

الموضوع الثالث

مصادر التمويل طويل الأجل

تنشأ الحاجة إلى مصادر التمويل الطويلة الأجل ، نتيجة للتوسعات التي تتوى المنشآت القيام بها . وهذا النوع من التمويل يستحق الدفع بعد فترة زمنية تزيد عن العام الواحد ، ومن ثم فالأفضل إنفاقه على الأصول الثابتة . ومن هنا تبدو الأهمية الكبيرة للتمويل طويل الأجل ، والذي كثيراً ما يحدد سرعة واتجاه نمو المنشآت ، كما أن مهمة تدبيره تعد من المهام الأساسية للمدير المالي ، وذلك لتلبية إحتياجات المنشأة من الأموال المطلوبة سواء لعملياته الحالية ، أو لأغراض التوسع والتحسينات .

وفيما يلي عرض لأهم أنواع مصادر هذا التمويل ، وتكلفة كل مصدر على حدة ، وكذلك التكلفة المرجحة لهذه المصادر :

أنواع مصادر التمويل طويلة الأجل

١- السندات :

يمثل السند قرضاً طويل الأجل يستحق الدفع فى فترات محددة ويحمل سعر فائدة ثابت ، وتقوم المنشأة بدفع قيمة السند عند إستحقاقه علاوة على دفع الفوائد حسب ما يتفق عليه ، وتكون فى أوقات منتظمة . ويختلف السند عن باقى أنواع القروض الأخرى طويلة الأجل ، من حيث أنه يباع إلى فئات مختلفة (جمهور عادى ، ومؤسسات مالية) ، بينما يتم الحصول على القروض المصرفية من مصادر معينة ومحدودة . كما أن مشترى السند يمكنه بيعه لجهة أخرى حسب رغبته ، فى حين أن القروض المصرفية لا يجوز فى الغالب تحويلها لجهات أخرى ، كذلك يتم إصدار السندات بأسعار موحدة .

ويمكن أن يتغير سعر السند ويأخذ القيم التالية :

** القيمة الاسمية ، وهي تمثل سعر الإصدار أو المبلغ الذي تقوم المنشأة بدفعه عند موعد إستحقاق السند .

** القيمة السوقية ، وهي القيمة المتغيرة التي يستحقها السند فى السوق المحلية .
وهناك علاقة بين القيمة السوقية للسند ، وسعر الفائدة السائد فى السوق . ففى حالة إرتفاع أسعار الفوائد بدرجة أكبر من الفائدة التى يحملها السند ، تميل القيمة السوقية إلى الإنخفاض وذلك لإتجاه المستثمرين إلى بيع السندات للحصول على الأرباح الكبيرة فى السوق . أما فى حالة إنخفاض الفوائد السائدة فى السوق بدرجة أقل من الفائدة التى يحملها السند ، فإن القيمة السوقية للسند تميل إلى الإرتفاع ، وذلك لإقبال المستثمرين على شراء السند ، أى أن العلاقة عكسية بين القيمة السوقية للسندات وأسعار الفوائد الجارية .

ومن الناحية القانونية لا يعد حامل السند مالكاً للمنشأة ، بل هو دائن لها بمبلغ محدد ويسدد فى فترة معينة ، وبالتالي فلا يحق لحامل السند المطالبة بالإشتراك فى الإدارة أو التصويت طالما أن المنشأة ملتزمة بالسداد بانتظام . أما فى حالة الإفلاس ، فيجوز لحملة السندات التدخل فى شئون المنشأة لضمان حقوقهم .

أنواع السندات :

يمكن تصنيف السندات إلى الأنواع التالية :

- السندات المضمونة :

وهى أكثر أنواع السندات شيوعاً عن غيرها ، وتشير إلى السندات التى تصدرها المنشأة بضمانة معينة ، إما برهن بعض أو كل أصول المنشأة ، أو غير ذلك من الضمانات - وفى حالة الإفلاس ، يجوز لحملة السندات بيع هذه الأصول المرهونة وإستعادة أموالهم بالكامل .

- السندات غير المضمونة :

وهى التى تصدرها المنشأة بدون رهن عقارى ، أو حجز للأصول ، أو أية ضمانات أخرى . وهذا النوع من السندات ، هو أبسط أنواع السندات وأكثرها خطورة على حاملها . ومن الواضح أن هذا النوع تصدره فى الغالب فقط المنشآت ذات الربحية العالية ، والحالة المالية الجيدة ، وهو ما يغرى الآخرين على شراء هذا

النوع من السندات . وعادة ما تحمل هذه السندات فوائد أعلى من فوائد السندات المضمونة ، نظراً لما فيها من عنصر المخاطرة إذا ما قورنت بأنواع السندات الأخرى .

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم :

وهي التي تعطى لحاملها حرية إستبدال ما يحمله من سندات بأسهم عادية من أسهم المنشأة ، وفي الغالب يتم تحديد وقت التحويل أو الاستبدال بالأسهم ، كما يتم تحديد عدد الأسهم لكل سند عند الاستبدال . ويتمتع حامل هذا النوع من السندات بنفس الحقوق التي يتمتع بها حملة الأنواع الأخرى من السندات ، من حيث الضمانات وأولوية الدفع عند تصفية المنشأة ، وذلك في حالة عدم رغبة حامل السند في تحويله إلى أسهم .

- السندات القابلة للإستدعاء :

وهي التي يحق للمنشأة التي تصدرها سدادها قبل حلول موعد الاستحقاق لها ، وذلك في الوقت الذي تراه المنشأة مناسباً ، ويجوز للمنشأة سداد بعض أو كل السندات التي تحمل صفة الاستدعاء قبل موعد استحقاقها .

وهذا النوع من السندات ، يتيح للمنشأة المصدرة الحصول على تمويل بتكلفة أقل ، خاصة في حالة إنخفاض أسعار الفوائد بدرجة أقل من الفوائد التي تحملها السندات المصدرة . وبالطبع لا تقوم المنشأة بإستدعاء السندات ، إذا ما مالت أسعار الفوائد إلى الإرتفاع ، ففي ذلك خسارة للمنشأة نتيجة لزيادة تكلفة الدين .

مزايا وعيوب السندات :

يمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب السندات من وجهة نظر كل من المنشأة المصدرة والمستثمر ، على

النحو التالي :

بالنسبة للمنشأة المصدرة :

المزايا	العيوب
- يمكن للمنشأة خصم الفوائد المدفوعة على السندات من الضرائب التي تدفعها للحكومة .	- تمثل التزاماً ثابتاً على المنشأة بإعتبارها عبئاً يرهق المنشأة إذا لم تحقق أرباحاً كبيرة .
- لإدارة المنشأة حرية الحركة والتصرف دون قيود .	- تقييد حرية المنشأة فى التصرف بالأصول المرهونة .
- تحقق للمنشأة التكلفة القليلة والثابتة خاصة إذا كانت الأرباح كبيرة .	- التأثير على سيولة المنشأة خاصة عند تخصيص مبالغ كبيرة لسداد قيمة السندات .
- تحقق للمنشأة المرونة من حيث إستغلال مصادر التمويل الأخرى .	- زيادة مخاطر المنشأة لطول مدة استحقاق السندات فى الغالب .

بالنسبة للمستثمر :

المزايا	العيوب
- يعتبر السند من أقل أنواع الاستثمارات مخاطرة ، فلحامله حق استرجاع أمواله عند تصفية المنشأة المصدرة له .	- ليس لحامل السند حق التصويت أو الإشتراك فى الإدارة ، إلا فى حالة الإفلاس فله حق التدخل فى شئون المنشأة .
- يحصل حامل السند على دخل ثابت وفى أوقات محددة .	- قد يتأثر الدخل الثابت الذى يحصل عليه حامل السند بظروف التضخم ، مما يقلل من القوة الشرائية لهذا الدخل

تكلفة السندات:-

تحسب تكلفة التمويل لإصدار السندات بإستخدام العلاقة بين نسبة كل المصروفات التي تتحملها المنشأة للحصول على الأموال الخاصة بالسند إلى صافى المبالغ التي يتم تحصيلها من الإصدار،
أى أن :

$$\text{تكلفة التمويل بالسندات} = \frac{\text{إجمالي التكاليف السنوية للسند}}{\text{متوسط الاستثمار خلال المدة}}$$

ومن هذه العلاقة يلاحظ أن تكاليف التمويل بالسندات يحكمها عاملان هما :

- I. إجمالي التكاليف السنوية للسند ، وتتكون من النفقات التي تتحملها المنشأة لإصدار السندات ، والتي تشمل رسوم الإصدار ورسوم الرهونات وغيرها من النفقات . كما تشمل هذه التكاليف السنوية للسند أيضاً كلاً من عمولة إصدار السندات ، والمتوسط السنوى للفرق بين القيمة الإسمية للسندات والمبالغ التي حصلت عليها المنشأة المصدرة بعد إستبعاد كافة النفقات .
 - II. متوسط الاستثمار خلال مدة الإصدار ، ويتم الحصول عليه بقسمة القيمة الصافية لإصدار السند مضافاً إليها القيمة الإسمية للسند والمدفوعة فى نهاية المدة على (٢) .
- ولتوضيح كيفية حساب تكلفة التمويل بالسندات ، نعرض فيما يلى الأمثلة الثلاثة التالية :

المثال الأول :

أصدرت إحدى المنشآت سندات قيمتها الإسمية ٢٠٠٠ جنيه وتستحق الدفع بعد ١٠ سنوات ، ومن المتوقع بيع السند بالقيمة الإسمية ، إلا أن هناك نفقات إصدار بقيمة ٢% من القيمة الإسمية علماً بأن نسبة الضريبة هي ٥٠% .

والمطلوب : تحديد تكلفة الدين علماً بأن معدل الفائدة على السندات ١٢% .

(الحل)

$$\frac{\text{الفوائد السنوية} + \frac{\text{انقضاء مدتها} - \text{صافى سعر بيع السندات}}{\text{مدة السند}}}{\text{قيمة السندات عند انقضاء مدتها} + \text{صافى سعر بيع السندات}} = \text{تكلفة الدين قبل الضريبة}$$

حيث أن صافى سعر بيع السندات = (القيمة الإسمية للسندات - النفقات) ، وبتطبيق هذه العلاقة تكون :

$$\frac{240 + \left(\frac{2000 - 1960}{10} \right)}{\frac{(1960 + 2000)}{2}} = \text{تكلفة الدين قبل الضريبة}$$

$$\frac{240 + 40}{1980} =$$

$$\frac{280}{1980} =$$

$$14\% =$$

إذن تكلفة الدين بعد الضرائب = 14% (1 - 0,5) = 6 جنيه

المثال الثانى :

أصدرت إحدى المنشآت سنداً بقيمة إسمية مقدارها ٢٠٠ جنيه ويحمل فائدة مقدارها ١٠% ، وتم بيع السند بسعر إضافى مقداره ١٠% ، ولكن سداه يتم بقيمته الإسمية عند إنقضاء فترته والبالغة ٥ سنوات . والمطلوب : حساب تكلفة هذا الدين ، وإذا تم إصدار هذا السند بسعر خصم مقداره ١٠% ، فكم تكون تكلفة هذا الدين أيضاً ؟ ، علماً بأن نسبة الضريبة هي ٥٠% .

٢ - القروض المصرفية طويلة الأجل :

تحصل الشركات على قروض طويلة الأجل من البنوك أو شركات التأمين أو من أية مؤسسات مالية أخرى ، ويستحق سداد هذه القروض بفوائدها على عدد معين من السنوات يتراوح فى العادة ما بين ١٠ إلى ١٥ سنة . وقد يتفق على تسديد هذه القروض على دفعات متساوية أو غير متساوية ، حسب علاقة الجهة المقرضة بالجهة المقترضة وتقديرها لظروفها . وغالباً ما تلجأ المنشآت إلى هذا النوع من التمويل ، لتلبية الاحتياجات المالية لمشروعات تحتاج لمدة طويلة للتنفيذ . ولذلك يمكن للجهة المقرضة أيضاً السداد لقيمة هذا القرض على شكل دفعات ، وتسمى طريقة السداد هكذا بالسداد التدريجى . ويتم حساب قيمة الدفعة وفقاً لهذه الطريقة بإستخدام الأساليب الكمية أو من خلال الكشف فى جداول الدفعات لمبلغ واحد جنيه بسعر فائدة معين (سعر فائدة القرض) ولمدة معينة (مدة القرض) ، وذلك على أساس أن القرض ما هو إلا وديعة بفائدة معينة ومطلوب إستردادها خلال مدة معينة .

٣ - الأسهم العادية :

يعد هذا النوع من الأسهم من أكثر الأنواع شيوعاً ، وهو عبارة عن حصة فى ملكية المنشأة تخول لصاحبها الحصول على الأرباح بعد سداد الالتزامات للآخرين ، كما أن لحامل السهم العادى حق المشاركة فى إدارة المنشأة . وتعتبر هذه الأسهم مصدراً أساسياً للتمويل وتكوين رأس المال خاصة فى مرحلة التأسيس ، حيث يتم تقسيم رأس المال إلى حصص متساوية فى شكل أسهم يتم طرحها للجمهور مرة واحدة ، كما قد تتغير قيمة السهم العادى تبعاً لتغير ظروف المنشأة المالية والظروف الاقتصادية عامة .

ويمكن للسهم أن يتقلب مع الزمن بين قيم ثلاث هى : القيمة الإسمية ، والقيمة السوقية ، والقيمة الدفترية على النحو التالى :

I. **القيمة الإسمية :** وهى القيمة المنصوص عليها فى عقد تأسيس المنشأة ، وعلى أساسها يتم توزيع الأرباح كنسبة مئوية منها . وكثيراً ما تنص التشريعات القانونية على إلزام المنشآت بحد أدنى كقيمة إسمية للسهم .

II. **القيمة السوقية :** وهى التى يتم التعامل بها فى السوق المالية (البورصة)، وتعتبر قيمة كثيرة التذبذب بالمقارنة بالقيمة الاسمية التى تظل ثابتة . وقد تزيد القيمة السوقية على القيمة الاسمية ، وحينئذ يحقق حملة الأسهم أرباحاً رأسمالية إذا ما أقدموا على بيع أسهمهم . أما فى حالة إنخفاضها عن القيمة الاسمية ، فإنهم سيحققون خسارة لكونهم لا يستردون قيمة ما دفعوه ثمناً لهذه الأسهم . وللظروف الاقتصادية والسياسية وتوقعات المستثمرين ، دور هام فى التأثير على القيمة السوقية للسهم .

III. **القيمة الدفترية :** وهى القيمة التى يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمنشأة ، وتحسب هذه القيمة بالعلاقة التالية :

$$\frac{\text{حقوق الملكية}}{\text{عدد الأسهم المصدرة}} = \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

وتشمل حقوق الملكية كلاً من رأس المال المدفوع ، والاحتياطيات ، والأرباح المحجوزة. وتتغير القيمة الدفترية للسهم باستمرار ، وتعتمد على ربحية المنشأة بشكل عام ، كما تعطى هذه القيمة فكرة جيدة عن القيمة الحقيقية للسهم ، ومن ثم فهى تساهم فى التوصل لقرار رشيد حول شراء الأسهم المتداولة فى السوق المالية .

- حقوق ومزايا حملة الأسهم العادية :

يتمتع حملة هذه الأسهم بحقوق ومزايا فى مقابل احتفاظهم بالأسهم ، وهذه الحقوق والمزايا تزيد عن تلك التى يتمتع بها حملة السندات والأسهم الممتازة ، وأهمها :

- **الحق فى التصويت :** حيث يحق لحامل السهم العادى التصويت فى مجالس الإدارة ، وأية اجتماعات تعقدها المنشأة بحضور حملة الأسهم . ويكون لكل سهم صوت واحد ، ومن ثم يتحدد تأثير المساهم على كمية الأسهم التى يملكها .
- **الحق فى المشاركة فى الربحية :** فلكل مساهم فى المنشأة حق الحصول على حصته من الأرباح إذا ما تم توزيعها ، وذلك بعد سداد المنشأة لإلتزاماتها تجاه حملة السندات وحملة الأسهم الممتازة

والدائنين . وبالطبع لا يجوز لحملة الأسهم العادية المطالبة بتوزيع الأرباح إذا لم تحقق المنشأة أرباحاً كافية ، أو إذا لم تكن هذه الأرباح كافية لدفع الالتزامات للآخرين .

➤ **المشاركة في أصول المنشأة :** ففي حالة تصفية المنشأة ، يتم سداد الالتزامات تجاه حملة السندات والأسهم الممتازة والدائنين ، ثم يتم توزيع الباقي بعد ذلك على حملة الأسهم العادية . وعند عدم كفاية المبالغ المتبقية ، فإن حملة هذه الأسهم سيتعرضون لخسارة مؤكدة ، حيث أن الأولوية في التوزيع لهذه المبالغ تكون لحملة السندات والأسهم الممتازة والدائنين كما أوضحنا .

➤ **الحق في بيع وشراء الأسهم :** حيث يكون لحملة الأسهم العادية حق بيعها أو شراء المزيد منها في أى وقت ، كما يجوز لهم المطالبة بحق الأولوية في حالة إصدار أسهم جديدة للمحافظة على النسبة المئوية لمساهمتهم .

مزايا وعيوب الأسهم العادية للمنشأة المصدرة :

يمكن تلخيص مزايا وعيوب الأسهم العادية من وجهة نظر المنشأة المصدرة لها ، كما يلي :

المزايا	العيوب
<ul style="list-style-type: none"> - لا تشكل التزاماً مالياً على المنشأة . - لا يوجد لها تاريخ استحقاق معين . - تعتبر الأسهم عامل أمان للدائنين . - سهولة بيع وشراء الأسهم . - يمكن تداول الأسهم بأعداد قليلة . - يمكن للمنشأة الناجحة بيع أسهم جديدة والحصول على (علاوة الإصدار) وهي القيمة الزائدة عن القيمة الاسمية . 	<ul style="list-style-type: none"> - احتمال فقدان السيطرة على إدارة المنشأة - لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على المساهمين من الضريبة ، فهي لا تعتبر نفقة . - تعتبر تكاليف إصدار الأسهم أكبر من تكاليف إصدار السندات . - تحد الأسهم من قدرة المنشأة على المتاجرة بالملكية فهي لا تحمل عائداً ثابتاً .

أسلوب الأرباح الموزعة :

ويركز على أن تكلفة رأس المال المتحصل من إصدار الأسهم العادية ، تعتمد على توقعات الأرباح الموزعة وإحتمالات تزايدها . ويمكن استخدام العلاقة التالية لحساب تكلفة الأسهم العادية طبقاً لهذا الأسلوب:

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة لكل سهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم (١ - تكلفة + الموزعة للسهم في الأرباح الموزعة للسهم)}} \text{إصدار السهم}$$

ولتوضيح ذلك ، نعرض المثال التالي :

بفرض أن إحدى المنشآت وزعت أرباحاً مقدارها جنيهاً واحداً لكل سهم عادي ، ومن المتوقع أن تنمو هذه الأرباح بمقدار ٤% سنوياً ، علماً بأن سعر السهم في السوق يمثل ٢٠ جنيهاً ، فما تكلفة الأسهم على المنشأة؟.

(الحل)

بما أنه لا يوجد بيانات خاصة بتكلفة إصدار الأسهم ، فيمكن استخدام العلاقة التالية :

$$\text{تكلفة الأسهم العادية} = \frac{\text{الأرباح المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم}} + \frac{\text{الزيادة المتوقعة في الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{السهم}}$$
$$= \frac{1}{20} + 0,4 = 9\%$$

٤- الأسهم الممتازة :

يعتبر هذا النوع من الأسهم وسطاً بين الأسهم العادية والسندات ، وتتسم ببعض خصائص ومميزات كل منهما ، فهي تشبه الأسهم العادية لكونها حصة فى ملكية المنشأة ، كما يحق لحاملها المطالبة بحصته . وتشبه السندات لكونها تمثل أرباحاً محددة فى الغالب ، حيث تضمن المنشأة حداً أدنى أو أعلى من الأرباح لحملة الأسهم الممتازة ، كما أن حملة هذه الأسهم لا يشتركون فى التصويت كحملة الأسهم العادية ، ولهم الأولوية بعد حملة السندات فى إسترداد حقوقهم عند التصفية للمنشأة . وتجمع هذه الأسهم بعض الشروط التى تصدر على أساسها السندات ، كقابلية إلى التحويل لأسهم عادية ، أو القابلية للإستدعاء فى الوقت الذى تحددته المنشأة المصدرة لهذه الأسهم . هذا وتعد الأسهم الممتازة من أقل مصادر التمويل طويلة الأجل شيوعاً ، ويمكن الاستغناء عنها بإصدار الأسهم العادية أو السندات .

مزايا وعيوب الأسهم الممتازة :

يمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر كل من المنشأة المصدرة والمستثمر ،

على النحو التالى :

بالنسبة للمنشأة المصدرة :

المزايا	العيوب
- إصدار هذه الأسهم يضمن سيطرة الإدارة دون تدخل الآخرين .	- لا يجوز خصم الأرباح الموزعة على حملة هذه الأسهم من ضريبة الدخل .
- إصدار هذه الأسهم لا يتطلب من المنشأة رهن عقاراتها أو أصولها .	- تمثل هذه الأسهم عبئاً مالياً ثابتاً على المنشأة .
- لا تتطلب هذه الأسهم تخصيص مبالغ لسدادها .	- تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة أكبر من تكلفة السندات .

بالنسبة للمستثمر :

المزايا	العيوب
- تضمن هذه الأسهم لحاملها دخلاً شبه ثابت وأكثر إستقراراً من دخل الأسهم العادية . - عند التصفية للمنشأة فحملة هذه الأسهم الأولوية في إستلام الأرباح والحصول على استثماراتهم قبل حملة الأسهم العادية .	- يتعرض حملة هذه الأسهم للمخاطرة إذا ما كانت أرباحهم محدودة ولا تتناسب مع مستوى المخاطرة . - تميل أسعار هذه الأسهم إلى التذبذب أكثر من أسعار السندات .
	- لا يجوز لحملة هذه الأسهم التدخل فى شئون المنشأة أو الانتخاب .

يمكن التعبير عن تكلفة الأسهم الممتازة بالعلاقة التالية :

$$\text{تكلفة الأسهم الممتازة} = \frac{\text{الأرباح السنوية الموزعة}}{\text{سعر السهم الممتاز (١ - نفقات إصدار الأسهم الممتازة)}}$$

ولتوضيح ذلك - نفترض أن المنشأة فى المثال المذكور قد أصدرت أسهماً ممتازة قدرها ١٠٠ سهم تريح ١٠% سنوياً وسعر السهم الإسمى ١٠٠ جنيه . وقدرت نفقات الإصدار بحوالى ٥% من سعر البيع المتوقع ، فإذا تم بيع السهم بالسعر الإسمى ويزيادة ١٠% منه وبخصم ٥% ، فما تكلفة السهم الممتاز ؟.

(الحل)

فى حالة الإصدار بالسعر الإسمى :

$$\begin{aligned} \frac{10}{(100 - 5)} &= \text{تكلفة السهم الممتاز} \\ \frac{10}{95} &= \\ 11\% &= \end{aligned}$$

فى حالة بيع السهم بزيادة ١٠% :

$$\frac{10}{(10,05 - 1) 110} = \text{تكلفة السهم الممتاز}$$
$$\frac{10}{10,45} =$$
$$10\% =$$

فى حالة بيع السهم بخصم ٥% :

$$\frac{10}{(10,05 - 1) 95} = \text{تكلفة السهم الممتاز}$$
$$\frac{10}{90,25} =$$
$$11\% =$$

وتشبه تكلفة الأسهم الممتازة تكلفة الدين ، إلا أن الفارق بينهما يتمثل فى أن تكلفة الديون تحسب بعد الضريبة ، فى حين أن تكلفة الأسهم الممتازة تحسب قبل الضريبة ، وذلك لأن الأرباح الموزعة على حملة هذه الأسهم يتم صرفها من الأرباح ولا تعتبر من النفقات .

٥- الأرباح المحتجزة :

تختلف هذه الأرباح عن غيرها من مصادر التمويل طويلة الأجل ، من حيث كونها مصدراً داخلياً للتمويل وليس خارجياً كبقية المصادر الأخرى . وتحقق المنشأة هذه الأرباح ، وفى نهاية العام يمكن توزيع جزء منها ، والإحتفاظ بالجزء الآخر داخل المنشأة لحين الحاجة إليه ، وهناك بعض التشريعات القانونية التى تلزم المنشآت بالإحتفاظ بالإحتياطيات الإجبارية كنسبة مئوية من الأرباح السنوية المحققة . وتخص الأرباح المحتجزة المساهمين ، وتعد جزءاً من حقوق الملكية ، كما أن كمية هذه الأرباح تتأثر بسياسة توزيع الأرباح فى المنشأة ، حيث يوجد علاقة إيجابية بين كمية هذه الأرباح والقيمة الدفترية للسهم ، فزيادة الأرباح المحتجزة يمكن زيادة حقوق الملكية ، ومن ثم القيمة الدفترية للسهم.

مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة :

يمكن تلخيص أهم مزايا وعيوب الأرباح المحتجزة من وجهة نظر كل من المنشأة والمساهمين (أو المستثمرين) ، على النحو التالى:

من وجهة نظر المنشأة :

المزايا	العيوب
- تعتبر تكلفة هذه الأرباح قليلة نسبياً وتعادل تكلفة الفرصة البديلة لإستثمار هذه الأموال فى مجالات أخرى .	- قد لا تكون هذه الأرباح متاحة أمام المنشأة خاصة فى بداية حياتها الإنتاجية .
- لا يتطلب الحصول على هذه الأرباح معاملات وتكاليف كثيرة .	- زيادة نفقات استخدام هذه الأرباح ، إذا تتطلب ذلك إصدار أسهم مجانية للمساهمين .
- لا يترتب على إستعمال هذه الأرباح أى ضمان أو رهن لأصول المنشأة .	- لا تستطيع المنشأة إستخدام هذه الأرباح بشكل متكرر .

من وجهة نظر المساهمين (أو المستثمرين) :

قد ينعكس تراكم هذه الأرباح على السعر السوقى للسهم ، فإذا ما زادت هذه الأرباح فمن المحتمل زيادة السعر السوقى للسهم . كما أنه عند رسمة هذه الأرباح ، فإن المساهمين يحصلون على أسهم مجانية مما يزيد من عدد الأسهم التى يملكونها ، هذا علاوة على احتمال إنخفاض هذه الأرباح فى المستقبل لزيادة عدد الأسهم .

ينظر إلى الأرباح المحتجزة كبديل لدفع الأرباح للمساهمين ، فإذا لم يتم إحتجاز هذه الأرباح ، فإنها ستوزع حتماً على المساهمين . وتعاذل تكلفة الفرصة البديلة هذه الأرباح ، بمعنى أنها تساوى العائد الذى من المفروض أن يتسلمه المساهمون لو لم يتم إحتجاز الأرباح . وهناك بديلان لإحتجاز هذه الأرباح ، هما :

I. توزيع الأرباح على المساهمين بنسبة معينة ، وقد يقوم كل مساهم بإستثمار هذه العوائد .

II. إستثمار المنشأة لهذه الأرباح فى شكل استثمارات خارجية ، مقابل عائد معين من هذا الاستثمار .

ولذلك يلاحظ أن هناك طريقتين لحساب تكلفة الأرباح المحتجزة : الأولى تعتمد على الأرباح الموزعة على المساهمين ، والثانية تعتمد على عائد الإستثمار الخارجى . وعليه ، فإن تكلفة الأرباح المحتجزة تحسب كما يلى :

- فى حالة الإعتماد على الأرباح الموزعة على المساهمين :

▪ على إفتراض عدم وجود ضرائب وعمولات ، تصبح :

تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة الأسهم العادية

$$= \frac{\text{الأرباح المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم (١ - تكلفة إصدار السهم)}} + \text{الزيادة المتوقعة فى الأرباح الموزعة للسهم}$$

▪ على إفتراض وجود ضرائب وعمولات ، تصبح :

تكلفة الأرباح المحتجزة = تكلفة الأسهم العادية =

$$\frac{\text{الأرباح المتوقعة للسهم}}{\text{القيمة السوقية للسهم (١ - تكلفة إصدار السهم)}} + \frac{\text{الزيادة المتوقعة فى الأرباح الموزعة للسهم}}{\text{(١ - نسبة الضريبة) (١ - نسبة العمولة)}}$$

- فى حالة الإعتماد على الإستثمارات الخارجية :
يعتمد حساب تكلفة الأرباح المحتجزة ، والتي تتعلق بالإستثمارات الخارجية للأرباح ، على نسبة الضريبة التي يدفعها المساهمون ، ومن الصعوبة تقدير النسب المختلفة للضريبة لكل مساهم ، مما يجعل هذه الطريقة غير مناسبة للإستخدام .

الإختيار بين مصادر التمويل المختلفة

بعد التعرف على مصادر التمويل المختلفة وتكلفتها - يبقى تساؤل هام هو : كيف يتم إختيار المصدر المناسب من مصادر التمويل المختلفة خاصة الطويلة الأجل ؟.

وفى هذا ، نورد فيما يلى بعض الاعتبارات المطلوب مراعاتها عند إختيار مصدر التمويل الملائم :

✓ التكلفة ، حيث التركيز يجب أن يكون على أساس تكلفة كل مصدر ، وإختيار المصدر الأقل تكلفة .

✓ أسعار الفوائد السائدة ، حيث يجب تجنب المصادر التمويلية ذات التكلفة المرتفعة نتيجة لتذبذب هذه الأسعار فى السوق المالية .

✓ ربحية المنشأة ، حيث من الأفضل إختيار المصادر التمويلية التي تكون نسبة ربحية المنشأة أعلى من نسبة الفوائد المدفوعة على هذه المصادر .

✓ مكونات رأس المال ، حيث من الأفضل أن تعمل المنشأة بقدر الإمكان على الاحتفاظ بنسب متوازنة من مصادر التمويل المختلفة .

✓ طبيعة نشاط المنشأة ، حيث يجب مراعاة حالة الأصول الثابتة فى ضوء عمل المنشأة ، فقد تكون هذه المنشأة مجبرة على إصدار الأسهم بدلاً من السندات ، خاصة إذا كانت لا تمتلك الكثير من هذه الأصول لرهنها ، أو لبيع السندات بضمانتها كالبنوك على سبيل المثال .