جامعة 08 ماي 1945 ـ قالمة
كلية العلوم الاقتصادية ، العلوم التجارية و علوم التسيير
قسم علوم التسيير
التخصص : 3LMD مالية
السنة الدراسية : 2019-2020
الأستاذة: نرجس حداد

ملخص محاضرات في مقياس التسيير المالي

مصادر التمويل : (طرق التمويل) Les modes de financement

مخطط المحور:

1. التمويل الداخلي (التمويل الذاتي)
2. التمويل بالديون (الاستدانة)
3. التمويل بواسطة رؤوس الأموال

يمكن للمؤسسة أن تلجأ إلى أنواع مختلفة من مصادر التمويل متوسط وطويل الأجل، هذه الموارد قد تكون في الأصل موارد داخلية (تمويل داخلي) أو في الأصل خارجية (تمويل بالديون أو رفع رأس المال)

هذه الموارد يكون لها **تكلفة « coût »** وذلك يعتمد على مصادرها والمخاطرة التي يتحملها المساهمون بالأموال.

I ـ التمويل الداخلي :

التمويل الداخلي يتكون من مصادر متأتية من نشاط المؤسسة بمعنى القدرة على التمويل الذاتي :

ـ تكون متاحة بعد توزيع الأرباح، فالتمويل الداخلي إذن يعتمد على سياسة توزيع الأرباح للمؤسسة.

ـ وترتفع بإيرادات التنازل عن عناصر الأصول المباعة.

1 ـ القدرة على التمويل الذاتي :

وهي تمثل مجموعة الموارد المولدة من دورة معينة من الأنشطة العادية للمؤسسة والمتأتية من :

ـ عمليات الاستغلال المحققة من طرف المؤسسة خلال دورة معينة،

الفائض الإجمالي للاستغلال ويمثل مصدر التمويل المولد من الاستغلال، ويحدد إذن مستوى القدرة على التمويل الذاتي ب:

ـ العمليات المرتبطة بالتمويل وبسير الخزينة للمؤسسة (مصاريف وإيرادات مالية).

ـ العمليات الاستثنائية أين نستثني إيرادات التنازل عن عناصر الأصول المباعة.

ملاحظة: CAF تختلف حسب الفائض النقدي المتاح والذي يحسب من خلال الإيرادات المحصلة والمصاريف المدفوعة.

وبما أن هناك تفاوت بين التدفقات الفعلية والتدفقات النقدية فإن : الجزء السائل من القدرة على التمويل الذاتي CAF معطى كما يلي :

$$CAF_{(\text{variation de trésorerie})} = CAF - \Delta BFR$$

أي القدرة على التمويل الذاتي – التغير في الاحتياج لرأس المال العامل.

إذن CAF القدرة على التمويل الذاتي ماهية إلاّ إمكانية للتمويل الذاتي.

2 ـ سياسة توزيع الأرباح :

سياسة توزيع الأرباح تحدد التمويل الذاتي بمعنى مبلغ الموارد المتأتية من النشاط والمتبقي للمؤسسة (المتاح) بعد توزيع الأرباح.

التمويل الذاتي = CAF ـ توزيعات الأرباح

إذن التمويل الذاتي ينتج من الموازنة بين :

ـ سياسة لتوزيع الأرباح (سخية) أي تفضل وترجح إرضاء المساهمين وبالمقابل تقلص من الموارد المتاحة للتمويل الذاتي.

ـ وسياسة لتوزيع الأرباح (تشددية) تثير الاستياء وغير مرضية للمساهمين ، وتفضل التسوية اللاحقة لعمليات رفع رأس المال، ولكن تزيد من إمكانيات التمويل الذاتي.

3 ـ إيرادات التنازل عن عناصر الأصول :

إيرادات التنازل عن التثبيتات أو المساهمات تشكل مصدر للتمويل مهم للمؤسسة، المؤسسات التي تعرف مشاكل الخزينة تلجأ بسرعة إلى عمليات التنازل عن الأصول لتغطية عجزها أو مشاكلها في السيولة.

إيرادات التنازل تظهر في حساب النتائج (كإيرادات استثنائية على عمليات رأس المال)، وهي لا تأخذ في الحسبان عند حساب القدرة على التمويل الذاتي.

خصائص التمويل الداخلي :

ـ التمويل الذاتي يوفر مرونة كبيرة للمديرين وهو مصدر يتولد باستمرار، وهو متاح بسرعة، وفي الوقت المحدد من خلال التنازل عن الأصول.

ـ كذلك التمويل الذاتي، وخاصة القدرة على التمويل الذاتي تسمح بتحسين قدرة الاستدانة للمؤسسة.

وللتذكير واحدة من بين النسب المالية المستخدمة من طرف البنوك هي :

$$\text{النسبة} = \frac{Dettes}{CAF}$$

ولذلك فإن التمويل الذاتي هو مضاعف الاستدانة ويشكل " ضمان للتسديد " من أجل المقرضين.

تكلفة التمويل الذاتي :

كما يبدو أن التمويل الذاتي هو مصدر للتمويل مجاني وذلك لأنه لا ينجم عنه أي تسديدات ولا تكلفة الفوائد ولا مصاريف إصدار (كالأوراق المالية)، ولكن التمويل الذاتي يمثل أو لديه تكلفة الفرصة ، ذلك أنه بدل من أن تحتفظ بها المؤسسة، يمكن توزيعها على المساهمين في شكل توزيعات ويمكن للمساهمين بعد ذلك توظيف هذه التوزيعات خارج المؤسسة في استخدامات مربحة. إذن من أجل القبول بالإبقاء على أموالهم (العوائد) بحوزة المؤسسة، يطلب المساهمين أرباح على الأقل مساوية لتلك التي كانوا يتوقعونها من التوظيف البديل.

II ـ التمويل بواسطة الديون :

عندما يكون التمويل الذاتي غير كاف لتمويل الاستخدامات المستقرة، يجب على المؤسسة أن تلجأ إلى مصادر تمويل خارجية.

وهنا يفضل التمويل بالاستدانة حيث يعتبر اللجوء إلى التمويل التأجيري كبديل للاستدانة أيضا.

أ ـ القروض متوسطة وطويلة الأجل :

ونميز بين نوعين من القروض في هذه الحالة : قروض غير مقسمة وقروض سندية.

1 ـ القروض غير المقسمة : وتشمل :

ـ القروض متوسطة الأجل أين تكون المدة عموما بين 2 و 7 سنوات.

ـ القروض طويلة الأجل وتكون المدة عموما بين 7 و 20 سنة.

هذه القروض تمنحها المؤسسات المالية خاصة البنوك والهيئات أو المؤسسات المالية المتخصصة.

وتتميز أو تعرف القروض غير المجزأة من خلال :

- **جدول سداد** متضمن شروط استهلاك القرض (رأس المال المقترض)
- **معدل فائدة اسمي** المطبق على رأس المال للتسديد، ويحدد المصاريف المالية
- **الضمان** المطلوب من المؤسسة المقرضة.
- **مصاريف ملحقة** (مصاريف الملف ومصاريف ادارية)

2 ـ القروض السندية :

وتتحقق من خلال الإصدار للسندات في السوق المالي (سندات الدين) وتصدر بمعدل عائد (معدل فائدة) ولمدة أو أجل محدد وبعد انتهاء هذا الأجل يقوم أصحاب أو مالكي هذه السندات باسترجاع أموالهم من المؤسسة المصدرة.

خلال مدة القرض هذه السندات قد تتبادل في السوق المالي القروض السندية تتراوح مدتها حاليا بين 10 إلى 15 سنة، وتعرف تميز بما يلي :

- **قيمة اسمية :** تكون توافق المبلغ الذي تحسب على أساسه الفوائد التي تسمى أيضا القسائم وتقدم إلى المكتتبين.
- **معدل اسمي :** مطبق على القيمة الاسمية للسندات من أجل حساب القسائم .
- **جدول سداد :** يحدد مواعيد السداد للقروض السندية.
- **سعر الإصدار وسعر التسديد :** من أجل جذب المكتتبين، سعر الإصدار للسندات يكون غالبا أقل من القيمة الاسمية، ومن جهة أخرى يمكن أن تسدد السندات بسعر أكبر من القيمة الاسمية.

سعر الإصدار وسعر التسديد يحددان قسط الإصدار وقسط السداد:

سعر السداد ـ سعر الإصدار = علاوة السداد

القيمة الاسمية ـ سعر الإصدار = علاوة الإصدار

ملاحظة :

قرض صادر بالقيمة الاسمية معناه سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية للقرض، بالمقابل قرض مسدد بالقيمة الاسمية معناه سعر السداد يساوي القيمة الاسمية، وفي الحالات الأخرى القرض إما يصدر أو يسدد بقيمة أقل أو أكبر من القيمة الاسمية.

ب ـ طرق وأشكال تسديد القروض :

أي عملية اقتراض أو خدمة قرض ينطوي عليها تسديد جزء من هذا القرض (استهلاك القرض) والفوائد المتعلقة بالفترة المنقضية.

القرض V_0 المتعاقد عليه في السنة 0 يساوي مجموع الاستهلاكات :

$$V_0 = \sum_{p=1}^{n} m_p$$

m : رأس المال المسدد (الاستهلاك)
p : فترة التسديد (المسددة)
n : مدة القرض.

القسط السنوي،(الثلاثي، الشهري) يتعين بـ المجموع السنوي (الثلاثي، الشهري) للفوائد ورأس المال المسدد.

$$A_p = V_{p-1} \times i + m_p$$

A_p : قسط الفترة p
i : معدل الفائدة
m : رأس المال المسدد (المستهلك)
p : فترة التسديد (المسددة)
n : مدة القرض.

هناك طرق مختلفة للتسديد، التسديد In fine أي التسديد في النهاية أو في الأخير، التسديد باستهلاك ثابت، والتسديد بأقساط ثابتة.

1 ـ التسديد في النهاية (في الأخير) :

في هذه الحالة يسدد القرض في نهاية الفترة ولمرة واحدة، الفوائد تسدد دوريا وتحسب في كل مرة على مجموع مبلغ القرض. هذا النوع من التسديد يستعمل أكثر في الشركات كبيرة الحجم التي لديها العديد من القروض، وكذلك من جهة أخرى يطبق في تمويل المشاريع التي تولد تدفقات على المدى البعيد.

مثال :

لدينا قرض بـ 100000 أورو لمدة 5 سنوات وسدد بطريقة In fine في الأخير ومعدل الفائدة 8% .
المطلوب : إعداد جدول اهتلاك القرض ؟

الحل :

خلال السنوات الأربعة الأولى تسدد المؤسسة فقط الفوائد التي تحسب على مجموع رأس المال المقترض. قسط السنة الخامسة يتضمن تسديد رأس المال المقترض والفوائد على رأس المال المتبقي مستحق الدفع (أو المستحق).

الفترة	رأس المال المتبقي المستحق	الفوائد	استهلاك القرض	القسط
1	100 000	8 000	0	8 000
2	100 000	8 000	0	8 000
3	100 000	8 000	0	8 000
4	100 000	8 000	0	8 000

5	100 000	8 000	100 000	108 000

2 ـ التسديد باستهلاك ثابت :

وفي هذه الحالة تسدد المؤسسة في نهاية كل فترة (سنة) جزء من قيمة القرض والموافق لـ $\frac{1}{n}$ (حيث n مدة حياة القرض) وتسدد الفوائد المرتبطة بهذه الفترة.

ومن أهم مساوئ هذا الشكل من التسديد (التسديد باستهلاك ثابت) أنه يسمح بدفع تسديدات مرتفعة خلال الفترات الأولى، أي أين تكون المؤسسة غالبا لديها ارتفاع في الاحتياج من رأس المال العامل.

مثال :

نفس معطيات المثال السابق و المطلوب : إعداد جدول استهلاك القرض حسب طريقة التسديد باستهلاك ثابت.

الحل :

الاستهلاك السنوي $= \frac{100\ 000}{5} =$ 20 000 أورو

الفترة	رأس المال المتبقي المستحق (1)	الفوائد (2) i=0.08	استهلاك القرض (3)	القسط (3)+(2)
1	100 000	8000	20 000	28 000
2	80 000	6400	20 000	26400
3	60 000	4800	20 000	24 800
4	40 000	3200	20 000	23 200
5	20 000	1600	20 000	21 600

الفائدة المسددة للسنة 1 $= 0.08 \times 100\ 000 = 8000$ **أورو**

الفائدة المسددة للسنة 2 $= (20\ 000 - 100\ 000) \times 0.08 = 6400$ **أورو**

3 ـ التسديد بأقساط ثابتة :

وهنا وفي هذه الحالة يسدد المقترض في نهاية كل فترة قيمة ثابتة أي أنّ هناك تساوي أو تعادل بين رأس المال المقترض والأقساط المدفوعة (المسددة من المقترض) وهذا يعني :

$$V_0(1+i) = A_1(1+i)^{n-1} + A_2(1+i)^{n-2} + \ldots + A_{n-1}(1+i) + A_n$$

حيث :

V_0 : مبلغ القرض

A_n : قسط السنة n

i : معدل الفائدة

n : مدة القرض.

بضرب طرفي المعادلة السابقة في $(1+i)^{-n}$ نتحصل على :

$$V_0 = A_1(1+i)^{-1} + A_2(1+i)^{-2} + ... + A_{n-1}(1+i)^{-(n-1)} + A_n(1+i)^{-n}$$

إذن : مبلغ الدين المتعاقد عليه يساوي إلى القيمة الحالية للأقساط المستحقة.

إذن نبحث عن قسط ثابت A حيث $(A_1 = A_2 = ... = A_{n-1} = A_n)$

بحيث مجموع الأقساط المحينة يساوي القيمة الصافية لرأس المال.

ومنه يمكن كتابة :

$$V_0 = A.\frac{1-(1+i)^{-n}}{i}$$

$$\Rightarrow A = V_0 \frac{i}{1-(1+i)^{-n}}$$

إذن نتحصل على القسط الثابت للتسديد من خلال الصيغة التالية :

$$A = V_0 \frac{i}{1-(1+i)^{-n}}$$

حيث :

V_0 : قيمة القرض

A : القسط الثابت

i : معدل الفائدة

هذا القسط A يشمل على الفوائد المحسوبة على رأس المال المتبقي المستحق قبل التسديد واستهلاك القرض بالنسبة للجزء المتبقي.

بالتالي التسديد بأقساط ثابتة يتميز بأنه يوفر أو أنّ له مصروف سنوي للفوائد متناقص مع تسديدات منتظمة.

مثال :

نفس المثال السابق : قرض بقيمة 100 000 أورو لمدة 5 سنوات ومعدل الفائدة 8% والتسديد بأقساط ثابتة في نهاية كل سنة.

الحل :

القسط : $A = 100\ 000 \times \dfrac{0.08}{1-(1.08)^{-5}} = 25045.64\ €$

ـ ومن أجل السنة الأولى نبدأ بحساب الفوائد المستحقة للسنة 1 :

$$100\ 000 \times 0.08 = 8000\ €$$

ثمّ نستنتج بعد ذلك استهلاك القرض كما يلي :

استهلاك القرض $= 25045.64 - 8000 = 17045.64\ €$

ـ من أجل السنة الثانية : نبدأ بحساب رأس المال المتبقي المستحق :

$$\text{Le capital restant dû} = 100\ 000 - 17045.64 = 82\ 954.35\ €$$

ثمّ الفوائد :

$$82\ 954.35 \times 0.08 = 6636.35\ €$$

ثمّ نستنتج مرة أخرى :

استهلاك القرض = القسط (A) - الفوائد

$$25\ 045.64 - 6636.35 = 18\ 409.30\ €$$

تكلفة الاقتراض (القرض)

معدل الفائدة الاسمي :
هو معدل الفائدة النظري المحدد في وقت التعاقد أو التفاوض أو الإصدار للقرض.
بالنسبة للمؤسسة المقترضة فإن التكلفة المتحملة فعليا تختلف عن معدل الفائدة الاسمي وذلك بسبب :
ـ الضريبة : وهي تخفض من تكلفة القرض وذلك لأن خصم الفوائد (وهي مصاريف) يسمح بوفرة ضريبية.
ـ مصاريف إدارية ومصاريف الإصدار : وهي تضاف إلى معدل الفائدة الاسمي وهي تمثل جزء من تكلفة الاقتراض بالنسبة للمؤسسة.
ـ علاوات الإصدار وعلاوات التسديد : وهي تتعلق فقط بالقروض السندية، وهي ترفع من تكلفة الاقتراض (القرض).

⇐ المعدل الفعلي (أو معدل التكلفة) للقرض بالنسبة للمؤسسة يمكن تحديده من خلال معدل النمو (Le taux actuariel) حيث أنّ معدل النمو هو معدل التحيين الذي من أجله يتساوى بين ما تتحصل عليه المؤسسة المقترضة من الأموال وما سوف تسدده فيما بعد.

لدينا : p : يمثل المبلغ من الأموال المتحصلة للمؤسسة

A_p : التدفقات الصافية للفترة p ، بعد الضريبة والمدفوعة من قبل المؤسسة (رأس المال، الفوائد بعد الضريبة ومختلف المصاريف الإدارية المرتبطة بالقرض بعد الضريبة).

إذن تكلفة القرض (Le coût actuariel) هي المعدل K الذي من أجله يكون:

$$p = \sum_{p=1}^{n} A_p \left(1+K\right)^{-p}$$

ملاحظـــة :

- في حالة عدم وجود مصاريف الإدارة و مصاريف الإصدار، وعلاوات الإصدار و علاوات التسديد، تكلفة الاقتراض تصبح تساوي المعدل الاسمي مطروحا منه معدل الضريبة على الأرباح.

$$K = \text{taux nominal} \times (1\text{-taux de l'impôt})$$

- تحديد تكلفة الاقتراض يقودنا إلى حساب TIR معدل المردودية الداخلي للتدفقات النقدية الصافية المرتبطة بالقرض. أي سنبحث عن المعدل K الذي تتساوى عنده القيمة الحالية للتدفقات النقدية الصافية المرتبطة بالقرض مع مبلغ أو مجموع رأس المال الذي تحصلت عليه المؤسسة (VAN de l'emprunt = 0) .