

الدرس الخامس : عناصر المزيج التمويلي

ثالثا : القروض السندية (السندات)- رابعا : القروض البنكية

ثالثا : القروض السندية (السندات)

1- تعريف السندات :

السند هو ورقة مالية كمستند مديونية ، وهو عقد أو أداة دين طويلة (متوسطة) الأجل تصدره الشركات أو الحكومات ، تمثل قرضا طويل الأجل أو متوسط الأجل يعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الإستحقاق المحدد ، كما يعطيه الحق أيضا في معدل فائدة دوري يتمثل في نسبة من القيمة الاسمية ، وللسند قيمة سوقية قد تزيد أو تقل عن القيمة الاسمية ، وهناك فرصة ان يحقق حامل السند أرباحا رأسمالية ، كما قد يتحمل خسائر رأسمالية ، وتتحدد القيمة السوقية حسب درجة المخاطرة التي يواجهها حامله ، والتي تعتمد هي أيضا على الوضعية المالية للمؤسسة وعلى الظروف الاقتصادية المحيطة وكذلك مستوى اسعار الفائدة في السوق .

للسند قيمة أسمية : وهي القيمة التي تمثل المدونة على وجه الورقة ، وهي القيمة التي تحتسب الفائدة الدورية على أساسها ، وهو المبلغ الذي تقوم الشركة بدفعه عند موعد استحقاق السند .
وقيمة إصدار : وهي القيمة التي يطرح بها السند أول مرة في السوق الأولية ، وعلى عكس الأسهم ، فالقيمة السوقية للسند قد تزيد أو تنقص عن القيمة الاسمية ، فإذا كان سعر الفائدة على السند مرتفعا ومغريا ، ووضع الشركة مزدهر ومطمئن للدائنين فان السند يطرح بعلاوة إصدار ، أما إذا كانت الشركة في حاجة ماسة إلى القروض من السندات أو كان سعر الفائدة على السند منخفضا فقد تضحى الشركة بطرحه بخصم إصدار .

وقيمة سوقية : وهي القيمة المتغيرة التي يتداول بها السند في السوق الثانوية خلال فترة الدين ، ويخضع لقوى العرض والطلب .

عند إصدار السندات قد تشترط الجهة المصدرة احقية استدعاء السندات أي اعادة شرائها ، ويحصل حامل السند في العادة مقابل اعادة الشراء على قيمة تفوق القيمة الاسمية ، فالفرق يسمى علاوة الاستدعاء (والعكس خصم الاستدعاء) ، وتلجا الشركات إلى ذلك حتى تستفيد من فرصة انخفاض اسعار الفائدة في السوق فتصدر سندات جديدة بمعدل فائدة اقل تعويضا للسندات السابقة ذات معدل الفائدة المرتفع .

2- خصائص السندات:

تتميز السندات بمجموعة من الخصائص نذكر منها مايلي:

- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة ، ولا يحق لحامل السند العضوية في مجلس إدارة الشركة المقترضة، وبالتالي عدم التدخل في تسيير الشركة.
- لحامل السند الحق في الحصول على السند أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحا أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة.

3- أنواع السندات :

يمكن ان تصدر المؤسسة عدة انواع من السندات كما يمكن ان تقتصر على نوع واحد فقط .
ففي العشرين سنة الأخيرة استحدثت انواع جديدة من السندات التي لا تحمل كوبونا، والسندات ذات معدل الفائدة المتحرك ، والسندات ذات الدخل (الإيراد) ، والسندات منخفضة الجودة بإصدار قروض لشراء جزء من الأسهم المتداولة في السوق ، وسندات المشاركة التي ليس لصاحبها الحق في فوائد الدورة وانما جزء من أرباح المؤسسة. وعلى العموم يمكن ان نصنف السندات إلى ما يلي :

3-1- من حيث الملكية: وهناك نوعان من السندات :

- سندات اسمية: حيث يسجل اسم صاحبها(حاملها) عليها وتقيد في السجلات المحاسبية ويتم التنازل عنها كتابيا عند بيعها في السوق المالية .
- سندات لحاملها : على عكس الاولى ، يمثل وجودها عند حاملها سندا لامتلاكها .

3-2- من حيث درجة الضمان: هناك نوعان من السندات :

- سندات مضمونة : برهن أصل من الأصول لضمان استرجاع قيمة السند مع الفائدة ، فمن أجل اجتذاب رؤوس الأموال قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالعروض ، كأن ترهن عقاراتها ، أو بعضها و هذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستقاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة و عدم وفائها بالالتزامات اتجاههم .

- سندات غير مضمونة : الضمان الوحيد الذي يتوفر حملة هذا النوع من السندات هو المركز الائتماني للشركة محل الاستثمار ، وأيضا حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة و هي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة .
- هناك سندات مضمونة وسندات غير مضمونة وضمانها الوحيد القوة المالية للشركة
- 3-3- حسب الجهة المصدرة:** وهنا نصنف السندات إلى نوعين هما:

- سندات عامة: هي سندات تصدرها الخزينة العامة في شكل قروض ، تحكمها سلطة الدولة أما الدائنون (حملة السندات) فهم في العادة بنوك ومؤسسات مالية ، وشركات من القطاع العام والخاص.

- سندات خاصة: وهي سندات التي تصدرها جهة من القطاع الخاص ، وهي شركات خاصة بغية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة ، وبالمقارنة مع السندات العامة حاملها أكثر عرضة للمخاطرة عند عجز الجهة المصدرة على الوفاء بتسديد الدين.

4-3- حسب طبيعة السداد والامتيازات : وهنا أيضا نميز ثلاثة أنواع :

- سندات قابلة للاستدعاء : قد تطلب جهة المصدر لتلك السندات تسديدها قبل تاريخ استحقاقها (صفة السند مدونة على وجه الورقة) وذلك بهدف التخلص من جزء من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحابها .

- سندات غير قابلة للاستدعاء : وهي سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يحين تاريخ الاستحقاق ، ولا يحق لها استدعاء حاملين قبل ذلك التاريخ .

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم ممتازة (وفي الشركات التي ليس فيها أسهم ممتازة تتحول إلى أسهم عادية) إذا رغب المستثمر في ذلك وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة تحقق سنويا معدلات نمو عالية.

5-3- حسب العائد: نميز بين أنواع وهي :

- سندات ذات معدل فائدة ثابت: وهو الشكل التقليدي للسندات ، السند يقدم عائدا ثابتا طيلة مدة القرض لكل دورات (سنوات) التسديد يزداد الطلب على هذه السندات عند انخفاض معدلات

الفائدة في البنوك وذلك يمكن حامل السند من الحصول على عائد اكبر مما هو عليه في السوق النقدية .

- سندات ذات معدل فائدة عائم (متقلب) : وهي سندات بمعدل فائدة متغير حسب معدل الفائدة في السوق وحسب الظروف الاقتصادية المحتملة . وهناك سندات بمعدل فائدة متحركة بموجب عقد الإصدار، و تراجع الفائدة عند تاريخ الإستحقاق هذه السندات حسب معدل الفائدة في السوق المالية ، هذه ظهرت في نهاية الثمانينات لمواجهة التضخم الذي أدى إلى رفع معدلات الفائدة ، وما يترتب عنه من انخفاض للقيمة السوقية للسندات خاصة السندات طويلة الأجل فيلحق بحملتها خسائرًا رأسمالية كبيرة. وفي نهاية كل سنة تحدد نسبة الفائدة على تلك السندات ، وهناك جهة معينة قد تكون سلطة عمومية (حياة تعمل تحت وصاية البنك المركزي) او هيئة معترف بها (مثلا في بريطانيا libor)¹ هي التي تقوم بتحديد سعر الفائدة العائم .

- سندات ذات عائد مزدوج (سندات هجينة): ظهرت في فرنسا في بداية الثمانينات لما اعتلى الحزب الاشتراكي بزعامه فرانسوا ميثيران سدة الحكم ، تسبب ذلك في هجرة لجزء من راس مال المساهمات في الشركات ، وكذلك بسبب عامل الجذب للاستثمار في بعض الدول النامية ، فاستحدثت نوع من السندات تجمع بين سعر الفائدة وجزء من ربح الشركة ، فحامل السند هو دائن وفي نفس الوقت مساهم في راس مال الشركة لفترة محددة .

- سندات ذات القسيمة الصفيرية : وهي سندات تحمل سعر فائدة مقداره (صفر). ويبيع هذه السندات بخصم قيمتها الاسمية. ويحسب الخصم عاد بالاستعانة بسعر الفائدة السائد في السوق وبالفترة الزمنية الباقية لموعد استحقاقها. ويتناسب الخصم طردياً مع طول المدة الباقية لموعد استحقاقها. فكلما قرب موعد الاستحقاق كلما قل مبلغ الخصم حتى يصبح مبلغ الخصم صفراً في موعد الاستحقاق . مثلا أن تكون القيمة الاسمية مثلا 10الاف دج لكن يدفع مشتري السند 9 الاف دج فقط لشرائها و عند الإستحقاق يقبض 10الاف دج ، و يمثل الفرق بين القيمة الاسمية و المبلغ المدفوع الفائدة أو العلاوة التي يحصل عليها المستثمر. كما يمكن لحامل السند بيعها في السوق بالسعر السائد.

¹الليبور -libor هو سعر الفائدة المعروف بين البنوك في لندن London interbank offered rate- وهو عبارة عن متوسط سعر الفائدة على المدى القصير والذي تقوم عنده البنوك بإقراض واقتراض الأموال من بعضها البعض لتخفيف مراكزها التي تؤثر على السعر لأمر أخرى.تقوم جمعية المصرفيين البريطانيين - (BBA) هيئة الصناعة المصرفية - بوضع معدل الليبور يوميا باستخدام البيانات المقدمة من البنوك الكبرى في جميع أنحاء العالم والتي تشكل في مجموعها هيئة مساهمي الليبور.

- سندات بفائدة متراكمة : وهي سندات لا يتحصل حاملها على الفوائد الدورية (السنوية) ، وما يأخذه سنويا صفرا ، وعند موعد استحقاق السند (الدين) تدفع الفوائد السنوية متراكمة (أي براسمة الفوائد السنوية باستخدام سعر الفائدة المتفق عليه).
- سندات بعلاوة : ينتشر هذا النوع من السندات في الدول الدول الاسلامية ، في المجتمعات التي تحرم الربا (الفوائد على الدين) ، فالحامل للسند لا يتحصل سنويا او دوريا على شيء (الفائدة منعمة) ، ويوم استحقاق السند يتحصل على القيمة الاسمية للسند (قيمة اصل الدين) ، والشركات الطارحة لهذا النوع من السندات تجتهد في ان تمنح لحملة السندات علاوات كطريقة تشجيع للحصول مستقبلا على التمويل ، والحلال في العملية هو عدم اشتراط الدائن للزيادة (الربا) .

6-3- حسب درجة المخاطرة : وهناك نذكر نوعين وهما :

- السندات الرديئة (عالية المخاطر) : لهذا النوع من السندات فترة محددة تستخدم عادة لتمويل عمليات الاستحواذ على شركة معينة ، وذلك بشراء حصة كبيرة من أسهمها بالإيرادات المتأتية من إصدار هذه السندات ، فينجم عنه ارتفاع كبير في نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة ، بسبب تعويض القروض في هيكل رأس المال مكان الأسهم التي تم شراؤها بشكل يجعل الاستثمار في تلك السندات محفوفاً بالمخاطر و من أمثلتها سندات الرهن العقاري التي كانت من أسباب نشوء الأزمة المالية العالمية و التي روجت لها بنوك إستثمار أمريكية.
- سندات الدخل: ويطلق عليها أيضا أسهم قروض أو سندات الديون ، و هي سندات لها فترة إستحقاق محددة في العقد ، تستبدل الفائدة فيها بالأرباح السنوية التي تحققها الشركة الطارحة للسندات ، تتوافق مع متطلبات المؤسسات المالية الإسلامية ، إذ لا يجوز لحملة المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا، لذلك هذه السندات تشبه من حيث الإيراد الأسهم مع عدم أحقيتها بالملكية في الشركة ، وتعرف كذلك على أنها قرض غير مضمون، تصدرها بعض الشركات بأسعار محددة ويستفيد حاملها من ربحها العالي عند ارتفاع أسهم الشركة، كما يمكن تحويلها إلى أسهم الشركة في المستقبل (فالدائن قد يتحول مستقبلا إلى مساهم).

7-3- حسب القيمة المسترجعة : وهنا عدة انواع من السندات :

- السندات المرتبطة بالمستوى العام للأسعار (المعيار النقدي) : القيمة المسترجعة لهذه السندات مرتبط بالتغيرات الحاصلة على مجموعة من الأرقام القياسية؛ في هذه الحالة تخص الجانب النقدي للاقتصاد، حيث ترفع قيمة السند المسترجعة كلما ارتفع مؤشر الأسعار أو معدل

التضخم أو انخفضت القدرة الشرائية للنقود و العكس.وتصبح سنة الأساس هي السنة التي طرح فيها السند .

- السندات المرتبطة بأسعار الذهب: القيمة المسترجعة لهذه السندات مرتبط بالتغيرات الحاصلة على قيمة الذهب ، كلما ارتفع مؤشر الأسعار أو معدل التضخم ارتفعت أسعار الذهب ، سنة التي طرح فيها السند . (مثال ذلك يوم طرح السند كانت القيمة الاسمية 10 آلاف دج ويومها كان سعر غرام الذهب 5 آلاف دج وبالتالي قيمة السند تساوي 2 غرام ذهب ، عند تاريخ استحقاق السند أصبح سعر غرام الذهب 6 آلاف دج وبالتالي القيمة المسترجعة عن السند 12 ألف دج)

- السندات المرتبطة بسعر عملة معينة (أو سلة عملات): تكون القيمة الاسمية فيها بالعملة المحلية ولكن قيمة الاسترجاع تكون حسب تغير قيمة العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية ، ويلجا المستثمرون (الدائنون) إلى هذا النوع خشية انخفاض العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية خاصة بالنسبة للشركات التي تتعامل كثير مع العالم الخارجي (مثال ذلك ، طرحت شركة حزمة سندات ، القيمة الاسمية لكل سند 10 آلاف دج ويومها كان معدل التحويل ، 1 اورو = 100 دج وبالتالي قيمة السند تساوي 100 اورو ، عند تاريخ استحقاق السند أصبح تحويل الاورو 150 دج / اورو ، وبالتالي القيمة المسترجعة عن السند 15 ألف دج)

4- تكلفة التمويل من السندات :

تكتب العلاقة الرياضية لتكلفة السندات بالعلاقة التالية :

$$V' = \frac{S_1}{(1+r)} + \frac{S_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1+r)^n} + \frac{S_{Rn}}{(1+r)^n}$$

حيث تمثل : V_0 : القيمة الاسمية للسند .

V' : القيمة الاسمية مطروحا منها d مصاريف طرح السند مطروحا منها خصم الاصدار es مضافا اليها pr علاوة الاصدار .

$$V' = V_0 - d - es + pr$$

S_1 إلى S_n ما تدفعه سنويا الشركة كفوائد على السند مع الوفر الضريبي حيث: $S = I * (1 - T)$

$$S = V_0 * i * (1 - T)$$

حيث i هو سعر الفائدة على السندات .

T معدل الضريبة على ارباح الشركات .

S_n : ما يدفع في نهاية الإقتراض (القيمة المتبقية) وهي القيمة الاسمية V_0 مع الوفر الضريبي

$$S_n = V_0 * (1-T)$$

r : معدل تكلفة الإقتراض

اما إذا كان ما يدفع سنويا كفوائد على السند S ثابتا فان العلاقة الرياضية السابقة تصبح على

شكل مجموع متوالية هندسية حدها الأول $\frac{S}{(1+r)}$ واساسها $\frac{1}{(1+r)}$ تكتب على النحو التالي :

$$V' = S \frac{1-(1+r)^{-n}}{r} + \frac{S_n}{(1+r)^n}$$

تمرين : احتاجت شركة إلى تمويل لشراء تجهيزات وعتاد ، القيمة الكلية للاستثمار 50 مليون دج ، لجأت إلى تمويل العملية بإصدار سندات في السوق المالية ، بقيمة اسمية للسند الواحد 5 000 دج ، وبتكلفة إصدار 0.5 مليون دج ، وبخصم إصدار 400 دج ، وبمعدل فائدة 12 % ، لمدة 5 سنوات ، علما بان متوسط الضريبة على أرباح الشركات 20 % .

اوجد : - عدد السندات المطروحة

- مصاريف إصدار السند الواحد .

- تكلفة إصدار السندات .

$$\text{الحل : عدد السندات المطروحة} = \frac{50 \text{ مليون دج}}{5000 \text{ دج} - 400 \text{ دج}} = 10869 \text{ سند}$$

$$\text{مصاريف إصدار السند الواحد} = \frac{0.5 \text{ مليون دج}}{10869 \text{ سند}} = 46 \text{ دج / سند}$$

$$V' = V_0 - d - es + pr = 4554 \text{ دج} = 5000 \text{ دج} - 46 \text{ دج} - 400 \text{ دج}$$

$$S = V_0 * i * (1-T) = 480 \text{ دج} = 5000 * 0.12 * (1-0.2)$$

$$S_n = V_0 * (1-T) = 4000 \text{ دج} = 5000 * (1-0.2)$$

$$V' = 4554 = 480 \frac{1-(1+r)^{-5}}{r} + \frac{4000}{(1+r)^5}$$

بتجربة الخطأ والصواب (أو باستخدام الحاسوب)

تكلفة التمويل من السندات r = 08%

نلاحظ انه رغم كون الفائدة على السندات 12% الا ان التكلفة الحقيقية للتمويل من السندات هي 8% فقط وذلك بسبب الوفر الضريبي .

5- مزايا و عيوب التمويل من قروض السندات :

1-5: المزايا: تجني الشركة التي تلجا إلى إصدار قروض السندات على مجموعة من المزايا نذكر منها

:

- قلة تكلفة التمويل بالسندات مقارنة بتكلفة الأسهم العادية و الأسهم الممتازة .
- بساطة وسهولة تحديد تكلفة التمويل بالسندات .
- تعطي مرونة أكبر لعمل المسيرين ، ففي العادة لا يحق لحملة السندات المشاركة في الإدارة.
- تعطي وفرا ضريبيا ، فتكلفة السندات تمثل عبئا بحيث تخصم كباقي الأعباء قبل تحديد الربح الإجمالي الخاضع للضريبة ، مما يؤدي إلى تقليل الوعاء الضريبي .
- المرونة في تسيير الدين ،السندات محددة المدة و القيمة و الفائدة ، فالمؤسسة عليها توقع الاحتياطي لاملاكها و عليه فإنها تعتبر من مصادر التمويل المرنة للتأثير على هيكل التمويل .

5-2-العيوب: تتحمل الشركة بسبب إصدار السندات جملة من المساوئ منها :

- تعتبر تكلفة التمويل من السندات تكلفة ثابتة واجبة الدفع مهما كان الوضع المالي للمؤسسة مما تزيد من المخاطر المالية إذا تعرضت المؤسسة لضائقة مالية .
- إذا تعرضت المؤسسة إلى ضائقة مالية ، فإن دفع المؤسسة لمستحققاتها اتجاه حملة السندات يقلل إيراد حملة الأسهم مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم في السوق المالية .
- التشريعات المالية في الكثير من البلدان تفرض نسبة معينة بين إجمالي الأموال الخاصة (حق الملكية) و إجمالي الديون و بالتالي تحد من مقدرة المؤسسة على التوسع في الاقتراض عن طريق السندات حماية لأموال المساهمين .

رابعا : القروض البنكية

1- تعريف:

هي قروض تتحصل عليها الشركة من البنوك والمؤسسات المالية الأخرى ، تعتبر من الخدمات الائتمانية التي تقدمها الجهات المانحة للتمويل، وقد يصل تاريخ استحقاقها إلى ثلاثين عاما ، وما يميز القروض البنكية هو الاتفاق المسبق على شروطها ، فيحدد معدل الفائدة وتاريخ الإستحقاق والضمانات (الرهون) بالتفاوض بين المقرض والمقترض ، وقد يصاحب ذلك إلزام المقترض ببعض الشروط تدعيما للضمان المتفق عليه ، أما سداد قيمة القرض فقد يتم دفعة واحدة في تاريخ الإستحقاق المتفق عليه ، أو أن يتم على أقساط متساوية في تواريخ معلومة. هي أيضا عبارة عن اتفاق بين المقرض و المقترض يمنح بموجبه المقرض مالا على أن يلتزم المقترض بإرجاع المال المقترض في أوقات محددة حسب دفعات متفق على قيمتها وأوقات دفعها وعادة مع الفوائد.

تتمثل أهميتها في كونها أنها تلعب دورا هاما في تمويل الحاجات الاقتصادية السلعية والخدمية ، يستعان بها في كل مراحل تشكيل السلعة أو الخدمة من إنتاج وتوزيع واستهلاك.

2 - القروض متوسطة الأجل :

تتراوح مدة القروض متوسطة الأجل في العادة من سنة إلى سبع سنوات ، موجهة أساسا لتمويل الإستثمار في تجهيزات ومعدات الإنتاج ، واغلب هذه القروض مرهون بضمان ، وقد يصاحب تقديم هذه القروض إلزام المؤسسة المقترضة بمجموعة من الشروط نذكر منها :

- شروط استخدام القروض بالكيفية المتفق عليها وفي الاغراض المحددة كضمان لاسترجاع الأموال.
- شرط تحديد سقف المديونية حفاظا على ملائمة وقدرة المؤسسة على التسديد مستقبلا .
- شروط على توزيع الأرباح على المساهمين فلا تتعدى حدا معينا للحفاظ على نسبة معينة بين الأموال المملوكة والقروض ضمن الهيكل المالي للمؤسسة .

3 - القروض طويلة الأجل :

تتجاوز مدة القروض طويلة الأجل في العادة السبع سنوات ، تمنحها مؤسسات متخصصة ، الغرض منها تمويل الأصول طويلة الأجل التي تزيد مدة اهتلاكها عن السبع سنوات ، يقدم كثيرا لتمويل المشروعات الإستثمارية الاستراتيجية ذات النفع العام ، ويتم اهتلاك القرض وفقا للعمر الانتاجي للاصل ، ويسدد القرض من التدفقات الناتجة عن استخدام الاصل ، فيبعد التفاوض بين المؤسسة المقترضة والمؤسسة المالية عادة ما يشمل عقد الحصول على القرض مجموعة من الشروط الاضافية إذا كانت المؤسسة خاصة :

- رهن بعض الأصول .
- لا يحق للمؤسسة المقترضة الحصول على دين طويل الأجل الا بعد ترخيص المقرض .

4- تكلفة التمويل من القروض البنكية :

تكتب العلاقة الرياضية لتكلفة التمويل من القروض البنكية بالعلاقة التالية :

$$V' = \frac{S_1}{(1+r)} + \frac{S_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1+r)^n}$$

حيث تمثل : V_0 : القيمة الاسمية للقرض البنكي .

V' : القيمة الاسمية مطروحا منها d مصاريف الحصول على القرض البنكي

$$V' = V_0 - d$$

S_1 إلى S_n ما تدفعه سنويا الشركة كدفعات لتسديد القرض مع الوفر الضريبي: $S = a \cdot (1-T)$

وإذا كان التسديد باستخدام الدفقات الثابتة السنوية العادية a حيث

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

i هو سعر الفائدة على القروض البنكية.

T معدل الضريبة على ارباح الشركات

r : معدل تكلفة الاقتراض

وعليه يصبح ما يدفع سنويا كدفعات عادية على القروض البنكية S ثابتا فان العلاقة الرياضية

السابقة تصبح على شكل مجموع متوالية هندسية حدها الأول $\frac{S}{(1+r)}$ واساسها $\frac{1}{(1+r)}$ تكتب على

النحو التالي :

$$V' = S \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r}$$

تمرين : احتاجت شركة إلى تمويل لاقتناء آلات حديثة بقيمة 20 مليون دج ، لجأت إلى تمويل الصفقة

بقرض بنكي يسدد في شكل دفعات متساوية عادية في 5 سنوات بمعدل فائدة 14 % ، علما بان متوسط

الضريبة على أرباح الشركات 20 % .

المطلوب اوجد :قيمة الدفعة الثابتة السنوية ، ومن ثم تكلفة هذا التمويل

الحل : - قيمة الدفعة الثابتة السنوية العادية : $a = \frac{V_0 \cdot i}{1 - (1+i)^{-n}}$

$$a = \frac{20 * 14\% \text{ مليون دج}}{1 - (1 + 14\%)^{-5}} = 5.83 \text{ مليون دج}$$

- قيمة الدفعة الثابتة مع الوفر الضريبي :

$$S = a(1 - t) = 5.83(1 - 0.2) = 4.66 \text{ مليون دج}$$

- بتطبيق علاقة تكلفة التمويل من القروض البنكيّة : $V' = S \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r}$

$$20 = 4.66 \frac{1 - (1 + r)^{-5}}{r}$$

$$\frac{1 - (1 + r)^{-5}}{r} = \frac{20}{4.66} = 4.29 \quad \text{ومنه}$$

من الجدول المالي تصبح تكلفة التمويل $r = 5.32\%$

نلاحظ ان رغم كون الفائدة على القروض البنكيّة 14% الا ان التكلفة الحقيقية للتمويل هي 5.32% وذلك بسبب الوفر الضريبي .

4 - مزايا وعيوب التمويل عن طريق القروض متوسطة وطويلة الأجل :

1-4 المزايا : من المزايا التي تتحصل عليها المؤسسة بلجوءها إلى التمويل عن طريق القروض متوسطة وطويلة الأجل نذكر ما يلي :

- تجنب المؤسسة تكاليف اللجوء إلى الإصدار العام إلى الجمهور .
- عملية الحصول على القروض لا تستغرق وقتا طويلا مقارنة بالوقت الذي تتطلبه اجراءات عملية الإصدار العام إلى الجمهور .
- سهولة التفاوض بين المؤسسة والجهة المقرضة خاصة إذا كان القرض طرفا وحيدا .
- الاستعانة بالقروض المتوسطة وطويلة الأجل يغني عن اللجوء إلى القروض قصيرة الأجل وبالتالي تفادي مخاطر احتمال عدم التجديد أو مواعيد الإستحقاق القصيرة .

2-4-المساويء: من المساويء التي تترتب عن اللجوء إلى التمويل بالاستعانة بالقروض متوسطة

وطويلة الأجل نذكر:

- ان سداد القروض متوسطة وطويلة الأجل باقساط سنوية طيلة المدة المحددة لاهلاك هذه القروض يعرض المؤسسة إلى الاستنزاف النقدي المستمر ، وهنا تتجلى أفضلية اللجوء إلى التمويل عن طريق الأسهم (لما تتميز به من عدم محدودية لتاريخ التسديد) .

- في العادة تتضمن اتفاقيات تقديم القروض نصوصا مقيدة للمؤسسات المقترضة لحماية حقوق الدائنين ، بينما تخلو مصادر التمويل الأخرى من هذا القيد .
- كون هذه القروض طويلة الأجل ، فالمقرض يطلب رهونا (ضمانات) قد لا تكون في متناول المؤسسة ، ويلجا إلى استقصاءات مفصلة ودقيقة عن وضعية المؤسسة، وقد تكون تكاليف هذه الاستقصاءات عالية ، ولذا فالمقرض يضع حدا للقروض المقدم لغرض تغطية هذه التكلفة .