سندات

المطلوب:

حساب قيمة المؤسسة وتكلفة المزيج التمويلي والرفع المالي عند كل هيكل مالي إذا علمت ان معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين هو K_{CP} % 10 = والفائدة على السندات هي K_D =% 5 ، ماذا تستنتج.

مثال 03:

لنفترض ان مؤسسة ما من المتوقع ان تحقق في سنة معينة عائد قبل الفوائد والضريبة يقدر بـ 100.000 دج وأمام المدير المالي ثلاثة بدائل تمويلية والمتمثلة في:

الهيكل المالي الأول : تمويل المؤسسة كليا بإصدار اسهم عادية

الهيكل المالي الثاني: تمويل جزء من المؤسسة بإصدار اسهم عادية و 200.000 دج باصدار سندات

الهيكل المالي الثالث: تمويل جزء من المؤسسة بإصدار اسهم عادية و 500.000 دج اصدار سندات

المطلوب:

حساب قيمة المؤسسة وتكلفة المزيج التمويلي والرفع المالي عند كل هيكل مالي اذا علمت ان معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين هو KCP1%10= و KCP2%11,25= و KCP3%15= على التوالي والفائدة على السندات هي KD% 5 = ، ماذا تستنتج.

مثال 04:

لنفترض ان مؤسسة ما من المتوقع ان تحقق في سنة معينة عائد قبل الفوائد والضريبة يقدر بـ 100.000 دج وأمام المدير المالي اربعة بدائل تمويلية والمتمثلة في:

الهيكل المالي الأول : تمويل المؤسسة كليا بإصدار اسهم عادية

الهيكل المالي الثاني: تمويل جزء من المؤسسة بإصدار اسهم عادية و 300.000 دج باصدار سندات

الهيكل المالي الثالث: تمويل جزء من المؤسسة بإصدار اسهم عادية و 500.000 دج اصدار سندات

الهيكل المالي الرابع: تمويل جزء من المؤسسة بإصدار اسهم عادية و 600.000 دج اصدار سندات

المطلوب:

حساب قيمة المؤسسة وتكلفة المزيج التمويلي والرفع المالي عند كل هيكل مالي اذا علمت ان معدل العائد المطلوب من طرف المساهمين هو KCP1%10= و KCP2%11,25= و KCP3%15= و KCP4%25= والفائدة على السندات هي كالتالي : KD1 = % 4، KD2%4,5 = و KD3% 5 = و KD4% 7 =. ماذا تستنتج.

مثال 05:

نفترض مؤسستين (X) و (Y) متماثلتين في كل شيء وينتميان إلى نفس مجموعة المخاطرة، لكن الاختلاف الوحيد يكون على مستوى تركيبة الهيكل المالي، حيث أن

الهيكل المالي للمؤسسة (X) يتكون إلا من الأموال الخاصة، أما الهيكل المالي للمؤسسة (Y) فيعتمد على الأموال المقترضة بنسبة مثلى (نفترض 80.000 و ن بمعدل فائدة 5%).

المطلوب:

حساب قيمة المؤسسة وتكلفة المزيج التمويلي والرفع المالي مع توضيح آلية المراجحة.

حل أمثلة الفصل 06

حل الأمثلة حول المقاييس المفسرة لهيكل رأس المال

- مثال 01
- مثال 02
- مثال 03
- مثال 04
- مثال 05

حل المثال 01:

العائد قبل الفوائد والضريبة	RE	100 000
المصاريف المالية FFI	$V_D \times K_D$	10 000
صافي الربح RN	RE - FFI	90 000
قيمة الأموال الخاصة V_{CP}	RN / K_{CP}	900 000
قيمة الأموال المقترضة V_D	FFI / K_D	200 000
قيمة المؤسسة V	$V_{CP} + V_D$	1 100 000
تكلفة المزيج التمويلي K		
$K_{CP} (V_{CP}/V) + K_D (V_D/V)$	RE / V	0.0909
نسبة الاقتراض (ذراع الرفع المالي)	V_D / V_{CP}	0.2222

حل المثال 02:

	هيكل مالي 01	هيكل مالي 02	هيكل مالي 03
العائد قبل الفوائد والضريبة RE	100 000	100 000	100.000
المصاريف المالية FFI	0	10 000	20.000
صافي الربح RN	100 000	90.000	80.000
قيمة الأموال الخاصة V_{CP}	1 000 000	900.000	800.000
قيمة الأموال المقترضة V_D	0	200.000	400.000
قيمة المؤسسة V	1 000 000	1.100.000	1.200.000
تكلفة المزيج التمويلي K	0,1	0,091	0,083
نسبة الاقتراض	0	0,22	0,5

وبالتالي ومن خلال الجدول الحالي نلاحظ أنه كلما ارتفعت نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي والممثل بالرافعة المالية كلما أدى ذالك الى زيادة قيمة المؤسسة وهذا ما

يؤكد مضمون مدخل صافي الربح والذي يشير إلى أن الهيكل المالي الأمثل هو ذلك الهيكل الذي يتضمن أكثر نسبة ممكنة من الأموال المقترضة

حل المثال 03:

	هيكل مالي 01	هيكل مالي 02	هيكل مالي 03
العائد قبل الفوائد والضريبة RE	100.000	100.000	100.000
المصاريف المالية FFI	0	10.000	25.000
صافي الربح RN	100.000	90.000	75.000
قيمة الأموال الخاصة V_{CP}	1.000.000	800.000	500.000
قيمة الأموال المقترضة V_D	0	200.000	500.000
قيمة المؤسسة V	1.000.000	1.000.000	1.000.000
تكلفة المزيج التمويلي K	0,1	0,1	0,1
نسبة الاقتراض	0	0,25	1

وبالتالي ومن خلال الجدول الحالي نلاحظ أنه كلما ارتفعت نسبة الأموال المقترضة في الهيكل المالي والممثل بالرافعة المالية قابله ذلك ثبات في قيمة المؤسسة وهذا ما يؤكد مضمون مدخل صافي ربح العمليات والذي يشير إلى عدم وجود هيكل مالي أمثل.

حل المثال 04:

	هيكل مالي 01	هيكل مالي 02	هيكل مالي 03	هيكل مالي 04
العائد قبل الفوائد والضريبة RE	100.000	100.000	100.000	100.000
المصاريف المالية FFI	0	13.500	25.000	42.000
صافي الربح RN	100.000	86.500	75.000	58.000
قيمة الأموال الخاصة V_{CP}	1.000.000	768.888,889	500.000	232.000
قيمة الأموال المقترضة V_D	0	300.000	500.000	600.000
قيمة المؤسسة V	1.000.000	1.068.888,89	1.000.000	832.000
تكلفة المزيج التمويلي K	0,1	0,094	0,1	0,12
الرفع المالي	0	0,39	1	2,59

وبالتالي ومن خلال الجدول الحالي نلاحظ أنه كلما إرتفعت نسبة الاموال المقترضة في الهيكل المالي والممثل بالرافعة المالية قابله ذالك ارتفاع في قيمة المؤسسة حتى قيمة 1.068.888,89 دج الهيكل المالي 2 عند رفع مالي تقدر بـ0,39 ثم يليها انخفاض مستمر في قيمة المؤسسة وهذا ما يؤكد مضمون المدخل التقليدي والذي يشير الى أن الهيكل المالي الامثل هو الذي تنخفض عنده تكلفة التمويل الى ادنى حد ممكن وتقابلها بذلك ارتفاع في قيمة المؤسسة الى اكبر قيمة حسب المثال (الهيكل المالي 2).

حل المثال 05:

	المؤسسة X	المؤسسة Y
نتيجة الإستغلال: RE	20.000	20.000
مصاريف مالية (5%): FFI	0	4.000
النتيجة الصافية: RN	20.000	16.000
الأرباح الموزعة: DIV=RN	20.000	16.000
تكلفة الأموال خاصة: Kcp	%10	%12
قيمة الأموال الخاصة: $V_{CP}=DIV/K_{CP}$	200.000	133.333
قيمة الأموال المقترضة: $V_D=FFI/K_D$	0	80.000
قيمة المؤسسة: $V=V_{CP}+V_D$	200.000	213.333
المتوسط المرجح لتكلفة الأموال: $K=RE/V$	%10	9,4%
الرفع المالي: V_D/V_{CP}	%0	%60

وحسب مدكلياني وميلر كل مستثمر يمكنه تحقيق عوائد أكبر من خلال نفس الحجم من الأموال المستثمر وهذا بشراء أسهم من المؤسسة (X) دون تحمل مخاطرة إضافية وفق العملية التالية:

نفترض أن مساهم معين يمتلك 1 % من أسهم المؤسسة (Y) أي بمساهمة قدرتها 1.333ون وبهدف تعظيم عوائده بنفس الحجم من الأموال المستثمرة يعتمد على الخطوات التالية:

- يقوم ببيع الأسهم التي يمتلكها في المؤسسة (Y)،
- ثم يقوم بتشكيل رافعة مالية شخصية مماثلة للرافعة المالية للمؤسسة (Y) أي (VD/VCp = %60) ومنه اقتراض حوالي 800 ون بسعر فائدة 5% (1.333 × 60%)،
- استثمار إجمالي المبلغ (1.333 + 800 = 2.133 و ن) في شراء أسهم للمؤسسة (X).

وعند مقارنتنا لوضعية المستثمر قبل وبعد عملية المراجحة نجد عدم التغير في مستوى المخاطرة التي يتحملها نتيجة لاعتماده على الأموال المقترضة في المزيج التمويلي قبل وبعد عملية المراجعة، بالإضافة إلى زيادة حجم العوائد التي يحققها المستثمر من إجراء اعتماده على عملية المراجحة بحيث أنه قبل إجراء العملية كان المستثمر يتحصل على عوائد سنوية قدرها (1.333 × 12 أو 16.000 × 1% = 160 ون)، ولكن الوضعية الجديدة سمحت له من تحقيق عائد صافي قدره 173ون كما هو موضح في الجدول التالية:

توزيعات الأرباح (مؤسسة X) 2133 × 10%	213 ون
مصاريف مالية (800 . 5%)	- 40 ون
عائد صافي	173 ون

ومنه بنفس مستوى الاستثمار والمخاطرة يتحصل المستثمر الفردي على173 ون عوض 160 ون، وإذا ما اكتشف باقي المستثمرين هذه الميزة، فسوف يحاولون الاستفادة منها، من خلال بيع أسهم المؤسسة (Y) وشراء أسهم المؤسسة (X)، الأمر الذي يؤدي إلى استمرار انخفاض القيمة السوقية لأسهم (Y) وارتفاع القيمة السوقية لأسهم (X)، إلى أن تتساوى قيمة المؤسسين في النهاية.

وخلاصة القول أنه إذا كانت هناك مؤسستين متماثلتين من كافة النواحي عدا الهيكل المالي، وكانت القيمة السوقية لإحداهما تفوق القيمة السوقية للأخرى، فعملية المراجعة كفيلة بأن تحقق التوازن بين القيمة السوقية للمؤسستين.

ومنه فالقيمة السوقية للمؤسسة ثابتة مهما كانت تركيبة الهيكل المالي، ما لم تتغير التدفقات النقدية الناتجة عن العملية التشغيلية.