

## مصادر التمويل وتكلفتها

### 1- التمويل من المصادر الذاتية

- الاموال الخاصة: هي الاموال التي يملكها صاحب أو أصحاب المشروع من اموال ذاتية كانت مودعة في البنوك أو خارجها، ويستخدم عادة في المشاريع الصغيرة والفردية، ونسبته ضئيلة في تمويل المشاريع نتيجة تخوف المستثمر من المخاطرة، وتمثل تكلفة الاموال الخاصة في معدل المردودية الذي يطلبه المساهمون والتي يمكن تقديرها حسب نموذج " gordon & shapiro " حسب العلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الاموال الخاصة} = \left( \frac{\text{القيمة البيعية للسهم} - \text{القيمة الابتدائية للسهم عند الإصدار}}{\text{القيمة الابتدائية}} \right) + \frac{\text{الربح الذي يتوقع السهم}}{\text{القيمة الابتدائية}}$$

- الاحتياطات: تمثل جزءا من الأرباح التي تم تجنبها خلال السنوات الماضية لدعم المركز المالي للمشروع ومواجهة الأخطار التي يمكن أن تهدد استمراره في المستقبل مثل ارتفاع التكاليف الاستثمارية في المستقبل عما هو مخطط له أثناء فترة الدراسة، وقد يكون هذا الاحتياط مكون من جزء من اموال الشركاء.
- الارباح المحتجزة: تمثل الأرباح غير الموزعة، وهي جزء من الأرباح التي تم تحقيقها خلال الفترة ولم يتم حسابها بعد، وتعد من مصادر التمويل التي تعتمد عليها المشاريع القائمة والتي حققت أرباح في السنوات الماضية ومن قبل المنظمات التي لم توزع ارباحها، وتريد القيام بمشروعات جديدة وتتمثل تكلفة الأرباح المحتجزة هي الحد الأدنى الذي يطلبه الملاك عن استثماراتهم في حالة إعادة استثمارها، وتحسب بالعلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الأرباح المحتجزة} = \left( \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية العادي}} + \text{معدل نمو المتوقع} \right) (1 - \text{معدل ضريبة الإيراد})$$

### 2- التمويل عن طريق السوق المالية

- الأسهم العادية: أداة تمويلية طويلة الأجل، وتمثل مستند ملكية لحامله، وهذه الأسهم تطرح من قبل أصحاب المشروع أو من قبل المنظمة للحصول على الاموال الضرورية للنفقات الاستثمارية، فالسهم العادي يمثل استثمار مباشر لحامله وله الحق في الأرباح وتحمل خسائر نشاط المشروع، والسهم يحتوي على قيمة اسمية تكون مدونة في صك السهم، وقيمة سوقية تكون وفق الطلب والعرض على النقود وقيمة دفترية هي ناتج قسمة حقوق الملكية على عدد الأسهم، بينما قيمة الإصدار هي التي على أساسها يتم إصدار السهم، وتتمثل تكلفة الأسهم العادية في الحد الأدنى من العائد الذي يجب تحقيقه على الاستثمار الممول بإصدار أسهم عادية جديدة بما يحافظ على القيمة الاسمية للأسهم وتكون حسب العلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة للسهم}}{\text{قيمة إصدار السهم العادي} - \text{تكلفة الإصدار}} + \text{معدل نمو الأرباح المتوقعة}$$

أما إذا كانت هناك عملية خصم التوزيعات من الأرباح الخاضعة للضريبة هذا ما يحقق وفرا للمشروع قيمته تساوي إلى قيمة التوزيعات في معدل الضريبة وتصبح العلاقة كالتالي:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{التوزيعات المتوقعة (1 - معدل الضريبة)}}{\text{قيمة إصدار السهم - تكلفة الإصدار}} + \text{معدل نمو الأرباح المتوقعة}$$

• **الأسهم الممتازة:** السهم الممتاز هو مزيج بين السهم العادي والسند ويختص السهم الممتاز عن السهم العادي بما يلي:

- صاحب السهم الممتاز يتحصل على عائد دوري ثابت بغض النظر الأرباح الموزعة؛
  - صاحب السهم الممتاز ليس له الحق في التصويت عكس صاحب السهم العادي الذي له ذلك؛
  - صاحب السهم الممتاز له الأولوية في استرداد قيمة أسهمه عند التصفية وذلك قبل حملة الأسهم العادية.
- تتشابه مع السندات كون حاملها يتحصل على عائد دوري، وتختلف عنها في أن عدم قدرة المشروع على سداد أقساط السندات يعرض المشروع إلى الإفلاس، وهذا لا يحدث في حالة الأسهم وتكلفة إصدار سهم ممتاز هي المعدل الذي يتعين تحقيقه على الاستثمارات الممولة بالأسهم الممتازة وتكون حسب العلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة} = \frac{\text{التوزيعات السنوية لحملة الأسهم الممتازة}}{\text{القيمة السوقية السهم الممتاز - تكلفة الإصدار}} \times 100$$

• **السندات:** تعتبر السندات من المصادر المهمة لتمويل المشاريع الاستثمارية، فهي تمثل قرض طويل الأجل ويعد حملتها دائنون على المشروع ولهم حق ضمان على موجودات المشروع، كما أن فوائد هذه الأموال تعتبر التزام يجب دفعها في موعدها بغض النظر عن حالة المشروع المادية، تتمثل تكلفة السندات في الحد الأدنى للعائد الذي يجب تحقيقه نتيجة استثمار التمويل الذي تم الحصول عليه من خلال إصدار السندات والذي يحافظ على حقوق حملة الأسهم العادية دون تغيير، وتكون حسب العلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة السندات} = \frac{\text{قيمة الفوائد للسند السنوية}}{\text{القيمة الاسمية للسند - قيمة الاصدار}} \times (1 - \text{معدل للضريبة}) \times 100\%$$

### 3- التمويل التقليدي ( عن طريق البنوك )

• **القروض قصيرة الأجل:** هي القروض التي لا تزيد مدتها عن سنة واحدة، وغالبا ما تستخدم لتمويل رأس المال العامل اللازم للدورة الاولى من التشغيل، وتضاف إلى هذا مصادر أخرى قصيرة الأجل مثل الائتمان التجاري والائتمان المصرفي، ويقصد بالائتمان التجاري قيمة المشتريات الأجلة التي يحصل عليها المشروع من الموردين في مدة غالبا لا تتجاوز سنة، ويتم تمويل هذا الائتمان من خلال الحسابات المفتوحة وبدون اي ضمان أو من خلال الكمبيالات والسندات الأذينية، وتلجأ المشروعات للائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس المال العامل لمقابلة المتطلبات والاحتياجات التشغيلية، أما الائتمان المصرفي فيتمثل في السلفيات والقروض التي يحصل عليها المشروع من البنوك ويلتزم بسدادها في فترة أقل من سنة وهي موارد نقدية يمكن استخدامها بحرية من قبل المشروع، وإن كان من الأفضل استخدامها في الأغراض التشغيلية وليس في تمويل الأصول الثابتة، وإن كان

بالإمكان استخدامها في تمويل شراء بعض الأصول الثابتة في حالة صعوبة الحصول على قروض طويلة الأجل وضمان جدوى الاستثمار، وتكلفة التمويل التجاري تكون بالعلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الائتمان التجاري السنوي} = \frac{(\text{ثمن الشراء الآجل} - \text{ثمن الشراء النقدي})}{\text{ثمن شراء النقدي}} (1 - \text{معدل الضريبة}) \times 360 \times 100\%$$

أما تكلفة الائتمان المصرفي فتكون حسب حالتين، ففي حالة فائدة بسيطة تدفع في نهاية مدة القرض مع القرض نفسه تكون تكلفة الأموال المقترضة وفق العلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الأموال المقترضة} = \text{سعر الفائدة (1 - معدل الضريبة)}$$

أما النوع الثاني يكون في حالة فائدة مخصومة مقدما والتكلفة تقدر حسب العلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الأموال المقترضة} = \frac{\text{قيمة القرض} \times \text{سعر الفائدة}}{\text{قيمة القرض} - \text{مبلغ الفائدة}} (1 - \text{معدل الضريبة}) \times 100\%$$

- **القروض متوسطة الأجل:** هذه القروض تمول إستهلاكات المشروع وجزء من الأصول، وتكون مدة استحقاقها أقل من خمس سنوات، وتسدّد الفوائد على مدار سنوات القرض وعادة ما تكون مكفولة بضمان، هذه الطريقة من التمويل تكون فيها التكلفة محددة وثابتة نسبيا وليست متعلقة أو مرتبطة بمقدار الأرباح المحققة، وعليه تكون تكلفة الأموال المحصلة عليها بهذه الطريقة كالاتي:

$$\text{تكلفة الأموال} = \frac{2 \text{ عدد مرات دفع الأقساط سنويا} \times \text{معدل الفائدة المدفوع سنويا} (1 - \text{معدل الضريبة})}{\text{مبلغ القرض المستلم} (1 + \text{العدد الإجمالي لمرات دفع الأقساط لسداد القرض})}$$

- **القروض طويلة الأجل:** وتكون عادة لتمويل شراء المكين والمعدات لمشروع جديد أو لخطوط إضافية قائمة، ونظرا للمدة التي تستغرق في تجهيز المعدات ونصبها وتشغيلها وإنشاء الأبنية اللازمة وتحقق إيرادات وأرباح كافية لتسديد أقساط مثل هذه القروض والتي تكون عادة مبالغ كبيرة نسبيا، فإن مدتها تكون أكثر من خمس سنوات وتصل الى عشر سنوات أو أكثر أحيانا، وتكون تكلفتها كالاتي:<sup>1</sup>

$$\text{تكلفة الأموال المقترضة} = \frac{\text{قيمة القرض} \times \text{سعر الفائدة}}{\text{صافي قيمة القرض}} \%$$

**ملاحظة:** في حال دفع الفوائد في نهاية السنة صافي قيمة القرض تساوي قيمة القرض، أما في حالة دفع الفوائد مقدما فإن صافي قيمة القرض تساوي إلى قيمة القرض منقوص منها الفوائد المدفوعة مسبقا.

#### 4- الاستئجار

يقصد به قيام المشاريع باستئجار الآلات و الأصول بدلا من امتلاكها عن طريق الشراء المباشر و يوجد شكلين في هذا النوع.

- **الاستئجار التشغيلي** : ويقصد به استئجار واستخدام الآلات والمعدات لمدة معينة مع امكانية إلغاء العقد من قبل المستأجر، كما يشترط على المؤجر توفير خدمات الصيانة والتأمين على الأصل، هذا الشكل من الاستئجار يستخدم لتقليل المخاطر من جراء شراء الآلات بثمن كبير خاصة التي تتميز بإحلال سريع، ويسترجع الأصل محل الاستئجار من طرف صاحبه عند نهاية فترة التأجير.
- **الاستئجار التمويلي** : هو قيام أصحاب المشروع باختيار الأصول المراد استئجارها من السوق حيث يقوم بشرائها البنك أو مؤسسات التأجير، ويتم استئجارها للمشروع على أن يدفع كامل ثمنها بالتقسيط، حيث لا يمكن إلغاء هذا العقد قبل انتهاء مدته، ويحق للمستأجر شراء الاصل عند نهاية مدة الاستئجار، وتقدر تكلفته حسب العلاقة الآتية:

$$\text{تكلفة الاموال} = 100 \times \frac{\text{المدفوعات الإيجارية الكلية} - (\text{القيمة عند الشراء} - \text{القيمة أصل في نهاية الإيجار})}{\text{فترة الاستئجار} \times (\text{القيمة عند الشراء} + \text{القيمة الأصل نهاية في الإيجار})}$$

#### 5- الشراء بالتقسيط

يعتبر هذا النوع من الشراء مصدرا للتمويل بمقدار القسط الذي لم يسدد، حيث تحصل المنظمة أو المشروع على الاصل وتستطيع استخدامه ولكن تسديد الثمن لا يكون دفعة واحدة وإنما على دفعات محددة خلال فترات محددة وهذا يساعدها على التصرف بشكل مرن.

#### 6- التمويل الإسلامي

تقوم البنوك الإسلامية بتمويل المشاريع الاستثمارية على أساس مبادئ الشريعة الإسلامية من عدل وإنصاف دون الاستيلاء على حقوق البعض لحساب بعض آخر، وكذا الابتعاد عن الأنشطة المحرمة شرعا وعدم التعامل بالربا المتمثل في سعر الفائدة ودون قبول ضمانات، ويقوم بتمويل المشاريع بما يحقق مصلحة المجتمع الإسلامي، بالإضافة إلى تحقيق العدالة في توزيع الثروة وهناك شكلين أساسيين يستخدمان في التمويل الإسلامي، الشكل الأول يتمثل في التمويل عن طريق المشاركة، حيث يدخل البنك الاسلامي كشريك في المشروع ويتعرض إلى الربح والخسارة حسب أداء المشروع، أما المرابحة فهي شكل تمويلي إسلامي متوسط الأجل، وهي البيع بمثل الثمن الأول مضافا إليه ربح محدد ومعلوم، حيث يقوم البنك الإسلامي بشراء الأصل المتمثل في السلع والآلات وليس تسديد الفاتورات، ويكون من خلال عقد قانوني طرفيه البنك الإسلامي وطالب التمويل والأصل محل التعاقد موجود على أن يدفع طالب التمويل بالتقسيط أو دفعة واحدة، وهذا النوع من التمويل يعد أكثر أنواع التمويل الإسلامي استعمالا.

- متوسط تكلفة الأموال

يعتمد المشروع الاستثماري في تمويله على مجموعة من المصادر المختلفة ومنه وجود معدلات تكلفة مختلفة للأموال المتوفرة في إطار تمويله، ونظرا للأهمية النسبية لكل مصدر فإنه من الأفضل الحصول على متوسط المزيج الذي يعطي لكل مصدر وزنا مختلفا يتحدد على أساس نسبة مجموع الأموال والذي يقاس عن طريق التكلفة الوسطية المرجحة كما يلي:

➤ متوسط تكلفة التمويل = أموال مصادر التمويل × أوزانها النسبية.

➤ الوزن النسبي = قيمة أموال المصدر / القيمة الكلية للأصول.

- تكلفة رأس المال الحدية

التكلفة الحدية لرأس المال هي تكلفة الوحدة النقدية من الأموال الجديدة التي يتم الحصول عليها وتستعمل هذه الطريقة لمعرفة تكلفة الأموال المراد القيام بتمويلها مستقبلا.

- اختيار هيكل التمويل الملائم

يتعين على دراسة الجدوى التمويلية البحث عن هيكل التمويل الملائم الذي يعكس أهداف المشروع ويكون على أساس المفاضلة بين مجموعة من هياكل التمويل البديلة للوصول الى هيكل التمويل المناسب والذي يؤدي إلى تدنية تكلفة رأس المال أقل ما يمكن، ومنه هيكل التمويل الملائم هو عبارة عن "مجموع مصادر التمويل المختلفة التي يتحقق في ظلها الموازنة بين العائد المحقق ودرجة المخاطرة المرتبطة بهذا العائد مما يسمح في النهاية بتعظيم القيمة السوقية للمشروع".