

## أهم العوامل التي تؤخذ بعين الاعتبار لاختيار مصدر التمويل المناسب؟

هل الاقتراض مفيد؟ هل الاقتراض مؤذٍ؟ يجب التأكيد على أن الاقتراض يترتب عليه دفع التزامات ثابتة الفوائد وأقساط القروض في مواعيد محددة، وأن عجز المشروع عن تسديدها في المواعيد المحددة يهدد بقاء المشروع واستمراره، ويمكن الحجز على ممتلكاته وبالتالي تصفيته، ومن جهة أخرى لا بد من الإشارة إلى أن الاعتماد على الاقتراض بشكل مدروس بالكمية والوقت المناسبين يؤدي إلى تحقيق منافع للمشروع وتحقيق أرباح، وهذا ما يعرف في أدبيات التمويل بالرفع المالي Financial Leverage أي تعظيم أرباح المشروع باستخدام أموال المقرضين .

مثال : بلغت أرباح إحدى الشركات قبل الفوائد والضرائب \$ 60000 وكانت الأموال المقترضة لهذه الشركة \$150000 ومعدل الفائدة % 10 احسب درجة الرفع المالي DFL

الحل:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBT} = 60000 / (60000 - (150000 * 10\%)) = 1.33$$

كلما زادت الفوائد زادت درجة الرفع المالي والعكس صحيح فهناك علاقة طردية بينهما والفائدة تعتبر درجة ارتكاز الرفع المالي.

أي أن المشوع يقوم بتوليد الأرباح بنسبة ٣٣% من الفوائد..

مفهوم الرافعة المالية له مدلول كبير بالنسبة للاقتصاديين ووزارة المالية في الحكومة فهو يدل على قدرة المشروع على توليد الأرباح من خلال الفوائد التي يدفعها للقروض المستخدمة. تشير تجارب العديد من المشاريع إلى عدم وجود أجوبة كاملة للأسئلة السابقة، وإنما تشير الدراسات الميدانية والتجارب إلى وجود العديد من العوامل التي تحدد وتحكم المدى الذي يمكن أن يذهب إليه المشروع في اعتماده على الاقتراض في التمويل ومن هذه العوامل:

### طبيعة عمل المشروع Nature of Industry:

طبيعة عمل المشروع والمجال الذي يعمل به يؤثر بشكل كبير على قدرة المشروع على الاقتراض، فالمشاريع التي تعمل بظروف تنافسية، و تتصف بعدم استقرار أرباحها، لا يفضل لها الاعتماد على الاقتراض أو التوسع فيه . أما بالنسبة للمشاريع التي تعمل بشكل احتكاري أو في موقع تنافسي قوي، و تتصف باستقرار أرباحها فإن الاقتراض لا يشكل خطورة عليها، لأنها تكون متأكدة من أن أرباحها كافية لتغطية تكاليف الاقتراض.

لذلك نجد أن المشاريع والشركات التي تعمل في مجال المنافع والخدمات الأساسية تمتاز بأفضلية جدوى وعدم وجود مخاطرة؛ بسبب اعتمادها على القروض بكافة أشكالها في تمويل عملياتها.

ومن جهة أخرى نجد أن الشركات التي لا يمتاز هيكل استثماراتها بالتنوع Diversification لا يفضل لها الاعتماد على الاقتراض في تمويل هذه الاستثمارات، نظراً لارتفاع ما يسمى بالمخاطرة التشغيلية لها، وعلى العكس نجد أن الشركات التي تتصف بتنوع مصادر إيراداتها يكون الاقتراض بديل تمويلي ملائم لها، وفي هذا السياق تشير العديد من الدراسات الميدانية.

### **هيكل أصول المشروع Assets Structure :**

إن القرض يكون مضموناً في حال كون المشروع لديه كمية كبيرة من الأصول الملموسة التي يمكن للبنك بيعها في حالة عجز المشروع عن سداد التزاماته للبنك، أو في حالة تصفيته أو العسر المالي.

وبالتالي نجد أن المشاريع التي تحتوي موجوداتها على نسبة كبيرة من الأصول الثابتة الملموسة يمكن لها أن تقترض بسهولة وبشروط إقراض ليست قاسية كمعدل الفائدة والشروط والقيود التي قد يفرضها البنك في عقد القرض، أما الشركات أو المشاريع التي ليس لديها أصول ثابتة ، أو تحتوي هيكل أصولها على نسبة قليلة من هذه الأصول فتتصف بعدم قدرتها على الاقتراض، وتواجه صعوبات كبيرة عند محاولتها الحصول على القرض بالإضافة إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض بالنسبة لها كشركات الخدمات؛ لأن هذه الشركات ليس لديها ما تضمن به حقوق المقرض في حالة عجزها عن سداد القروض.

### **حجم المشروع Size Of The Company :**

كلما صغر حجم المشروع كان عليه الاعتماد على أمواله الذاتية لتمويل عملياته؛ لأن صغر المشروع يواجه صعوبات في الحصول على قروض، وإن استطاع فبتكاليف باهظة وشروط قاسية، و يكون في مركز تفاوضي ضعيف، بعكس المشاريع والمنشآت الكبيرة التي تتصف بقوة

مركزها التفاوضي؛ بسبب قدرتها على الحصول على التمويل من عدة مصادر مختلفة، إذ تستطيع الشركات المساهمة مثلًا التوجه للبنوك أو إصدار السندات للحصول على القروض.

### **الهدف من التمويل Purpose of Financing :**

إذا كان الهدف من التمويل شراء أصول إنتاجية أو الدخول في استثمارات فبإمكان المشروع الاقتراض؛ بسبب تمكنه من تسديد الالتزامات المترتبة عليه من الإيرادات المتولدة من هذه الأصول أو الاستثمارات، بينما إذا كانت الأموال لازمة لتمويل أهداف غير منتجة كبناء كافتيريا للعاملين أو مدرسة لأبناء العاملين فيجب على المشروع الحصول على هذه الأموال من مصادر أخرى غير الاقتراض.

### **استقرار الأرباح Earnings Stability:**

كلما زادت أرباح المشروع - سواء في أوقات الكساد أم الانتعاش - زادت فرص المشروع في توليد تدفقات نقدية تمكنه من دفع ديونه الفوائد والأقساط، وبالتالي اتسمت مبيعات المشروع بالاستقرار وكان ذلك حافزًا على التمويل بالاقتراض، إذ يمكنها أن تخطط بدقة لسداد أصل القرض والفوائد في المواعيد المحددة، فتوفر هذا العامل يقلل المخاطرة المالية للمشروع، وتزيد من قوته على المساومة والتفاوض مع البنك للحصول على قرض، أما إذا اتسمت المبيعات بعدم الاستقرار والتقلب فعلى المشروع الاعتماد بدرجة أقل على الاقتراض.

### **الوضع الاقتصادي/الدورة الاقتصادية Economic Conditions/Cycle:**

لا ينصح بتأناً للمشروع بالاقتراض في أوقات الكساد، وعلى العكس ينصح بالاقتراض في أوقات الانتعاش الاقتصادي.

### **الضرائب Taxation:**

كما هو معروف فإن فوائد الاقتراض هي مصروف خاضع للضريبة وبالتالي ينجم عنها ما يسمى في علم التمويل بالوفر الضريبي لذا فإن التمويل بالاقتراض ينجم عنه تخفيض العبء الضريبي، ويقلل من الضريبة المدفوعة، وهذا يمثل ميزة للاقتراض، وبخاصة للشركات التي تمتاز بارتفاع مستوى أرباحها وبالتالي تخضع لمعدلات ضريبة عالية

## مرونة الطلب على منتجات المشروع :Demand Elasticity:

إذا كان المشروع يتعامل بمنتجات تنصف بارتفاع درجة مرونة الطلب عليها علمًا بأن من الخطورة الاعتماد على الاقتراض في تمويل استثماراته، إذ أن أي ارتفاع في أسعار بيع هذه السلع سيترتب عليه انخفاض أكبر في الطلب على منتجاته، وبالتالي يتأثر سلبًا حجم مبيعاته مما ينعكس على إيراداته، وعليه تنعكس هذه الأمور سلبًا على تدفقاته النقدية الداخلة، وتضعف قدرة المشروع على سداد التزاماته المالية الناجمة عن الاقتراض، الأمر الذي قد يدفع المشروع إلى حافة الإفلاس أو التصفية، نتيجة عجزه عن سداد هذه الالتزامات المتمثلة بالفوائد والأقساط.

## مستويات الأرباح Levels of Earnings:

يحقق الاقتراض مزايا ملموسة للشركات ذات معدلات النمو المرتفع وبالتالي مستويات الأرباح العالية، فكلما زادت القوة الإيرادية للشركة كان من الأفضل لها الاعتماد على الاقتراض كمصدر تمويلي، ومن جهة أخرى لا بد أن تشير إلى أن ارتفاع مستوى أرباح الشركة يمكنها من احتجاز كميات كبيرة من الأرباح، مما يقلل من اعتمادها على أموال الغير كمصدر للتمويل، بسبب تفضيل العديد من الشركات لهذا المصدر التمويلي (الأرباح المحتجزة) مقارنة بمصادر التمويل الأخرى، وعليه فإن الأمر هنا يعتمد على وجهة نظر وموقف الإدارة المالية للشركة من مدى إمكانية الاستفادة والمقارنة بين هذين النوعين من التمويل.

## مدى تشتت -أو تركيز- الملكية في الشركة Ownership Concentration:

كلما كان عدد مساهمي الشركة يتصف بالصغر - أي تركيز ملكية الشركة بيد عدد صغير من المساهمين - ساعد ذلك إدارة الشركة على الاقتراض كمصدر تمويلي نظرا لما لمصادر التمويل الأخرى وبخاصة التمويل من خلال أدوات الملكية، وعلى رأسها إصدار اسهم جديدة مساوئ ملموسة تتمثل بما يسمى بالأثر التخفيضي للملكية.

## المؤسسات المالية:-

تعتبر المؤسسات المالية وسيلة أساسية لانتقال الأموال من المدخرين إلى الوحدات الاقتصادية والحكومية التي تحتاج إلى هذه المدخرات، و تتماز المؤسسات المالية عن غيرها من المؤسسات في كون استثماراتها مالية بشكل أساسي؛ لذلك عند النظر إلى جانب الأصول في

قائمة المركز المالي لأي مؤسسة مالية سنجد أن معظم أصولها هي أصول مالية على شكل أوراق مالية من أسهم أو سندات أو غيرها، أو على شكل قروض مباشرة مقدمة لتلك الجهات التي تحتاج إلى الأموال. وفي الاقتصاديات المتقدمة هناك مجموعة من المؤسسات المالية التي تقدم مختلف الخدمات وفي الفترة الأخيرة بدأت تزول الفوارق بين هذه المؤسسات، وأصبح بعضها يقدم الخدمات التي كانت حكرًا على غيرها من قبل، فمثلًا أصبحنا نرى البنوك التي تقدم الخدمات التأمينية، وخدمات السمسرة في أسواق الأوراق المالية إلا أنه ما زال هناك مؤسسات مالية مختلفة يمكن أن نميزها عن بعضها. وفيما يلي نبذة موجزة عن أهم هذه المؤسسات:

### **البنوك التجارية (Commercial Banks)**

وهي أهم المؤسسات المالية، وتخدم المدخرين والمقترضين على اختلاف حاجاتهم، إذ أنها تقدم للمدخرين أنواعًا مختلفة من حسابات الودائع الآجلة، بالإضافة إلى حسابات التوفير، وأخيرًا الحسابات الجارية التي تعطي صاحبها الحق في استخدام الشيكات، ثم تقوم هذه البنوك بنقل هذه الأموال إلى المقترضين وأنها تقدم أنواعًا متعددة و مختلفة من القروض، كما أنها قد تقوم بشراء بعض الأوراق المالية كالأسهم والسندات لغرض الاستثمار، و تخدم البنوك التجارية كلا القطاعين العام والخاص، وهي من أهم المؤسسات التي يعمل البنك المركزي من خلالها على التحكم في عرض النقد تنفيذًا لسياسة نقدية معينة.

### **مؤسسات الادخار (Savings Institutions) :**

وهي تشبه البنوك التجارية في كونها تمكن المدخرين من فتح حسابات متنوعة لاجل ايداع مدخراتهم، ولكنها في الأساس تجتذب المدخرين الأفراد وهم عادة من صغار المدخرين، أما استخدام هذه الأموال فيتم عادة بإقراضها لأغراض شراء عقارات سكنية، وهذا ما يفرقها عن البنوك التجارية، وهناك فرق آخر في طبيعة ملكية هذه المؤسسات إذ أن جزء كبيرًا منها غير مملوك لمساهمين يملكون أسهمًا في المؤسسة، و لكنه مملوك لأصحاب الودائع أنفسهم أي أن الأرباح توزع على أصحاب الودائع.

### **اتحادات الائتمان (Credit unions)**

وهي تختلف عن مؤسسات الادخار والبنوك التجارية في أمرين، الأول: أنها غير هادفة للربح، والثاني: أن تعاملها يكون فقط مع الأعضاء في الاتحاد، والذين يجمعهم عامل مشترك معين كأن

يكونوا موظفين في نفس الشركة مثلا، أي أن الاتحاد يحصل على مدخرات الأعضاء ليعيد إقراضها إلى أعضاء آخرين، وبسبب هذه الخاصة فإن حجم هذه الاتحادات صغير إذا ما قورن بغيرها من المؤسسات المالية. وتمتاز هذه الاتحادات بأنها أقل كلفة بالنسبة للمقترضين الأفراد من بين باقي أنواع المؤسسات المالية.

### **شركات التمويل (Finance Companies) :**

ومعظم هذه الشركات تحصل على الأموال من خلال إصدار أوراق مالية، ثم تقوم بإقراض هذه الأموال للأفراد ولمنشآت الأعمال صغيرة الحجم.

### **صناديق الاستثمار المشترك (Mutual Funds):**

وهي شركات تحصل على الأموال من خلال إصدار أسهم أو حصص ملكية في الصندوق ، ويمكن أيضا أن تحصل على بعض القروض، ثم تعيد استثمار هذه الأموال في شراء الأوراق المالية من اسهم و سندات وغيرها وهذه الصناديق تخدم صغار المستثمرين وتمكنهم من تنويع استثماراتهم لاجل تقليل المخاطر كما تمكنهم من الحصول على إدارة محترفة لاستثماراتهم مقابل تكلفة بسيطة نسبياً.

### **صناديق التقاعد ( Pension Funds )**

تقوم معظم الشركات الكبيرة والمؤسسات الحكومية بتقديم خطط لتقاعد موظفيها، وهذه الخطط تشتمل على قيام الشركة بالمساهمة شهرياً أو كل فترة متفق عليها بدفع مبلغ معين عن كل موظف يعمل لديها، وقد يساهم الموظفون في الدفع أيضاً، وتجمع الأموال في صندوق مخصص لدفع رواتب التقاعد لهم الذين في سن التقاعد، وعادة ما يشرف بنك تجاري أو شركة تأمين على إدارة الصندوق كما يمكن أن يكون للصندوق إدارة مستقلة من قبل العاملين المنتفعين من الصندوق. تقوم صناديق التقاعد باستثمار الأموال في الأوراق المالية مثل السندات والأسهم وكذلك في الأصول الحقيقية كالعقارات والأراضي.

### **شركات التأمين (Insurance Companies) :**

وهي شركات تمنح وثائق تأمين ضد مخاطر معينة، تدفع هذه الوثائق عند الوفاة أو المرض أو الحوادث... الخ. وذلك حسب طبيعة الوثيقة وفي مقابل هذه الوثائق تحصل الشركة على أقساط

التأمين، وتقوم باستخدام هذه الأقساط للاستثمار في الأسهم والسندات والعقارات وتقديم القروض طويلة الأجل أيضا.

### **منشآت الأوراق المالية (Securities Firms):**

وهذه المنشآت تسهل التعامل بالأوراق المالية من خلال تقديم بعض الخدمات و لا تقوم بدور مشابه لباقي المؤسسات المالية السابق ذكرها من حيث الإقراض، و الاقتراض.

### **البنوك المتخصصة والإسلامية:**

تلعب هذه المؤسسات دورا رياديا في عملية التنمية الاقتصادية في بعض الدول، وتمتاز قروضها بطول فترة الأجل وفترة السماح عكس قروض البنوك التجارية، وبالتالي فان المشاريع باشكلها كافة تستفيد من هذه المؤسسات بعملية التمويل الرأسمالية، وبعض هذه المؤسسات يتخصص في القطاع الصناعي، وبعضها في القطاع الزراعي... الخ.