

## الدراسة التمويلية للمشروع الاستثماري

ويقصد بالدراسة التمويلية تلك التي تدور حول تخطيط وتوجيه وتنظيم ومتابعة تأمين احتياجات المشروع من الأموال من خلال أفضل خليط تمويلي من مصادر التمويل المختلفة وإدارة وتوظيف وتشغيل هذه الأموال في مجالات النشاط الاقتصادي المختلفة الخاصة بالمشروع وبما يعظم ناتجها ويعطي أعلى مردود وعائد اقتصادي ممكن في ظل الظروف والبيئة المحيطة بالمشروع ، ومعنى هذا انه لا بد أن يعتبر مايلي قاعدة لا يمكن التخلي عنها وهي أنه لا يمكن الحصول على أي أموال من أي مصدر تمويلي إلا إذا كان العائد من هذه الأموال أعلى من تكلفة الحصول على الأموال من هذا المصدر.

كما تهدف الدراسة التمويلية إلى التأثير من مدى توفر الموارد المالية اللازمة لإقامة وتشغيل المشروع في الأوقات المناسبة بتكلفة معقولة ، وتحديد مدى قدرة المشروع على الوفاء بالتزاماته

**III-1-1-مصادر تمويل المشروع:** قد تتحدد وتتنوع طرق التمويل وذلك تبعاً للتغيرات والأوضاع السائدة التي يعرفها الاقتصاد والمجتمع ، فالمؤسسة قد تجد أمامها عدة بدائل لتمويل مشاريعها ، وذلك إما بالإعتماد على مصادرها الداخلية يعني التمويل الذاتي أو مصادرها الخارجية أي اللجوء إلى الاقتراض بكل أنواعه وسنحاول التطرق إلى ذلك في العناصر التالية:

**III-1-1-مصادر التمويل الداخلية:** في هذه الحالة تلجأ المؤسسة إلى تمويل مشاريعها الإستثمارية على أساس المصادر الداخلية التي تمتلكها المؤسسة ، حيث يمكن تعريف التمويل الداخلي بأنه<sup>1</sup> "الأموال المتولدة من العمليات التجارية للمؤسسة ، أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية" ومن خلال هذا التعريف يمكن القول بأن التمويل الداخلي يشمل الأموال الناتجة من النشاط الاستغلالي العادي للمؤسسة الذي يستخدم الموارد المتاحة.

ويرى (Depallens) في هذا الصدد " أن التمويل الداخلي يمكن الشركة من تغطية الإحتياجات المالية اللازمة لسداد الديون ، وتنفيذ الاستثمارات الرأسمالية وزيادة رأس

المال العامل ويشمل التمويل الداخلي الفائض النقدي المتولد من العملية التجارية وكذلك ثمن بيع الأصول غير المستخدمة حيث يشكلان القدرة الذاتية للمؤسسة على التمويل من مصادرها الداخلية.<sup>1</sup>

ويعرف أيضا بأنه "قدرة المؤسسة في استعمال المورد الجديد المتحصل عليه من نشاطاتها والإحتفاظ به لتمويل مشاريعها الإستثمارية بنفسها ، كما ينظر إليه بأنه الفائض الإجمالي للاستغلال المتحصل عليه من خلال نشاط المؤسسة حيث تعتمد عليه لتمويل مشاريعها المستقبلية.<sup>2</sup>

ومن خلال هذه التعاريف يتبين لنا أن التمويل الداخلي يمثل قدرة المؤسسة على تمويل مشاريعها الإستثمارية الجديدة بنفسها ولهذا يجب عليها تكوين مصادر للتمويل بصفة دائمة ، وعليه فان الدور الأساسي للتمويل الداخلي أو الذاتي هو تسهيل عملية إستغلال الفرص الاستثمارية في أقصر وقت ممكن عند إتاحتها دون اللجوء على مصادر خارجية من أجل تمويل هذه المشاريع ، مما يفتح للمؤسسة آفاقا أخرى من حيث استقلاليتها في قراراتها المالية عن البنوك والمؤسسات المالية الأخرى.

وعلى أساس ذلك هناك أهمية كبيرة للتمويل الداخلي حيث يعتبر موردا هاما للتمويل المشاريع المقترحة لدى أي مؤسسة ، إذ يمثل نسبة كبيرة من أموال المؤسسة عند تأسيسها، كذلك السماح للمؤسسة باستغلال الفرص الاستثمارية التي يتيحها السوق ، وسرعة عقبها، بالإضافة إلى ربح الوقت في عدم اللجوء إلى مصادر تمويلية أخرى وما يترتب عنها من إجراءات إدارية وعقود وضمائمات وغير ذلك ، كما يعتبر التمويل الداخلي أقل المصادر المالية تكلفة بالنسبة للمؤسسة فلا يترتب عنه أعباء (فوائد، ضمانات) ، الأمر الذي يؤدي إلى التقليل من المخاطر في حالة عدم تحقيق الأهداف المسطرة ، وبالتالي اعتماد المؤسسة على التمويل الداخلي يسمح لها بالتصرف في مشاريعها بكل حرية وبعيدا عن الشروط التي تفرضها المؤسسات المالية ، وعدم التقييد أيضا بالمدة التي قد تكون تعجيزية.

ولكن رغم ذلك إلا أن هناك نقائص يتصف بها التمويل الداخلي والمتمثلة في عدم كفاية التمويل الذاتي لتمويل كل المشروع الإستثماري ، زيادة أعباء الإهلاك لزيادة

التمويل الداخلي قد ينعكس على تكلفة الإنتاج بالزيادة ، الأمر الذي قد يؤدي إلى قلة الطلب على منتجات المشروع وبالتالي انخفاض المبيعات ، وهذا ما يدفع بالمؤسسة إلى تمويل المشروع على أساس مصادر أخرى خارجية.

**III-1-2-مصادر التمويل الخارجية:** والمتمثلة في المصادر التي يمكن أن تعتمد عليها منشآت الأعمال لغرض تمويل مشاريعها ، و تنقسم هذه المصادر إلى مصادر قصيرة الأجل ومصادر متوسطة الأجل وأخيرا مصادر طويلة الأجل وسنتطرق إليها كما يلي:

**III-1-2-1-مصادر التمويل القصيرة الأجل:** الأموال القصيرة الأجل هي تلك القروض التي تحصل عليها المؤسسة لتمويل مشروعها ، بحيث تسديد قيمتها يكون في مدة تتراوح ما بين أسبوع وسنة واحدة ومن مصادر هذه الأموال نجد:

**أولا: الائتمان التجاري:** يعتبر الائتمان التجاري وسيلة مألوفة في العمليات التجارية في معظم منظمات الأعمال ، ويمكن للشركة التي لا تستطيع الحصول على ائتمان من المؤسسة المالية أن تحصل على إئتمان تجاري من الشركة البائعة التي هي معروفة سابقا عن الجدارة الائتمانية لهذه الشركة ، وتحصل الشركة البائعة على معلومات عن الشركة المشتريه وتستطيع أن تحكم على مدى قدرة هذه الشركة العملية في الوفاء بالتزاماتها التجارية وكذلك على معدل المخاطرة المتضمن، فيمنحها الإئتمان وغالبا ما يتوقف مقدار الإئتمان التجاري الممنوح على حجم المشتريات ، وعلى القيود الائتمانية الموضوعه.<sup>1</sup>

فهذا الإئتمان التجاري يكون جيد ومناسب في حالة ربط الأسعار الحالية مع الأسعار المستقبلية ، أما إذا كان هناك ربط بينهما وبنسب كبيرة ، فانه يصبح هذا المصدر التمويلي مكلف بالنسبة للمؤسسات المقترضة، وذلك لإرتفاع التكاليف الحالية بالمستقبل أو إرتفاع الأسعار مستقبلا ، فالمؤسسات ترجع إلى هذا النوع من الائتمان عندما يكون رأس المال العامل غير قادر على تلبية الاحتياجات التشغيلية للمشروع.

**ثانيا: الإئتمان المصرفي:** يعد هذا النوع من الإئتمان من الوسائل الهامة في التمويل القصير الأجل ويتميز أقل تكلفة من الائتمان التجاري في حالات عدم الاستفادة من

الخصم النقدي كما يعتبر مصدرا لتمويل الأصول الثابتة، والمقصود به<sup>1</sup> هو "تلك العملية التي يقوم بمقتضاها بنك على منح عميل سواء كان فردا أو شركة تسهيلات مصرفية سواء كانت في شكل نقود أو صور أخرى ، وذلك لتغطية العجز المسجل في السيولة لدى المؤسسة ، وذلك لمواصلة نشاطها المعتاد ، وهذه التسهيلات تكون مقابل فائدة يحصل عليها البنك"

وعليه فالإئتمان المصرفي هو أحد أنواع القروض التي تحصل عليها المؤسسة من المؤسسات المالية وذلك لتمويل احتياجاتها قصيرة الأجل خلال دورة الإستغلال ، مثل الأنشطة الإنتاجية ، الأنشطة التسويقية والأنشطة الموسمية، القروض الموجهة لتغطية بعض النفقات المختلفة ، ويتم تسديد الإئتمان المصرفي خلال فترة زمنية أقل من سنة.

**III-1-2-2-مصادر التمويل متوسطة الأجل:** تأخذ مصادر التمويل متوسطة الأجل شكلين إما قروض مصرفية متوسطة الأجل متمثلة في الأموال ، أو قروض متمثلة في إستئجار عناصر الأصول ، ومدة تسديد هذه القروض تكون ما بين سنة وعشر سنوات.

ونجد من بين هذه المصادر مايلي:

**أولاً:** القروض المتوسطة الأجل: وهي تلك القروض التي تقدم للحصول على معدات وتجهيزات الإنتاج الذي لا يتجاوز عمرها الإنتاجي سبع سنوات على الأكثر ، وعليه فالقروض المتوسطة الأجل هي تلك القروض التي تنحصر مدتها بين سنتين كحد أدنى وسبع سنوات كحد أقصى وتهدف عادة إلى تمويل الاستثمارات المنقولة (الآلات ، معدات النقل...) وغالبا ما تكون القروض المصرفية متوسطة الأجل مرهونة بضمانات.

ويتم تسديد القروض المتوسطة الأجل على أقساط دورية متساوية ، وقد لا تكون هذه الأقساط متساوية، أو تكون متساوية أثناء الدفعة الأخيرة ، التي قد تكون أكبر من سابقتها ويتم التسديد في تاريخ الإستحقاق المتفق عليه من قبل الطرفين. ويوجد نوعين من القروض المتوسطة الأجل هي:

-قروض المدة: تتميز قروض المدة بأجلها المتوسط والى تستحق خلال فترات زمنية تتراوح بين سنة وسبع سنوات ، ويتم الحصول على هذا النوع من القروض من البنوك المتخصصة، ويكون معدل الفائدة على القروض متوسطة الأجل أعلى من معدل القروض القصيرة الأجل وذلك لطول المدة ويتحدد هذا المعدل على أساس أسعار الفائدة في السوق وحجم القروض ، وتاريخ الإستحقاق.

فقروض المدة تسدد من التدفقات النقدية المحصل عليها من الأصل الذي موله البنك وشكل تسديدها يكون على شكل أقساط دورية ليست بالضرورة متساوية ، ويكون ذلك وفق جدول القرض الذي يتم الاتفاق عليه.<sup>1</sup>

- قروض التجهيزات: تلجأ الشركات عند الحاجة إلى طلب قروض متوسطة الأجل لغرض تمويل شراء تجهيزات جديدة ، وبإمكان الشركات في هذه الحالة الحصول على قروض تجهيزات متوسطة الأجل بضمان التجهيزات التي تم شرائها ، كذلك يمكن استخدام التجهيزات كعامل ضمان بالنسبة للبنك ويتطلب ذلك وضع حجز على التجهيزات تمنع الممتلك من إمكانية التصرف بها ، الأمر الذي يعطي الحق في التصرف والإستيلاء على التجهيزات وبيعها في السوق وإسترداد أموالها إذا تخلف المقترض عن تسديد دفعات القرض.

ثانياً: التمويل باستئجار عناصر الأصول: قد تلجأ المؤسسة في تمويل مشروعها إلى إستئجار الأصول وذلك من أجل تلبية حاجاتها من التمويل طويل الأجل بدل من حيازتها ، لأنه من المعروف أن حيازة هذه الأصول مكلفة بالنسبة للمشروع ، وإقبال المشروع على شراء هذه الأصول يؤدي إلى تجميد مقدار كبير من الأموال ، وعليه يمكن تعريف<sup>2</sup> الإستئجار بأنه "بإمكان المؤسسة أن تحصل على الخدمات الاقتصادية التي يقدمها أصل ثابت من دون أن تشتري هذا الأصل ويكون عن طريق إستئجار هذا الأصل لفترة زمنية محددة مقابل دفعات إيجار تدفع دورياً"

ومن خلال هذه التعاريف يتضح لنا أن الإستئجار يعني الحصول على المال ولكن في شكل أصل لازم في المشروع مقابل دفع قسط الإستئجار ويكون إما قسط شهري أو

سنوي يتم الإتفاق عليه في عقد الإيجار ، وذلك حتى يمكن الحصول على هذا الأصل الذي غالبا ما يكون مرتفع القيمة.

### III-1-2-3- مصادر التمويل طويلة الأجل: وهي تلك الطرق المستعملة للحصول

على الأموال التي يتم تسديد قيمتها في مدة تتجاوز عشر سنوات ، وتكمن في:  
أولا: الأسهم: السهم هو أداة دين طويلة الأجل ، وهو يمثل حقا لحائزه على أرباح وأصول الشركة المصدرة له ، وعليه فان عملية إصدار الأسهم مهمة جدا بالنسبة للمؤسسات والشركات ، وذلك بهدف زيادة قدرتها على تمويل النفقات الإستثمارية فإرتفاع قيمة السهم يؤدي إلى زيادة الأموال التي تحصل عليها المؤسسات.<sup>1</sup>

وعائد السهم يعتبر جزء من الأرباح الصافية القابلة للتوزيع ، والتي تحققها الشركة المصدرة له والسهم نوعان:

-الأسهم العادية: والمتمثلة في المقدار الذي يساهم به الملاك في هيكل رأس مال الشركة وهي بذلك تمثل ملكية المستثمرين في الشركة ، وتعطي الأسهم العادية لحاملها نصيبا من الملكية التي يحملها ، ونلاحظ أن نصيب حامل الأسهم هذا يكون بقدر عدد الأسهم التي يملكها مقارنة بالأسهم الكلية ، ولحامل السهم الحق في أرباح وخسائر الشركة.

- الأسهم الممتازة: يمكن القول بأن السهم الممتاز هو مزيج بين السهم العادي والسند بحيث يختلف عن العادي فيما يلي:<sup>2</sup> صاحب السهم العادي يحصل على عائد ثابت لا يتأثر بأرباح المشروع ، عكس السهم العادي الذي يتأثر بأرباح المشروع وخسارته أصحاب الأسهم الممتازة لهم الأولوية في إسترداد قيمة أسهمهم عند التصفية كذلك أصحاب الأسهم الممتازة ليس لهم الحق في التصويت ، بينما أصحاب الأسهم العادية لهم الحق في ذلك.

إذن إن استخدام الأسهم الممتازة كمصدر من مصادر التمويل يجعل الشركة في مأمّن حالة الإفلاس والعجز المالي ، فالشركة غير ملزمة قانونيا بتوزيع الأرباح على

أصحاب الأسهم الممتازة في آجال محددة بل بإمكانها تأجيلها إلى فترات زمنية لاحقة يكون فيها الوضع المالي للشركة أفضل.

**ثانياً: السندات:** قد تلجأ المؤسسة إلى التمويل عن طريق إصدار مستندات وهذا من أجل الحصول على قروض طويلة الأجل لتمويل مختلف نشاطاتها وفرصها الاستثمارية ، وما يميز هذه السندات هو التداول ، أي إمكانية بيع وشراء هذه السندات في السوق المالية.

ويمكن تعريف السند على أنه "أداة دين تصدرها المؤسسة وتحمل قيمة إسمية ومعدل فائدة إسمي، وتاريخ إستحقاق محدد ، ويحدد العائد حتى الاستحقاق على السند بحساب معدل الخصم الذي يساوي ما بين القيمة المخصومة لدفعات الفائدة الدورية زائد القيمة الاسمية بين سعر السند في السوق"<sup>1</sup>.

والتمويل عن طريق السندات له أهمية تكمن في:<sup>2</sup>

- التحديد الواضح لتكلفة التمويل عن طريق السندات.

- الفائدة التي يحصل عليها صاحب السند اقل من تكلفة التمويل عن طريق

الأسهم العادية والأسهم الممتازة في هذا المجال.

- تتميز بالمرونة من حيث درجة تأثير السندات على هيكل المؤسسة ، لأنها

محددة المدة والقيمة والفائدة ويتم تكوين احتياطي لإهلاكها.

**ثالثاً: التمويل بواسطة القروض طويلة الأجل:** وهي القروض التي تهدف إلى تمويل

المشاريع الإستثمارية التي يفوق عمرها الإنتاجي سبع سنوات وبالتالي فإن القرض طويل الأجل يمنح لمدة بين سبع سنوات كحد أدنى وقد تصل إلى غاية عشرين سنة.

ويوجد هذا النوع من القروض لتمويل نوع خاص من الاستثمارات والمتمثل في

الحصول على عقارات سواء كانت أراضي أو مباني بمختلف استعمالاتها المهنية.

ونظراً لطبيعة هذه القروض (طول المدة، المبلغ الكبير) ، تقوم بها مؤسسات متخصصة

(بنكية) باعتمادها في تعبئة الأموال اللازمة على مصادر ادخارية طويلة.

وتنطوي هذه القروض على مخاطر عالية الأمر الذي يدفع المؤسسات البنكية

المتخصصة في هذا النوع من التمويل بالبحث عن وسائل تسمح بالتخفيف من هذه

المخاطر ومن أفضل هذه الوسائل نجد:<sup>1</sup> اشتراك مجموعة من البنوك المتخصصة في تمويل واحد ، الطلب بضمانات قبل الشروع في عملية التمويل .  
ويأخذ هذا النوع من القروض أحد الشكلين إما قروض لآجال محددة من البنوك التجارية وشركات التأمين أو قروض من خلال إصدارات مالية جديدة .  
أما طريقة سداد هذه القروض تكون على شكل أقساط سنوية من مبلغ القرض ، بالإضافة إلى الفائدة المترتبة على المبلغ ، ومن مصلحة المؤسسة عدم المبالغة في الاعتماد على هذا النوع من القروض من اجل تمويل احتياجات المشروع حتى لا تركز نشاطات المؤسسة لخدمة القروض فقط.<sup>2</sup> وعلى أساس ذلك فإن التمويل بالقروض طويلة الأجل له أهمية تكمن في:  
- بتوفر هذه القروض يمكن المؤسسات الاستغناء عن القروض الموسمية قصيرة الأجل وبالتالي التخفيض من مخاطرة احتمال عدم تجديد هذه القروض .

- قصر الوقت في الحصول على القروض مقارنة بالوقت الذي تتطلبه عملية الإصدار العام .  
- بما أن المؤسسة تحصل على القرض مباشرة من مقرض واحد ، وليس من الجمهور العام ، فيكون من السهل عليها التفاوض مع المقرض على إدخال تعديلات على نصوص اتفاقية القرض عند الحاجة .