

الدرس السادس : عناصر المزيج التمويلي

خامسا:التمويل التاجيري(قرض الايجار)- سادسا : التمويل الداخلي

خامسا : التمويل التاجيري (قرض الايجار) : le crédit-bail

1- تعريف:

يعرف التمويل التاجيري" بأنه التزام تعاقدي بتأجير اجهزة وادوات انتاجية من مؤسسة مالكة إلى مؤسسة انتاجية مستخدمة لفترة معينة مقابل اقساط كراء محددة " ويعرف ايضا " بأنه أسلوب من أساليب التمويل يقوم بمقتضاه الممول (المؤجر) بشراء أصل الرأسمالي يتم تحديده ووضع مواصفاته بمعرفة المستأجر الذي يتسلم الأصل من المورد على أن يقوم بأداء قيمة ايجارية محددة للمؤجر كل فترة زمنية معينة مقابل استخدام وتشغيل هذا الأصل". يعتبر التمويل التاجيري أحد الاساليب التي يعتمد عليها لتمويل الاصول الثابتة لتفادي اللجوء المكثف إلى القروض البنكية والسندات وما يتبعه من اثار سلبية على الوضعية المالية المستقبلية ، وكان ظهور التمويل التاجيري بسبب ارتفاع اسعار شراء بعض الاجهزة والمعدات المتطورة و الرغبة في الاستفادة من التطور التكنولوجي لوسائل الانتاج ، وضرورة التجديد المستمر والاحلال السريع للالات والمعدات ، و ارتفاع اسعار الفائدة على الديون طويلة الأجل وما يرافقها من شروط صعبة تعجز بعض المؤسسات على استئانها . من أنواع التمويل التاجيري نذكر:

1-1 - التمويل التاجيري المالي crédit –bail financier:

مدة العقد فيه عادة تكون طويلة تساوي العمر الاقتصادي للأصل،مالك الأصل محل العقد يمنح المؤسسة المستأجرة حق الانتفاع من الأصل خلال الفترة الزمنية المعينة مقابل مبلغ يدفعه بشكل دوري وهذا العقد غير قابل للإلغاء، فالمؤسسة المستأجرة هي التي تقوم بتحديد مواصفات الأصل الذي تقوم المؤسسة المؤجرة بشرائه وبالتالي يتحمل المستأجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالهلاك أو بالتقادم ، وتحفظ هذه الأخيرة بحق ملكية الأصل الرأسمالي ، ويكون للمستأجر في نهاية مدة العقد أن يختار بين شراء الأصل المؤجر مقابل سعر متفق عليه ، أو تجديد عقد الإيجار بشروط جديدة يتم الاتفاق عليها ، أو إرجاع الأصل إلى المؤسسة المؤجرة .

2-1 - التمويل التاجيري التشغيلي crédit –bail opérationnel:

هو بمثابة دمج بين الخدمة المالية والخدمة الفنية ، وبالتالي فالذي يقوم بالانتمان غالبا ما يكون المنتج أو المالك المورد للاجهزة والمعدات الانتاجية ، هو عقد عادة تكون فيه المدة قصيرة تقل عن العمر الاقتصادي للأصل وهي الفترة التي يحتاج فيها المستأجر للأصل لأداء عمل معين وعادة يجدد سنويا ، يتحمل المالك مسؤولية عدم صلاحية الأصل سواء بالهلاك أو بالتقادم ، يتحمل تكاليف صيانة وإصلاح الأصل وكذا تكلفة التامين عليه خلال فترة التعاقد ، وفي نهاية مدة

العقد يرد الأصل محل التأجير للمالك المؤجر مرة أخرى ، لذلك يوصف هذا العقد بالمرونة لسهولة إلغاء عقد الإيجار من قبل المستأجر خلال المدة المتفق عليها في العقد . واستحدثت عدة اشكال في هذا النوع من التأجير ، فبالإضافة الى قصير المدة وطويل المدة هناك التأجير الذي يعطي الحق للمستأجر شراء المعدات في نهاية العقد ، وهناك الذي لا يمنح هذا الحق ، وهناك التأجير بالترك (التنازل).

2- خصائص التمويل التاجيري:

باعتبار القرض الإيجار(التمويل التاجيري) طريقة فنية مستحدثة للتمويل نستشف منها الخصائص التالية:

أ-علاقة تمويلية: تشمل اطرافا ثلاثة :الاول :مورد التجهيزات (الاصول الانتاجية) فقد يكون منتجا لها او بائعا ،يقدمها لمن يستخدمها لغرض بيعها .الثاني : المؤجر أو الوسيط المالي، و هو بنك متخصص أو المؤجر الذي يبحث عن كيفية لتوظيف امواله و الحصول على المزيد من الايرادات، وعادة ما يخص هذا الائتمان طويل الأجل.الثالث الشركة او الفرد المستأجر و هو الطرف الذي يريد زيادة قدرته وطاقته الانتاجية ، و هو بذلك يرغب في الحصول على الآلات والمعدات التي تمكنه من توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الاستثمارات.

ب- قرض عيني و ليس نقدي :عكس القروض البنكية ، فهو لا يقدم في الصورة النقدية وانما تقديم المستخدم المقترض الآلات والمعدات التي يبحث عنها مسبقا، مباشرة او بواسطة بنوك و مؤسسات مالية متخصصة تستثمر في هذا المجال.
ت - ائتمان إنتاجي :يستخدم لتمويل الآلات الانتاجية التي يستخدمها المؤجر في عمليات انتاجية يراد منها تحقيق عوائد مالية تفيض عن اقساط الإيجار (لا يستخدم لتمويل السلع الاستهلاكية) .

3- شروط التمويل التاجيري في القانون الجزائري:

لإعداد عقد قرض إيجار لابد من توافر مجموعة من الشروط، وقد حددها المشرع الجزائري في الأمر 09-96 من خلال المواد: 10-11-12-13 و14. ويمكن إبراز نصوصها فيما يلي:

لا يعتبر عقد قرض الإيجار، مهما كانت الأصول المعنية، إلا إذا حرر بكيفية تسمح بالتحقق دون غموض بأنه:

- ✓ يضمن للمستأجر الاستعمال أو الانتفاع بالأصل المؤجر خلال فترة دنيا وبسعر محدد مسبقا.
- ✓ من للمؤجر قبض مبلغ معين من الإيجار لمدة تدعى "الفترة غير القابلة للإلغاء"، لا يمكن خلالها إبطال الإيجار إلا إذا اتفق الطرفان على خلاف ذلك.
- ✓ يسمح للمستأجر في حالة قرض إيجار مالي فقط عند انقضاء الفترة غير القابلة للإلغاء الخاصة بالإيجار، أن يكتسب الأصل المؤجر مقابل دفع قيمة متبقية تأخذ في عين الاعتبار أقساط الإيجار المدفوعة دون أن يحد ذلك من إمكانية تطبيق الخيارات الأخرى، أي:

- إعادة الأصل المؤجر للمؤجر.

- إعادة تجديد الإيجار لفترة ثابتة.

ولإعداد عقد قرض الإيجار المالي للمنقولات فإن هناك بنودا ملزمة وأخرى اختيارية حددها المشرع الجزائري.

1-3 البنود الملزمة: تتمثل البنود الملزمة في فيما يلي:

أ-مدة الإيجار: يتم تحديد مدة الإيجار الموافقة للفترة غير القابلة للإلغاء باتفاق بين الأطراف، يمكن أن توافق مدة الإيجار المدة المتوقعة للعمر الاقتصادي للأصل المؤجر، كما يمكن أن تحدد استنادا إلى قواعد الإهلاك المحاسبية أو الجبائية المحددة عن طريق التشريع والمتعلقة بالعمليات الخاصة بقرض الإيجار.

ب-مبلغ الإيجار: ما عدا وجود اتفاق مخالف بين أطراف العقد ومهما كانت الفترة غير القابلة للإلغاء، يتضمن مبلغ الإيجار سعر شراء الأصل المؤجر مقسما إلى مستحقات متساوية المبلغ تضاف إليها القيمة المتبقية التي يجب دفعها عند تطبيق خيار الشراء.

- أعباء استغلال المؤجر المتصلة بالأصل موضع العقد.

- هامش يطابق الأرباح أو الفوائد المكافئة للمخاطر المترتبة على القرض والموارد الثابتة المخصصة لاحتياجات عملية الاعتماد الإيجاري، وتحدد أقساط الإيجار حسب نمط متناقص أو خطي وتدفع على فترات دورية حسب الاتفاق

ت-القيمة المتبقية: وتحدد قيمتها بالتراضي بين الطرفين وتدون ضمن بنود العقد.

ث-خيار الشراء: وهي الخيارات الثلاثة المعروفة دوليا كرر ذكرها المشرع الجزائري بقوله: "يمكن للمستأجر، عند انقضاء فترة الإيجار غير القابلة للإلغاء وبتقدير منه فقط:

- إما أن يشتري الأصل المؤجر مقابل دفع القيمة المتبقية كما تم تحديدها في العقد.

- إما أن يعيد تجديد الإيجار لفترة ومقابل دفع إيجار تتفق عليه الأطراف.

- وإما أن يرد الأصل المؤجر إلى المؤجر.

2-3-البنود الاختيارية: أما بالنسبة للبنود الاختيارية لإعداد عقد قرض الإيجار فيمكن أن ينص على مايلي:

- التزام المستأجر بمنح المؤجر ضمانات أو تأمينات عينية أو فردية.

- إعفاء المؤجر من الالتزامات الملقاة على عاتقه: صيانة، إصلاح، تأمين، ... الخ؛

- تنازل المستأجر عن فسخ الإيجار أو تخفيض سعر الإيجار في حالة إتلاف الأصل بسبب عارض.

- تنازل المستأجر عن ضمان الاستحقاق وعن ضمان العيوب الخفية.

- إمكانية المستأجر بمطالبة المؤجر بتبديل الأصل المؤجر في حالة ملاحظة قدم طرازه خلال مدة العقد للأصول المنقولة.

4 - تكلفة التمويل التاجيري :

تكتب بالعلاقة التالية

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L(1-h) + Am * h}{(1+r)^t} + \frac{R_n(1-h)}{(1+r)^n}$$

حيث تمثل : V_0 : القيمة الحالية الصافية للإستثمار (قيمة التجهيزات والالات) .

L_t : الدفعة (الايجار أو التاجير) التي سوف تدفع في السنة t .

h : الضريبة على أرباح المؤسسات .

Am : الاهلاكات للسنة t .

R_n : القيمة المتبقية من الاصل وهي قيمة اعادة الشراء في نهاية العقد في السنة n .

مثال : لتدعيم طاقتها الانتاجية تحتاج شركة لتوسعة الاصول في شكل تجهيزات وعتاد جديد لجأت الى مؤسسة مالية متخصصة في التمويل التاجيري لابرام عقد بصيغة التمويل التاجيري المالي ، سعر شراء الاتجهيزات والالات 60 مليون دج ، العمر الاقتصادي الافتراضي لها 6 سنوات ، تدفع الشركة سنويا ايجارا ثابتا يقدر بـ 20 مليون دج ، تضمن العقد احتفاظ الشركة بتلك الأصول في نهاية عمرها الاقتصادي مقابل دفع قيمتها كخرده بـ 12 مليون دج .

- المطلوب : اذا كانت طريقة الاهلاك المتبعة في الشركة خطية الضريبة على أرباح المؤسسات تمثل

20% . أوجد تكلفة التمويل التي تتحملها الشركة من هذا التمويل التاجيري المالي

- الحل :

اذا عدنا الى العلاقة الرياضية :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{L(1-h) + Am * h}{(1+r)^t} + \frac{R_n(1-h)}{(1+r)^n}$$

بالتعويض حسابيا في العلاقة الرياضية

$$60 = \sum_{t=1}^6 \frac{20(1-0.2) + 10 * 0.2}{(1+r)^t} + \frac{12(1-0.2)}{(1+r)^6}$$

$$60 = \sum_{t=1}^6 \frac{18}{(1+r)^t} + \frac{9.6}{(1+r)^6}$$

المعادلة السابقة يمكن صياغتها في شكل مجموع متتالية هندسية كما يلي :

$$60 = 18 \frac{1 - (1+r)^{-6}}{r} + \frac{9.6}{(1+r)^6}$$

باستخدام الحاسبات المالية أو بطريقة الخطأ والصواب سنتحصل على

تكلفة التمويل من التمويل التاجيري: $r = 21.94\%$

5 - ايجابيات وسلبيات التمويل التاجيري :

للمويل التاجيري مجموعة من المزايا التي تعود على المؤسسة المستخدمة ومجموعة من السلبيات التي تتحملها من لجوئها الى تاجير تلك الاصول نوجزها فيما يلي :

5-1-الايجابيات :

- كون هذا التمويل من القروض فالمؤسسة تتفادى اللجوء إلى زيادة الأموال الخاصة من اموال المساهمين، كشرط للحصول على المزيد من الاستدانة .
- يعتبر اسلوب التمويل التاجيري بديلا ملائما لتمويل عمليات الإستثمار المتاحة بالمقارنة باساليب التمويل الاخرى الربوية ، وخاصة في الدول الاسلامية.
- اجراءات التوثيق سهلة مقارنة بباقي عقود القروض ، وكذلك تتميز بالسرعة في انهاء الاجراءات .
- لا يشترط على المستاجر دفع تسبيقات أو رهن أصول أو مبالغ معينة كضمان ، الا في حالات نادرة عندما يكون المستاجر محل شك ، فللمؤجر حق الملكية وعند عدم وفاء المستاجر ، يحق له استرجاع المعدات . ولذلك فالمؤسسة المستاجرة تحصل على قيمة التمويل بالكامل بنسبة 100 % من قيمة الاصول ، على عكس القروض البنكية .
- يمثل حلا للمؤسسات التي تعاني من مشكلة نقصان السيولة خاصة في المراحل الأولى من تنفيذ المؤسسة وبالتالي هي رأس المال العامل بشكل كامل.
- يعطي للمؤسسة امكانية الحصول على تسهيلات ائتمانية أو قروض خزينة .
- تمكن المستاجر من وضع التنبؤات المستقبلية للتدفقات النقدية واعداد موازنة للنفقات خلال فترة التاجير التي تشمل العمر الانتاجي للمعدات .
- يحقق وفورات ضريبية ، فالدفعات الإيجارية تعتبر من الاعباء التي تخصم قبل الحصول على الوعاء الضريبي ، ومما يزيد من الوفورات الضريبية المحققة ان التدفقات الإيجارية المدفوعة سنويا تكون في الغالب أكبر من قيمة مخصصات إهلاك الأصول الثابتة المسموح بخصمها لاغراض الضريبة .
- تتفادى المؤسسة بعض الاعباء الإدارية وتسهل عليها الاجراءات المحاسبية والضريبية ، فحساب اهلاك المعدات محل التمويل تقع على عاتق المؤجر .

2-5-السلبيات :

- يتحمل المستأجر مسؤولية عدم صلاحية الأصل، قد تخضع المعدات المستأجرة للاهلاك التطوري فلا تصبح تتماشى مع التكنولوجيا السائدة في العمليات الانتاجية ، فتبقى المؤسسة المستأجرة تسدد الدفعات السنوية المتعاقد عليها دون ان تستفيد ، وخاصة إذا تعلق الامر بمعدات مرتفعة الإيجار ضمن سوق يعرف تطورات سريعة.
- لكون الاصل المؤجر لا تعود ملكيته للمستأجر ، فلا يسمح للمؤسسة المستأجرة في العادة بادخال تحسينات على الأصول المستأجرة (حالة التاجير التشغيلي) .
- لا تستفيد المؤسسة المستأجرة من القيمة المتبقية (الخردة) لأنها تعتبر من ضمن أصول المستأجر، مع انه يكون قد دفع قيمة اقساط ايجار تفوق ثمن شرائها .
- التكلفة الحقيقية للتاجير التمويلي أعلى من تكلفة القروض من المؤسسات المالية ، ومقدار الايجار فيها مرتفعا لكون هذه الاصول عادة ما تكون تجهيزات حديثة الظهور في السوق او هي تحمل تكنولوجيا مبتكرة .

سادسا : التمويل الداخلي :**1- تعريف :**

يعتبر التمويل الداخلي ركيزة التمويل في المؤسسة الاقتصادية والتي على اساسه تبنى القوة الاقتصادية والمالية للمؤسسة ، وهو الذي تبنى عليه اغلب المعاملات المالية سواء مع البنوك او الموردين او حتى عند الرغبة في توسعة الاموال الخاصة . وهو من المصادر الاقل تكلفة لكن من الصعب ان تعتمد المؤسسة بصفة كاملة على التمويل الداخلي لتمويل إستثماراتها ، فعادة ما تتجاوز حجم الإستثمارات هذا المورد ، فتظهر ضرورة اللجوء إلى مصادر خارجية عند عدم كفايتها . لذلك فالتمويل الداخلي هي الأموال المتولدة عن العمليات الجارية للمؤسسة أو من مصادر ثانوية دون اللجوء إلى مصادر خارجية .

ان التمويل الداخلي يمكن المؤسسة من تغطية الاحتياجات المالية لتسديد الديون وتنفيذ الإستثمارات الراسمالية وزيادة رأس المال العامل ، ويشمل التمويل الداخلي الفائض النقدي المتولد عن العمليات **الجارية** وكذلك ثمن بيع الأصول غير المستخدمة حيث يشكلان المقدرة الذاتية للمؤسسة على التمويل ، لذلك فالتمويل الداخلي يشمل في الاساس اضافة إلى الأرباح المحتجزة ، الأموال المحتجزة لاسباب اخرى قبل الوصول إلى الربح القابل للتوزيع (كالمؤونات على الخسائر والاعباء ... وغيرها) .

الجانب الأساسي في التمويل الداخلي هو التمويل الذاتي ، لذلك يعرف التمويل الذاتي على أنه إمكانية المؤسسة من تمويل نفسها بنفسها من خلال نشاطها ، يقصد به أيضا الأموال المتولدة من العمليات **الجارية** للمؤسسة أو من مصادر عرضية دون اللجوء إلى مصادر خارجية، هو أيضا عبارة عن القدرات الذاتية للمؤسسة على تمويل الاستثمارات التي تقوم بها . وهذه العملية لا تتم إلا بعد الحصول على نتيجة الدورة هذه النتيجة يضاف لها عنصرين هامين يعتبران موردان داخليان للمؤسسة هما الإهلاكات والمؤونات . لذلك اختبار المؤسسة على قدرتها على تمويل نفسها بنفسها من أهم معايير تقييم المؤسسات وعلى أساسها تمنح القروض البنكية، وكذلك في عمليات التمويل بالمساعدات الحكومية . التمويل الذاتي هو تمثيل الثروة التي تمتلكها المؤسسة . وهو أيضا إعادة استثمار الفائض المالي كله أو بعضه في أعمال المؤسسة وبذلك تنفادى هذه الأخيرة زيادة رأس مالها سواء من أصحابها أم من الغير، وهذا لغرض التوسع في المؤسسة ويترتب عن ذلك من مشاكل ومصاريف تثقل كاهل المؤسسة.

الفرق بين التدفق النقدي والتمويل الذاتي :

تظهر ضرورة التمييز بين التدفق النقدي والتمويل الذاتي بصفته تدفقا ماليا ، فالأول هو كل العمليات التي تترتب عنها عملية دخول أو خروج للنقود وبالتالي تغير في الرصيد النقدي ، في حين الثاني هو قيد محاسبي قد لا يترتب عنه عملية دخول أو خروج مثال ذلك الإهلاكات فهي تكلفة حقيقية مقابل انخفاض رأس المال المستثمر فهذا الجزء المقطع من الربح الإجمالي ما هو إلا حفاظ على مستوى رأس المال الابتدائي وبالتالي هو ليس بإيراد نقدي.

2- مصادر التمويل الداخلي: يتشكل التمويل الداخلي من العناصر التالية:

1-2 تنازل عن أصول : إن عملية التنازل عن الاصول (الثبتيات العينية) قد تكون بسعر أكبر من قيمتها المحاسبية الصافية، فنقول ان عملية التنازل تمت بربح (فائض قيمة خروج اصول مثبتة غير مالية) . أما اذا تمت عملية التنازل بسعر أقل من القيمة المحاسبية الصافية للأصل الذي تم بيعه (نواقص قيمة خروج أصول مثبتة غير مالية)، وهذه ظاهرة شائعة في الشركات التي تسعى دوما الى تجديد اصولها من الالات والمعدات بما يتوافق مع المتطلبات التكنولوجية الحديثة .

2-2 - التمويل الذاتي : ويتكون من العناصر التالية :

أ- الإهلاكات : يتمثل في المخصصات السنوية لتعويض النقص التدريجي الذي يحدث بصورة فعلية أو معنوية على عناصر الإستثمارات التي تتدهور قيمتها مع مرور الزمن ، نتيجة الاستعمال أو التلف أو التقادم التكنولوجي ، وعليه يخصص الإهلاك لتجديد الاستثمارات عند نهاية عمرها الإنتاجي أو الإقتصادي ، لذلك يدمج قسط الإهلاك في تكاليف الإنتاج التي تخص دورة الاستغلال ليبين نصيب هذا الأصل المستخدم في تكلفة المنتج ، ومن الناحية المحاسبية ، يمكن قياس قيمة الأصل الثابت في أي مرحلة من مراحل حياته. لذلك فالهدف من تخصيص الإهلاكات هو : المحافظة على رأس المال، تحديد تكاليف الإنتاج ، قياس الربح .

ب-المؤونات: تعرف المؤونات تلك المخصصات التي توضع بغرض مواجهة بعض الظروف الطارئة وبالتالي فهي من أموال المؤسسة التي تحتجز لغرض مواجهة خسائر محتملة أو أعباء ممكنة الحدوث في المستقبل، حيث تبقى مجمدة داخل المؤسسة إلى حين تحقق الخطر أو العبء الذي كونت من أجله ، شرط أن يكون هناك حصر للأخطار المحتملة والتكاليف أو الخسائر التجارية المتوقعة حتى يكون تخصيص هذه المؤونات مبررا محاسبيا وضروريا.

أهم هذه المؤونات نجد مؤونة تذبذبات أسعار الصرف عن بعض المعاملات التي تمت فيها العقود الآجلة ، مؤونة المنازعات، مؤونة التكاليف الموزعة على عدة سنوات، مؤونة من أجل الإصلاحات الكبرى لبعض الأصول الثابتة الإنتاجية ، خسائر تجارية بسبب سوء المواسم الإنتاجية أو التجارية .

ت- الأرباح غير الموزعة على المساهمين (المحتجزة):

إذا كان الهدف من تخصيص الإهلاك هو تجديد الأصول الإنتاجية بنفس القيمة فان الأرباح المحتجزة يراد منها توسعة الطاقة الإنتاجية للمؤسسة و النمو و مواجهة الطوارئ بزيادة اقتناء آلات ومعدات جديدة ، تعتبر الأرباح المحتجزة ركيزة التمويل الداخلي في المؤسسات حديثة النشأة و خاصة الصغيرة و المتوسطة منها و التي لا تتمكن من اللجوء للأسواق المالية من اجل التمويل بطرح أسهم وسندات ، أو لقلّة مصادر التمويل من السوق النقدي . وتشمل الأرباح المحتجزة الأرباح المرحلة:وتقصد بها المتبقي بعد عملية توزيع الأرباح السنوية والتي ترحل إلى السنة القادمة

ويستخدم هذا الفائض كاحتياطي لمواجهة انخفاض في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات مناسبة للمساهمين .

3- تكلفة التمويل الداخلي :

يجمع المنظرون الماليون على ان بعض العناصر في التمويل الداخلي هي بدون تكلفة ومنها :

- التنازل عن اصول .

- الاهتلاكات والمؤونات .

اما الأرباح غير الموزعة هي إيرادات لم توزع على المساهمين ، وهدف المؤسسة من احتجازها هو قصد إستثمارها ، وبالرغم من ان المؤسسة لم تدفع توزيعات على هذه الأرباح الا ان لها تكلفة تتمثل في العائد الذي كان من الممكن تحقيقه لو ان هذه ذهبت في شكل توزيعات الى اصحابها ، وان احتفاظ المؤسسة بهذه الأرباح انما هو التزام بتحقيق عائد في السنوات القادمة هذا العائد لا يقل عن العائد المتوقع حاليا بعد اجراءات التعديلات الضريبية عليها . ولا يقبل حملة الأسهم العادية بسياسة عدم توزيع الأرباح الا بعد ان يتوقعوا بان العائد من إستثمار الأرباح المحتجزة لا يقل عن الفرصة البديلة خارج المؤسسة .

يختلف المنظرون في النظرية المالية عن طريقة قياس التكلفة التي تتحملها المؤسسة من جراء حرمان المساهمين من حقهم في هذا الجزء من الارباح ، وقد اعطى كل من Franco Modigliani و Merton Miller و Van Horne و Burton Gordon Malkiel و L.D. Schall و C.W.Haley صيغا رياضية يختلف الواحد منهم عن الآخر ، لكن الاتجاه العام كان : ربط سياسة التوزيع بالقيمة السوقية للمؤسسة ، فالمؤسسة سوف تجني من عدم توزيع الأرباح (توفير مصاريف الإصدار ، البحث عن تمويل لتمويل الإستثمارات) والمساهمون (حملة الأسهم اصحاب الأرباح غير الموزعة) يستفيدون من مزايا عدم توزيع الأرباح (كالاغفاء الضريبي مثلا) . فالاتجاهات العامة للجوء لمثل هذا النوع من التمويل تبرر بما يلي :

- عدم توزيع الأرباح يؤدي إلى زيادة طاقة المؤسسة من التمويل وتحقيق وفورات جديدة .

- عندما تكون الوضعية المالية للمؤسسة مستقرة والربح المتوقع مستقر .

- إذا كان معدل العائد على الإستثمار أعلى من العائد الذي يتقاضاه حملة الأسهم العادية الجدد .

- الأرباح المحتجزة مصدر تمويل رخيص إذا خصمت من الوعاء الضريبي وخاصة إذا حظي اصحابها

بميز ضريبي .

يستخدم نموذج Gordon لانه يعتبر الابسط حسابيا .

4- تكلفة التمويل من الأرباح المحتجزة حسب نموذج Gordon

$$= \frac{\text{الربح المتوقع توزيعه عن السهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{نسبة الربح غير العادي (الاضافي)}$$

اما إذا كانت الدولة تقدم تشجيعا خاصا لبعض المؤسسات واعتبر العائد على الأرباح المحتجزة كأبي عبء من اعباء المؤسسة ولا يدخل في الوعاء الضريبي ، فان تكلفة التمويل من الأرباح المحتجزة تساوي :

$$\frac{\text{الربح المتوقع توزيعه عن السهم-الضريبة على الارباح}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \text{نسبة الربح غير العادي (الإضافي)}$$

5- مزايا وعيوب التمويل الداخلي :

1-5 - المزايا : للتمويل الداخلي مجموعة من الايجابيات نذكر منها :

- يضمن للمؤسسة الاستقلالية المالية، يعطي لها أكثر حرية في اختيار نوع الاستثمار دون التقيد بشروط الائتمان أو بأسعار الفائدة أو بالضمانات المختلفة ، التي يطلبها عادة الدائنون ، وبالتالي يزيد من قدرتها على الاستدانة من المصادر الخارجية .
- أهم مورد في المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يصعب عليها الحصول على أموال من مصادر أخرى .
- يجنب المؤسسة الوقوع في أزمات السيولة الطارئة، كتسديد بعض المصاريف أو الفوائد فهو يزيد من رأس المال الخاص لها وبالتالي ينظم التدفقات النقدية الداخلية بالطريقة الأنسب لمواجهة التزامات المؤسسة اتجاه الغير.
- يرفع من القدرة المالية و الاقتراضية للمؤسسة كما يكسبها حرية واسعة في التصرف في أصولها الخاصة.
- يشجع المؤسسة على القيام باستثمارات جديدة وخاصة الاستثمارات التي تكون تكاليفها مرتفعة تجعل درجة المخاطرة مرتفعة ، و يقلص من الخطر الذي قد يواجه المؤسسة في حالة ما إذا لم يحقق الاستثمار الجديد النتائج المرغوبة.
- تجنب التعقيدات الإدارية و التنظيمية التي تميز عادة عمليات اللجوء إلى المصادر الخارجية.

2-5- عيوب التمويل الذاتي : كما لا يخلوا من سلبيات ومنها :

- احتجاز جزء من أرباح المساهمين في كثير من الأحيان لا يلقي قبولا من المساهمين خاصة إذا كانت الأرباح شحيحة مما يدفع بهم إلى التخلص من تلك الأسهم .
- قد يرى إلى الأموال الناتجة عن التمويل الذاتي أنها بدون تكلفة، مما لا يعير المساهمين اهتمام توظيفها في الأوجه المربحة .
- استخدام أقساط الإهلاك بطريقة القسط المتنازل لتضخيم التمويل الذاتي أو التهرب الضريبي في حساب سعر التكلفة للمنتجات يقلل من مستوى منافستها .
- تفضيل هذا النوع من التمويل بحكم محدودية قيمه ،قد يفوت الفرصة على المؤسسة لمصادر بديلة تمكنها من زيادة حجم الاستثمارات .