

يم ال

بات الحصول على شهادة الماستر في ال مالية والمحاسبة

_____ : مالية المؤسسة

:

صيغ التمويل الخارجي وأثرها على هيكل رأس مال

المؤسسة

—دراسة حالة مؤسسة "سوناطراك"—

:

. دحية عبد الحفيظ

كعرار سيف الإسلام

" " :

.2015/05/11 : 2015/04/05 : :

2016/2015

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



شكر وتقدير

أحمد الله عز وجل الذي منحني القدرة وأعانني على إنجاز هذا العمل ووفقني إلى ذلك فهو خير من نتوكل عليه.

أتوجه بجزيل الشكر وأسمى عبارات العرفان والامتنان إلى أستاذي "عبد الحفيظ دحية" الذي كان لي خير موجه وناصح ومعين أثناء إعداد هذه المذكرة.

كما أتقدم بشكر خاص إلى السادة وعلى رأسهم:

مأطري في المؤسسة السيد "فريد العارف" المدير النائب بمديرية الاتصال والعلاقات العامة الذي ساعدني في عملي.

الإطار المالي السيد "إيدر مسعودي"، نائب رئيس قسم المالية السيد "عبد المجيد بن أعراب"، الإطار المالي السيدة "بوشلوح فايذة"، الذين لم ييخلوا علي وأمدوني بكل ما احتاجه.

كما لا أنسى أن أقدم شكري للسيدة "حمدوش عائشة" الأستاذة بالمدرسة العليا للتجارة، التي ساهمت في هذا العمل وأشكر أيضا كل عمال شركة "سوناطراك"، وكل عمال المدرسة العليا للتجارة وكل من ساعدني من قريب أو بعيد.

الإهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

"وقل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون"

صدق الله العظيم

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك ولا تطيب الآخرة إلا بعفوك، ولا تطيب الجنة إلا برؤيتك جل جلالك، إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة، ونصح الأمة إلى نبي الرحمة ونور العالمين سيدنا محمد عليه أفضل الصلاة وأزكى التسليم.

إلى من كلله الله بالهبة والوقار، إلى من علمني العطاء دون انتظار، أرجو من الله أن يطيل في عمرك لتري الثمار بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجومًا أهتدي بها اليوم وفي الغد وإلى الأبد "والدي العزيز"

إلى ملاكي في الحياة، إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني إلى بسمة الحياة وسر الوجود، إلى من كان دعائها سر نجاحي، إلى أغلى الحبايب "أمي العزيزة"

إلى من بحبهم يجري في عروقي ويلهج بذكراهم فؤادي إلى إخوتي "سارة ونور الهدى و أيمن"

إلى جميع الأهل والأقارب من قريب ومن بعيد، إلى ينابيع الصدق الصافي، إلى من معهم سعدت وبرفقتهم سرت في دروب الحياة الحلوة والحزينة، إلى من عرفت كيف أجدهم وعلموني ألا أضيعهم، زملائي ورفاق دربي، أمين، وليد، دردوق، لطفي، رضا، فارس، خالد، سمير، إلياس، فيصل، بلال، يوسف.

إلى جميع زملائي فرع "مالية المؤسسة" دفعة 2015، إلى من صاغوا لنا علمهم حروفًا وأفكارهم منارة للعلم والنجاح إلى أساتذتنا الكرام، وأخص بالذكر أستاذي القدير "عبد الحفيظ دحية" الذي لم يبخل علي بعطائه لإنجاز وإتمام هذا العمل، سيقف قلبي هذا ليستقر بين أنظاركم ما كتبت لعلها هذه الكلمات تكون خير معينة حتى تتذكروني.

سيف الإسلام

الفهرس العام:

I	الفهرس العام
VII	قائمة الجداول
VIII	قائمة الأشكال
IX	قائمة الملاحق
أ - هـ	المقدمة العامة
01	الفصل الأول: هيكل رأس المال في المؤسسة وتكلفته
02	مقدمة الفصل الأول.....
03	المبحث الأول: أساسيات حول هيكل رأس المال.....
03	المطلب الأول: الهيكل المالي ومكوناته.....
03	1- ماهية التمويل.....
05	2- الهيكل المالي في المؤسسة.....
07	المطلب الثاني: هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي.....
07	1- مفهوم هيكل رأس المال.....
08	2- مكونات هيكل رأس المال.....
08	3- محددات هيكل رأس المال.....
09	المطلب الثالث: النظريات التقليدية المفسرة لهيكل رأس المال.....
09	1- المدخل التقليدي.....
11	2- مدخل صافي الربح.....
12	المطلب الرابع: النظريات الحديثة لهيكل رأس المال.....
12	1- مدخل ميلر و موديجلياني.....
16	2- نظرية التوازن.....

21	.....المبحث الثاني: تكلفة هيكل رأس المال
21	.....المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال وأهميتها
21	.....1- مفاهيم تكلفة التمويل
21	.....2- أهمية تكلفة رأس المال
22	.....3- الميزج الأمثل لعناصر هيكل رأس المال
22	.....المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل الداخلي
22	.....1- تكلفة الأرباح المحتجزة
22	.....2- تكلفة مخصصات الاستهلاك
23	.....المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل الخارجي
23	.....1- تكلفة الأسهم العادية
23	.....2- تكلفة الأسهم الممتازة
24	.....3- تكلفة السندات
25	.....المبحث الثالث: أمثلية هيكل رأس المال
25	.....المطلب الأول: العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال في المؤسسة
25	.....1- عامل المرونة المالية
25	.....2- الخطر والدخل
26	.....3- درجة الرقابة أو السيطرة على الشركة
26	.....4- التوقيت
26	.....المطلب الثاني: الهيكل الأمثل لرأس المال
27	.....1- تحليل التعادل
29	.....2- الرفع الكلي
29	.....المطلب الثالث: التكلفة الوسيطة المرجحة

30	1- مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وأهميتها.....
30	2- نموذج لقياس تكلفة الأموال بدلالة التكلفة الوسيطة المرجحة للأموال.....
33	..... خلاصة الفصل الأول
34	الفصل الثاني: صيغ التمويل الخارجي
35	..... مقدمة الفصل الثاني
36	..... المبحث الأول: أساسيات حول صيغ التمويل الخارجي
36	..... المطلب الأول: صيغ التمويل الخارجي قصيرة الأجل
36	1- تعريف التمويل قصير الأجل.....
36	2- أنواع التمويل قصيرة الأجل.....
39	..... المطلب الثاني: صيغ التمويل الخارجي متوسطة الأجل
40	1- تعريف التمويل متوسط الأجل.....
41	..... المطلب الثالث: صيغ التمويل الخارجي طويلة الأجل
41	1- الأسهم كمصدر للتمويل.....
45	2- السندات كمصدر للتمويل.....
49	..... المبحث الثاني: عمليات القرض السندي في سوق السندات
49	..... المطلب الأول: ماهية السوق السندي
49	1- مفهوم السوق السندي.....
49	2- خصائص السوق السندي.....
50	3- مزايا وعيوب التمويل عن طريق السوق السندي.....
51	..... المطلب الثاني: إصدار وتسعير القرض السندي
51	1- الشروط العامة للإصدار.....
51	2- الأطراف المشاركة في عملية إصدار السندات.....

52	..... 3- تسعير السندات
53	..... المطلب الثالث: تداول وإنهاء القرض السندي
53	..... 1- تداول القرض السندي
54	..... 2- إنهاء عملية القرض السندي
57	..... المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي
57	..... المطلب الأول: تأثير تكلفة الأموال على قرار التمويل عن طريق السوق السندي
57	..... 1- العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال
58	..... 2- مبررات وحدود اللجوء إلى السوق السندي كمصدر تمويل
62	..... المطلب الثاني: تأثير الرفع التشغيلي والرفع المالي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي
62	..... 1- تأثير الرفع التشغيلي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي
63	..... 2- تأثير الرفع المالي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي
64	..... خلاصة الفصل الثاني
الفصل الثالث: تمويل المؤسسات الجزائرية عن طريق السوق السندي	
"حالة الشركة الجزائرية سوناطراك"	
65	.....
66	..... مقدمة الفصل الثالث
67	..... المبحث الأول: تقديم مؤسسة "سوناطراك"
67	..... المطلب الأول: تاريخ مجمع سوناطراك
67	..... 1- مرحلة إنشاء شركة "سوناطراك"
71	..... المطلب الثاني: أهداف سوناطراك
71	..... المطلب الثالث: تنظيمها
73	..... 1 - المديرية العامة
73	..... 2 الهيئات العملية

75	.....	3- الهيئات الوظيفية.....
79	.....	المبحث الثاني: مجمل القروض السنديية التي أصدرتها شركة "سونا طراك".....
79	.....	المطلب الأول: القرض السندي سوناطراك.....
79	.....	1- تعريف القرض السندي "سونا طراك".....
79	.....	2- الأسباب التي دفعت شركة "سوناطراك" إلى إصدار السندات.....
79	.....	3- الترخيص.....
81	.....	4- نوع الإصدار.....
81	.....	5- واجبات المؤسسة المقترضة "سوناطراك".....
81	.....	6- دور ومهمة المسؤول الرئيسي.....
81	.....	7- نقابة الإصدار.....
83	.....	المطلب الثاني: منهجية البحث الميداني.....
83	.....	1- عينة الدراسة وحدودها الزمني.....
84	.....	2- أساليب التحليل الإحصائي والبيانات المستخدمة.....
84	.....	3- وصف متغيرات الدراسة وكيفية قياسها.....
86	.....	المبحث الثالث: السلوك التمويلي لشركة سوناطراك.....
86	.....	المطلب الأول: دراسة الوضية المالية لشركة "سوناطراك".....
86	.....	1- إعداد الميزانية المالية.....
88	.....	2- دراسة الميزانية المالية.....
88	.....	المطلب الثاني: تحليل الوضية المالية لشركة "سوناطراك".....
88	.....	1- بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي.....
91	.....	2- بالاعتماد على النسب المالية.....
95	.....	المطلب الثالث: تحديد واختبار النموذج.....

96	.....1- الارتباطات الشنائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع
96	.....2- تحليل النتائج لنموذج الانحدار الخطي البسيط
99	..... خلاصة الفصل الثالث
101	..... الخاتمة العامة
105	..... قائمة المراجع

الملاحق

الملخص

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
31	نموذج لقياس التكلفة المرجحة للأموال	01
44	المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة	02
48	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	03
80	خصائص وشروط القرض السندي "سونا طراك" لسنة 1998	04
82	نسبة مشاركة كل نقابة في الإصدار	05
83-82	خصائص وشروط القرض السندي "سونا طراك" لسنة 2004	06
87	الميزانيات المالية المختصرة لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006	07
89	مؤشرات التوازن المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006	08
91	نسب الهيكل المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006	09
93	نسب الرفع المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006	10
94	نسب قابلية التسديد لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006	11
96	الارتباطات الثنائية بين المتغير المستقل X والمتغير التابع Y	12
96	ملخص نموذج الانحدار لمتغيرات الدراسة	13
97	اختبار تحليل التباين لمتغيرات الدراسة	14
98	معاملات نموذج الدراسة	15

قائمة الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
06	العلاقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال	01
10-09	العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقا للمدخل التقليدي	02
10	المستويات الثلاث لتكلفة الأموال	03
12-11	العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي الربح	04
14	استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي في ظل غياب الضرائب	05
15	تكلفة رأس المال للمؤسسة المرفوعة في ظل وجود الضرائب	06
17	العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس	07
18	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس	08
19	تكاليف الوكالة في المؤسسة	09
20	العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة	10
27	تحديد نقطة التعادل	11
28	نقطة التعادل	12
60	سيرورة تمويل المؤسسة	13
72	الهيكل التنظيمي لشركة "سوناطراك"	14
89	تطور مؤشرات التوازن المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996 - 2006	15
92	تطور نسب الهيكل المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996 - 2006	16
93	تطور نسب الرفع المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996 - 2006	17
95	تطور نسب قابلية التسديد لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996 - 2006	18

قائمة الملاحق

العنوان	الرقم
الميزانية المالية المختصرة للسنوات 1996 – 2006	01
خصائص وشروط القرض السندي "سوناطراك" لسنة 1998 "12 مليار"	02
خصائص وشروط القرض السندي "سوناطراك" لسنة 1998 "5 ملايين"	03
خصائص وشروط القرض السندي "سوناطراك" لسنة 2003	04
اتفاقية رفع القرض السندي "سوناطراك" لسنة 1998	05
نقابات الإصدار	06
نسبة مشاركة كل نقابة في الإصدار	07
تقدير النموذج لمتغيرات الدراسة	08

المقدمة عامة:

تتواجد المؤسسات الاقتصادية في الوقت الحالي في بيئة متغيرة جعلها كثيرة التقلب، وأصبح من الضروري الاهتمام بالمشكل المالي المرتبط بجيائها، لذا تحرص هذه المؤسسات من خلال إدارتها المالية على تحديد البدائل المتاحة لها، وكذا كمياتها والوقت المناسب للحصول عليها وأوقات صرفها، من أجل المفاضلة بينها واختيار انسبها بعد القيام بدراستها، وتحديد خطط مالية تركز على الرشادة والعقلانية من أجل تسيير الأموال المتوفرة لديها وتحقيق التوازن المالي، ويتجلى كل ذلك من خلال اختيار المصادر التمويلية المناسبة، هذه الأخيرة تتعدد وتباين خصائصها وتختلف تكاليفها وشروط الحصول عليها.

فإذا تعلق الأمر بتمويل الاستثمارات نجد بأن المؤسسة أمام خيارين، فإما تلجأ إلى مصادر التمويل الداخلي من خلال مواردها الخاصة، وإما التمويل الخارجي عن طريق زيادة رأس المال، أو اللجوء إلى الديون متوسطة أو طويلة الأجل، غير أن أغلب المؤسسات تلجأ إلى البنوك، إلا أن هذا الأخير يتطلب شروطا وضمانات كثيرا ما شكلت عائقا للمؤسسات، ومن هنا ظهرت الحاجة إلى بدائل تمويلية أخرى تمثلت في التمويل الدائم، الذي وإن تعددت مصادره واختلفت أشكاله إلا أننا نجد بأن المؤسسة تفضل اللجوء إلى هذا النوع من التمويل عن طريق الأسواق المالية من أجل تغطية حاجاتها من التمويل الطويل الأجل.

وبناء على ما سبق، نجد المؤسسة الاقتصادية نفسها محل مفاضلة بين بديلين أساسيين هما: التمويل عن طريق الأسهم والتي تمثل حقوق الملكية، أو عن طريق السندات التي تأخذ صورة الاستدانة، والقرار بهذا الشأن مهم جدا إذ يعتمد عليه مدى نجاح المؤسسة في تجميع تلك الأموال، واستجابة السوق لها.

إضافة إلى ذلك فإن لقرار اختيار البديل التمويلي طويل الأجل تأثير على مردودية المؤسسة، وبالتالي على قيمتها ككل، لذلك تحرص المؤسسة على تشكيل هيكل تمويلي مناسب يوفق بين الأموال الخاصة وأموال الاستدانة من جهة، وبين العائد والمخاطرة من جهة أخرى، وعادة ما تشكل السندات بديلا تمويليا مغريا للمؤسسات الاقتصادية، كونها تساهم في زيادة صافي ربح المتاح للمساهمين، بفضل آلية الرفع المالي والوفورات الضريبية المحققة من خصم المصاريف المالية المترتبة عن القرض السندي من النتيجة الخاسرة للضريبة، غير أنها ترفع من مخاطر المؤسسة بسبب زيادة تقلب عائد الأسهم وارتفاع مخاطر الإفلاس.

ولقد قطعت الجزائر منذ الاستقلال عدة أشواط في مسار تطوير الاقتصاد الوطني عن طريق ترقية أساليب تسيير مؤسساتها العمومية والاقتصادية بداية من مرحلة التسيير الذاتي ثم الشركة الوطنية وبعد ذلك التسيير الاشتراكي للشركات ومن ثم المؤسسة الاقتصادية العمومية وصولا إلى سياسة الإصلاحات الاقتصادية والخصوصية، تزامنا مع المرور إلى اقتصاد السوق الذي فرض هيمنته على العالم وقد شملت هذه الإصلاحات إصلاح القطاع المالي والمصرفي بصفته الركيزة الأساسية للاقتصاد الوطني، ومواكبة لهذا التطور جاء التفكير في إنشاء بورصة القيم المنقولة التي عرفت انطلاقة متباطئة بانضمام أربع مؤسسات عمومية فقط: سوناطراك، رياض سطيف، الأوراسي، صيدال، لتتدمر بعدة مؤسسات أخرى على غرار مؤسسة: سيفيتال، المؤسسة الوطنية للأشغال العمومية، سونلغاز...

1- إشكالية البحث:

هل تشكل السندات البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية ؟ وإلى أي مدى تساهم في تحسين هيكل رأسمالها ؟

هذا التساؤل يحمل في طياته مجموعة من الأسئلة الفرعية أهمها:

- ماذا يقصد بهيكل رأس مال المؤسسة ؟ وعلى أي أساس يمكن قياس تكلفته ؟
- أين تكمن أهمية السندات كمصدر تمويلي طويل الأجل؟ وما هي الأسباب التي تدفع المؤسسات الاقتصادية إلى اللجوء إليها ؟
- فيما يتجلى أثر التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية ؟

وقد اعتمدنا في الإجابة على هذه التساؤلات على جملة من الكتابات و البحوث النظرية، إضافة إلى نتائج الدراسة الميدانية للبحث، وقد تم اقتراح الفرضيات التالية:

2- الفرضية الرئيسية:

تعتبر السندات الشكل الأمثل لتمويل المؤسسات الاقتصادية، وتوفر التمويل الكافي على المدى الطويل مما يسمح للمؤسسات بتوسيع استثماراتها قصد الاستمرارية والنمو.

للإجابة على باقي التساؤلات المطروحة يمكن وضع الفرضيات الفرعية التالية:

- يعتبر هيكل رأس المال التمويل الدائم للمؤسسة تقاس تكلفته على أساس تكلفة العناصر المكونة له.
- تعد السندات صكوك قابلة للتداول تمثل قرضا وتوفر تمويلا مستقرا طويل الأمد للمؤسسة المصدرة، تلجأ إليه المؤسسات لكونه يعد الأقل تكلفة من بين المصادر التمويلية الأخرى.
- يساهم القرض السندي في زيادة القيمة السوقية للمؤسسة مع زيادة العائد الذي يحصل عليه حملة الأسهم العادية في حالة انخفاض تكلفة الديون المالية، كما أن بإمكانه أيضا أن يسبب انخفاضا في قيمتها السوقية إذا ما كانت تكلفة هذه الديون أكبر من العوائد التي حققتها عملية استخدامها.

3- أهمية البحث:

تكمن أهداف دراستنا في مجموعة من النقاط يمكن حصرها كما يلي:

- التعريف بهيكل رأس المال في المؤسسة، وإعطاء نظرة شاملة على محددات أمثلته.
- التعريف بالقرض السندي كأداة تمويلية.
- تحديد أثر التمويل بالقرض السندي على المؤسسة الاقتصادية.
- التقرب من المؤسسات الاقتصادية الجزائرية ومعرفة أسباب اختيار القرض السندي كبديل تمويلي طويل الأجل.

4- دوافع اختيار الموضوع:

وتعود دوافع ومبررات اختيارنا لهذا الموضوع بالدرجة الأولى إلى عدة اعتبارات أهمها:

- بحكم انسجام الموضوع مع تخصص العلمي للباحث ألا وهو " مالية المؤسسة "، وكذا الميل الشخصي لدراسة المواضيع المتعلقة بالمالية.
- يقيننا الشخصي بأهمية هذا الموضوع، وكذا الدور الذي تلعبه السندات في تشكيل هيكل رأس مال مثالي للمؤسسة وتعزيز فرصها الاستثمارية.
- المساهمة في إثراء مكتبتنا بمرجع جديد في هذا المجال نظرا لقلّة الدراسات التي تتناول الموضوع بشكل مفصل، والذي يعتبر الدافع الرئيسي المشجع لاختياره.
- نظرا لكون معظم الدراسات السابقة تهتم بالبورصة على المستوى الكلي، سواء أكان ذلك بدراسة البورصات في العالم، أو بظهور بورصة الجزائر ومقارنتها بالبورصات الأخرى، لذا جاء هذا البحث كدراسة على المستوى الجزئي بالتعرض لسوق الأسهم والسندات، وكذا التطرق إلى إشكالية اختيار أساليب التمويل المناسبة للمؤسسات الاقتصادية الجزائرية.
- كون الشركة الوطنية "سوناطراك" تعد من بين أكبر وأهم المؤسسات الاقتصادية بالجزائر، إضافة إلى كونها تعد أول متعامل في السوق السندي الجزائري.

5- صعوبات البحث:

إن إجرائنا لهذا البحث واجهته عدة صعوبات يمكن حصرها في النقاط التالية:

- نقص وصعوبة الحصول على المراجع المتخصصة في التمويل الطويل الأجل والتمويل عن طريق السوق السندي.
- الخدمات المكتبية السيئة خاصة في صعوبة الحصول على مراجع.
- صعوبة الحصول على معلومات دقيقة في دراستنا التطبيقية نظرا لخصوصية بعض منها، وبالتالي تعذر الحصول عليها من طرف المؤسسة.

6- الطريقة المنهجية للبحث:

اعتمدنا في هذا البحث عموما على المناهج المستعملة في الدراسات التطبيقية، وعليه سيغلب استخدام المنهج الوصفي التحليلي على مختلف فصول الدراسة قصد فهم معالم الموضوع، وفي هذا الإطار استخدمنا مجموعة من المراجع يمكن حصرها في:

الكتب، رسائل الماجستير والدكتوراه، المقالات والانترنت، وهذا لأخذ نظرة متكاملة وشاملة عن الموضوع وللوقوف على ما تناوله هذه المصادر في هذا المجال.

بالإضافة إلى المنهج المستعمل في الجانب التطبيقي، ومن أجل إبراز مدى إسقاط واستعمال المفاهيم الواردة في الجانب النظري على أرض الواقع، اعتمدنا على مزيج من أدوات التحليل المالي، من خلال جمع البيانات المالية المتعلقة بالمؤسسة محل الدراسة قصد الوصول إلى نتائج علمية حول الموضوع.

7- إطار الدراسة:

سوف تتمحور الدراسة في الجانب النظري حول استعراض المفاهيم العامة الخاصة بهيكل رأس المال في المؤسسة، أما صيغ التمويل الخارجي فلن تقتصر دراستنا فقط على كونها أدوات تمويلية فقط، بل ستمتد إلى استعراض خاص لصيغة هامة من هذه الصيغ ألا وهي السندات وصولاً إلى العوامل التي تؤثر على قرار تمويل المؤسسة بهذا النوع من التمويل.

أما الجانب التطبيقي من الدراسة فسيكون متعلق بالشركة الوطنية "سوناطراك" من خلال تقديم عام للشركة، وكذا تقييم تجربة هذه الشركة كونها أول متعامل في السوق السندي، وامتدت الدراسة إحدى عشر سنة من سنة 1996-2006، وهذا راجع إلى الفترة التي قامت بها شركة "سوناطراك" بإصدار السندات.

8- هيكل البحث:

للإجابة على الإشكالية المطروحة ومن خلال التساؤلات الفرعية لها والفرضيات المطروحة، قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول متكاملة يمزج كلا منها بين الدراسة النظرية والتطبيقية، فالفصل الأول مخصص لدراسة هيكل رأس المال في المؤسسة وتكلفته، وهو يتفرع إلى أربعة مباحث: الأول يتناول الهيكل المالي ومكوناته، هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي، النظريات التقليدية المفسرة لهيكل رأس المال، وأخيراً النظريات الحديثة المفسرة لهيكل رأس المال، أما المبحث الثاني فتطرقنا فيه إلى مفهوم تكلفة رأس المال وأهميتها، تكلفة مصادر التمويل الداخلي، تكلفة مصادر التمويل الخارجي، وصولاً إلى المبحث الثالث الذي خصصناه لإبراز أمثلية هيكل رأس المال من خلال ذكر العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال في المؤسسة، الهيكل الأمثل لرأس المال، التكلفة الوسيطة المرجحة.

الفصل الثاني فدار محتواه حول صيغ التمويل الخارجي، أين تناول مبحثه الأول أساسيات حول أدوات التمويل الخارجي: قصيرة الأجل، متوسطة الأجل، طويلة الأجل، أما المبحث الثاني فأبرزنا من خلاله عمليات القرض السندي في سوق السندات، عن طريق تقديم مفهوم السوق السندي، إصدار وتسعير السوق السندي، تداول وإنهاء السوق السندي، أما المبحث الثالث فخصصناه لإبراز العوامل التي تؤثر على قرار تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي.

الفصل الثالث والأخير في دراستنا كان إسقاطاً تطبيقياً للفصلين السابقين على الشركة الوطنية "سوناطراك"، أين خصص المبحث الأول لتقديم عام للمؤسسة البترولية، أما المبحث الثاني فذكرنا فيه مجمل القروض السندي التي أصدرتها المؤسسة، والمبحث الثالث و الأخير تطرقنا فيه إلى دراسة السلوك التمويلي للمؤسسة عن طريق دراسة وتحليل وضعيتها المالية، وكذا اختبار صحة نموذج الدراسة بالاعتماد على الأساليب الإحصائية لنبرز مدى تأثير التمويل بالقرض السندي على هيكل رأس مال المؤسسة.

تتحقق التركيبة المثلى لهيكل رأس المال في المؤسسة عند تساوي التكاليف الحدية للإفلاس مع الاقتصاد الحدي للضرائب، أما في حالة وجود تكاليف الوكالة فإن المستوى الأمثل لهيكل رأس المال يتحقق بتعادل الوافرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع مجموع كل من تكلفة الإفلاس وتكلفة الوكالة.

مقدمة الفصل الأول :

تقوم المؤسسة بتحديد البدائل المتاحة لها عند اختيار طرق التمويل المناسبة، رغبة منها في تكوين هيكل رأس مال مثالي، ومن ثم تقوم المؤسسة بالمفاضلة بين هذه البدائل من خلال تحديد تكلفة ومخاطر كل بديل واختيار الأنسب منها، بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطر، وينتج تكوين هيكل رأس مال مثالي تكون فيه تكلفة مصادر التمويل في أدنى حد لها، ما يؤدي إلى رفع القيمة السوقية للمؤسسة.

تحديد هيكل رأس مال المؤسسة يعد من بين أهم المواضيع التي حظيت باهتمام متزايد من قبل الدارسين في مجال الإدارة المالية، مما أسفر عن ظهور مجموعة كبيرة من الدراسات التي تحاول إبراز المحددات الأساسية في تشكيله، وكذا تركيبة المصادر التمويلية التي تحقق هيكل رأس مال مثالي.

وللوقوف على ما سبق، يمكن تقسيم هذا الفصل إلى المباحث التالية:

- أساسيات حول هيكل رأس المال.

- تكلفة هيكل رأس المال.

- أمثلة هيكل رأس المال.

المبحث الأول: أساسيات حول هيكل رأس المال

إن مشكلة اختيار هيكل رأس المال قد أثارت جدلا حادا من خلال وجهات النظر المتناقضة بين كتاب الإدارة المالية والتي بدأت تظهر بعد سنة 1952، وهذا ما سنحاول التطرق إليه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: الهيكل المالي ومكوناته

إن التطور الذي عرفته وسائل التمويل يعود بالدرجة الأولى إلى الخاصية الإستراتيجية للهيكل التمويلية، إذ تعكس هذه الأخيرة طبيعة الإستراتيجية المالية التي تسمح للمؤسسة بمباشرة نشاطها، كون التوليف الأمثل لقرارات التمويل وتوزيع الأرباح يؤدي إلى تعظيم قيمتها السوقية

1- ماهية التمويل

وجب أولا التعرض إلى ماهية التمويل قبل التطرق إلى ذكر ماهية الهيكل المالي، وذلك لما للتمويل من تأثير فعال على جميع الوظائف الأخرى داخل المؤسسة، إضافة إلى ذلك فهو يعتبر النواة الأساسية التي تعتمد عليها في توفير مستلزماتها الإنتاجية، وتسديد جميع مستحقاتها ونفقاتها.

1-1- مفهوم التمويل

يعد التمويل آخر فروع علم الاقتصاد الذي لم يحض باهتمام كبير من طرف الباحثين والمفكرين في النظرية الاقتصادية، بحيث نشأ إحساس بضرورة وضع المبادئ الكلية اللازمة لنظرية التمويل، وقد تباينت وجهات نظر الباحثين حول أهمية التمويل وأثره على التنمية، حيث تعددت المفاهيم بتعدد المدارس الاقتصادية، فحسب "بيتش" التمويل هو إمداد الأموال اللازمة في أوقات الحاجة إليها.

كما يعرف بأنه "توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع أو تطوير مشروع خاص أو عام حيث يتضمن التمويل جميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية بجعل استخدام الأموال استخداما اقتصاديا بما في ذلك الاستخدامات البديلة ودراسة تكلفة المصادر المتاحة والنظر إلى القضايا المالية على أنها غير منفصلة عن الأعمال الأخرى كالإنتاج أو التسويق"¹

تختلف وجهات نظر الباحثين في تقديم تعريف للتمويل، إلا أنهم يجمعون على أن التمويل يعني "توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع وتطوير مشروع خاص وعام".

ومن خلال هذين التعريف نستخلص ما يلي:²

¹ سيد الهواري، الإدارة المالية، تجارة عين شمس، الطبعة السادسة، 1996 13-14

² فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999 16.

- 1- التمويل خاصا بالمبالغ النقدية وليس السلع والخدمات.
- 2- أن يكون التمويل بالمبالغ المطلوبة لا أكثر ولا أقل.
- 3- الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع الخاصة أو العامة.
- 4- أن يقدم التمويل في الوقت المناسب، أي في أوقات الحاجة إليه.

1-2- أهمية التمويل

للمويل دور فعال في تحقيق أهداف المؤسسة وذلك من خلال:

- توفيره للأموال اللازمة لنجاح المؤسسة.
- اعتباره الطاقة المحركة لجميع وظائف المؤسسة.
- توفيره لمجال لفتح مناصب عمل جديدة في المؤسسة وبالتالي تحسين مستوى أداء
- تحقيق الأهداف المسطرة من طرف الدولة.
- تحقيق الرفاهية لأفراد المجتمع عن طريق تحسين الوضعية المعيشية لهم (توفير السكن، العمل.....)

1-3- أنواع التمويل

يمكن النظر للتمويل من عدة زوايا تتمثل أساسا في:¹

1-3-1- من زاوية المدة التي يستغرقها

- أ- تمويل قصير الأجل: ويقصد به الأموال التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أي المبالغ النقدية التي تخصص لدفع الأجور وشراء المواد والتوسع الموسمي وغيرها من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من الحصيلة المنتظرة للعمليات الجارية نفسها.
- ب- تمويل متوسط الأجل: ويتراوح ما بين أكثر من سنة إلى خمسة سنوات موضوعة في الغالب يخصص تمويل المشتريات و المعدات و الآلات الخاصة بالربحية التي ستعين على وفاء القرض.
- ج- تمويل طويل الأجل: ينشأ من طلب الأموال لتكوين رأس المال الثابت وتزيد مدته عن خمس سنوات مثل عمليات التوسيع.

1-3-2- من زاوية مصدر الحصول عليه

أ- تمويل ذاتي: التمويل الذاتي هو مجموع الموارد المالية التي توفرها المؤسسة لتمويل حاجياتها وهذا بطريقة ذاتية أي دون اللجوء إلى الغير، وهذه الموارد هي في الأصل تنفرع إلى التمويل الذاتي. كمورد رئيسي بالنسبة لكل دورة، والتنازل عن الاستثمارات كمورد استثنائي (ثانوي) لا يتكرر خلال كل الدورات بل يحدث أحيانا.

ب- التمويل الخارجي: يكون هذا التمويل بلجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية أو عن طريق زيادة رأس مالها بطرح أسهم جديدة في السوق.

1-3-3- من زاوية الغرض الذي يستخدم من أجله

أ- تمويل الاستغلال: نعني به تلك الأموال التي ترصد لمواجهة الاحتياطات والمعاملات قصيرة الأجل والتي تتعلق بتنشيط الدورة الإنتاجية في المؤسسة.

ب- تمويل الاستثمار: ويتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة وتوسيع الطاقة الحالية للمشروع لاقتناء الآلات والتجهيزات وما يليها من العمليات التي تؤدي إلى زيادة التكوين الرأسمالي للمشروع.

2- الهيكل المالي في المؤسسة

قرارات التمويل تظهر في الجانب الأيسر من الميزانية والمعروف بالهيكل المالي، بينما تنعكس قرارات الاستثمار في الجانب الأيمن منها، وسنتطرق لشرح الهيكل المالي بالتفصيل في هذا العنصر.

1-2 مفهوم الهيكل المالي

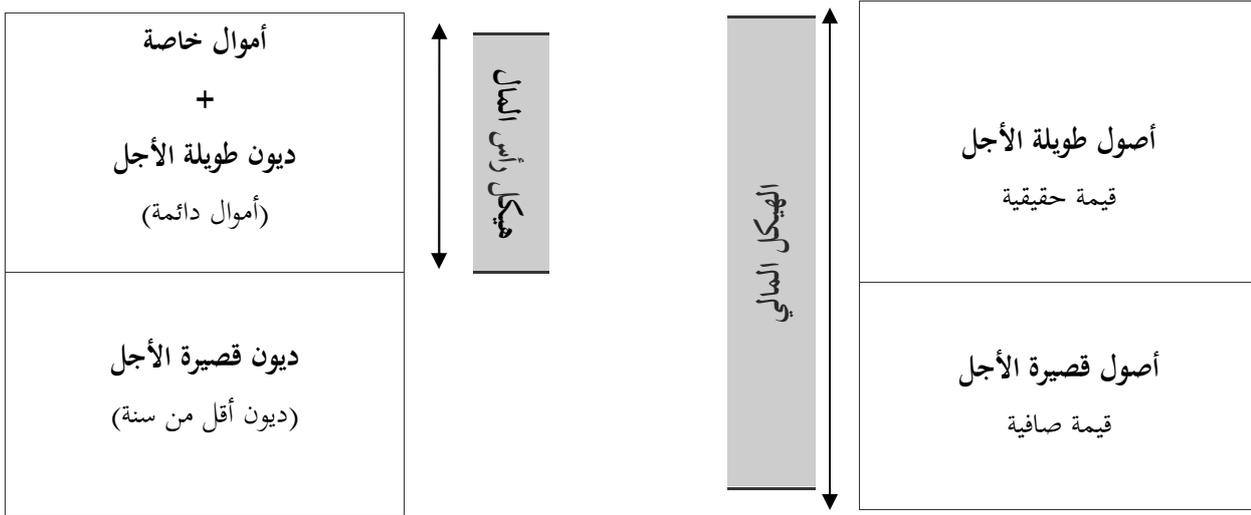
يعرف الهيكل المالي أحيانا بالخطة المالية للمؤسسة، وذلك نظرا لطبيعة تكوين مصادر التمويل طويلة الأجل، مثل السندات، القروض طويلة الأجل، الأسهم الممتازة وحقوق الملكية، ونشير إلى وجود بعض الشركات التي تتجه إلى عدم تخطيط هيكلها المالي، حيث يتكون ذلك بناء على القرارات المالية التي يتخذها المدير المالي دون أي تخطيط مسبق. والملاحظ أن هذه الشركات قد تنجح على المدى القصير، إلا أنها ستواجه مشاكل وصعوبات كبيرة في الحصول على الأموال بهدف تمويل استثماراتها واحتياجاتها على المدى القصير.¹

ولابد في البداية أن نفرق بين المعنى المرتبط بمصطلحين شائعين في هذا المجال، الأول الهيكل المالي والذي يظهر كيفية قيام المنشأة بتمويل أصولها المختلفة، والثاني هيكل رأس المال والذي يقصد به التمويل الدائم للمنشأة والذي يتكون عادة من

القروض طويلة الأجل والأسهم الممتازة وحق الملكية ويستبعد جميع أنواع الائتمان قصير الأجل. وعلى هذا الأساس فإن هيكل رأس المال لمنشأة يعتبر جزءاً من هيكلها المالي.¹

ويمكن توضيح العلاقة بينهما من خلال الشكل التالي:

الشكل-1- العلاقة بين الهيكل المالي وهيكل رأس المال



Source : P. Ramage, *Analyse et diagnostic financier de l'entreprise*, Paris, édition d'organisation, 2001, P119.

من هنا يمكن القول بأن الهيكل المالي يترجم تشكيلة المصادر التي حصلت منها المؤسسة على أموال بهدف تمويل استثماراتها، وتشمل على كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم، سواء كانت تلك العناصر طويلة الأجل أو قصيرة الأجل.²

2-3- مكونات الهيكل المالي.

كما أشرنا سابقاً فالهيكل المالي يتكون من كافة العناصر التي يتكون منها جانب الخصوم في الميزانية، سواء كانت تلك العناصر طويلة أو متوسطة أو قصيرة الأجل، والتي تتمثل في.³

2-3-1- الأموال الخاصة: تشكل الأموال الخاصة مجموعة مصادر التمويل التي تعود ملكيتها لأصحاب المؤسسة، والتي تمثل أحد أهم مصادر التمويل التي تعتمد عليها المؤسسة لتمويل إنفاقها الاستثماري، كونها أصلاً ثابتاً يدعم مركز

¹ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2007، 264.

² سليمان شلال وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي

14 1. 2008 59-58

294-174

³ محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى،

المؤسسة المالي، كما تعد استثمار طويل الأجل إضافة إلى أنها تمثل وقاية للدائنين في حال فشل المؤسسة وكونها مصدرًا متوقعًا للوفاء بالديون. وتضم الأموال الخاصة في عناصرها ما يلي:

أ- رأس المال: يمثل الأموال الجماعية في حالة شركة، أو الأموال الشخصية في حالة مؤسسة فردية.

ب- الأرباح المحتجزة: تتمثل في الجزء غير الموزع من الأرباح على المساهمين خلال السنة المالية السابقة، التي يتم ترحيلها وإضافتها إلى حقوق المساهمين.

2-3-2- الديون: تتمثل الديون في التزامات المؤسسة الناتجة عن علاقاتها مع الغير، وتنقسم الديون إلى¹.

أ- الديون طويلة الأجل: تشمل على جميع الديون التي تستحق في مدة زمنية تتجاوز السنة، ومن أمثلتها: القروض المصرفية، القروض السندية، التمويل التأجيري، وتمثل القروض السندية السبيل الأمثل أمام المؤسسة لما لها من امتيازات وخصائص تميزها عن باقي أنواع الديون الطويلة الأجل، كما أنها تعتبر أساس دراستنا وسيتم التطرق لها بشكل مفصل في الفصل الثاني.

ب- الديون قصيرة الأجل: هي تلك الالتزامات التي يتم سدادها خلال فترة لا تزيد عن سنة مالية، ومن أمثلتها: الإئتمان التجاري، الإئتمان المصرفي، عقود تحويل الفاتورة.

المطلب الثاني: هيكل رأس المال كجزء من الهيكل المالي

1- مفهوم هيكل رأس المال

هيكل رأس المال يمكن تعريفه على أنه: "توليفة مكونة من مجموع مصادر التمويل طويلة الأجل التي تم اختيارها من قبل المؤسسة لتغطية استثماراتها، وتتكون من العناصر المكونة لجانب الخصوم في الميزانية²

إذن فهيكّل رأس المال عبارة عن تشكيلة المصادر طويلة الأجل التي حصلت منها المؤسسة على الأموال بهدف تمويل استثماراتها³، ومن ثم فإنها تتضمن كافة رؤوس الأموال الدائمة والاحتياطيات والقروض طويلة الأجل التي يتكون منها جانب الخصوم، والتي تم الحصول عليها في ظل الشروط، هذا إضافة إلى تكلفة دنيا ناتجة عن استخدام هذه الأموال، فتكلفة هذه الأموال تستخدم للمفاضلة بين المشاريع الاستثمارية، وذلك للوصول إلى هيكل رأس مال مثالي الذي يحقق هدفها المتمثل في تعظيم قيمتها⁴.

1 الإدارة المالية 2008 169-279.

2 عاطف وليد أندوراس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات لإسكندرية مصر، 2008 401.

3 محمد عدنان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة 1993 8.

4 ، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2001 71.

2- مكونات هيكل رأس المال

باعتبار أن هيكل رأس المال جزء من الهيكل المالي للمؤسسة، فهو يتكون من مصادر التمويل طويلة الأجل والتي تتمثل في: الأموال الخاصة، وكذا الديون التي تشمل الديون طويلة الأجل، والتي تم التطرق إليها سابقاً ضمن مكونات الهيكل المالي.

3- محددات هيكل رأس المال

تصادف المؤسسة لدى رغبتها في تبني هيكل رأس المال معين العديد من العوامل التي تحدد معالم هذا الهيكل، ومن أهم هذه المحددات:

3-1- الموقف الضريبي للمؤسسة

أحد أهم الأسباب التي تدفع المؤسسة للتمويل بالقروض، الأمر الذي يخفف من العبء الضريبي على المؤسسة، ولكن قد يفقد الاقتراض لإحدى مزاياه الأساسية نتيجة حصول المؤسسة على إعفاء ضريبي من جراء ترحيل الخسائر للأمام أو الخلف من وعاء الضريبة لعدة سنوات.

3-2- المخاطر المالية

احتمالات تكلفة الضغوط المالية تعتمد على درجة الخطر للنشاط، فهي بالتالي تكون عالية جداً على المؤسسة، بالإضافة إلى الأخطار الخاصة بالرافعة المالية*، فكلما زاد الخطر المالي وخطر النشاط، تعرضت المؤسسة لخطر الاعسار، لذا فإن كثيراً من الشركات تقلل من اعتمادها على الديون بهدف تقليل المخاطر.

3-3- مخاطر النشاط

كلما ارتفعت مخاطر النشاط ووجب تخفيض نسبة التمويل بالديون، لأن هذه المخاطر تشير إلى درجة الخطورة المرتبطة بالعمليات التشغيلية للمؤسسة واستخدام القروض.

3-4- معدل النمو

قد تواجه المؤسسات مخاطر أكبر جراء اعتمادها على القروض مما يقلل درجة الاعتماد عليها. فالمؤسسات التي تتميز بسرعة نموها تعتمد على التمويل باستخدام القروض بشكل كبير، كما أن ارتفاع تكاليف التمويل بالأسمه مقارنة بالدين يشجع المؤسسات على زيادة الاعتماد على الاقتراض.

* يقصد بالرفع المالي اعتماد المؤسسة على الاقتراض من المؤسسات المالية والمصرفية في سد احتياجاتها المالية، سواء أكان ذلك عن طريق القروض أو السندات أو الأسهم الممتازة، باعتبارها مصادر التمويل ذات الدخل الثابت.

3-5- الرفع التشغيلي¹

يمكن للمؤسسة استخدام الرفع المالي (الاقتراض) في حال انخفاض درجة الرفع التشغيلي^{**}، بشكل أفضل من المؤسسات التي تتميز بارتفاع في الرفع التشغيلي، وهذا راجع إلى انخفاض درجة مخاطر النشاط.

المطلب الثالث: النظريات التقليدية المفسرة لهيكل رأس المال:

نحاول في هذه النقطة عرض أهم النظريات المالية التقليدية، التي حاولت الإجابة عن السؤال التالي:

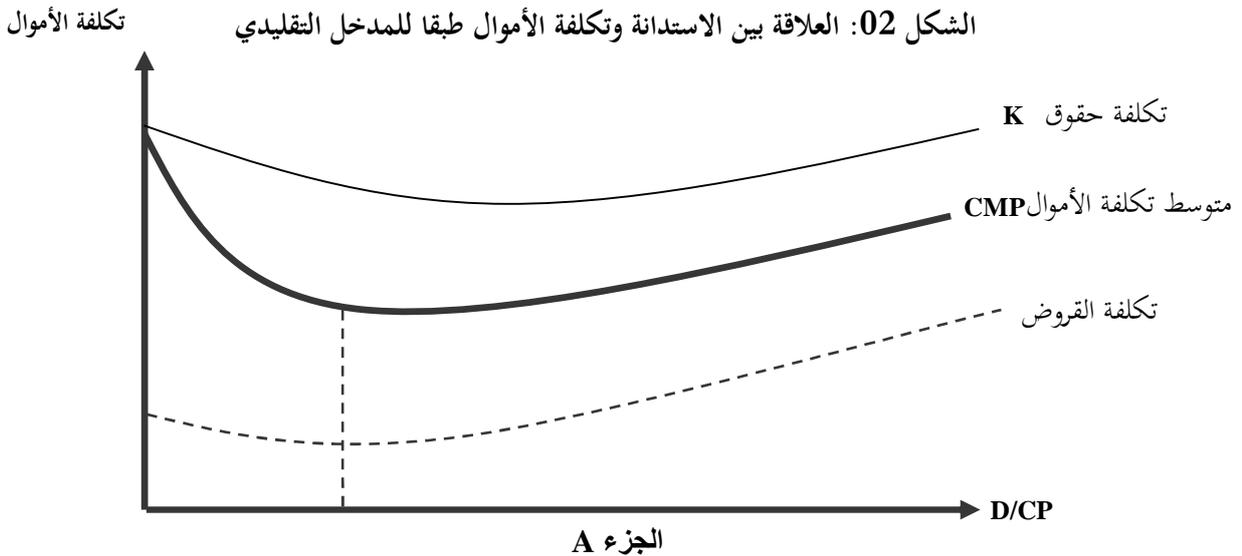
هل يوجد هيكل مالي (تمويلي) أمثل للمؤسسة ؟

يتطلب الأمر التعرف على نظريات مختلفة بخصوص التركيب الأمثل لرأس المال.

1- المدخل التقليدي¹:

تعترف هذه النظرية بوجود علاقة بين الهيكل التمويلي وتكلفة الأموال بمعنى وجود مستوى للرفع المالي (مدى مساهمة الهيكل المالي بالمقارنة بالتمويل عن طريق القروض المختلفة)

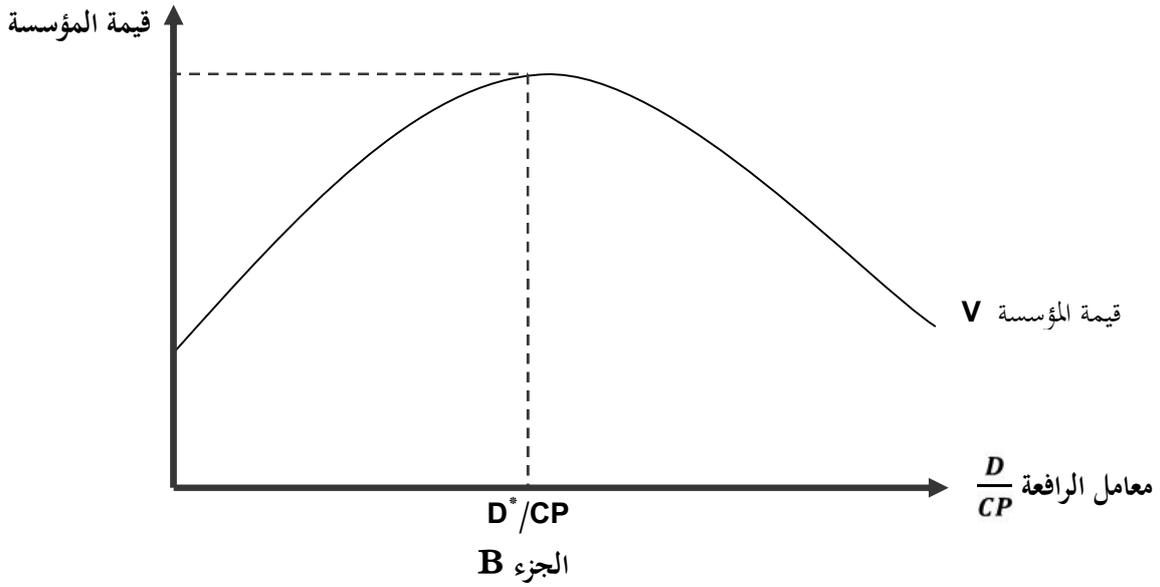
فهذا المدخل يؤيد وجود هيكل تمويلي أمثل، حيث يفترض أن هناك نسبة اقتراض مثالية تنخفض عندها تكلفة الأموال إلى أدنى حد، وبالتالي تصل قيمة المؤسسة إلى أقصاها، ويقوم على أساس افتراض بأن زيادة نسبة الاقتراض ينتج عنها ارتفاع معدل العائد المطلوب من المستثمرين بسبب ارتفاع المخاطر التي يتعرضون لها، إلا أن تكلفة الاقتراض تظل ثابتة إلى حد معين من الاقتراض، ثم تأخذ بعد ذلك في الارتفاع التدريجي²، والشكل التالي يوضح ذلك:



* يقصد بالرفع التشغيلي تضخيم حجم الأرباح عن طريق زيادة الاعتماد على التكاليف الثابتة على حساب التكاليف المتغيرة، مما يؤدي إلى انتقال نقطة التعادل إلى أعلى، أي أن المؤسسات بحاجة إلى حجم مبيعات أكبر لكي تغطي تكاليفها الثابتة.

¹ . الية المعاصرة . 571 .

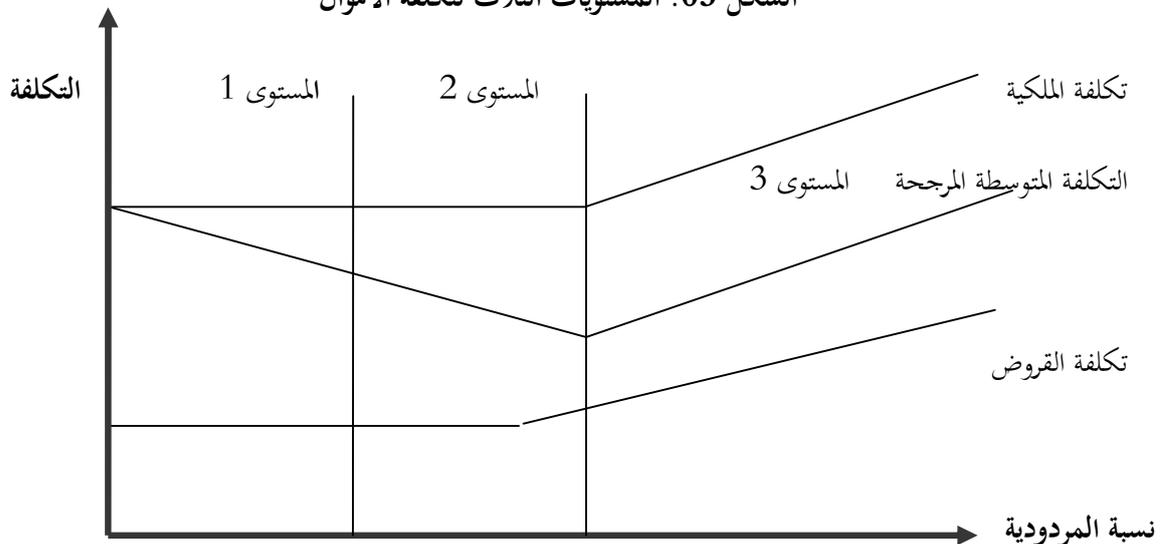
² زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية العدد 32 2009



المصدر: CHARLES-ANDRE VAILHEN ،Op Cit ،P19

الشكل-5- يبين أن تكلفة الأموال تنخفض مع زيادة نسبة الاقتراض إلى أن تصل إلى النقطة $\frac{D}{CP}$ ، ثم تأخذ في الارتفاع، وذلك لأن الاقتراض يظل مصدراً أقل تكلفة من الأسهم العادية، من ثم فإن زيادة الاعتماد عليه تسهم في تخفيض تكلفة الأموال، كما أن الانخفاض في تكلفة الأموال الناجم عن زيادة الأموال المقترضة الأقل تكلفة، يفوق الارتفاع في تكلفة الأموال الناجم عن ارتفاع تكلفة حقوق الملكية، أما بعد النقطة $\frac{D}{CP}$ يحدث العكس، ونتيجة لذلك فإن زيادة الاعتماد على أموال تكلفة لم يعد كافياً لتحقيق تخفيض تكلفة الأموال، أي أن المغالاة في الاعتماد على القروض تؤدي إلى زيادة تكلفة حقوق الملكية¹، وعلى ضوء ذلك يمكن التمييز بين ثلاث مستويات لتكلفة الأموال يوضحها الرسم التالي:

الشكل 03: المستويات الثلاث لتكلفة الأموال



¹ عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002 197

1- المستوى الأول يمثل منطقة تلاشي الخطر نتيجة ضالة نسبة المديونية حيث يتم التمويل أساسا عن طريق الملكية وأن أي زيادة في نسبة المديونية تؤدي إلى تخفيض في التكلفة المرجحة طالما لم تتجاوز المديونية المستوى المقبول حيث تبقى تكلفة القروض دون تغيير يذكر مع التزايد الضئيل في تكلفة الملكية وبذلك يمكن الوصول إلى مستوى أو نقطة تخفيض التكلفة والتي يتحدد عنها الهيكل التمويلي الأمثل.

2- ويمثل المستوى الثاني تجاوز المديونية للنسبة المقبولة وبذلك يزداد الخطر المالي وينعكس أثره على تكلفة القروض وحق الملكية والحصلة هو اتجاه التكلفة المرجحة إلى الارتفاع.

3- المستوى الثالث وهي منطقة الإفراط في استخدام القروض مما يدفع بالتكلفة المتوسطة المرجحة إلى الارتفاع نتيجة تزايد تكلفة القروض والملكية.

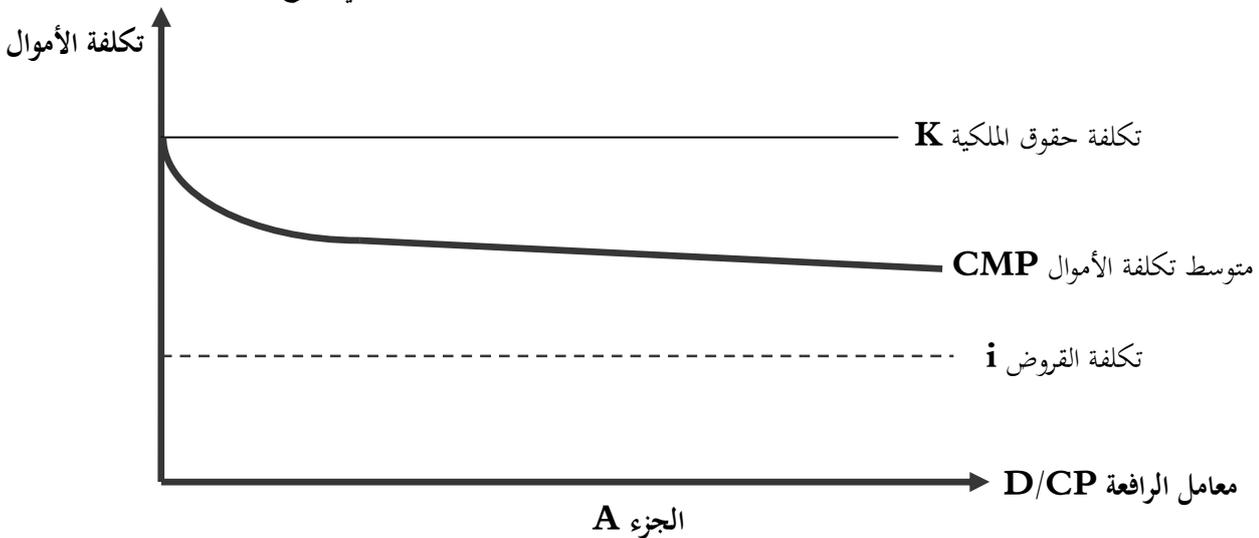
2- مدخل صافي الربح

يعتمد مدخل صافي الربح على فرض أساسي ألا وهو أن تكلفة كل من أموال الملكية وأيضا القروض ثابت لا يتغير وليس له أي علاقة بهيكل رأس المال، وهذا يعني أن ارتفاع أو انخفاض نسبة الرفع المالي في هيكل رأس المال لا يترتب عليه ارتفاع أو انخفاض في تكلفة الأموال المستخدمة عن طريق القروض أو الملكية¹، وطالما أن تكلفة الاقتراض أقل من تكلفة الأموال الخاصة، فإن الاعتماد على الاقتراض في التمويل بنسبة أكبر من الأموال الخاصة يؤدي إلى انخفاض التكلفة الكلية للأموال وبالتالي ارتفاع قيمة المؤسسة وذلك حسب المعادلة التالية:

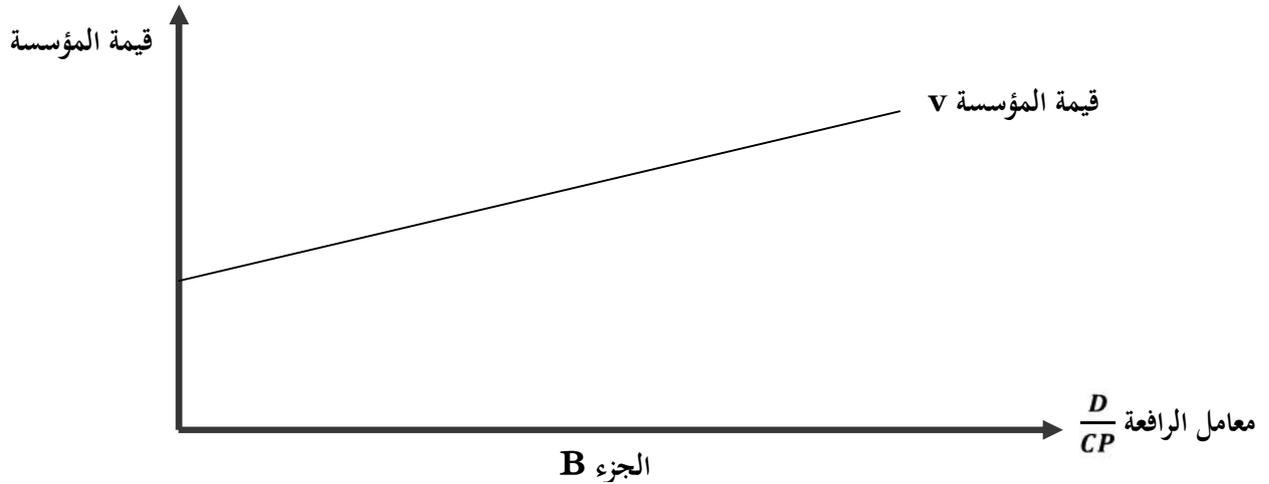
$$V = \frac{Y}{K_0}$$

ويمكن تصوير العلاقة بين تكلفة الأموال ونسبة الاستدانة بيانيا حسب الشكل التالي:

الشكل 04: العلاقة بين الاستدانة وتكلفة الأموال طبقا لمدخل صافي الربح



¹ محمد صالح الحناوي ورسمية قرياقص، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 1996، 385.



من الشكل يتبين أنه كلما زادت نسبة الاستدانة تنخفض تكلفة الأموال، وتستمر في الانخفاض إلى أن تصل إلى أدناها وتصبح مساوية لتكلفة أموال الاقتراض، وحيث أن انخفاض تكلفة الأموال يعني ارتفاع قيمة المؤسسة، مما يعني بأن هيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي تكون فيه نسبة القروض في أقصى حدودها.

فكلما ارتفعت نسبة القروض إلى حقوق الملكية أدى ذلك لانخفاض التكلفة الإجمالية CMP (الجزء A)، وارتفاع قيمة المؤسسة (الجزء B)، إذن فهيكّل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي يتضمن أكبر جزء من الأموال المقترضة¹.

المطلب الرابع: النظريات الحديثة لهيكل رأس المال

تعتبر نظرية أرياح الاستغلال والمشهورة بـ M&M لميلر وموديجلياني التي ظهرت في جوان 1958 من أبرز الإنجازات في أدبيات التمويل، أين تعرض التقليديون إلى انتقاد شديد وذلك لأن الكلاسيكيون اعتمدوا على جملة من النظريات الغير متماشية مع الواقع، ومع تطور الدراسات في هذا المجال ظهرت العديد من النظريات المفسرة لمدى تأثير هيكل رأس المال على المؤسسة، من بينها.

1- مدخل ميلر و موديجلياني Miller & Modigliani

من أبرز النظريات التي تزعم عدم وجود علاقة بين الهيكل المالي وتكلفة الأموال وتقوم هذه النظرية على مجموعة من الافتراضات البحتة تتعلق بالتوافر التام للمعلومات للمتعاملين في سوق المال وخلق التعاملات من أي قيود انعدام الضرائب على التعاملات والأرباح مع ثبات ربح العمليات وتلاشي خطر النشاط.

وقد لخصت هذه النظرية إلى استنتاج أن الشركات المتماثلة باستثناء الهيكل التمويلي متساوية في القيمة وبالتالي لا تأثير للرفع المالي (مدى مساهمة الملاك في الهيكل المالي بالمقارنة بالتمويل الذي مصدره القروض المختلفة) على القيمة السوقية للشركة وانعدام العلاقة بين التمويل وتكلفة الأموال والقيمة السوقية للشركة.

حاول كل من موديجلياني وميلر الإجابة عن وجود هيكل رأس مال أمثل، وهذا بتقديم تحليل علاقة قيمة المؤسسة بهيكلها التمويلي في محيط يخلو من الضرائب أولاً (1958)، ثم ثانياً في محيط ضرائب (1963) وفق بعض الفرضيات:

1-1- حالة عدم وجود ضرائب

بافتراض غياب الضرائب فإن قيمة المؤسسة والمعدل الموزون لتكلفة رأس المال لا يتأثران بهيكل رأس مالها، بالتالي فإن تكلفة التمويل لا تتأثر بتغيير نسبة الاقتراض في هيكل رأس المال، وبهذا فإن نظرية ميلر وموديجلياني تنص على أنه "ليس للرفع المالي تأثير على قيمة المؤسسة وثروة المساهمين" وأن المؤسسة لا تستطيع تغيير قيمتها بمجرد تجزئة تدفقاتها النقدية إلى قسمين مختلفين، وأن قيمة المؤسسة تحددها التدفقات النقدية لموجوداتها المادية ولا تحددها مكونات هيكل رأس المال¹، ولذلك فإن القيمة السوقية للمؤسسة تعتمد على الأرباح قبل الفوائد والضرائب، كما يبينه الشكل 06:

أما الصيغة العامة لأثر الرفع المالي يمكن التعبير عنها بالمعادلة التالية²

$$R_f = R_e + \frac{R_e - i D}{C_p} \dots \dots \dots 1$$

أما تكلفة رأس المال فتحسب وفق المعادلة التالية:

$$CMP = R_f \frac{C_p}{C_p + D} + i \frac{D}{C_p + D} \dots \dots \dots (2)$$

حيث أن: **Rf** : مردودية الأموال الخاصة

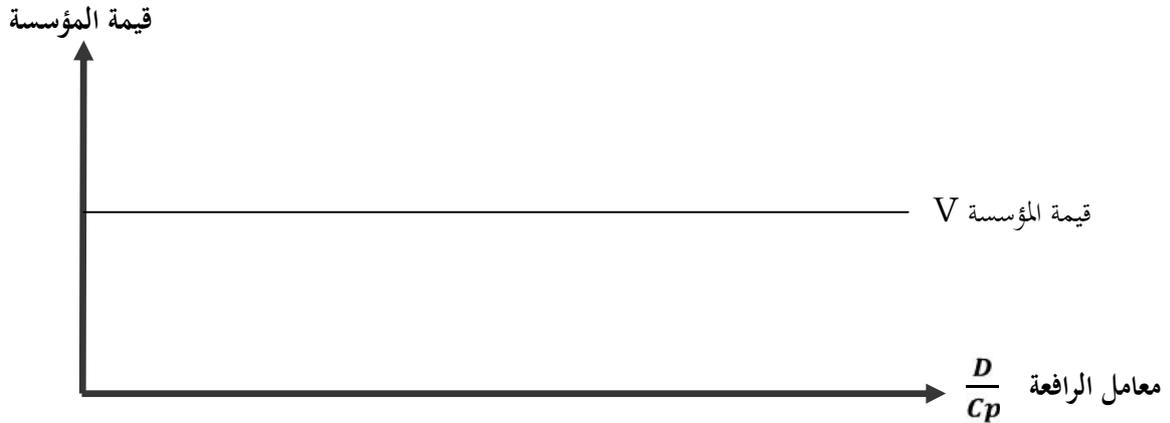
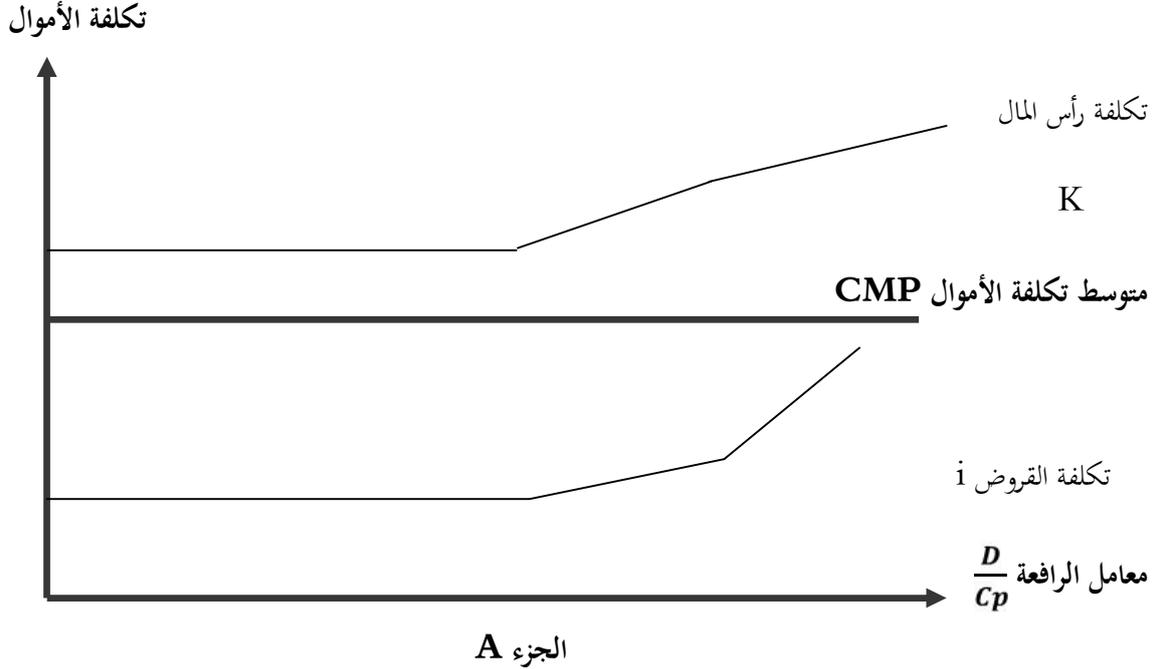
Re : المردودية الاقتصادية

i : تمثل المردودية المطلوبة على القروض مساوية لتكلفة القروض.

وبتعويض قيمة **Rf** في المعادلة -2- نحصل على: **CMP = Re** وعليه فإن تكلفة رأس المال عبارة عن معدل المردودية الاقتصادية الأدنى المفروض، فهي إذن مستقلة عن الهيكل المالي.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثناء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009 .175-174
² ، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كاستراتيجية
 2008 5-6.

الشكل -5- استقلالية تكلفة رأس المال عن الهيكل المالي في ظل غياب الضرائب



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص ص 176-179

ومنه لخصت هذه النظرية إلى استنتاج أن المؤسسات المتماثلة باستثناء الهيكل التمويلي متساوية في القيمة وبالتالي لا تأثير للرفع المالي على القيمة السوقية للمؤسسة.

1-2- حالة وجود ضرائب: موديجلياني وميلر أدركا عام 1963 أن دخل الشركات من شأنه ألا يحافظ على ما توصلا إليه من قبل عند إسقاط فرضية عدم وجود الضريبة، وأن وجود ضريبة على دخل المؤسسات سوف يترتب عليه انخفاض تكلفة الأموال، وترتفع القيمة السوقية للمؤسسة المقترضة بمقدار الوافرات الضريبية الناتجة عن الاقتراض.

$$V_e = V_n + T.D$$

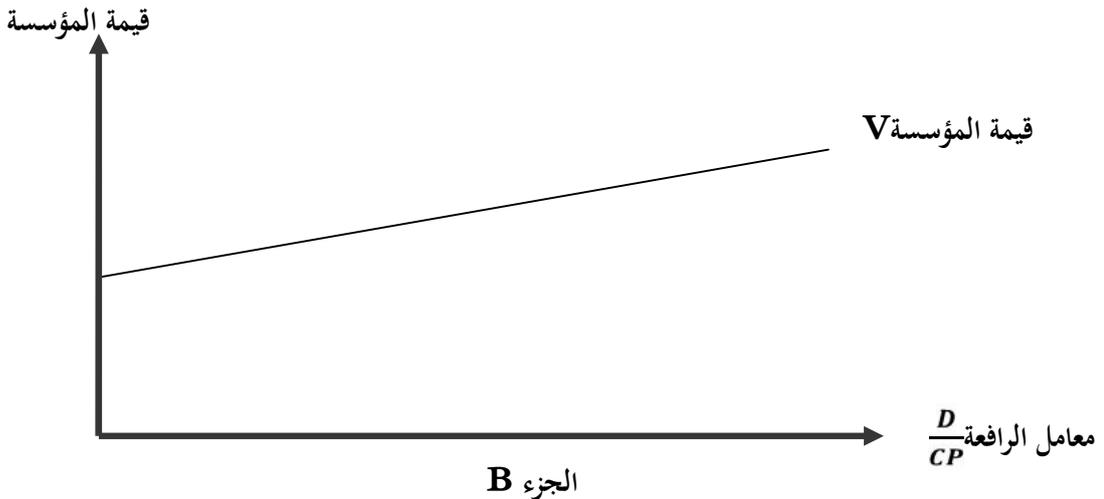
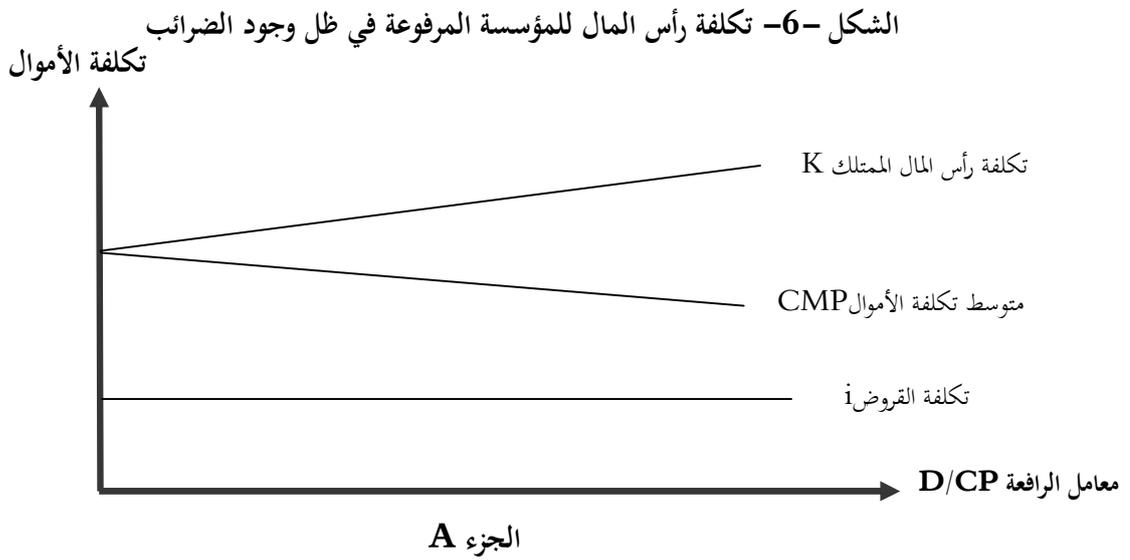
المعادلة التالية توضح ما سبق¹:

حيث أن: V_e : القيمة السوقية للمؤسسة.

V_n : القيمة السوقية للمؤسسة غير المقترضة.

$T.D$: القيمة الحالية للوفارات الضريبية.

يمكن توضيح كل ذلك من خلال الشكل التالي الذي يبين تكلفة رأس المال للمؤسسة في ظل وجود الضرائب:



المصدر: محمد صالح الحناوي، أساسيات الإدارة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 454

¹ p. Vernimmen, **finance d'entreprise**, 5eme édition, Dalloz, Paris, 2002, P 74.

من الشكل-7- يتضح بأن التكلفة الكلية للأموال تنخفض بزيادة نسبة الاقتراض، ويشير هذا المدخل إلى وجود هيكل مثالي لرأس المال، غير أن هذا الاستنتاج لم يستمر طويلاً، حيث أن ميلر وفي أحد أبحاثه تناول أثر ضريبة الدخل بالنسبة للمستثمر، وأوضحت الدراسة أن أخذ هذه الضريبة في الاعتبار يمكنه أن يخفض بل يقضي تماماً على الزيادة في قيمة المؤسسة الناتجة عن الوافرات الضريبية، وبالتالي عدم وجود هيكل مثالي لرأس المال.¹

2- نظرية التوازن

حسب هذه النظرية، فإن هناك معدل استنادة أمثل، والذي تهدف المؤسسة لتحقيقه وتحاول الاقتراب تدريجياً من هذه النسبة المثلى. بحيث أنه في نظرية التوازن لم يركز الباحثون فقط على مميزات استعمال الاستنادة كمصدر للتمويل، بل كذلك على مشاكل الدفع والوفاء بالديون، والتي تؤدي إلى العسر المالي، وبالتالي الإفلاس، وكذلك تطرقوا للنزاعات بين الوكلاء. وبالتالي سنعرج على نظريتين هما: نظرية الإفلاس ونظرية الوكالة.

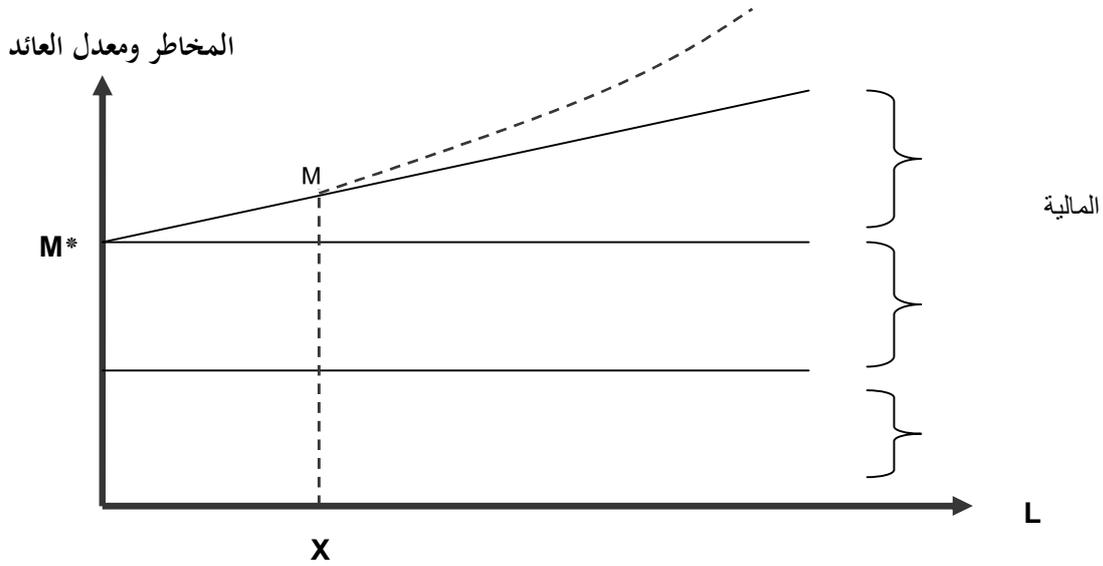
2-1 مدخل تكلفة الإفلاس: في حالة عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها في () يخص التي في ()
 نه إلى التي في ()
 وحتى لم يجعلها هذه الإجراءات².
 بحيث في في ()
 غير انخفاض
 ... الخ³.
 أدناه.

¹ 455.

² منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل 1998 246.

³ R.castainias, **Bankruptcy risk and optimal structure**, journal of finance, vol 05, Dec 1983, P1617.

الشكل 07: العلاقة بين المردودية المطلوبة من طرف المساهمين ونسبة الرفع المالي حسب نظرية الإفلاس



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 252.

المساهمون في
 M إلى X إلى (M) في
 إلى إلى X فسيترفع الاقتراض
 إلى إلى أكبر المساهمين، المساهمين
 1.

1-1-2 نظرية تكلفة الإفلاس في وجود الضريبة : يخفض

الإيجابي نه

مخاطر في إلى المساهمين التي

السداد، وترجم Taggart

بحيث Taggart في اتخاذ 2.

يشير Brigham et Gapenski مخاطر لها، الاقترا 3

أن زيادة نسبة الاقتراض سوف تترك أثراً متضاداً على تكلفة الأموال، ومن ثم على القيمة السوقية للمؤسسة،

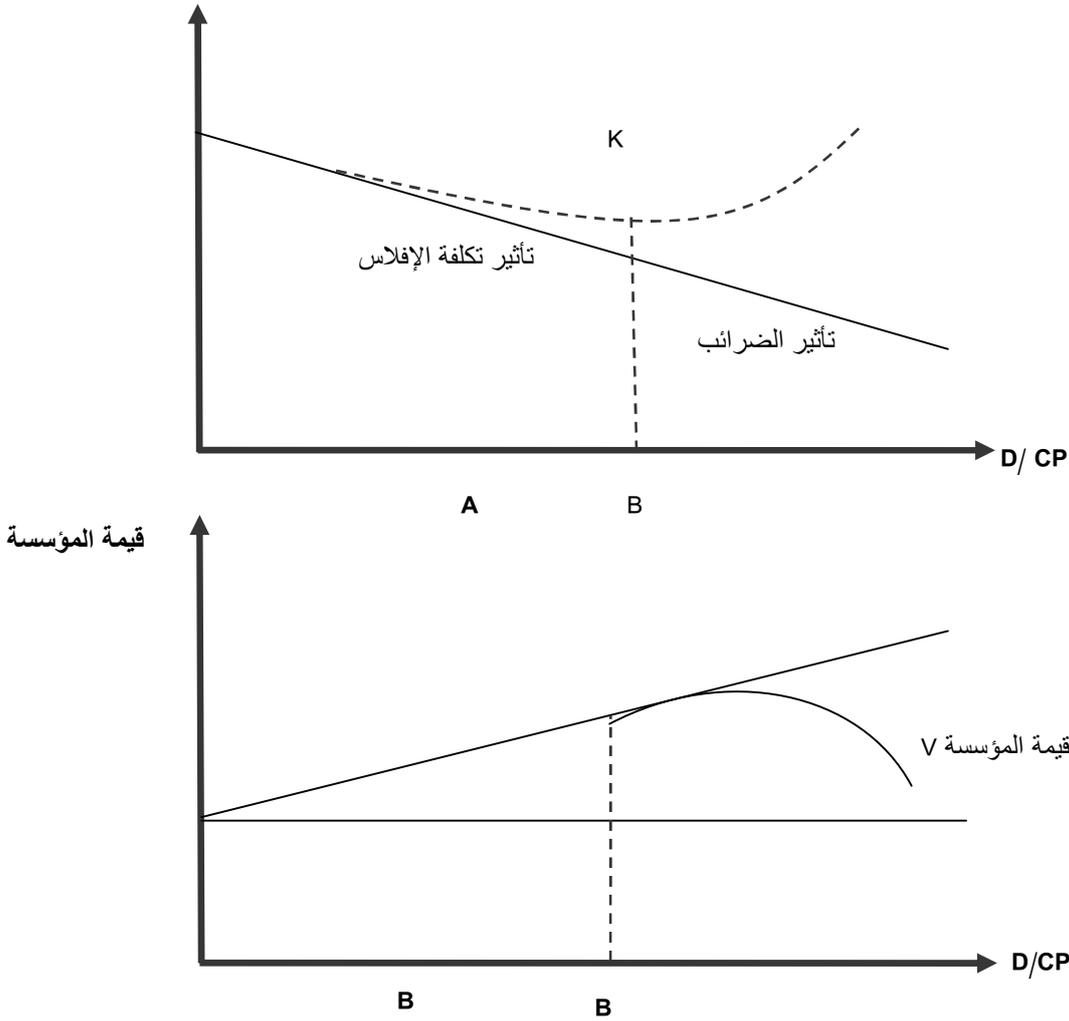
¹ منير إبراهيم هندي، 252.

² R.Taggart, **Corporate financing: too much debt?**, financial analysis journal, vol 42, May-June 1988, P38.

³ مليكة زغيب، إلياس بوجعادة، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية. 166.

فمن جهة الزيادة في نسبة الاقتراض تؤدي إلى انخفاض تكلفة الأموال بسبب الوفورات الضريبية للقروض، ومن جهة أخرى يترتب على زيادة نسبة الاقتراض بعد نقطة معينة إلى ظهور تكلفة الإفلاس، مما يؤدي إلى وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للمؤسسة، وعليه تتحدد نسبة الاقتراض المثالية في هذه الحالة بالنقطة B التي تكون عندها تكلفة الأموال في حدها الأدنى، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل 08: العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة وتكلفة الأموال وقيمة المؤسسة في ظل وجود الضرائب وتكلفة الإفلاس



المصدر: خالد الراوي، التحليل المالي للقوائم المالية والإفصاح المحاسبي، دار المسيرة، عمان، الأردن، 2000، ص، 261.

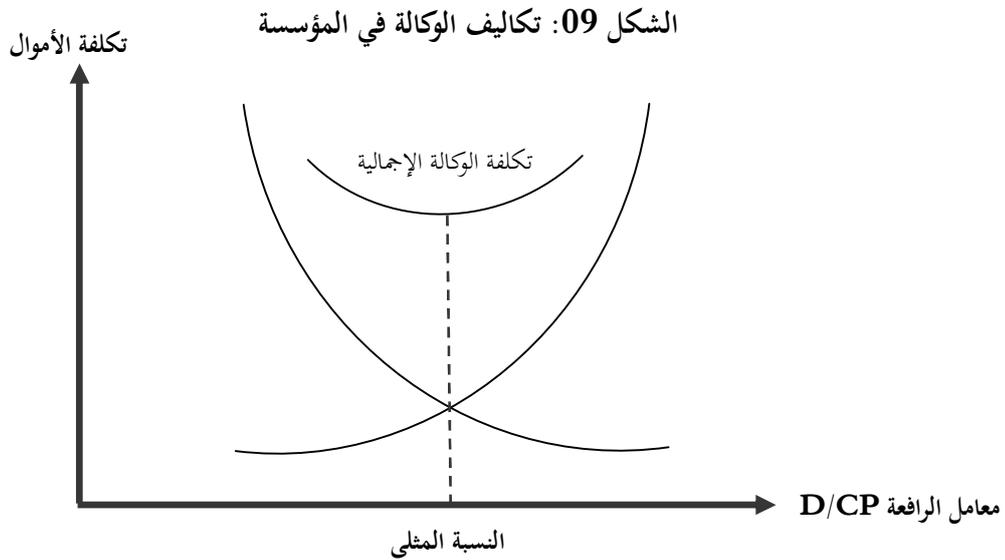
2-2- نظرية الوكالة: الأبحاث في مجه 1976 Jensen Meckling

إلى

وباسمه يخص .

بحيث المساهمين المقرضين، والمسيرين
¹ .
 تجزء
 تجء هذه إلى والتي
² .
 : إلى Jensen Meckling
 - تكاليف وكالة الديون : ناجمة المصالح المساهمين
 في : الناجمة تأثير
 التي

- تكاليف وكالة الأموال الخاصة : المصالح المساهمين والمسيرين، بحيث المساهمون
 المسيرين، انحرافات التسيير)
³ .
 المساهمين والمسيرين،
 المساهمين
 في التأثير السلبي
 هذه الأخيرة
⁴ .



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 257.

¹ Nizar Atrissi, **Les Déterminants de la Structure Financière**, www.fgm.usj.edu.lb/files/a22008.pdf, (page consultée le 23/04/2012), p01.

² Ydriss Ziane, **la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Françaises: une étude sur données de panel**, www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf, (page consultée le 20/04/2012), p04.

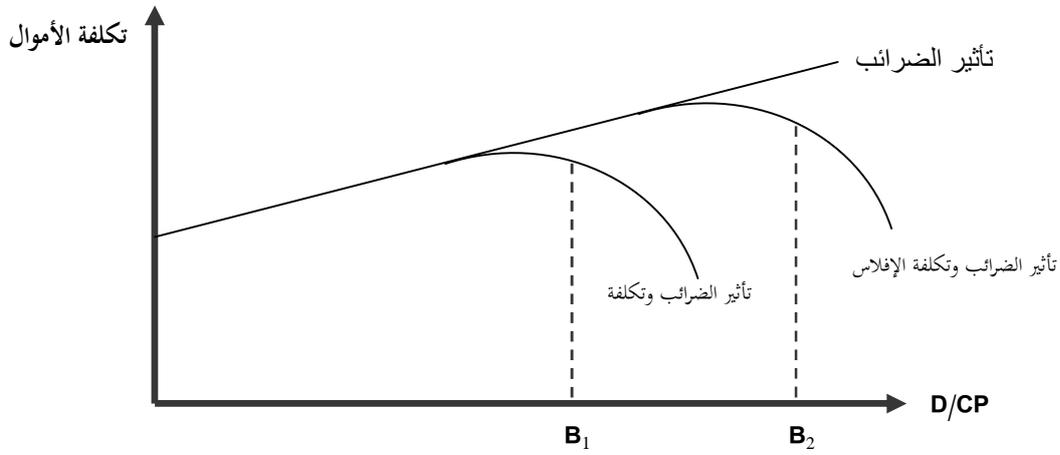
³ M.Harris, A.Raviv, **The theory of capital structure**, Journal of Finance, vol 46, march 1991, p300.

⁴ M.C.Jensen, W.H.Meckling, **Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, October, 1976, p330.

الدائنين تكون أكثر صرامة، أما بالنسبة لمنحنى تكلفة الوكالة للأموال الخاصة فينحى نحو الانخفاض كلما ارتفعت نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة، نظرا لتراجع المصاريف التي يتحملها الملاك حتى تتأكد من حسن تأدية الإدارة للمهام الموكلة لها.

ومنه يتبين بأن تكلفة الوكالة تزداد بزيادة نسبة الأموال المقرضة، وبالتالي سوف يترتب على ظهور تكلفة الوكالة إلى جانب تكلفة الإفلاس انخفاض في نسبة الأموال المقرضة داخل الهيكل المالي كما هو موضح في الشكل التالي:

الشكل 10: العلاقة بين نسبة الاستدانة إلى الأموال الخاصة على تكاليف الوكالة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 260.

تكون الوافرات الضريبية أكبر من تكاليف الإفلاس والوكالة قبل أن تبلغ نسبة الاقتراض النقطة B_1 العكس، أما عندها فتتعادل الوافرات الضريبية الناجمة عن الاقتراض مع مجموع تكلفة الإفلاس والوكالة.

سميت هذه النظرية بنظرية التوازن لأنها تأخذ بعين الاعتبار الضرائب، المخاطر المرتبطة بالإفلاس وتضارب المصالح بين مختلف الأعوان المعنيين بحياة المؤسسة، وتقضي هذه النظرية بأن القرار المحدد لنسبة الاقتراض هم محصلة للتوازن بين التأثير الايجابي الذي تحدثه الوافرات الضريبية على القيمة السوقية للمؤسسة والتأثير السلبي الذي تحدثه تكلفة الإفلاس وتكلفة

المبحث الثاني: تكلفة هيكل رأس المال

تتمثل تكلفة رأس المال في تكلفة الأموال الدائمة التي تحصل عليها الم
هذه الأموال يختلف عن الآخر باختلاف مصادرها التمويلية، فمن الخطورة أن نأخذ تكلفة نوع واحد من هذه
المصادر ونعتبرها تكلفة رأس المال للمؤسسة.

المطلب الأول: مفهوم تكلفة رأس المال وأهميتها

تكلفة التمويل بصفة عامة هي الحد الأدنى للمعدل الواجب تحقيقه على المشروعات الاستثمارية للمحافظة على
القيمة السوقية لأسهم الشركة بدون تغيير، وفي حالة عائد يقل عن هذا المعدل يؤدي إلى تأزم الوضع المالي لأصحاب
المشروع ويصبح أسوأ مما كان عليه من قبل مع انخفاض إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركة، أما تحقيق عائد يزيد عن
فيؤدي إلى تحسين الوضع المالي.

1- مفاهيم تكلفة التمويل

يتوقع المستثمرون الذين يحصلون على القروض ورأس المال المملوك للشركة الحصول على مقابل أو مكافأة نتيجة
استخدام هذه الأموال في ()¹.

تكلفة رأس المال هي عبارة عن الحد الأدنى لمعدل العائد الذي تعتبر المؤسسة على أساسه كل استثمار جديد عملاً مجزياً،
أن يحصل عليه المساهمون في المؤسسة².

2- أهمية تكلفة رأس المال

2-1- أهمية استثمارات تكلفة رأس المال³

لشركة ما في:

- اختيار مشاريع الاستثمار حيث تقارن معدلات عوائد هذه المشاريع الداخلية بتكاليف رأس المال في الشركة.
- استخدام تكاليف رأس المال في الشركة كمعدل لخصم التدفقات النقدية عند تقييم مشاريع الاستثمار عن طريق صافي القيمة الحالية أو عن طريق مؤشر الربحية أو فترة الاسترداد.
- استخدام تكاليف رأس المال في مجالات التقييم الأخرى لتقييم الأسهم العادية أو الممتازة وحساب السعر العادل لها.

¹ 325.

² أساسيات الإدارة المالية الدار الجامعية، صنعاء اليمن، بدون سنة 119.

³ البورصات والأسواق المالية العالمية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للطباعة - بيروت-2003- 23.

3- المزيج الأمثل لعناصر هيكل رأس المال

تتجلى أهمية رأس المال في محاولة الوصول إلى مزيج أمثل لعناصر البنية المالية للمنشأة الاقتصادية وذلك من أجل الوصول إلى أقل تكلفة ممكنة من رأس المال. وفي الحقيقة فإنه من الصعب الوصول إلى مثل هذا المزيج إلا أن المدير المالي طريق التجربة والخطأ قد يتوصل نظرياً إلى مثل هذا المزيج ولكن تبقى صعوبة تحقيقه قائمة ولاسيما أن هناك عوامل كثيرة تدخل في تكلفة رأس المال ولا يستطيع المدير المالي السيطرة عليها.

بالإضافة إلى ذلك فإن تكلفة رأس المال معدل غير ثابت بل هو متغير بين فترة وأخرى للشركة الواحدة بسبب تغير لعوامل التي تدخل في التركيب¹.

المطلب الثاني: تكلفة مصادر التمويل الداخلي

1- تكلفة الأرباح المحتجزة

"بجانية" لا تكلفة لها، فالأرباح المحتجزة تمثل أرباحاً تحققت غير أن

حملة الأسهم وذلك بهدف استخدامها في تمويل استثمارات مختلفة، غير أن

هذا الإدعاء غير صحيح لأن هذه الأرباح المحتجزة تمثل تكلفة من وجهة نظر حملة²

تكلفة الفرصة البديلة لهذه الأموال لأنه لو لم يتم حجزها لوزعت على المساهمين الذين بدورهم سيقومون

إذا نحن بحجز هذه الأرباح أضعنا على المستثمر فرص استثمارها بأحد هذه البدائل المتاحة لذلك فإن

مساوية للإيراد المفقود والذي كان من الممكن أن يحصل عليه حامل السهم لو قام باستثمار هذه الأرباح،

السهم لقام على الفور ببيع هذه الأسهم لذلك تحسب تكلفة³:

$$\text{—————} + \text{—————} = \text{—————}$$

2- تكلفة مخصصات الاستهلاك

اختلفت الآراء فيما يتعلق بتكلفة مخصصات الاستهلاك فيرى البعض أن هذه المخصصات عبارة عن إعادة

التكوين التدريجي للأصول الثابتة والمحافظة على الطاقة الإنتاجية

وبالتالي لا تكلفة لها لأنها لا تدخل في تكلفة حقوق الم.

¹ د.العمار رضوان وليد، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسر للنشر والتوزيع- الأردن-1997-ص174.

² محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وسيد الصيفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2007،ص308.

³ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص376.

أن مخصصات كغيرها من الأموال الأخرى التي تحتجزها الشركة لها تكلفة تناظر الفرصة

المطلب الثالث: تكلفة مصادر التمويل الخارجي

1- تكلفة الأسهم العادية

الخارجي تميزا له عن التمويل الذاتي أو

الداخلي المتمثل في الأرباح التي تقرر المنشأة احت

الفرصة البديلة، فحملة الأسهم العادية يسعون إلى الحصول على معدل عائد ينبغي أن يساوي أو يفوق معدل العائد

الذي يمكن أن يحصلوا عليه من استثمارات أخرى بديلة لها نفس الدرجة من المخاطر (

) ومن ثم يمكن تعريف تكلفة الأسهم العادية بأنها الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه حملة هذه الأسهم¹.

النقدية المخصصة، ورغم ذلك لا يمكن التوصل إلى الدقة نتيجة عدم التأكد

والتعقيدات في استخدام المحلل التقديرات والتنبؤات للعوائد والمتحصلات المستقبلية، فحملة الأسهم ينظرون إلى المستقبل

معدل العائد التي تعتمد على الإيرادات

المتوقعة على صافي المتحصلات للسهم²:

$$\frac{\text{---}}{\text{---}} =$$

2- تكلفة الأسهم الممتازة: يجب أن تعرف أن التوزيعات النقدية التي تؤول إلى حملة

(لذلك سميت بالأسهم الممتازة أي ذات الأسبقية في

) لمعرفة تكلفة التمويل من هذا المصدر، لبد من إيجاد العلاقة بين توزيعات السهم الممتازة وسعره

ونظرا لأن معدل عائده السنوي ثابت وليس له تاريخ استحقاق محدد أي أن التوزيعات تتم إلى ما لا نهاية.

3.

$$\frac{\text{---}}{\text{---}} =$$

3- تكلفة السندات:

تعتبر السندات نوع من أنواع القروض الطويلة الأجل يصدرها المشروع بهدف الحصول على أموال لتمويل النفقات الاستثمارية والتشغيلية إذا هي عبارة عن التزام مالي، على المشروع سداد قيمته في تاريخ وتعتبر السندات من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالية لذلك يتخذ السند القيم التالية:

- القيمة الاسمية:

- : تتغير قيمة السند أثناء التداول في السوق المالي ارتفاعاً أو هبوطاً بحسب التغير في أسعار الفائدة .

عن سعر الفائدة على السند تتجه القيمة السوقية للسند نحو الانخفاض لأن حملة السندات يميلون إلى بيع أموالهم في البنوك للحصول على ربح أكبر وإذا انخفضت أسعار الفائدة المصرفية ترتفع القيمة السوقية للسند ويزيد الإقبال على شرائه للحصول على فائدة أعلى وبالتالي تحقيق أرباح إضافية¹.

جمال تكلفة السندات في الأتي:

1- السندات وتكون بمعدل ثابت على قيمة السندات الاسمية.

2-

3-

4- خصم إصدار السندات أي إصدار السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية.

$$= \frac{\text{اجمالي}}{2} :$$

= حيث أن إجمالي التكلفة للسند الواحد +

¹ .زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، - - - 2005 - 378

² . هاشم الإدارة المالية، منهج تحليلي شامل، الجامعة المفتوحة، الطبعة الثانية، 1997 291

المبحث الثالث: أمثلية هيكل رأس المال

عمل المدير المالي لا يقتصر على مجرد التعرف على مصادر الأموال، بل وجب عليه أن يحصل عليها بأفضل الشروط وأن يحدد ذلك المزيج من الأموال الذي يترتب عليه أكبر عائد ممكن أو أقل تكلفة ممكنة، فغرض المدير المالي هنا هو التوصل إلى الهيكل المالي الأمثل ومن ثم الهيكل الأمثل لرأس المال والذي يمكنه من تحقيق الهدف النهائي لعمله وهو

المطلب الأول: العوامل المؤثرة على هيكل رأس المال في المؤسسة

يقصد بهيكل رأس المال الأمثل ذلك المزيج التمويلي من القروض وحقوق الملكية حيث يترتب عليه إحداث تؤدي إلى تعظيم قيمة السهم السوقية، ولذلك وجب معرفة العوامل التي تؤثر على هيكل

وتتلخص الإجابة على هذا التساؤل في عدد من العوامل منها الآتي:¹

1- عامل المرونة المالية

يشير هذا العامل إلى تأثير قرارات التمويل الحالية على خيارات التمويل المستقبلية المتاحة أمام الشركة. أسلوب تمويلي معين في الوقت الحاضر قد يجدد أو يقلل من الخيارات أو البدا التمويل المتاحة في المستقبل. يترتب على الاقتراض في الوقت الحاضر فرض قيود على الشركة تجعل من العسير أن تحصل على قروض في العام القادم، مما يضطر الشركة إلى اللجوء للتمويل عن طريق الملاك إذا كان من الضروري اللجوء إلى التمويل الخارجي في ذلك الوقت.

2- الخطر والدخل

بأكبر ربح يمكنها أن تحققه، ويرفع قيمتها السوقية إلى أكبر حد ممكن²، في نفس الوقت يجب أن يتضمن هيكل رأس مال المؤسسة أقل مخاطرة ممكنة لفقدان السيطرة والرقابة على إدارة المؤسسة،

3

ويجب الإشارة منذ البداية إلى أن الشركة تواجه نوعين من المخاطر هما:

¹Lawrence D. Schall & Charles W. Haley, "Introduction to financial management", New York, McGraw-Hill Inc., 1991, pp. 412-416.

² عدنان تايه النعيمي وياسين كاسب الخرشه، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الأردن، 2007 201.

³ أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005 77.

- خطر النشاط: هي تلك المخاطر المترتبة على النشاط يفرض أن الشركة لا تستخدم القروض في التمويل.

- المخاطر المالية: هي المخاطر الإضافية لحملة الأسهم العادية نتيجة لاستخدام القروض في التمويل.

بالإضافة إلى وجود عوامل أخرى¹:

3- درجة الرقابة أو السيطرة على الشركة

يهتم المساهمون بهذا العامل، فإذا كانت النسبة العظمى من الأسهم مملوكة للقلّة من المساهمين، مما يعني سيطرتهم جديدة إذا ترتب على ذلك إضافة مساهمين جدد مما يؤدي إلى فقدهم لعنصر الرقابة، بينما في الشركات الكبيرة الحجم حيث يوجد العديد من المساهمين فإن هذا العنصر ليس بذات أهمية أو دلالة.

4- التوقيت

ازدادت أهمية هذا العامل في الوقت الحاضر بسبب التقلب الحاد في أسواق الأسهم والسندات، حيث يمكن للشركة القوية أن تصدر في بعض الأوقات سندات يمكن تسويقها بسهولة ويصعب ذلك على الشركات الضعيفة، بينما في أوقات أخرى يمكن للأخيرة أن تصدر السندات وبيعها بتكلفة معقولة. لذلك يبحث المدير المالي عن التوقيت المناسب لإصدار كل نوع من أنواع الأوراق المالية، هذا يعني أن النقطة الأساسية هي أن حالة أسواق رأس المال ذات تأثير جوهري في صنع البدائل التمويلية.

بالإضافة إلى النقاط السابقة، فإن العوامل الأخرى التي يجب أخذها في الحسبان رغم أنها تتفاوت في أهميتها حسب

:

- :
- :
- : أي درجة السرعة التي يمكن بها الحصول على الأموال من كل مصدر.

المطلب الثاني: الهيكل الأمثل لرأس المال

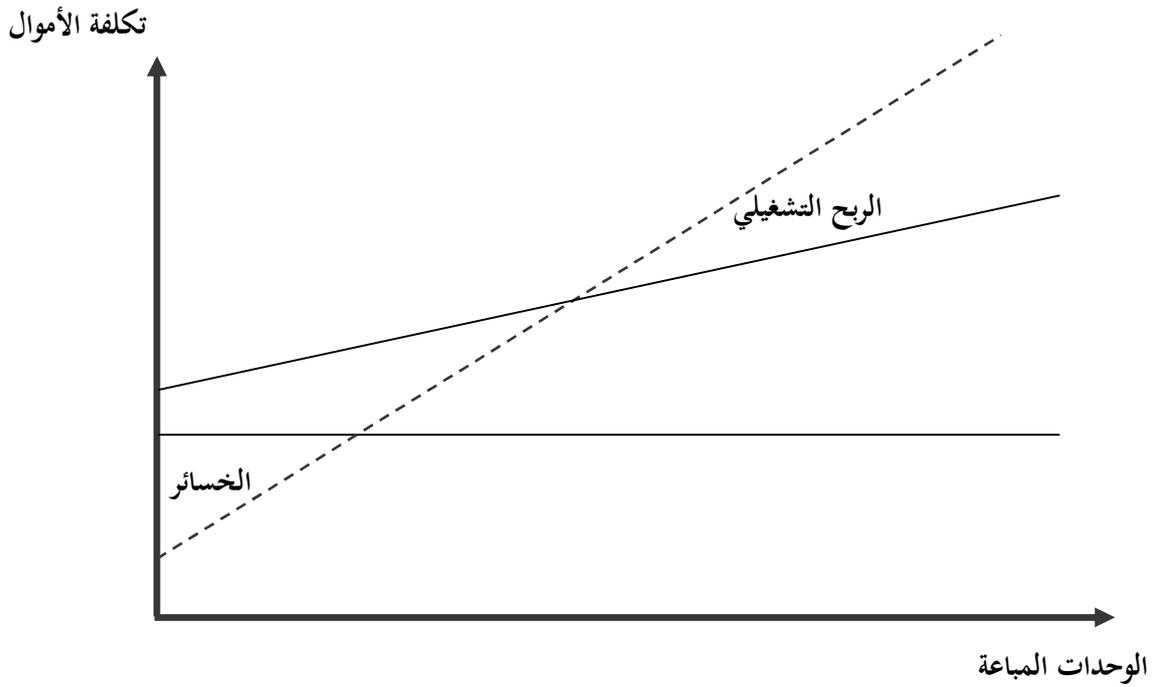
من أجل هيكل رأس مال أمثل تعتمد المؤسسة بشكل كبير على كل من الرفع المالي والتشغيلي وذلك لأن كلا منهما له ارتباط وثيق بمفهومي العائد والخطر، لذا فإنه ومن الضروري تحديد حجم الإيرادات التي تغطي كافة التكاليف الثابتة للرفع المالي والتشغيلي، بغية تحديد مستوى الأمان المالي للمؤسسة، وكذا اختيار المصادر التمويلية المناسبة التي تحقق تكوين هيكل رأس مال مثالي.

1- تحليل التعادل

يرتبط مفهوم الربح المالي أو التشغيلي أو حتى الكلي بمفهوم آخر ذو علاقة بهذه المفاهيم ألا وهو تحليل التعادل، بين أنواع التكاليف، إذ تمتاز التكاليف الثابتة بشبائها مع تغير حجم الإنتاج، على عكس التكاليف المتغيرة التي تتغير وفق حجم الإنتاج¹.

فتحليل التعادل هي نقطة التعادل التي عندها لا تحقق المؤسسة لا ربح ولا خسارة، إضافة إلى تقدير الربح عند كل التي تحدد عندها حجم المبيعات التي تغطي كافة التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية، وكذا التكاليف المتغيرة، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

الشكل-11- تحديد نقطة التعادل



المصدر: منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، ص 114.

من الشكل يتبين أنه عند نقطة التعادل تكون الأرباح التشغيلية مساوية تماما للتكاليف التشغيلية الكلية، هذه النقطة لا التكاليف أكبر من الأرباح

الحققة، أما القيم التي تأتي بعد نقطة التعادل تعتبر منطقة أمان بالنسبة للمؤسسة والتي تحقق فيها ا

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 2003 110.

والتي تتمثل في

أما في ظل التمويل بالأسهم العادية أو عن طريق الديون، فنقطة التعادل هنا تعكس حجم المبيعات التي تؤدي إلى نفس:

$$EPSd = ESPE = \frac{S - Fc + Vc \quad Q + I \quad (1 - Tx)}{N}$$

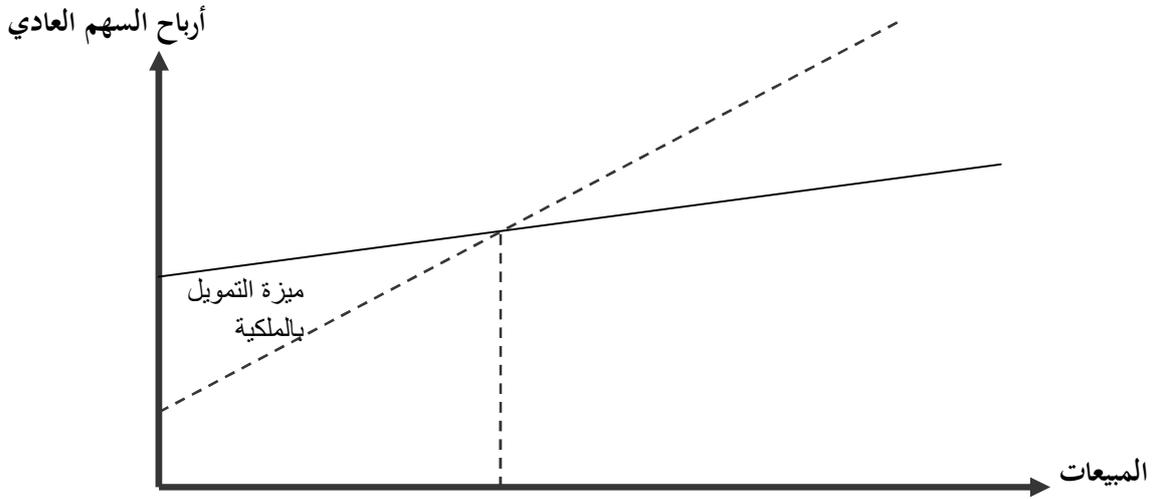
EPSd : العائد على السهم في حالة استعمال الأسهم.

ESPE : العائد على السهم في حالة استعمال الدين.

:N

ويمكن توضيحها في الشكل البياني التالي:

الشكل-12- نقطة التعادل



المصدر: نفس المرجع، ص 116.

الشكل البياني يوضح أنه في حالة مبيعات أقل من مبيعات التعادل، الأفضل للمؤسسة الاعتماد على التمويل بأموال الملكية، لأنها تحقق أرباحاً للأسهم أعلى من الأرباح المحققة من جراء الاعتماد على القروض، أما في حالة مبيعات أعلى

2- الرفع الكلي

حسب ما هم معروف فإن زيادة مبيعات المؤسسة في ظل وجود رفع تشغيلي تؤدي بالضرورة إلى زيادة الدخل الصافي قبل الفائدة والضريبة، ولكن هذه الزيادة وفي وجود رفع مالي تؤدي بالضرورة إلى زيادة أكبر في حصة السهم من لربح، ولهذا فالمؤسسة تعتمد على هذا المزيج من أجل تعظيم أثر التغيير في المبيعات على حصة السهم من الربح وهو ما

1: "

التغير في المبيعات على ربحية السهم ا "

2-1- قياس الرفع الكلي

يمكن قياس الرفع الكلي بقياس تأثير التكلفة الثابتة في ربحية السهم العادي، باستعمال العلاقة الموالية²:

$$Dtl = \frac{EPS \%}{S \%}$$

:DTL :

$\Delta S\%$: التغير النسبي في المبيعات.

أما في حالة الاعتماد على مستوى معين من المبيعات، فيمكن استعمال العلاقة الآتية:

$$Dtl = \frac{Q(p - Vc)}{Q p - Vc - Fc - I}$$

+

I

من خلال المعادلتين السابقتين للرفع الكلي يلاحظ مدى قوة تأثير التكاليف الثابتة التشغيلية والمالية على ربحية السهم.

المطلب الثالث: التكلفة الوسيطة المرجحة

يتطلب الأمر التعرف على التكلفة المرجحة للأموال، حيث يتم ذلك بخصر مصادر التمويل وتحديد الأهمية النسبية لكل مصدر بالمقارنة بإجمالي التمويل أي وزن أو نسبة كل مصدر، وبضرب الوزن في التكلفة المناظرة نتحصل على التكلفة المرجحة لكل مصدر، ومن مجموع هذه التكاليف المر للأموال، والتي تستخدم كمعيار للخصم أو للمفاضلة بين مشروعات الإنفاق الرأسمالي.

¹ عدنان تايه النعيمي وأرشد فواد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان الأردن، 2009 .423

1- مفهوم التكلفة المتوسطة المرجحة وأهميتها

تختلف الأموال التي تستعملها

نھ:

يدخل في حساب المتوسط

مكونات هيكل رأس المال وفقا لأوزانها النسبية قياسا لجم الهيكل ذاته¹.

ساسيين هما²:

- أولهما في تقييم أداء المؤسسة، وذلك عن طريق المقارنة بين التكلفة المتوسطة المرجحة ومعدل المردودية لفترات

- الثاني يتمثل في وضع نموذج مستقبلي لأداء المؤسسة، وهذا عن طريق التركيز على الحصول مختلف مصادر التمويل بأدنى تكلفة ممكنة.

2- نموذج لقياس تكلفة الأموال بدلالة التكلفة الوسيطة المرجحة للأموال³:

بفرض أن إجمالي التمويل المطلوب لتنفيذ البرنامج الاستثماري 40000

:

- (5%) تبلغ القيمة الإجمالية الصافية للإصدار 10000

.25%

- زيادة رأس مال الأسهم، حيث تبلغ القيمة الإجمالية الصافية للإصدار 20000

50%

- أن يتم تغطية العجز في التمويل من الأرباح المحتجزة، وبذلك يتضح أن نسبة التمويل من هذا المصدر تع

25%.

12%

15%

() للأموال، والتي تستخدم كمعيار في مجال دراسات الجدوى الاقتصادية لمقترحات الإنفاق

الرأسمالي. يتم القياس وفقا للنموذج التالي

¹ عاطف وليد أندوراس 495.

² Divide E.Vance, **Financial Analysis & Decision Making**, McGraw-Hill, New York United States, 2003, P152.

³ .395

الجدول 01: نموذج لقياس التكلفة المرجحة للأموال

(4)	(3)	النسبة إلى إجمالي (2)	(1)	
1.25	%5	%25	10000	-
7.5	%15	%50	20000	-
3.0	%12	%25	10000	-
%11,75		%100	40000	- الإجمالي

يلاحظ بالنسبة للقيم المدونة بالعمود الثاني من الجدول، وذلك بقسمة المبلغ الذي تم الحصول عليه من إجمالي التمويل،

$$(\text{القيمة المناظرة بالعمود الثاني}) * (\text{ })$$

ينتج عن جمع التكلفة المرجحة لمختلف مصادر التمويل، وهي تلك الق

1.

أما الملاحظة المستخلصة من الجدول أعلاه الذي يبين وزن وأهمية كل عنصر من عناصر التمويل بالنسبة للهيكل التمويلي للمؤسسة، بعد الحصول على التكلفة الكلية لهيكل رأس المال ممثلة في التكلفة الم

فبالنظر إلى معطيات الجدول نلاحظ بأن السندات تمثل أقل العناصر المستخدمة من حيث التكلفة، في أنها تشكل ما 25% فقط من إجمالي الاحتياجات المالية. هذا ما يمكن إرجاعه إلى السياسة المالية الحالية للمؤسسة. الهدف الأساسي للمؤسسة، والذي يتمثل في كيفية اختيار المصادر التمويلية، التي تحقق أقل تكلفة ممكنة، على أن تكون في نفس الوقت مناسبة للاحتياجات المالية للمؤسسة.

خلاصة الفصل الأول:

:

- يمثل هيكل رأس المال التمويل الدائم في المؤسسة، أما الهيكل المالي فيمثل إجمالي الخصوم في الميزانية، وبالتالي يعتبر هيكل رأس المال جزءاً من الهيكل المالي بعد استبعاد عناصر الالتزامات قصيرة الأجل.
- استناداً على مجموعة الفرضيات التي جاءت بها النظريات المفسرة لهيكل رأس المال والتي كانت متباينة من حيث فكرة وجود هيكل رأس مال مثالي من عدمه، نجد بأنها تنفي وجوده من جهة من خلال مدخل صافي الربح ونظرية ميلر وموديجلياني، وتؤكد من جهة أخرى وجوده من خلال النظرية التقليدية وكذلك النظرية المصححة لميلر وموديجلياني ().
- عدم وجود قواعد واعتبارات متفق عليها ثابتة ومحددة من الناحية الحسابية في تحديد تكلفة الأموال، إذ أن جميع المدخلات المختصة بدراسة تكلفة الأموال تعتمد على التنبؤ في تقدير تلك التكلفة وتركز على مقدار العائد المتوقع وأن يكون التمويل باتجاه المصدر الأقل تكلفة والذي يحقق أعلى عائد.
- تختلف مصادر التمويل المتاحة باختلاف التكلفة فيزداد حجم الأموال المتاحة عندما ترتفع تكلفتها ويقل حجمها بانخفاض تكلفتها أي أن ازدياد الطلب على مصادر التمويل يؤدي إلى رفع تكلفة الأموال المتاحة وانخفاض الطلب يؤدي إلى الخ.
- إن هيكل رأس المال الأمثل هو ذلك الذي يحقق أعلى مستوى للاستدامة بغية الاستفادة من أثر الرافعة المالية ومن ثم مردودية المؤسسة، ولا يعرض هذه الأخيرة لمخاطر إضافية كالإفلاس.

مقدمة الفصل الثاني:

يعتبر التمويل الخارجي النوع الثاني من التمويل الذي تعتمد عليه المؤسسة، بما أن التمويل الداخلي بصفة عامة لا يكفي لتغطية المتطلبات المالية للمؤسسة، وحتى تحافظ على مستوى الاستثمارات عند الحدود المقبولة وتتجاوز أزمة السيولة الظرفية فإنها تلجأ إلى المصادر الخارجية للتمويل من أجل الحصول على الأموال، ولكن الحصول على هذه الأموال يتم بشروط وإجراءات وفقاً للشروط التي يحددها سوق المال، كما أن حجم التمويل الخارجي يتوقف على حجم التمويل الداخلي، أي أنه مكمل للتمويل الداخلي لتغطية المتطلبات المالية (سواء الاستثمارية أو التجارية).

وهناك عدة أشكال يتخذها التمويل من المصادر الخارجية يمكن تصنيفها في المصادر التالية:

- التمويل عن طريق البنك

- التمويل عن طريق الأسواق المالية

وعلى ضوء ما سبق، ارتأينا إلى تقسيم الفصل الثاني إلى ثلاثة مباحث مع التركيز على صيغة مهمة من صيغ التمويل الخارجي ألا وهي السندات التي تلعب دوراً مهماً وحيوياً في الاقتصاد لما توفره من تمويل مستقر طويل الأمد للشركات والدول.

- أساسيات حول أدوات التمويل الخارجي.

- عمليات القرض السندي في سوق السندات.

- العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي

المبحث الأول: أساسيات حول صيغ التمويل الخارجي

عادة ما يكون التمويل الداخلي غير كافي لتغطية احتياجات المؤسسة، هذا ما يدفعها للجوء إلى مصادر خارجية قصد تمويل مشاريعها جزئياً أو كلياً، ويتضمن هذا التمويل كل الأموال التي يكون بمقدور المؤسسة أن تحصل عليها من المصادر الخارجية إلى جانب هذا فإن حجم التمويل الخارجي يتوقف على حجم التمويل الداخلي والاحتياجات المالية للمؤسسة، وعليه يعتبر التمويل الخارجي مكملًا للتمويل الداخلي لسد العجز في المتطلبات المالية للمؤسسة (سواء استثمارية أو جارية)¹.

المطلب الأول: صيغ التمويل الخارجي قصيرة الأجل

التمويل القصير الأجل يحتل أهمية كبيرة في الهيكل المالي لأي مؤسسة، لأنه عادة ما يتم استخدامه لتغطية النفقات المتعلقة أساساً بالتشغيل العادي للطاقت الإنتاجية للمؤسسة من أجل تحقيق التوازن إلى أبعد الحدود.

1- تعريف التمويل قصير الأجل:

شهد التمويل قصير الأجل عدة تعريفات مختلفة ومتعددة.

- هناك من يقصد به تلك الأموال التي يمكن رصدها من أجل مواجهة النفقات التي تتعلق بالتشغيل الجاري للطاقت الإنتاجية للمؤسسة.
- هو مجموعة القروض التي تستخدمها المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها المؤقتة في الأصول المتداولة.
- من هذه التعاريف نستخلص أن التمويل قصير الأجل هو عبارة عن مجموعة الأموال المستخدمة من قبل المؤسسة من أجل تمويل احتياجاتها الجارية التي لا تتعدى السنة المالية الواحدة والمتمثلة في الأصول المتداولة وذلك بالرغم من أن مدته قد تصل إلى سنتين في بعض الأحيان.²

2- أنواع التمويل قصيرة الأجل: يتكون التمويل قصير الأجل من:

- 1-2 الائتمان التجاري:** يعرف الائتمان التجاري بأنه ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد إلى المؤسسة عندما تقوم هذه الأخيرة بشراء البضائع أو المواد بغرض بيعها أو تحويلها وتحتاج المؤسسة إلى الائتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأس مالها لمقابلة الحاجات الجارية وعدم مقدرتها على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة، وهناك عدة تعريفات للائتمان التجاري نذكر منها ما يلي:

¹ عبد الغفار حنفي، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، ص248.

² أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002-2003، ص3.

- هي الديون التجارية التي تنتج عن العلاقة بين المؤسسة ومورديها جراء التسهيلات التي تحصل عليها المؤسسة عند شراء البضائع، المواد الأولية، وحتى الخدمات المقدمة من طرف مورديها أين تتمكن المؤسسة من الحصول على المشتريات والخدمات التي تحتاج إليها، لكن مع وعد بالتسديد بعد مدة من استلامها لها.
- يتمثل الائتمان التجاري في رقم أوراق دفع ثمنها نقداً، على أن يتم سداد قيمتها بعد فترة محددة، وتتوقف تكلفة هذا الائتمان على شروط الموردين.¹
- هو ائتمان قصير الأجل يمنحه المورد إلى المشروع عند قيام هذا الأخير بشراء خدمات أو بضائع جاهزة لغرض تصنيعها أو إعادة بيعها.²
- ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين في منح هذا النوع من الائتمان يتوقف على مجموعتين من العوامل:
- العوامل الشخصية مثل مركز الدائن (المورد) المالي ومدى رغبته في التقلص من مخزونه السلعي وتقديره لأخطار الائتمان.
- المجموعة الثانية من العوامل هي تلك الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل الفترة الزمنية التي تحتاجها المؤسسة لتسويق السلعة وصيغة السلع المباعة. وموقع العملاء في السوق.

2-1-1- أشكال الائتمان التجاري:

- **الحساب الجاري:** هو أكثر أشكال الائتمان التجاري استعمالاً وشيوعاً فيه يفتح البائع للمشتري حساباً في دفاتره يسجل فيه ثمن ما باعه من بضاعة بالحساب والمبالغ التي سددها أيضاً يطلق عليها اسم الحساب المفتوح.
- **السحب:** وهو المطالبة بدفع ثمن البضاعة يوجه البائع للمشتري ويستخدم في حالات التصدير، وقد يكون سحبا بالإطلاع أي يستحق بمجرد رؤية المشتري له وقد يكون سحبا زمنياً أي يستحق بعد فترة محددة من تاريخ رؤية المشتري له.
- **الكمبيالة:** تعرف الكمبيالة بأنها أداة ائتمان تجاري لها قيمة معينة وتاريخ استحقاق معين ويستطيع حاملها أن يقوم بخصمها قبل موعد استحقاقها من البنوك التجارية.³

2-1-2- شروط الائتمان التجاري: تتوقف مدة أو فترة الائتمان التجاري على العوامل التالية:

¹ الحاج طارق، مبادئ التمويل، دار صنعاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 143.

² سمير محمد عبد العزيز، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1998، ص 134.

³ الحاج طارق، مرجع سبق ذكره، ص 143.

- معدل دوران السلع: من حيث سرعة معدل دوران السلع نجد أنها تختلف باختلاف الطبيعة الاقتصادية للسلع حيث أن المواد الغذائية كالخضر والفواكه الطازجة مثلا: تكون فترة ائتمائها قصيرة نسبيا من 5 إلى 10 أيام، أما السلع المعمرة كالمجوهرات والمفروشات فإن معدل دوران بيعها يكون بطيئا بالتجزئة.

- الوضع المالي للمشتري: الشركات ذات الوضع المالي النقدي التي تبيع بالتجزئة عن طريق منح الائتمان لعملائها تستطيع هي الأخرى الحصول على فترة ائتمانية طويلة نسبيا من الموردين.

- الوضع المالي للبائع: البائع ذو الوضع المالي الضعيف يطلب من المشتريين الدفع نقدا، أو عن طريق منحه شروط ائتمان قصيرة الأجل.

- الخصومات النقدية: هو تخفيض في سعر البيع أو قيمة المبيعات إذا تم الدفع خلال فترة معينة.

2-2- الائتمان المصرفي: يعتبر الاقتراض من البنوك التجارية من أهم المصادر قصيرة الأجل التي تأتي بعد الائتمان التجاري ويدخل هذا النوع من الاقتراض في الميزانية العمومية للمؤسسة في بند قروض مصرفية قصيرة الأجل أو بنود السحب على المكشوف، وتقوم المؤسسات بإنشاء علاقات سليمة مع البنوك والمحافظة عليها على مر الزمن إذ أن هذه العلاقات كفيلة بأن تسهل عليها الحصول على ما يلزمها من ائتمان لتمويل حاجاتها الفورية أو قصيرة الأجل.

ويقصد بالائتمان المصرفي ذلك القرض الذي تحصل عليه المؤسسة من البنوك التجارية وفقا لشروط من بينها:¹

- يجب على المؤسسة تقديم طلب إلى البنك تبين فيه طبيعة احتياجاتها، وإرفاقها بكافة البيانات التي تساعد البنك على اتخاذ قراره بكل موضوعية، ومجرد الموافقة على منح القرض يجعل الحساب الجاري لدى البنك دائما بقيمة القرض الممنوح.

- قد تطلب البنوك من المؤسسة التي لا تتمتع بمركز قوي في السوق ضمانات على القرض، كما قد تطلب توقيع طرف ثالث لضمان استرجاع مبلغ القرض أو دفع الفوائد مقدما، وفي جميع الحالات سيكون تسديد القرض على دفعات حسب الاتفاق بين البنك والمؤسسة.

- يمكن أن يطلب البنك من المؤسسة الموافقة على شرط الاحتفاظ برصيد معوض لدى البنك وهذا حتى يضمن الوفاء بالتزاماتها اتجاهه.

وفي مقابل ذلك يجب على المؤسسة التي تستخدم هذا النوع من القروض التأكد مما يلي:²

¹ مؤسسات مالية وسيطة تهتم عملياتها الرئيسية بتجميع النقود الفائضة عن حاجة الجمهور أو مؤسسات الأعمال أو الدولة لغرض إقراضها لآخرين وفقا لأسس معينة أو استثمارها في أوراق أو استثمارها في أوراق مالية محددة.

² رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص 190.

- لا بد أن يتناسب حجم البنك مع حجم المؤسسة، ويرجع ذلك بصفة أساسية إلى أن هناك قيودا اقتصادية وقانونية على مقدار القروض التي يمكن لأي بنك أن يمنحها لعميل واحد.
- على أن تختار البنك الذي يتبع سياسة تتماشى مع احتياجاتها وهذا راجع لتبيان سياسات وشروط البنوك في منح القروض (مقدار الأموال التي يمكن اقتراضها، مدة القرض، نفقة القرض...).

2-2-1- أشكال الائتمان المصرفي: تنقسم القروض في هذه الحالة إلى نوعين هما:¹

- **الائتمان المصرفي بضمان:** تقدم العديد من البنوك وشركات المال بطلب تقديم ضمانات معينة من قبل المشاريع لضمان مبلغ القروض المطلوب.

وهناك عدة أسباب لوضع ضمانات من قبل المشروعات المقترضة مقابل الحصول على القروض منها:

- قد تكون المشاريع حديثة التكوين فهي لا تتمتع بسمعة مالية أو تجارية كافية لضمان استرداد القروض،
- قد تكون المشاريع صغيرة وبذلك فإن المخاطرة التي يتحملها البنك أو من جهة الإقراض عالية بالقياس للمشاريع الكبيرة ولضمان السداد، يطلب وضع ضمان نقابل القرض،
- ضعف المركز المالي،

- الحصول على مقدار أكبر من الاقتراض فإن المشاريع تقوم بتقديم ضمانات مختلفة للحصول على ما تحتاجه من الأموال.

- **الائتمان المصرفي بدون ضمان:** تقوم البنوك التجارية وبعض شركات الأموال بإعطاء المشاريع قروض قصيرة الأجل دون ضمان عيني ويحدث ذلك غالبا عندما يكون المشروع المقترض معروف لديهم أي أن له سجل تعامل مستمرا معهم حيث تصل القناعة لدى البنك المعني بأن عملية إجراء المفاوضات بخصوص منح قرض قصير الأجل لهذه المشاريع مكلفة خاصة وأنه على علم بوضعها المالي من خلال التعامل المستمر بينهما، ويتم تثبيت هذا النوع من القروض رسميا بالتصديق على مستندات البنك من قبل المقترض وتمثل هذه المستندات قيمة القرض ومدته وتاريخ التسديد ومقدار الفائدة واجبة الدفع وعدد الأقساط وقيمة كل قسط في حالة اشتراط التسديد بأقساط.

المطلب الثاني: صيغ التمويل الخارجي متوسطة الأجل

يناسب هذا النوع من القروض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة التي يتعذر عليها الحصول على قروض طويلة الأجل لتغطية احتياجاتها المالية، ويتميز بانخفاض التكلفة مقارنة بتكلفة التمويل بالقروض الطويلة الأجل.

¹ عدنان هاشم رحيم السمرائي، مرجع سبق ذكره، ص 262.

1- تعريف التمويل متوسط الأجل:

يقصد بالتمويل متوسط الأجل تلك الأموال التي تحصل عليها المؤسسة من باقي المتعاملين الاقتصاديين سواء في صورة أموال نقدية أو أصول والتي عادة ما تكون مدة استحقاقها تتراوح بين سنتين وسبع سنوات. وعادة ما تكون هذه القروض موجهة لشراء وسائل الإنتاج المختلفة أي أنها وسيلة من وسائل تمويل الاستثمار التشغيلي للمؤسسة، حيث ينتظر استخدام الربحية المنتظرة من ورائه في تسديده أما من جهة نظر البنك فإنه يكون في هذه الحالة معرض لخطر تجميد أمواله لفترة زمنية معينة وبالتالي يواجه احتمال عدم السداد من طرف المؤسسة المقترضة.¹ ويمكن تقسيم التمويل متوسط الأجل:

1-1- قروض مصرفية متوسطة الأجل:

هي قروض تلائم التوسع في المشروعات الجديدة تلجأ إليها المؤسسات كونها تجد غالباً صعوبة في الحصول على الأموال اللازمة لتلبية احتياجاتها، ويتم تسديد هذا النوع من القروض بشكل أقساط دورية خلال فترات محددة، ويمكن أن يكون القرض مضمون بأصل معين أو بأي نوع من الضمانات الأخرى.² ويتميز هذا النوع من الاقتراض بالمزايا التالية:

- **السرعة:** نظراً لأن عملية التمويل تنتج عن مفاوضات مباشرة ما بين المقرض والمقترض فإن الإجراءات الرسمية تكون محدودة وبالتالي يحصل المشروع على احتياجاته المالية بسرعة.

- **المرونة:** في حالات حدوث أي تغييرات في الظروف الاقتصادية المحيطة بالمشروع يمكن تغيير بنود التعاقد وهو أمر يصعب تحقيقه في حالة الأنواع الأخرى من مصادر التمويل طويلة الأجل.³

1-2- **قرض الإيجار:** يعرف قرض الإيجار بأنه إيجار الأصل مع وعد بالبيع عند انتهاء فترة العقد لفائدة المستأجر بسعر محدد مسبقاً.

فهو تقنية من خلالها تقوم البنوك أو المؤسسات المالية بالحيازة على الأصول لكي تقوم بتأجيرها للمؤسسات التي هي بحاجة إليها وذلك وفقاً للمواصفات التي حددها هاته الأخيرة ومن المورد الذي تختاره لمدة محددة تدفع من خلالها أقساط إيجار مع خيار شراء الأصل المؤجر عند انتهاء الفترة بقيمة متبقية.

ومنه فإن عملية قرض الإيجار تستلزم:

- شراء الأصل بغرض إيجاره من طرف مؤسسات التأجير.

- إيجار الأصل للمؤسسة المستأجرة.

- إمكانية المؤسسة المستأجرة من الحيازة على الأصل المستأجر أو تجديد العقد وفق شروط أخرى.

¹ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 48.

² رضوان وليد العمار، مرجع سبق ذكره، ص 194.

³ مصطفى نهال فريد، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص 263.

إذن هذه التقنية ليست عملية بيع لأن المؤسسة المستعملة ليست المالكة للأصل الممول، وليست عملية استئجار بسيطة كون أن المستأجر له خيار الشراء.

المطلب الثالث: صيغ التمويل الخارجي طويلة الأجل

تكون المؤسسة غالباً في حاجة إلى الأموال من أجل توسيع نشاطها أو بغية إقامة مشاريع استثمارية جديدة، هذه الأغراض غالباً ما تتطلب أموال كثيرة ولمدة طويلة نسبياً، وبالتالي فمصدر تمويلها الذاتي يكون غير كافي لتلبية متطلباتها الاستثمارية مما يدفعها إلى اللجوء إلى المصادر الخارجية ومن بينها صيغ التمويل طويلة الأجل.

1- الأسهم كمصدر للتمويل

1-1- الأسهم العادية: تعتبر الأسهم العادية الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وهي أكثر الأوراق المالية شيوعاً في أسواق رأس المال، تعطي صاحبها جملة من الحقوق كأن تعطيه حق الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة وأصحاب السندات المعتمدة، كما لهم الحق في التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية، أما في حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها.¹

1-1-1- تعريف الأسهم العادية:

- الأسهم العادية هي عبارة عن صكوك متساوية قابلة للتداول في بورصة الأوراق المالية بالطرق التجارية حيث تمثل مشاركة في رأس المال في إحدى الشركات، ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة الذي ساهم في رأس مالها والذي يتكون من مجموع الحصص سواء أكانت حصة نقدية أم حصة عينية.²

- الأسهم العادية هي عبارة عن أوراق مالية طويلة الأجل، (أبدية طالما الشركة مستمرة)، تمثل مستند ملكية، له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية وكذلك قيمة تصفوية.³

1-1-2- مختلف قيم الأسهم العادية: للسهم العادي قيم مختلفة تتمثل في:⁴

- القيمة الاسمية: هي القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.
- القيمة الدفترية: تتمثل في قيمة حقوق الملكية، التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكن تتضمن الاحتياطات والأرباح المحتجزة، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة.
- القيمة السوقية: هي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأعمال وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية.

1-1-3- إيجابيات وسلبيات إصدار الأسهم العادية¹: تتمتع الأسهم العادية بالنسبة للشركة المصدرة بالإيجابيات التالية:

¹ د. محمد عوض عبد الجواد، أ. علي إبراهيم الشديفات، الإستثمار في البورصة: أسهم-سندات-أوراق مالية، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006، ص 88.

² مصطفى رشدي شحبة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993، ص 169.

³ أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 12.

⁴ د. محمد عوض عبد الجواد، أ. علي إبراهيم الشديفات، مصدر سبق ذكره، ص 89.

- تعد مصدرا دائما للتمويل حتى لو تم بيعها في السوق لكونها تنتقل من ممول إلى ممول آخر دون أدنى تأثير على الأصول المادية التي تقابلها لدى المستثمر أو الشركة المصدرة.
- الشركة المصدرة غير ملزمة قانونيا بتوزيع أرباح حتى لو تحققت لها أرباح لأن ذلك يتحدد بموجب سياسة الهيئة العامة اتجاه التوزيع.

أما سلبياً على الشركة المصدرة فيمكن حصرها بالتالي:

- ارتفاع معدل العائد المتوقع عليها وبالتالي ارتفاع كلفة الحصول على الأموال الجديدة.
- عدم خصم التوزيعات من الوعاء الخاضع للضريبة.
- دخول مساهمين جدد وتشتت الأصوات في الجمعية العمومية.

1-1-4- أنواع الأسهم العادية: تنقسم الأسهم العادية إلى الأنواع التالية:

• من حيث الشكل:²

- أسهم اسمية: وتصدر باسم صاحب السهم العادي وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمصدر أو البورصة.
- أسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وتنتقل ملكيتها بطريقة التظهير.
- أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين وتنتقل الملكية من يد إلى أخرى ومالكه هو الشخص الذي يجوز عليها في حينه.

• من حيث الحصة المدفوعة:³

- أسهم عينية: وهي تمثل حصة عينية من رأس المال على شكل عقار أو آلات أو معدات.
- أسهم نقدية: وهي التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.

• من حيث الحقوق:⁴

- السهم العادي: يمنح للمكتتبين ويحق لحامله الحصول على أرباح دورية وكما سبق وأن تم تعريفه في المقدمة.
- السهم الممتاز: وهي أسهم هجينة تقع بين الأسهم العادية والسندات وسوف نأتي على شرحها بالتفصيل.

1-2- الأسهم الممتازة:

من بين الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية هي الأسهم الممتازة.⁵

1-2-1- تعريف الأسهم الممتازة:

يمكن تعريف السهم الممتاز على أنه سهم يقع بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين النوعين:

¹ د. فيصل محمود الشواور، الاستثمار في بورصة الأسواق المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس - القاهرة - مصر، ص 81.

² مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، دراسة نظرية وعملية، الطبعة الثانية، 1967، ص 34.

³ الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية، ندوة الاستثمار ومقوماته في بورصات الأوراق المالية العربية واتجاهاتها المستقبلية، الندوة المنعقدة بالدار البيضاء، المغرب، في الفترة ما بين (16-18) ديسمبر، 1986، ص 4.

⁴ محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1993، ص 20.

⁵ د. محمد عوض عبد الجواد، أ.علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 99.

- فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية.
- وهي تشبه الأسهم في تواجدتها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة¹.
- ويمكن تعريف الأسهم الممتازة أيضا على أنها:
- هي الأسهم التي يتقرر لحاملها حقوقا أكثر مما هو مقرر لحملة الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على أرباح حتى ولو لم يتبق لحملة الأسهم العادية أية حصة من الأرباح التي يتقرر توزيعها.²
- 1-2-2- خصائص الأسهم الممتازة:** تتمتع الأسهم الممتازة بالخصائص التالية:³
 - حق الأولوية في الحصول على الأرباح ونسبة محددة.
 - حق الأولوية في الحصول على حصيلة التصفية من الأصول.
 - حق تجميع الأرباح المقررة من سنة إلى أخرى.
 - حق تحويلها إلى أسهم عادية.
 - حق تحديد مدة زمنية للوفاء بقيمتها الاسمية.
- 1-2-3- مزايا وعيوب الأسهم الممتازة:** تتمتع الأسهم الممتازة بالمزايا التالية:⁴
 - لها نسبة محددة من الأرباح بغض النظر عن قرار التوزيع من عدمه؛
 - انخفاض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة،
 - تجنب المؤسسة دفع الالتزامات الثابتة الواجبة الدفع أو الوفاء بها كالفائدة على السندات، لذلك نجد أن أحجام المؤسسة عن دفع توزيعات على الأسهم الممتازة لا يعرضها لمخاطر الإفلاس عكس الفائدة على السندات؛
 - تستطيع المؤسسة من خلال إصدارها الأسهم الممتازة تحقيق أرباح إضافية لحملة الأسهم العادية؛
 - يستطيع المدير المالي عن طريق بيع الأسهم الممتازة أن يتجنب شرط المساهمة المتساوية في المكاسب والذي يتطلبه بيع أسهم عادية جديدة، كما يمكن تجنب إدارة المؤسسة فرض المزيد من الرقابة عليها.
- أما عيوب الأسهم العادية فيمكن حصرها في الآتي:⁵
 - ارتفاع تكلفتها على الشركة المصدرة لعدم إمكانية خصم توزيعاتها من الوعاء الضريبي؛

¹ د. عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم-سندات-وثائق إستثمارية-خيارات، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، مصر 2004-2005، ص 39.

² حميد محمد عثمان إسماعيل، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، القاهرة، مطبعة جامعة القاهرة، 1993، ص 154.

³ جمال أبو العجايز، السندات، مجلة البنوك في الأردن، العدد الخامس، إبريل، 1994، ص 18.

⁴ وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997، ص 103.

⁵ فريدي بازجورج أبي صالح، بورصة الأوراق المالية وإدارة المحافظ، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1987، ص 83.

- تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد السندات؛
- الاحتفاظ بحقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة؛
- الحق أحيانا في التصويت على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة العامة.
- المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم الممتازة أكبر من تلك التي يتعرض لها حملة السندات فليس هناك ما يضمن لهم عائدًا فورًا؛
- ليس لحملة الأسهم الممتازة حق المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.
- يجب أن تباع الأسهم الممتازة على أساس عائد أعلى من عائد السندات أي أن تكلفتها تفوق تكلفة الاقتراض، ويرجع هذا إلى أن توزيعات الأسهم الممتازة على عكس الفوائد، لا تخصم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، ومن ثم لا تحقق المؤسسة من ورائها وفورات ضريبية.

1-2-4- أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية¹:

- 1-2-4-1- مجموعة للأرباح: وتضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية.
 - 1-2-4-2- مشاركة في الأرباح: وتوفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح تتمثل بإعطاء الحق أيضا في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم.
 - 1-2-4-3- القابلية للتحويل: تعطي حاملها حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية.
 - 1-2-4-4- القابلية للاستدعاء: تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصا عند ارتفاع أسعارها السوقية.
- من ذلك يتضح بأن الأسهم الممتازة تجمع بين خصائص الأسهم العادية من حيث إنها تعبر عن ملكية المستثمر وعدم وجود تاريخ استحقاق لها وحصولها على توزيعات الأرباح، كما أن العائد على الأسهم الممتازة في الغالب يكون أقل من العائد على الأسهم العادية
- الجدول 02: المقارنة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة

الأسهم العادية	الأسهم الممتازة
1- إمكانية بيع الأسهم بسهولة وسرعة.	1- تكون عسيرة مقارنة بالعادية.
2- لا يتمتعون بحق الأولوية في الحصول على الأرباح.	2- أصحاب هذه الأسهم لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة.
3- هذا النوع من التمويل يصدر مرة واحدة خلال فترة حياة المؤسسة.	3- يصدر عدة مرات خلال فترة حياة المؤسسة.
4- حملة هذا النوع من الأسهم لديهم الحق في التصويت.	4- غالبا لا يكون لحملة هذا النوع الحق الدائم في التصويت.
5- لا يوجد حد أقصى لمقدار العائد.	5- يوجد حد أقصى لمقدار العائد.

المصدر: رمضان زياد، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والنزديتات، جامعة القدس المفتوحة. القاهرة، مصر، 2008، ص 62.

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 208.

2- السندات كمصدر للتمويل: تعد السندات أحد أهم المصادر التمويلية طويلة الأجل التي تلجأ إليها المؤسسة في تلبية

احتياجاتها المالية، كما أنها تعد الأقل تكلفة من بينهم.

2-1- تعريف السندات: هي عبارة عن قروض يقدمها المستثمر إلى المؤسسات والحكومات، حيث يقوم المستثمر (المقرض)

بالحصول على سعر الفائدة محددة نظير إقراض أمواله لفكرة ما، وفي المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقترض) على الأموال التي

تحتاجها. كما يحصل المستثمر أيضا على مبلغ استثماره الأصلي (المبلغ الأساسي أو سعر إصدار السندات) الذي يستحق في نهاية

أجل محدد، ويمكن إصدار السندات لفترات تصل إلى ثلاثين عاما، ويتم تصنيفها حسب جودتها أو احتمالات تسديد قيمتها.¹

- هو عبارة عن مستند مديونية تصدره المنشآت ويعطي لحامله الحق في الحصول على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق

كما يعطيه أيضا الحق في الحصول على عائد دوري يتمثل في نسبة مئوية من القيمة الاسمية.²

وبالتالي فهي عبارة عن أدوات دين أو اقتراض تطرح في سوق الأوراق المالية لأجل طويلة، وتعتبر عن مديونية أو قرض للغير بقيمة

اسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق أيضا محدد لكنه طويل نسبيا، وتتوزع بين السندات التي تصدرها الحكومة بأقل من

قيمتها الاسمية أو بفوائد دورية منخفضة نسبيا مقابل الحصول على سيولة نقدية من جمهور المستثمرين، وتتعهد باستعادتها بتواريخ

استحقاق معينة بقيمتها الاسمية، والفرق يكون هو العائد الذي يحصل عليه المستثمر وفي الوقت نفسه تعد هي التكلفة التي

يتحملها المقترض أو البائع مقابل إعادته لهذه النقود، أما السندات التي تصدرها الشركات المساهمة العامة فهي عبارة عن عقد

طويل الأجل يوافق بموجبه البائع على دفع فائدة سنوية مقابل الحصول على قيمته الآن وإعادته للمشتري بعد انقضاء فترة زمنية

محددة وهذه السندات الخصائص التالية:³

- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية؛

- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة؛

- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة؛

- تنتهي علاقة الحامل بالمقترض حال تسديد قيمتها؛

- تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.

¹ د. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 78-79.

² أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص 18.

³ وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 76.

2-2- الوثائق التي تصاحب السندات: هناك نوعين أساسيين من الوثائق:

- شهادة السند: وهي الوثيقة التي تعبر عن الملكية ويتم الإفصاح فيها عن توقيت وطريقة تسديد الفوائد والقيمة الاسمية للسند.
- وثيقة عقد إصدار السند: وهي الوثيقة التي توضح مسؤوليات وواجبات كل من المصدر وحامل السند.

2-3- مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات:¹

2-3-1- المزايا:

- ثبات واستمرارية العائد بغض النظر عن مدى تحقيق الأرباح أو الخسائر؛
- مأمونة السداد في تاريخ الاستحقاق بأصل أو أصول محددة أو اسم وشهرة الشركة؛
- فوائدها تتمتع بميزة الإعفاء الضريبي؛
- تتميز بحق استردادها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق؛
- قابلية تحويلها إلى أسهم عادية.

2-3-2- المخاطر:

- احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات القوة الشرائية لوحدة النقد؛
- احتمال تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الفائدة؛
- احتمال تعرضها لمخاطر ارتفاع نسبة المديونية نتيجة لزيادة عدد الذين يتنازعون حق الحصول على الشركة وذلك في حالة التصفية والإفلاس.

2-3-3- أنواع السندات: تنقسم السندات إلى الأنواع التالية:²

من حيث جهة الإصدار:

- حكومية: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

¹ نفس المرجع السابق، ص 86-89.

² وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 90.

- غير حكومية: تصدر عن الشركات المساهمة العامة كالسندات العادية والسندات العقارية وغيرها وذلك لتلبية احتياجاتها التمويلية المختلفة.

من حيث مدة الأجل:

- قصيرة الأجل: تستحق خلال عام وتكون معدلات فوائدها منخفضة نسبياً.

- متوسطة الأجل: تستحق خلال سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها متوسطة نسبياً.

- طويلة الأجل: تستحق بعد سبع سنوات وتكون معدلات فوائدها عالية نسبياً.

من حيث الشكل:

- باسم مالكيها: لا تنتقل ملكيتها إلا بعد الرجوع إلى المصدر أو الجهة الرسمية.

- باسم حاملها: تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر اسم المستثمر.

من حيث الجنسية:

- محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

- أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

- دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

من حيث الضمان:

- مضمونة: تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها في حالة عدم القدرة على الوفاء بالتزاماتها.

- غير مضمونة: لا تعطي حاملها حق وضع اليد على الأصول الضامنة لها وإنما الضمان الوحيد لها هو حق الأولوية في الحصول

على الحقوق قبل حملة الأسهم العادية والممتازة.

من حيث طبيعة الفائدة:

- فائدة ثابتة: تكون الفائدة عليها ثابتة طويلة المدة.

- فائدة متغيرة: تكون الفائدة عليها متغيرة وتتغير نسبتها على ضوء تغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

من حيث قابلية التحويل:

- قابلة للتحويل: يعطي لصاحبها الحق باستبدالها بأسهم عادية بسعر تبادل معين وخلال مدة معينة.

- غير قابلة للتحويل: لا تعطي صاحبها أو حاملها الحق باستبدالها بالأسهم العادية للشركة المصدرة.

الجدول 03: خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الأوراق المالية	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولاً: الحق في الحصول على دخل المقارنة 1- من حيث الأسبقية 2- من حيث مبلغ الدخل أو العائد	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية 1- درجة الأسبقية 2- المبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثالثاً: الحق في استرداد القيمة - تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	(القيمة الإسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

المبحث الثاني: عمليات القرض السندي في سوق السندات.

تتعدد الأدوات المالية التي تصدرها أسواق الأوراق المالية، ما جعلها تنقسم إلى سوق الأسهم وسوق السندات، وكلاهما يوفر للمؤسسات ذات العجز المالي سواء كانت عامة أو خاصة أو للدولة تمويل طويل الأجل، لكن على هذه الوحدات أن تختار الصيغة التي تتماشى وطبيعتها واحتياجاتها وكذا إمكانياتها المالية، وما قد يؤثر اختيار هذا البديل التمويلي على مردوديتها.

المطلب الأول: ماهية السوق السندي:

يحتل السوق السندي أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية ويلعب دورا مهما في تمويل الوحدات ذات الحاجة للتمويل سواء كانت الدولة أو المؤسسات العمومية الخاصة. لهذا سنتطرق في هذا الجزء إلى التعرف بشكل أكبر على السوق السندي.

1- مفهوم السوق السندي

السوق السندي هو ذلك القسم من السوق المالي الذي يتم فيه إصدار وتداول السندات بيعا وشراء بين مختلف المتعاملين الاقتصاديين، بالإضافة إلى أنه يعتبر وسيلة تسهيل يتم من خلالها انتقال رؤوس الأموال من المدخرين إلى المنظمات التي تحتاج رؤوس أموال إضافية لتمويل مشاريعها وتوسيع أعمالها

وتتم معظم المعاملات في السوق السندي عن طريق البورصة، من خلال السوق الأولية والتي يتم فيها إصدار سندات الدين، إضافة إلى السوق الثانوية والتي يتم فيها شراء وبيع سندات الدين الصادرة سابقا من قبل المقترضين

2- خصائص السوق السندي¹:

- السوق السندي هو سوق تفاوض، (Gré a Gré) أين السندات المسعرة في السوق المنظم تشكل نسبة قليلة من إجمالي السندات المصدرة، حيث نجد سنة 2003 م في السوق السندي الفرنسي حوالي 95% من المبادلات تتم عن طريق السوق التفاوضي وبما يتجاوز قيمة 172,3 مليار أورو.

- الأسعار في السوق السندي أقل تقلبا من الأسعار في سوق الأسهم، حيث أن أسعار السندات تتأثر بتطور أسعار الفائدة السائدة في السوق، لذا نلاحظ استقرارا في أسعار السندات.

- يمثل السوق السندي بديلا تمويليا مغريا للعديد من المؤسسات وهذا لما يقدمه من امتيازات لا تتوفر في سوق الأسهم.

- يتميز السوق السندي بأهمية بالغة، وقد شهد تطورا كبيرا مقارنة بسوق الأسهم، نظرا لأن الدولة تعتبر أكبر وأهم متدخل فيه، وقد شهد العالم سنة 2003 م إصدار حوالي 4930 مليار دولار من الإصدارات الجديدة في السندات من طرف الدولة وكذا المؤسسات العمومية والخاصة. ويعتبر السوق السندي الأمريكي الأول في العالم بإصدار حوالي 3000 مليار دولار من

¹ Lawrence-J Gitman et autres : **Investissement et marchés financiers**, Pearson Education, 9eme édition, Paris France, 2005, P446.

السندات الجديدة سنة 2003 م في حين أن السوق السندي الأوروبي شهد في نفس العام إصدارا سنديا جديدا بحوالي 1560 مليار دولار، أما في السوق السندي الآسيوي فقد تم إصدار حوالي 30 مليار دولار من السندات الجديدة.

- تتداول السندات في السوق السندي وتكتسب قيمة سوقية ترتبط بمستوى سعر الفائدة السائد في السوق مقارنة بسعر الفائدة المحمول فيه السند.

3- مزايا وعيوب التمويل عن طريق السوق السندي:

تلجأ المؤسسات إلى السوق السندي لتلبية احتياجاتها التمويلية من خلال تداول السندات بيعا وشراء، لذلك نجد أن السوق السندي يحمل العديد من المزايا كما نجد فيه بعض العيوب مثله مثل باقي أسواق الأوراق المالية.

3-1- مزايا التمويل عن طريق القرض السندي: تتمثل فيما يلي¹:

- تعتبر عملية التمويل عن طريق السوق السندي مربحة لو استطاعت المؤسسة استثمار الأموال المقترضة بمعدل يزيد عن معدل الفائدة المدفوع عليها.

- تكلفة أدوات السوق السندي منخفضة نسبيا مقارنة بالأسهم العادية والأسهم الممتازة.

- يحصل حامل السند على قيمة سنده في تاريخ محدد يتفق عليه عند الإصدار مضافا إليها الفائدة سواء حققت المؤسسة أرباح أو خسائر.

- لحامل السند الحق في الحصول على ضمان خاص على بعض موجودات المؤسسة قبل حاملي الأسهم.

- عملية الاستثمار في السوق السندي تحقق وفورات ضريبية وذلك لأن الفائدة على السندات تخفض الربح الخاضع للضريبة.

- نسبة الفوائد لا تتغير تبعا لمستوى الأرباح بعكس حالة الأسهم، لأن الفوائد المترتبة عن السندات سدادها يقدر مسبقا مباشرة عند الإصدار.

- التمويل عن طريق السوق السندي يمثل الاستغلال الأمثل لأموال الغير دون اشتراكهم في الإدارة.

3-2- عيوب التمويل عن طريق السوق السندي: أهمها:

- هناك قيود تفصل بين حاملي السندات عن المؤسسة وهذا من خلال عدم قدرتهم إما على الحضور أو التصويت في إدارة المؤسسة.

- فوائد السندات في الغالب ثابتة، مما يجعلها تتأثر سلبيا بارتفاع معدلات التضخم مؤدية بذلك لخسائر حامليها.

¹ محمد الصيرفي، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007، ص 523.

- في حالة تغير التوقعات والخطط التي صدرت من أجلها السندات قد يسبب مشاكل للمؤسسة.

المطلب الثاني: إصدار وتسعير القرض السندي

تعتبر عملية إصدار السندات صناعة خدمية تمويلية واسعة الانتشار تنظمها القوانين المختلفة محليا وعالميا، والسند هو شهادة دين تجاري، تمثل التزام تعاقدى على المصدر (المقترض) اتجاه حاملها (المستثمر)، يتعين بموجبها دفع قيمة ثابتة ومحددة بسعر متفق عليه (القيمة الاسمية) في تاريخ لاحق لتاريخ استحقاقها مضاف إليه عائد في شكل (كوبونات)¹.

1- الشروط العامة للإصدار:² عملية إصدار السندات عملية منظمة وذلك لحماية لأموال الدائنين وخاصة أنهم لا يملكون حق المشاركة في الإدارة أو الإشراف عليها، وتمثل شروط إصدارها:

- لا يجوز إصدار السندات إلا بقرار من الجمعية العامة للمساهمين بناء على اقتراح إدارة الشركة أو الشريك أو الشركاء المديرين بحسب الأحوال، مرفقا به تقرير محافظ الحسابات يتضمن الشروط التي تصدر بها السندات ومن هنا يتضح أن قرار إصدار السندات لا يعطى لمجلس الإدارة ولكن للجمعية العامة وذلك ضمانا لحماية أموال حملة السندات.

- لا يجوز إصدار السندات إلا بعد سداد رأس المال المصدر بالكامل من جانب المساهمين وهذا يتماشى مع الإجراءات السليمة حيث لا يقبل أن تلجأ الشركة إلى الغير للاقتراض وتمويل نشاطها إلا بعد وفاء المستحقات.

- يشترط عند إصدار السندات ألا تزيد قيمة السندات السابقة التي أصدرتها الشركة والمتداولة في أيدي الجمهور (مضافا إليه الإصدار المقترح للسندات الجديدة) على صافي أصول الشركة وقت الإصدار حسبما يحدده مراقب الحسابات في تقريره المقدم إلى الجمعية العامة بمناسبة الإصدار، هذا الشرط يضمن لحملة السندات نوعا من الحماية حيث أن صافي أصول الشركة يمثل الضمان لأموال الدائنين وأصحاب القروض.

في حالة ما إذا كان القرض موجها للجمهور، يجب نشر وثيقة المعلومات في الكشف الرئيسي للإعلانات القانونية تخص كل المعلومات الخاصة بالوضع القانونية أو المالية للمؤسسة وكل خصائص الإصدار، ويجب أن يصادق عليها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة البورصة.

2- الأطراف المشاركة في عملية إصدار السندات: يشارك في عملية إصدار السندات عدة أطراف نذكر منها:³

1-2- المصدر: وهو المقترض الذي يجب أن يتمتع بموقف مالي جيد يطمئن إليه المستثمر لتوقيع اتفاقية شراء السندات، إلى جانب تمتعه بشخصية سيادية اعتبارية مستقلة.

¹د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 282.

²محمد سمير الصبان وعبد الله عبد العظيم هلال، المحاسبة المالية في شركات الأموال، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2000، ص 136.

³د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 282-283.

2-2- المستثمر: هو الجهة التي تقوم بشراء السندات، وتحمل مخاطر الإصدار مباشرة، وتمثل في المؤسسات الاستثمارية، شركات التأمين، صناديق المعاشات، الصناديق المتخصصة، البنوك التجارية والمركزية، الأفراد.

2-3- صانع السوق: يمثل الجهة التي تقوم بالترويج للأوراق المالية من خلال تقديم عروض أفضل في سعر الشراء والبيع، مما يساهم في توفير درجة سيولة في سوق الأوراق المالية.

2-4- السمسار: فرد أو مؤسسة يعد بمثابة وكيل ينوب عن صانع السوق في بيع وشراء الأسهم، ويمد المستثمر بالإلية التي تمكنه من الدفع مباشرة للمقترض (المصدر).

2-5- المضارب أو المتعامل: فرد أو مؤسسة يلعب دوراً رئيسياً في بيع وشراء السندات.

2-6- المنظم: وهو المسئول عن تنظيم اكتتاب إصدار السندات مقابل أتعاب يحصل عليها، وتمثل أهم اختصاصاته فيما يلي:

- اختيار المجموعة المشاركة في إدارة السند.
- تحديد الحصة القانونية لاكتتاب كل الأطراف المشاركة والعملية التي يتم استخدامها في الاكتتاب.
- إمداد المصدر بكافة البيانات والتحليلات الخاصة بالسوق متضمنة مصادر التمويل وبدائل الأسعار.
- التفاوض على الشروط النهائية للإصدار.
- مساندة أو المحافظة على استقرار سعر الإصدار من خلال شراء فائض السندات من السوق.
- إعداد المستندات الخاصة بالسند.

2-7- مؤسسات التقييم: وهي الجهة المتخصصة بتقييم السندات مثل مؤسسة ستاندرد أندبوز ومودز للخدمات الاستثمارية وذلك استناداً إلى تقييم المخاطر الائتمانية الخاصة بالمصدر، وتعد التقييمات الصادرة عن تلك المؤسسات بمثابة دليل معترف به في أسواق الائتمان.

3- تسعير السندات: يتم تسعير السندات المصدرة من قبل المؤسسة في السوق الأولي والثانوي.

3-1- في السوق الأولي¹: يتضمن تسعير الإصدار الجديد سعر السند بالإضافة إلى قيمة الكوبون وأجل الاستحقاق، ومعدل الربحية التي يحصل عليها المستثمر، وهناك العديد من الاعتبارات تؤخذ عند تحديد ربحية السند أهمها:

- تحديد الجهة المسؤولة عن إدارة السندات، هامش الربح المطلوب للمستثمر فوق معدل سعر الفائدة على السندات الحكومية (المعروف كنقطة إرشادية لتحديد العائد)، ولتحديد ذلك يتم إجراء دراسة مقارنة للسندات الجاري تداولها في السوق.
- يتم تحديد مستويات الرسوم التي تسدد للبنك.

¹ د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 287.

- يتم احتساب العائد الخاص بالمستثمر بعد إجراء التسويات بين تكلفة العائد والرسوم التي تسدد للبنك.
- يتم احتساب قيمة الكوبون الخاصة بالسند وفقا لسعر الإقفال منسوبا لمعدل الربحية المطلوب للمستثمر، ويحتسب العائد على الكوبون بالزيادة أو النقص لأقرب 8/1 من 1%.

3-2- في السوق الثانوية: يختص السوق الثانوي في التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها، أي سوق تداول للأوراق المالية ويكون إما منظم ويسمى البورصة، أو غير منظم تتم المعاملات فيه خارج البورصة¹، فيتم التعبير عن سعر السند في السوق الثانوي كنسبة مئوية من القيمة الاسمية، إذ يتم إرجاع قيمة السند إلى الأساس 100%، ومن ثمة فإنه في حالة ما أردنا الحصول على قيمة السند يتم ضرب النسبة في قيمته الاسمية.

وبالتالي فإن التعبير عن قيمة السندات بهذه الطريقة يسهل المقارنة بينها، وحتى تتم هذه المقارنة بشكل صحيح لا بد من عدم إدماج قيمة الكوبونات، لذا يتم الإعلان عن قيمة السندات في النشرات دون إدراج الفوائد المستحقة منذ آخر تقطيع للكوبون، إذ أنه يتم دفع قيمة السند إضافة إلى الفوائد المستحقة تناسباً مع المدة².

المطلب الثالث: تداول وإنهاء القرض السندي

السندات هي صكوك لحاملها أي قابلة للتداول، ولا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا وجدت سوق نشطة لرأس المال لتسهيل تداول الأوراق المالية، ولهذا السبب نجد في نشرة الإصدار شرط يتم بموجبه قيد الإصدار بالبورصة حيث تدرج السندات بجدول أسعار البورصة، وبدون هذا الشرط يصعب إصدار وتغطية القرض. وبذلك تعتبر السندات استثمارات مالية ينبغي دراسة إمكانية الاستثمار فيها من وجهة نظر المستثمر³.

1- تداول القرض السندي

يتم تنفيذ عملية بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق البورصة بإحدى الطريقتين⁴:

- ✓ أن يتقدم صاحب الأسهم إلى السمسار مباشرة طالبا بيع ما يمتلكه من سندات أو شراء ما يريده من سندات.
- ✓ أن يكون عميلا للبنك ويكلفه بإجراء عملية البيع أو الشراء نيابة عنه.

وبصفة عامة فإن التعامل عن طريق وكيل أو سمسار البورصة له مزايا:

- تجنب ازدواج العمولة أو السمسرة التي يحصلها الوسطاء في البورصة (ففي هذه الحالة يدفع فقط لوكيل البورصة ويتجنب عمولة البنك الذي ينفذ أوامر زبائنه بالبيع أو الشراء).
- يسمح هذا النظام بالاتصال المباشر بالمعاملين في البورصة، وذلك لمعرفة الجوانب الفنية والسيكولوجية للسوق المالية.

¹ د. ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها - الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 5-6.

² محمد يوسف ياسين، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت لبنان، 2004، ص 12.

³ د. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق الاستثمار - الخيارات، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية 2005، ص 369.

⁴ د. ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 28.

هذا بالإضافة إلى أنه يحق لوكلاء التعامل في البورصة أن يعطي لزيائنه دفاتر شيكات، بالإضافة إلى سرعة إجراءات التسجيل، فما على الزبون إلا أن يودع توقيعه ويحدد جنسيته، وتاريخ الميلاد، ومحل إقامته.

1-1- نفقات التعامل بالبورصة: تشمل هذه النفقات مايلي¹:

- العمولات التي يحصل عليها وكلاء التعامل بالبورصة، حيث يحتكرون عمليات التعامل في البورصة.
- الضرائب أو الرسوم على التعاملات بالبورصة وتحصل لصالح الدولة.
- الضريبة على التعاملات المالية أي على الأرباح الرأسمالية وعمليات البيع والشراء.

نشير هنا إلى أنه إذا كانت الأوامر الصادرة من العميل تم تنفيذها بواسطة البنك، فإنه يضاف إلى ما سبق العمولات التي يحصل عليها البنك.

1-2- علاوات الإصدار والتسديد:²

- **علاوة الإصدار:** حيث تلجأ بعض المنظمات إلى إصدار سندات بمعدل فائدة أعلى من المعدل السائد في السوق المالية، ولقاء هذا هذه الزيادة في المعدل فإنها تباع سنداتها بقيمة أعلى من القيمة الاسمية للسند لذلك فإن الفرق بين قيمة شراء السند وبين قيمته الاسمية يسمى بعلاوة الإصدار.
- **علاوة التسديد:** وهي عبارة عن المبلغ الذي يدفع بالإضافة إلى قيمة السند الاسمية عند استهلاكه قبل حلول تاريخ الاستحقاق وهو العلاوة كتعويض عن الخسارة التي سيتحملها حامل السند نتيجة ضياع الفوائد التي كان سيحصل عليها خلال المدة المحصورة بين تاريخ استهلاك السند وبين تاريخ استحقاقه هذا وتلجأ المنظمات إلى دفع علاوة التسديد للمحافظة على سمعتها المالية بين المستثمرين.

2- إنهاء عملية القرض السندي: يجب أن توضح نشرة الاكتتاب طريقة وشروط السداد، فإن كانت المنظمة ستلجأ إلى السداد المبكر عن طريق السحب بالقرعة مثلاً فعليها أن تنص على ذلك بطريقة واضحة في نشرة الاكتتاب. لذلك سوف نتعرض للشروط العامة للسداد الشائعة:³

1-2- استهلاك السندات: عملية استهلاك القرض السندي تتمثل أساساً في القيمة التي تقوم الجهة المصدرة للسندات بردها إلى حاملها وذلك من خلال مجموعة من الشروط كما تنص عليه نشرة الاكتتاب عند إصدارها.

تتم عملية استهلاك السندات في أي من الحالات الآتية:⁴

- إما عند انخفاض أسعار الفائدة في السوق المالية؛
- أو إذا نصت شروط الإصدار الجديدة على تخصيص جزء من الأرباح كاحتياطي خاص لاستهلاك السندات؛

¹ د. ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص 29.

² رضوان وليد العمار، أساسيات في الإدارة المالية، مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التحويل، الناشر غير مبين، عمان 1999، ص 233.

³ د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 377-378.

⁴ د. محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 526.

- أو إذا كانت المنظمة بحاجة إلى إصدار سندات جديدة وكان الإصدار السابق يتعارض مع الإصدار الجديد؛
 - أو توفر مبالغ فائضة في المنظمة؛
 - أو إذا كانت الغاية من الاستهلاك تخفيف أعباء الفوائد وذلك عندما تقدر المنظمة أن إيراداتها في السنوات المقبلة لن تكون كافية لمواجهة أعبائها المالية؛
- أما عن الطريقة التي يتم بها استهلاك "سداد" السندات فإنها قد تكون إحدى الطرق التالية:¹

- ✓ **السداد في موعد الاستحقاق:** حيث من المفترض أن تكون المنظمة قد رتبت أوضاعها المالية لمواجهة ذلك الأمر في مواعده.
- ✓ **السداد قبل حلول الأجل:** في هذه الحالة المنظمة لها طريقتين:
- **السداد حسب اختيار المنظمة:** ويتم ذلك بشراء سندات من السوق المالي ثم إلغائها ولا تستخدم هذه الطريقة إلا إذا تمكنت المنظمة من شراء سندات بسعر يقل عن قيمته الاسمية.
- قيام المنظمة باستدعاء السندات بعد مرور مدة محددة من تاريخ إصدارها ويستلزم ذلك الأسلوب وجود شرط في عقد الإصدار ينص على حق المنظمة في استدعاء السندات قبل تاريخه.
- ✓ **السداد الإجباري:**

ويتم ذلك بوضع شرط في عقد إصدار السندات ينص على تكوين احتياطي خاص يستعمل في سداد السندات ويكون هذا الاحتياطي بأحد الطرق التالية:

- مبلغ ثابت ينص عليه العقد؛
 - مبلغ يكفي لسداد نسبة معينة من السندات؛
 - مبلغ يمثل نسبة معينة بالأرباح.
- 2-2- إلغاء القرض وإعادة التمويل:**² تحتفظ المنظمة غالباً بحق سداد القرض قبل تاريخ الاستحقاق، في حالة تحديد شروط الإصدار، وقد يتم هذا الإلغاء لعدة أسباب نذكر منها:

- قد ترغب المنظمة في التحرر من بعض الشروط، حيث تعتبر من وجهة نظرها شروطاً غير مناسبة، مما يجعلها تلغي هذا القرض وإصدار في نفس الوقت قرض جديد مع شروط ملائمة.
- تحاول المنظمة الاستفادة من انخفاض سعر الفائدة السائد في السوق، فإذا كان هذا الأخير أقل من معدل الفائدة للقرض، فإن المؤسسة تحاول تسديد القرض القائم قبل تاريخ الاستحقاق، وتصدر في نفس الوقت قرضاً جديداً بمعدل فائدة مساوي لسعر الفائدة السائد في السوق، حتى تتمكن المؤسسة من سداد القرض القائم عن طريق القرض الجديد.

¹ مفلح محمد عقل، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان 1995، ص 145-146.

² د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 378-379.

2-3- تحويل السندات إلى أسهم:

يختلف القرض القابل للتحويل إلى أسهم عن القرض العادي من حيث أن القرض القابل للتحويل إلى أسهم يمكن استبداله بأسهم المنظمة المصدرة للقرض بشروط محددة مقدما وخلال فترة زمنية معينة في نشرة الإصدار، وقد يتم تحويل القرض بحصص ملكية إذا كانت المنظمة المصدرة للقرض تعاوية أو حصص مشاركة.¹

فمن خلال ما سبق يمكن استخلاص:²

- أن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم تعطي لحاملها الحق في تحويل السندات إلى أسهم خلال فترة محددة بنشرة الإصدار وبشروط ثابتة، وأن حاملي هذه السندات دائنين للشركة كحاملة السندات العادية طالما أنه لم يتم استبدال هذه السندات بأسهم.
- إذا تم تحويل السندات إلى أسهم فتلغى السندات وتتداول الأسهم المستبدلة ببورصة الأوراق المالية، ويصبح حملة هذه السندات بعد تحويل ملاك بالشركة.
- للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم معدل فائدة أسمى مثل السندات العادية، ولكن هذا المعدل أقل نسبيا من معدل الفائدة للسندات العادية، وهذا يعني أن التكلفة الظاهرة (الاسمية) للسندات القابلة للتحويل إلى أسهم أقل من تلك الخاصة بالسندات العادية.
- إذا حدث تعديل في رأس مال المنظمة خلال فترة التحويل وكان سعر الإصدار للسهم أقل من قيمته السوقية، فإنه يترتب على ذلك مخاطر لحملة السندات، لذلك يتم تعويضهم إما بدفع مبلغ نقدي لتعويض هذه الخسارة أو السماح لهم بالاكتمال في جزء من الأسهم.

¹ د. عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 404.

² نفس المرجع السابق، ص 422.

المبحث الثالث: العوامل المؤثرة على قرار تمويل المؤسسة عن طريق السوق السندي

لا يقتصر عمل المؤسسة الاقتصادية فقط على مجرد التعرف على مصادر التمويل، بل يقع على عاتقها أيضا أن تحصل عليها بأفضل الشروط وأن تعد المزيج التمويلي المناسب.

ونسبة التمويل عن طريق القروض السندية تحظى بعناية خاصة من طرف مسيري المؤسسة وملاكها، وهذا نظرا لما يتمتع به هذا التمويل من خصوصية تميزه عن غيره من مصادر التمويل الأخرى، كونه يمارس تأثيرا مباشرا على تكلفة التمويل وكذا عوائد المؤسسة ومخاطرها، الأمر الذي يجعله على علاقة مباشرة مع قيمة المؤسسة¹.

المطلب الأول: تأثير تكلفة الأموال على قرار التمويل عن طريق السوق السندي

تعتبر تكلفة الأموال من أهم العمليات التي تركز عليها القرارات المالية، حيث أن قبول الاستثمار يتوقف على تحقيق الثنائية تكلفة / عائد، فالاستثمار الذي لا يحقق عائدا يجب رفضه.

1- العوامل المؤثرة على تكلفة الأموال²:

1-1- العوامل العامة:

يتوقع المستثمرون الذين يزودون المؤسسة بالأموال (ملاك ودائنين) الحصول على عائد يكفي لتعويض عن حرمانهم من استغلال أموالهم لتحقيق منافع حاضرة نظرا لتوجيه تلك الأموال إلى مجال الاستثمار، كما يتوقعون كذلك الحصول على عائد لتعويضهم عن المخاطر التي قد يتعرض لها عائد استثماراتهم.

ويعتبر الجزء الأول: من العائد تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن، إذ أنه عائد يحصل عليه كتعويض عن تأجيل الحصول على إشباع من أموال يمتلكها، وتقدر قيمة هذا التعويض بالعائد الذي يمكن للمستثمر الحصول عليه لو أن استثمر أمواله في مجالات لا تتعرض لأي مخاطر، وهو ما يعادل العائد المتوقع على سندات حكومية لا تزيد فترة استحقاقها عن السنة، وهو ما يطلق عليه بمعدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويتوقف هذا العائد - الذي يعتبر بالنسبة للمؤسسة جزء من تكلفة أي مصدر تمويل - على الحالة الاقتصادية، فكلما زاد الطلب على الأموال زاد معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، والعكس صحيح).

أما بالنسبة للجزء الثاني من العائد، والذي يحصل عليه المستثمر لتعويضه عن المخاطر التي يتعرض لها العائد من الاستثمار ذاته، فيطلق عليه بدل المخاطرة.

كما أن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ينبغي أن يتضمن جزءا إضافيا لتعويض المستثمر عن مخاطر انخفاض القوة الشرائية للأموال المستثمرة، وهم بذلك ينظرون إلى بدل المخاطرة على أنه تعويض عن المخاطر التي تتعلق بالمؤسسة ذاتها وهي مخاطر التشغيل والمخاطر المالية، كما ينظرون إلى معدل العائد على الاستثمار الخالي من مخاطر التشغيل والمخاطر المالية، ولهذا

¹ مريم باي، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2008، ص 97.

² نفس المرجع السابق، ص 99.

ينبغي أن يكفي أيضا لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم، وهذا بالطبع لا يغير من طبيعة هذا العائد، إذ ما زال تعويضا عن الزمن وما يجتبه من مخاطر قد يتعرض لها العائد.

1-2- العوامل الخاصة:

تفاوت مصادر التمويل من حيث المخاطر التي تتعرض لها، فالمقرضون أقل تعرضا للمخاطر من حملة الأسهم، إذ أن لهم الحق في الحصول على الفوائد الدورية بصرف النظر عن تحقيق المؤسسة للربح من عدمه، كما أن لهم الأولوية في الحصول على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس.

يأتي بعد ذلك حملة الأسهم الممتازة، إذ أنهم أكثر عرضة للمخاطر من الدائنين، إلا أنهم أقل عرضة للمخاطر بالمقارنة مع حملة الأسهم العادية، فحملة الأسهم الممتازة يتقدمون على حملة الأسهم العادية سواء في الحصول على نصيبهم من الأرباح - إذا ما تقرر توزيعها - أو في حصولهم على مستحقاتهم من أموال التصفية وذلك في حالة الإفلاس. وهكذا يأتي حملة الأسهم العادية في نهاية القائمة فهم يتحملون مخاطر أكبر مما يتحمل الآخرون، ونظرا لأن التكلفة التي تدفعها المؤسسة) العائد الذي يحصل عليه المستثمرون (تتوقف على المخاطر التي تتعرض لها مصادر التمويل المختلفة، لذا فمن المتوقع أن يكون التمويل بالسندات هو أقل مصادر التمويل تكلفة، بينما تأتي الأسهم الممتازة في الوسط بين الحالتين).

1-3- قرار المؤسسة بشأن الهيكل المالي:

عادة ما تضع المؤسسات سياسة محددة بشأن المزيج التمويلي الذي يتكون منه الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه، فقد تقرر المؤسسة مثلا الاعتماد على القروض وحقوق الملكية في تمويل استثماراتها ومن هنا تستبعد الأسهم الممتازة كما قد تقرر كذلك نسبة مستهدفة لكل عنصر داخل المزيج التمويلي الذي قررت الاعتماد عليه في تمويل استثماراتها، وطالما أن تكلفة كل عنصر تختلف باختلاف درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد ذلك العنصر، لذا فمن المتوقع أن تختلف تكلفة الأموال وفقا لقرار المؤسسة الذي يحدد العناصر التي يتكون منها الهيكل المالي ونسبة كل عنصر فيه.

2- مبررات وحدود اللجوء إلى السوق السندي كمصدر تمويل:

يعتبر التمويل عن طريق السوق السندي الأقل تكلفة من بين مصادر التكلفة الأخرى، ولهذا تفضل المؤسسات اللجوء إليه، لكن لا يمكن لهذه المؤسسات الاستمرار في الاعتماد على هذا النوع من التمويل وذلك لما يترتب عليه تأثير سلبي على قيمة المؤسسة على المدى البعيد.

2-1- مبررات اللجوء إلى التمويل بالسندات:

تتعدد الدوافع المحفزة للجوء المؤسسات إلى التمويل بالسندات، نذكر منها:¹

2-1-1- الظروف الاقتصادية الكلية: إذا كانت أسعار الفائدة الحقيقية وذلك بأخذ بعين الاعتبار تأثير التضخم، وضعف نشاط المؤسسة فإنها تنفر من الاعتماد على السوق السندي في التمويل، في حين إذا كان هناك نمو سريع ومعدلات فائدة حقيقية ضعيفة فإن السوق السندي يشكل بديلا تموليا تفضله المؤسسة،

¹ مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 116.

2-1-2- وضعية المستثمرين:

يفضل بعض المستثمرين المساهمة في تمويل المؤسسة عن طريق اقتناء السندات، لأنها تحفظ حقوقهم بشكل واضح من حيث مدة التسديد، العائد، وإمكانية اللجوء القانوني في حالة عدم احترام بنود العقد.

2-1-3- الفرص التمويلية المتاحة للمؤسسة:

قد تجد بعض المؤسسات صعوبة في تحصيل موارد التمويل عند طرحها للأسهم خاصة حديثة النشأة أين تكون ربحيتها منخفضة، لذا تفضل التمويل عن طريق السوق السندي حيث تجد إقبالا كبيرا في حالة إصدار سندات، خاصة السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، كنوع من الإغراء ولتخفيف تكلفة التمويل.

2-1-4- الرغبة في المحافظة على سرية المعلومات الخاصة بالمؤسسة:

تعكس قيمة السهم المعلومات التي بحوزة السوق عن المؤسسة، فإذا ما كانت المؤسسة بصدد التحضير لمشروع جد مشجع مثل إصدار منتج جديد وتبحث عن الموارد الضرورية لذلك، فإنها قد تعدل عن إصدار أسهم بسبب رغبتها في المحافظة على سرية المشروع لإبعاد المنافسين عن الاستثمار في مشاريع مماثلة تفاديا للتقليل من مردودية المشروع المنتظر، الشيء الذي يسبب عدم تقييم السوق المالية الحقيقي لأسهم الشركة، ويسبب أي إصدار ضررا للمساهمين القدامى لذلك يشكل السوق السندي بديلا مغريا لتمويل المشروع بالنظر إلى استقلالية عائد الدين عن النتيجة المحققة من طرف المؤسسة.

2-1-5- مراقبة المؤسسة:

يعتبر التمويل عن طريق السوق السندي وسيلة للمحافظة على مراقبة المؤسسة، إذ لا يحدث أي تغير على تقسيم حقوق التصويت بالمؤسسة.

2-1-6- أثر نمط التمويل على نمو الأرباح الخاصة بالسهم:

تتوقف قيمة السهم على النمو المنتظر للأرباح الموزعة لكل سهم، ويتأثر هذا النمو بدوره بنمط التمويل المختار من طرف المؤسسة، لذلك فإن إصدار أسهم جديدة يؤدي إلى تمييع الأرباح أي تقسيم الأرباح على عدد أكبر من المساهمين، وفي العادة تؤدي إلى تراجع أرباح كل سهم، ومن أجل ذلك يمكن أن يفضل مسيرو المؤسسة التمويل عن طريق السوق السندي خشية أن يؤدي تراجع أرباح كل سهم إلى تراجع قيمة الأسهم في السوق.

2-1-7- زيادة مردودية المؤسسة:

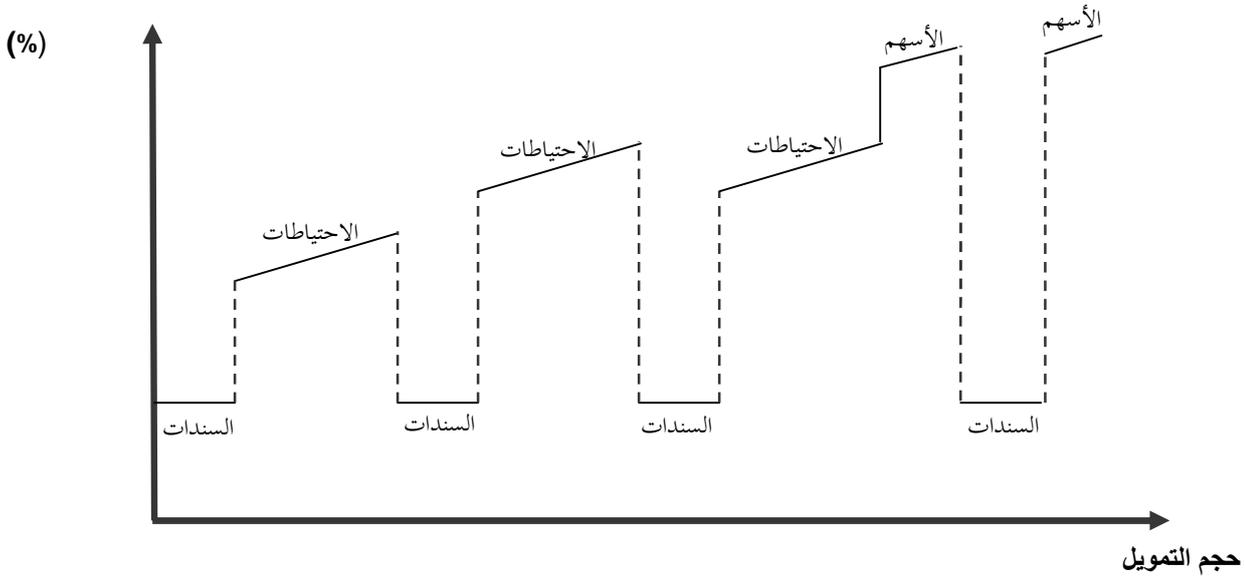
وذلك عن طريق الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

رغم هذا فإنه لا يمكن الاستمرار في الاعتماد على السوق السندي كمصدر وحيد للتمويل، ويعود ذلك إلى عدة أسباب تنطرق إليها في العنصر الموالي.

2-2- حدود اللجوء إلى التمويل بالسندات¹:

اعتماد المؤسسة على السوق السندي كمصدر وحيد للتمويل يحتمل أن يترتب عليه تأثير سلبي على قيمة المؤسسة على المدى الطويل، أين تصبح المؤسسة مجبرة على تمويل نفسها بمصادر تمويل مرتفعة التكلفة بعد استنفاذها للمصادر منخفضة التكلفة، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي :

الشكل 13: سيرورة تمويل المؤسسة



المصدر: مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 118

من خلال الشكل السابق نجد بأن التكلفة عند الانتقال من استعمال السندات إلى استعمال الأرباح المحتجزة وصولاً إلى إصدار أسهم جديدة في ارتفاع ملحوظ، وبما أن أول ما تستعمله المؤسسة من مصادر تمويلية هي السندات أو القروض المصرفية، فإن هذا الارتفاع راجع إلى ارتفاع المخاطر ومطالبة كل من الدائنين بمعدل فائدة أعلى والملاك بمعدل عائد أعلى، وبالتالي فإن الاعتماد على السندات كمصدر تمويلي قد يترك أثارا إيجابية على قيمة المؤسسة إذا ما كانت نسبة القروض إلى مجموع الأصول أو حقوق الملكية معقولة غير مبالغ فيها.

أما المتغيرات الآتية فتمثل أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في اعتمادها على السوق السندي في التمويل:

2-2-1- هيكل الأصول:

إن المؤسسة التي تمتلك أصولا يمكن تقديمها كضمان للدائنين، يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة أكبر على الإصدارات السندية، بغية تجنب انخفاض القيمة السوقية للأسهم والذي يمكن أن يطلق عليه تكلفة، إذ من شأن الضمان أن يجعل تكلفة الوكالة للإصدارات السندية أقل من تكلفة الوكالة لحقوق الملكية.

¹ مريم باي، مرجع سبق ذكره، ص 118.

2-2-2- الشروط الضريبية:

تميل المؤسسة التي تخضع للضريبة بمعدل مرتفع إلى الاعتماد بدرجة أكبر على السوق السندي لتمويلها، نظرا للعلاقة الطردية بين معدل الضريبة وبين الوفورات الضريبية، وما تتركه هذه الأخيرة من أثر إيجابي على قيمة المؤسسة.

2-2-3- مخاطر الإفلاس:

تتحكم مخاطر الإفلاس في إمكانية اللجوء إلى السوق السندي كما يأتي:

2-2-3-1- درجة التخصص:

تميل المؤسسات التي تعتمد على منتج واحد إلى تخفيض نسبة اعتمادها على السندات في هيكل رأس مالها تجنباً لمزيد من المخاطر، لأنه كلما اتجهت المؤسسة إلى التخصص كلما ارتفعت تكلفة الإفلاس.

2-2-3-2- طبيعة الصناعة:

ترتفع تكلفة الإفلاس للمؤسسات التي تنتج سلعا تحتاج إلى خدمة بعد بيعها، ومن ثم يتوقع أن تميل المؤسسات إلى تخفيض نسبة السندات في هيكل رأس مالها تجنباً لمزيد من مخاطر الإفلاس.

2-2-3-3- حجم المؤسسة:

عادة ما تتعرض المؤسسات الكبيرة بدرجة أقل لمخاطر الإفلاس مقارنة بالمؤسسات الصغيرة، نظرا للتنوع الذي يتسم به نشاطها مما يدفعها لزيادة الاعتماد على السندات في هيكل رأس مالها.

2-2-3-4- مخاطر التشغيل:

لا تتعرض المؤسسات التي تتمتع بالاستقرار في المبيعات لمخاطر الإفلاس، لما تتمتع به من دقة في التخطيط لسداد فوائده وأصل القرض السندي في المواعيد المحددة، وهذا ما يشكل حافزا لها لزيادة نسبة الإصدارات السنوية،

2-2-4- طبيعة القرض:

تنخفض مخاطر الوكالة وتنخفض معها تكلفة الاقتراض بشكل يشجع المؤسسة على الاعتماد بدرجة أكبر على الإصدارات السنوية في التمويل، إذا ما كانت القروض في شكل سندات قابلة للتحويل إلى أسهم قبل تاريخ الاستحقاق.

2-2-5- تكلفة الوكالة:

تتجه المؤسسة إلى زيادة نسبة الإصدارات السنوية عندما تكون تكلفة الوكالة لحقوق الملكية أكبر من تكلفة الوكالة للاقتراض والعكس صحيح، وتستخدم المؤسسة هذه الآلية التي تسمى بتكلفة الوكالة لحقوق الملكية وتكلفة الوكالة للقروض من أجل الحد من التعارض بين مصالح الملاك والدائنين والإدارة.

2-2-6- تركيز الملكية:

إن المؤسسات التي تركز ملكيتها في شخص واحد أو مجموعة محدودة من الأشخاص تفضل الاتجاه إلى الإصدارات السندية عن التمويل بإصدار أسهم، وهذا لتجنب زيادة حقوق الملكية بدخول شركاء جدد.

2-2-7- مستوى الربحية:

بسبب ارتفاع تكلفة الوكالة المصاحبة لإصدار أسهم جديدة تأتي الأرباح المحتجزة في مقدمة مصادر التمويل من حيث الجاذبية، تليها السندات التي لها تكلفة وكالة ولكن يقابلها وفورات ضريبية، وأخيرا يأتي التمويل بإصدار أسهم جديدة الذي ينطوي على تكلفة وكالة دون وجود للوفورات الضريبية، وبناء عليه يصبح من المتوقع أن تتجه المؤسسات التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها، إلى الاعتماد بدرجة أقل على الإصدارات السندية وبدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة.

المطلب الثاني: تأثير الرفع التشغيلي والرفع المالي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي

يمارس الرفع تأثيرا كبيرا على قرار المؤسسة في اختيار البديل التمويلي الأفضل من بين مجموع البدائل التمويلية المتاحة لها، لاسيما بين التمويل عن طريق الأسهم أو السندات. ويرجع سبب ذلك إلى تضخيم الرفع لتأثير حجم المبيعات على عوائد المؤسسة ومخاطرها، إذ يجب على المؤسسة اختيار البديل التمويلي المناسب الذي يعظم عائد المساهمين ويحد من المخاطر التي تتعرض لها المؤسسة.

1- تأثير الرفع التشغيلي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي:

يمارس الرفع التشغيلي تأثيرا على تكلفة كل مصادر التمويل، إذ أن درجة الرفع العالية تؤدي إلى زيادة مخاطر النشاط التي تتعرض لها المؤسسة مما يدفع أصحاب الأموال - سواء كانوا ملاكاً أو دائنين - للمطالبة بعائد أكبر يعوضهم عن تلك المخاطر. وبما أن فوائد وأصل القرض السندي من الالتزامات التي يجب الوفاء بها مهما كانت نتيجة المؤسسة، فإنه يصبح من الأفضل للمؤسسة التي تعاني عدم استقرار في مبيعاتها تجنب السوق السندي كمصدر للتمويل، حتى توفر لنفسها هامشا من الأمان يجعلها قادرة على مواجهة التزاماتها إذا ما انخفضت مبيعاتها.

كما قد يكون الرفع التشغيلي محفزا للمؤسسة للجوء إلى السوق السندي خاصة المؤسسات التي تعرف استقرارا في مبيعاتها، أو في حالة الانتعاش الاقتصادي، وهذا من أجل الاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي.

2- تأثير الرفع المالي على قرار التمويل عن طريق السوق السندي:

يمارس الرفع المالي تأثيرا مباشرا على قرار اختيار البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة من خلال تأثيره على الثنائية تكلفة / عائد، عائد / مخاطرة.

ينتج الرفع المالي عن قرار التمويل عن طريق الاستدانة) سندات و/أو قروض مصرفية(، والتي تعتبر من المصادر الأقل تكلفة) الأكثر عائدا(غير أنه يجب عدم التوسع في استخدامها، إذ من الممكن أن تزيد من المخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة. لذا فإن قرار التمويل عن طريق السوق السندي يتوقف على مدى التوازن بين العائد الذي يطلبه حملة الأسهم العادية والمخاطر التي سوف يتعرض لها هذا العائد، ونقصد بالتوازن أن يكون العائد المتوقع كاف لتعويض حملة الأسهم العادية عن المخاطر التي يتعرض لها العائد الذي سيحصلون عليه.

إن مقارنة ربحية السهم العادي بالمخاطر التي يتعرض لها يمكن أن يكون أساسا للمفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية المتاحة للمؤسسة، غير أن ما يعاب عليها معالجتها للربحية والمخاطر كل على حدة، دون محاولة الربط بينهما بطريقة موضوعية لذا فمن الأفضل استخدام القيمة السوقية للمؤسسة كأساس للمفاضلة بين البدائل التمويلية، حيث تقوم على الربط بين العائد والمخاطر.

خلاصة الفصل الثاني:

في خاتمة هذا الفصل نجد بأن:

- ✓ المؤسسات تلجأ إلى مصادر التمويل الخارجية من أجل تمويل مشاريعها عندما يكون التمويل الداخلي غير كافي لتغطية الاحتياجات اللازمة للمؤسسة، لكن تولى هته الأخيرة اهتماما كبيرا لمصادر التمويل طويلة الأجل بأنواعها، كون التمويل طويل الأجل يتيح مزايا وخصائص أفضل، مما جعلها بديل تمويلي جيد يخدم المؤسسة من عدة جوانب.
- ✓ التمويل قصير الأجل يستخدم عادة لتغطية النفقات المتعلقة بالتشغيل العادي للطاقت الإنتاجية للمؤسسة.
- ✓ التمويل متوسط الأجل يتميز بانخفاض التكلفة مقارنة بالتمويل طويل الأجل.
- ✓ التمويل طويل الأجل يستخدم من أجل توسيع نشاط المؤسسة وإقامة مشاريع استثمارية جديدة والتي تتطلب أموال كثيرة ولمدة طويلة نسبيا.
- ✓ إصدار القرض السندي يسمح للمؤسسة باستخدام أموال الغير دون إشراكهم في الإدارة.
- ✓ تستفيد المؤسسة من الأثر الإيجابي للرفع المالي الذي ينجم عن إصدار السندات، لأنها تحقق ميزة ضريبية تخدم المؤسسة.
- ✓ للمؤسسة حرية كبيرة في اختيار النوع الذي يناسب احتياجاتها التمويلية، كون السندات تأخذ صور عديدة في سوق الأوراق المالية.
- ✓ التمويل عن طريق السوق السندي له تأثير مباشر على تكلفة الأموال وعلى عوائد المؤسسة ومخاطرها، مما يجعله على علاقة مباشرة مع قيمة المؤسسة.

مقدمة الفصل الثالث:

إن تمويل الاستثمارات في الجزائر كان مضمونا من طرف الجهاز المصرفي والخزينة العامة، أين يتم تمويل القروض طويلة المدى من طرف الخزينة مباشرة أو بواسطة بنك التنمية، أما القروض المتوسطة والقصيرة المدى فكانت تمول من طرف البنوك الأخرى، مما شكل عبئا على الصعيدين الداخلي والخارجي، أدى إلى ضرورة إنشاء سوق مالي جزائري يتكفل بتوفير الموارد المالية الضرورية للمؤسسات العامة والخاصة.

ومن بين أهم أدوات هذا السوق المالي: القرض السندي الذي يعد البديل التمويلي الأقل تكلفة من بين باقي مصادر التمويل طويلة الأجل.

وقد قسمنا الفصل التطبيقي إلى المباحث التالية:

- تقديم مؤسسة سوناطراك.
- مجمل القروض السندية التي أصدرتها شركة "سوناطراك"
- دراسة السلوك التمويلي لمؤسسة سوناطراك.

المبحث الأول: تقديم مؤسسة "سوناطراك"

نشأت المؤسسة الوطنية لنقل وتسويق المنتجات الهيدروكربونية (سونا طراك) بمقتضى المرسوم رقم 491-63 المؤرخ يوم 31 ديسمبر 1963 والصادر في الجريدة الرسمية يوم 10 جانفي 1964 من أجل نقل وتسويق المحروقات.

وبمقتضى المرسوم المؤرخ في 22 ديسمبر 1966 توسع نشاطها ليشمل كل النشاطات الخاصة بقطاع البترول والتي تتمثل في: البحث، الإنتاج، التحويل، توسيع ونقل المحروقات وبعد تأميم المحروقات في 24 فيفري 1971 أصبحت الجزائر مستقلة في استغلالها لثرواتها البترولية وهكذا عرفت سونا طراك تطورا هائلا في كافة ميادين نشاطها ابتداء من التنقيب حتى عمليات التحويل والتسويق.

سونا طراك شركة وطنية جزائرية للمحروقات ومجمع بترولي وغازي متكامل وتعتبر من الشركات الرائدة في مجال توفير الطاقة في العالم، حيث تعد الأولى في أفريقيا من حيث حجم المبيعات وتحتل المرتبة 16 من بين الشركات النفطية والغازية في العالم.

تشمل كل نشاطات سلسلة المحروقات، وذلك من نشاط المصب إلى المنبع مرورا بالنقل عبر الأنابيب ثم التسويق. يدمج مجمع سوناطراك طيفا واسعا من النشاطات بما في ذلك البحث والتنقيب عن المحروقات، تطوير إنتاجها ونقلها عبر الأنابيب، تكرير النفط الخام والمكثفات، تجميع الغاز الطبيعي وغاز البترول المميع (GPL)، البيتروكيميا، تسويق المحروقات ونقلها البحري، توزيع المنتجات البترولية... الخ.

بالإضافة إلى ما يتعلق بالمحروقات، قام مجمع سوناطراك بتنويع أنشطته لتشمل مجالات صناعية أخرى كتوليد الطاقة الكهربائية، تحلية مياه البحر والنقل الجوي، ومن ناحية أخرى، سوناطراك شركة واعية بمسؤوليتها الاجتماعية، متضامنة ومواطنة، وتساهم بصفة فعالة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية والثقافية وحماية البيئة والمحافظة عليها. وأما في ما يخص احترام البيئة فقد منحت جائزة الامتياز (Global Gas Flaring Reduction) لسوناطراك وذلك لحدها من الغازات المشتعلة، وهذا ما يعكس جهودها المبذولة في إطار سياسة الصحة والسلامة والبيئة (HSE).

المطلب الأول: تاريخ مجمع سوناطراك

لقد مرت الشركة الوطنية سوناطراك في تطورها بعدة مراحل نلخص أهمها فيما يأتي:

1- مرحلة إنشاء شركة "سوناطراك"

من أجل جزائر مزدهرة، جزائر تقودها عزيمة، حكومة أدركت بعد الاستقلال وفي وقت مبكر، أن الطاقة هي السبيل الرئيسي الذي يؤدي إلى التطور الاقتصادي والاجتماعي والسياسي. على هذا الأساس اعتمدت الجزائر بعد استقلالها على إنشاء في 1963/12/31، سوناطراك. وأصبحت الآن عنصرا قويا في تحقيق الاندماج الوطني والاستقرار والتنمية الاقتصادية والاجتماعية.

1-2- تشييد أول خط أنبوب نفطي في الجزائر "1964"

قامت سوناطراك، لتأكيد نشأتها، بتشبيد أول خط أنبوب نفطي في الجزائر OZ1 ويبلغ طوله 805 كلم، ويربط ما بين حوض الحمراء و ارزيو. كما قررت الجزائر أيضا في الشروع في مغامرة كبيرة في مجال الغاز، بتشغيل أول مركب لتميع الغاز الطبيعي المسمى GL4Z.

1-3- إنشاء أول جمعية تعاونية "1965"

أدت المفاوضات الجزائرية الفرنسية المتعلقة بتسوية قضايا المحروقات والتطور الصناعي في الجزائر إلى إنشاء جمعية تعاونية "ASCOOP" ما بين SOPEDAL التي تمثل الحكومة الفرنسية والحكومة الجزائرية. سمحت هذه الخطوة للحكومة الجزائرية بتوسيع نطاق نشاطاتها بشكل كبير في مجال تسيير قطاع المحروقات في البلاد.

1-4- إنجازات إستراتيجية هامة "1966"

تشغيل خط أنبوب بتول OZ1 وهو إنجاز ذو أهمية إستراتيجية كبيرة، مما سمح برفع القدرة الإنتاجية وتسليم ما يقارب من 30 %، وارتفع رأس مال سوناطراك من 40 إلى 400 مليون دينار.

توسيع مهام سوناطراك، التي كانت تقتصر على إدارة الأنايب والتسويق إلى البحث والإنتاج وتحويل المحروقات.

1-5- تأميم نشاطات التكرير و التوزيع "1967"

باعتماد سوناطراك الشركة الرئيسية لتوزيع المنتجات النفطية في السوق الوطنية شرعت الجزائر في عملية تأميم نشاطات التكرير والتوزيع، وتدشين أول محطة بالألوان الرمزية للشركة.

- انطلاق بناء خط أنابيب جديد مسدار- سكيكدة.

- سوناطراك تستحوذ على الأغلبية (أكثر من 50%) في النقل البري للمحروقات في الجزائر، قامت بإنشاء شركات الخدمات واحتكار مجال تسويق الغاز.

- تتوسع سوناطراك أيضا في إنشاء مصنع للأمونيا وتخطط لبناء مركب للبتر وكيمائيات في سكيكدة وتهيئة ميناء لنقلات الغاز الطبيعي المسال.

1-6- الجزائر عضوا في الأوبك

- أصبحت الجزائر عضوا في الأوبك

- تمت الموافقة من قبل الحكومة على المشروع الذي قدمته سوناطراك الخاص بنقل البترول المميع والمكثفات " حاسي مسعود- أرزيو". تتكفل سوناطراك بإيجاز هذا العمل.

- بدأت سوناطراك أولى عمليات استغلال النفط بمجهودها الذاتي في حقل البرمة.

1-7- عهد جديد للتنمية الاقتصادية للبلاد "تأميم المحروقات" 1971

دخلت الشركة الوطنية للمحروقات في ديناميكية جديدة نتيجة قرار الجزائر تأميم المحروقات في فبراير 1971، كما تميزت هذه السنة أيضا بشراء سوناطراك لأول ناقلة للغاز الطبيعي المسال تحمل اسم الحقل الغازي لحاسي الرمل.

1-8- خطة (تحديد قيمة المحروقات) " Valhyd "

إذ تهدف إلى زيادة معدلات إنتاج النفط والغاز واسترداد الغاز المرتبط بالبتروول لإعادة حقنهم في إطار الاسترداد الثانوي وإنتاج غاز البتروول المميع والمكثفات لأقصى حد وتسويق الغاز الطبيعي في شتى أشكاله الغازية والسائلة واستبدال المنتجات النهائية إلى الخام للتصدير وتلبية احتياجات السوق الوطني بالمنتجات المكررة والبتروكيماويات والأسمدة والمواد البلاستيكية.

1-9- الجزائر من أكبر الدول المصدرة للبتروول "1978"

- تشغيل الوحدة 1 لحاسي الرمل، بطاقة إنتاجية تقدر بـ 18 مليار متر مكعب/سنويا من الغاز و 3 ملايين طن/سنويا من المكثفات.

- تشغيل مركب التميع (GL1Z) بأرزويو حيث تبلغ طاقته الإنتاجية 17.5 مليون متر مكعب/سنويا من الغاز الطبيعي المميع.

1-10- إنشاء قاعدة اقتصادية كثيفة "1980-1985"

- خلال هذه الفترة، أطلقت الجزائر مشاريع اقتصادية كبرى مما أدى لإنشاء قاعدة اقتصادية كثيفة. هذا ما سمح لها من الاستفادة من عائدات النفط حيث تمت إعادة استثمار حصة كبيرة منها في مشاريع التنمية الاقتصادية.

- شرعت سوناطراك من خلال الخطة الخماسية، على نطاق واسع، في تجديد عملية إعادة الهيكلة، مما أدى لإنشاء 17 شركة.

4 مؤسسات صناعية:

- NAFTAL (تكرير وتوزيع المحروقات)
- ENIP (صناعة البتر وكيماويات)
- ENPC (صناعة البلاستيك والمطاط)
- ASMIDAL (الأسمدة)

3 شركات تنفيذ:

- ENGTP (الأشغال البترولية الكبرى)
- ENGCB (الهندسة المدنية والبناء)
- ENAC (القنوات)

6 شركات خدمات نفطية:

- ENAGEO (جيوفيزياء)
- ENAFOR و ENTP (حفر)
- ENSP (خدمة الآبار)
- ENEP (الهندسة النفطية)
- CERHYD (مركز البحث في المحروقات)

4 شركات تسيير للمناطق الصناعية بأرزويو وسكيكدة وحاسي الرمل وحاسي مسعود.

سوناطراك من شركة ذات 33 عامل في سنة 1963 بهدف رئيسي يتمثل في نقل وتسويق المحروقات إلى شركة ذات أزيد من 103300 عامل في سنة 1981 بمجال نشاط شامل للسيطرة على مجمل سلسلة المحروقات.

1-11- الانفتاح على الشراكة "1986-1990"

القانون رقم 86-14 المؤرخ في 19 أوت 1986 المتعلق بتحديد الأشكال القانونية لأنشطة التنقيب والاستكشاف والبحث ونقل المحروقات التي تسمح لسوناطراك بالانفتاح على الشراكة.

أربعة أنواع من الشراكة كانت محتملة وذلك بمنح سوناطراك شرف الحصول على مشاركة لا تقل عن 51%:

-شراكة "PSC" (Contract Sharing Production): عقد تقاسم إنتاج.

-شراكة "عقد الخدمة"

-الشراكة بالمشاركة دون شخصية قانونية حيث يأسس الشريك الأجنبي شركة تجارية بموجب القانون الجزائري الواقع مقرها بالجزائر.

-الشراكة على شكل شركة تجارية ذات أسهم، تأسست بموجب القانون الجزائري، الواقع مقرها الاجتماعي بالجزائر.

1-12- سوناطراك، مجمع نفطي وغازي ذو شهرة عالمية "1991-1999"

التعديلات التي أدخلها القانون 91-01 في ديسمبر 1991، تسمح للشركات الأجنبية الناشطة خاصة في قطاع الغاز واسترداد الأموال المستثمرة ومنحها مكافأة عادلة للجهود المبذولة.

أقامت أزيد من 130 شركة نفطية منها الكبرى اتصالا مع شركة سوناطراك وتم الإمضاء على عقدا للبحث والتنقيب خلال السنتين التي أعقبتا الإطار المؤسسي الجديد

في 1996 بدأ تشغيل خط أنابيب المغرب-أوروبا المسمى "بيدرو دوران فاريل" (Pedro Duran Farell) الذي يمون إسبانيا والبرتغال عبر المغرب، حيث تقدر قدرته بأزيد من 11 مليار متر مكعب من الغاز سنويا.

1-13- التحديث والتطوير "من سنة 2000 إلى يومنا هذا"

أقامت سوناطراك ببذل جهود معتبرة: في الاستكشاف والتطوير واستغلال الحقول وفي الهياكل لنقل المحروقات (خطوط الأنابيب ومحطات الضغط) وفي مصانع تجميع الغاز الطبيعي وفي ناقلات الغاز المسال.

منذ سنة 2000، تم إطلاق العديد من المشاريع فبذئ إطار عملية تطوير الأداء والتدويل وتطوير البترو كيمائيات والتنوع في أنشطة مجمع سوناطراك، وكذا تجاوز الهدف المحدد للفترة 1999-2007 والمتعلق بالإنتاج الأولي.

حققت الحقول التي وضعت حيز الإنتاج في الفترة (99-2009) من قبل الجهود الذاتي لسوناطراك أو عن طريق المشاركة تزايداً في الإنتاج الأولي الذي ارتفع من 8 مليون طن معادل إلى 233 مليون طن معادل بتول.

المطلب الثاني: أهداف سوناطراك

بمقتضى المرسوم الرئاسي 98-48 المؤرخ في 14 شوال الموافق لـ 11 فيفري 1998، المادة 7 من هذا المرسوم المتضمنة هدف شركة سوناطراك في الجزائر أو خارج الجزائر هو:

- التنقيب عن المحروقات والبحث عنها واستغلالها؛
- تجميع الغاز الطبيعي ومعالجة وتقوم المحروقات الغازية؛
- تحويل المحروقات وتكريرها؛
- تسويق المحروقات؛
- تموين البلاد بالمحروقات على الأمدين المتوسط والبعيد؛
- دراسة كل الأشكال والمصادر الأخرى للطاقة وترقيتها وتقومها؛
- تطوير كل نشاط له علاقة مباشرة بصناعة المحروقات وكل عمل يمكن أن يترتب عنه فائدة لسوناطراك وبصفة عامة كل عملية مهم كانت طبيعتها ترتبط مباشرة أو غير مباشرة بهدف الشركة وذلك باستغلال كل الوسائل المتاحة؛
- إنهاء مختلف أشكال الأعمال المشتركة في الجزائر أو الخارج مع شركات جزائرية وأجنبية؛
- اكتساب حيازة كل حقيبة أسهم والاشترك في رأسمال وفي كل القيم المنقولة في شركة موجودة أو سيتم إنشاؤها في الجزائر أو في الخارج.

-تطوير شبكات نقل المحروقات وتخزينها وشحنها واستغلالها وتسييرها.

المطلب الثالث: تنظيمها

ينقسم الهيكل التنظيمي لمؤسسة سوناطراك المصادق عليه في 06-03-2012 كالآتي:

1- المديرية العامة

2- الهيئات العملية

3- الهيئات الوظيفية

1 - المديرية العامة: هي منظمة كما يلي:

1-1- رئيس المدير العام الذي يساعده في تنفيذ مهامه لجنة تنفيذية طبقا للمادة 11.3 لقانون سوناطراك.

1-2- ويساعد الرئيس المدير العام أيضا مدير المكتب المكلف بتقديم الدعم الضروري في متابعة تناسق تسيير المجموعة من خلال:

- تحقيق ونشر السياسة العامة للمؤسسة.

- متابعة الأشغال المتعلقة بالقضايا الخاصة ذات الطبيعة الإستراتيجية للمؤسسة.

- التوجيه والتسيير داخل المؤسسة ومتابعة عمليات الرقابة المالية الداخلية.

- تطوير العلاقات التأسيسية والدولية.

- ضمان الأمن الداخلي للمؤسسة.

1-2-1- وعلى هذا النحو، تقوم مسؤولية مدير المكتب في تنسيق أعمال مجالس رئيس المدير العام، وكذا الهيئات التالية المرتبطة بالمديرية العامة:

- مديرية المراجعة للمجمع (ADG)

- مديرية العلاقات التأسيسية والدولية (RII)

- مفتشية الصحة والأمن والبيئة (HSE)

- مصلحة الأمن الداخلي للمؤسسة (SIE)

1-3- لجنة الأخلاقيات لضمان الامتثال لأحكام مدونة قواعد السلوك وتعزيز الممارسة الأخلاقية داخل الشركة، وتقديم التقارير للمديرية العامة.

2 الهيئات العملية: هذه الهياكل منظمة حسب النشاطات التي تقوم بها وهي مقسمة إلى:

1-2- نشاط "AMONT" (AMT)

1-1-2- هذا النشاط موضوع تحت سلطة نائب الرئيس المكلف بإعداد وتطبيق السياسات واستراتيجيات الاستكشاف، التطوير واستغلال نشاط المنبع البترولي والغازي.

2-1-2- نشاط المنبع يشمل على وجه الخصوص الميادين العملية التالية:

-التنقيب

-البحث وتطوير المحروقات والتكنولوجيا الجديدة.

-العمليات

-الهندسة والبناء

-الإنتاج

-الحفر

2-2-2- نشاط النقل عن طريق الأنابيب TRC

2-2-2-1- نشاط النقل عن طريق الأنابيب موضوع تحت سلطة نائب الرئيس المكلف بإعداد و تطبيق السياسات و الاستراتيجيات الخاصة بنقل المحروقات.

2-2-2-2- نشاط النقل عن طريق الأنابيب يشمل على وجه الخصوص الميادين العملية التالية:

-استغلال مرافق نقل المحروقات ومنشآت الموانئ؛

-صيانة مرافق نقل المحروقات ومنشآت الموانئ؛

-الدراسات والتنمية.

2-3-2- نشاط "aval" (AVAL)

2-3-2-1- موضوع تحت سلطة نائب الرئيس المكلف بإعداد و تحضير تطبيق السياسات وإستراتيجيات التطوير واستغلال للمصب البترولي و الغازي.

2-3-2-2- نشاط المصب يشمل على وجه الخصوص الميادين العملية التالية:

- تنقية و تصفية البترول؛

- فصل الغاز الطبيعي؛

- الدراسات، وتطوير التكنولوجيا الجديدة.

2-4-2- نشاط التسويق (COM)

2-4-2-1- نشاط التسويق موضوع تحت سلطة نائب رئيس مكلف بإحضار و تطبيق السياسات والاستراتيجيات الخاصة بالتسويق الداخلي والخارجي للمحروقات.

2-4-2-2- نشاط التسويق يشمل على وجه الخصوص الميادين العملية التالية:

- التسويق الخارجي للبترول الخام والمنتجات صافية المكررة، تكتيف و تمييع غاز البترول المسال GPL وغاز الطبيعي المسال GNL، والغاز الطبيعي؛

- استيراد المنتجات البترولية والبتروكيمياية حسب الطلب؛

- التسويق على مستوى السوق الوطني للمنتجات الصافية للغاز الطبيعي، والغاز البترولي GPL؛

- النقل البحري للمحروقات.

3- الهيئات الوظيفية: دور الهيئات الوظيفية يتمثل في:

- ضمان إعداد والسهر على تطبيق السياسات والاستراتيجيات للمجمع؛
- التخطيط، تنسيق وتوفير الخبرة والدعم لمختلف الأنشطة التشغيلية للمجمع؛
- إنشاء مركز معلومات للمجمع والمساهمة في إعداد التقارير العامة الخاصة بالمجمع.

3-1- المديرية التنسيقية للمجمع الشراكة "AST"

3-1-1- المديرية التنسيقية للمجمع الشراكة، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد الإستراتيجيات والسياسات المتعلقة بالأنشطة للمجمع، بالإضافة إلى تسيير عقود شراكة في المنبع البترولي والغازي في الجزائر.

3-1-2- المديرية التنسيقية للمجمع الشراكة مسؤولة أيضا عن:

- التفاوض على المعاهدات المتعلقة بالشروط التنفيذية الخاصة بعقود الشراكة مع الشركاء الأجانب؛
- التسيير المالي والمحاسبي ومتابعة تنفيذ وتطبيق مختلف مراحل عقود الشراكة؛
- ترأس مجالس التسيير ومتابعة تنفيذ القرارات المتخذة من طرف هذه المجالس والأعضاء المشتركين الأخرى؛
- حساب وإشعار الجانب الخاص بالإنتاج والدخل الخاص بالشركاء الأجانب في إطار احترام القواعد المتفق عليها في العقد.

3-2- المديرية التنسيقية للمجمع للبتر وكيمياء

3-2-1- المديرية التنسيقية للمجمع للبتر وكيمياء، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد الإستراتيجيات والسياسات المتعلقة بالتطور البتر وكيميائي.

3-2-2- المديرية التنسيقية للمجمع للبتر وكيمياء مسؤولة أيضا عن:

- إنجاز وتطوير المشاريع البتر وكيميائية؛
- استغلال البنى التحتية البتر وكيميائية؛
- تسويق المنتجات البتر وكيميائية في السوق الوطني؛
- تصدير وبيع المنتجات البتر وكيميائية للدولة.

3-3- المديرية التنسيقية للمجمع للشؤون المالية

3-3-1- المديرية التنسيقية للمجمع للشؤون المالية، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد الإستراتيجيات والسياسات المتعلقة بالجانب المالي بالإضافة إلى التنسيق بين الإجراءات المالية والمحاسبية.

3-3-2- المديرية التنسيقية للمجمع للشؤون المالية مسؤولة أيضا عن:

- التمويل والهندسة المالية؛

- مراقبة عمليات التسيير، تسيير الميزانية؛
- مراقبة الخزينة؛
- تسيير وتعظيم المحفظة المالية؛
- تسيير العلاقات مع البنوك الاستثمارية.

3-4-4- المديرية التنسيقية للمجمع للموارد البشرية

3-4-4-1- المديرية التنسيقية للمجمع للموارد البشرية، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد السياسات المتعلقة بالموارد البشرية ومراقبة تطبيقاتها

3-4-4-2- المديرية التنسيقية للمجمع للموارد البشرية مسؤولة عن تنفيذ المهام التالية:

- تطوير وتخطيط موارد بشرية؛
- تنظيم وإعداد برامج تكوين خاصة مع شهادات في مختلف ميادين الأنشطة المتعلقة بقطاع المحروقات؛
- تسيير الطاقم الإداري؛
- القضايا الاجتماعية؛

3-5-5- المديرية التنسيقية للمجمع الإستراتيجية والتخطيط والاقتصاد

3-5-5-1- المديرية التنسيقية للمجمع الإستراتيجية والتخطيط والاقتصاد، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد استراتيجيات التطور على المدى المتوسط والطويل.

3-5-5-2- المديرية التنسيقية للمجمع الإستراتيجية والتخطيط والاقتصاد مسؤولة عن تنفيذ المهام التالية:

- التخطيط ووضع الإستراتيجيات؛
- الدراسة الاقتصادية؛
- التنظيم والإجراءات.

3-6-6- المديرية التنسيقية للمجمع للفروع والاشتراكات

3-6-6-1- المديرية التنسيقية للمجمع للفروع والاشتراكات، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن تحقيق التنسيق، التطوير، متابعة رقابة المحفظة الخاصة بالفروع والاشتراكات، في الجزائر والخارج فيما يخص الجانب الاستراتيجي، التخطيطي، المالي، الموارد البشرية.

3-6-6-2- المديرية التنسيقية للمجمع للفروع والاشتراكات مسؤولة عن تنفيذ المهام التالية:

- متابعة تنفيذ قرارات مجالس إدارة الشركات لها؛

- التنسيق بين أهداف المحفظة الخاصة بالفروع والاشتراكات في إطار استراتيجية المؤسسة.

3-7- المديرية التنسيقية للمجمع للنشاطات المركزية

3-7-1- المديرية التنسيقية للمجمع للنشاطات المركزية، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد السياسات الخاصة بالتسيير العقلاني للوسائل.

3-7-2- المديرية التنسيقية للمجمع للنشاطات المركزية مسؤولة عن تنفيذ المهام التالية:

- تسيير الوسائل الهيكلية للمقر؛
- المحاسبة الهيكلية للمقر؛
- العلاقات العامة؛
- التسيير التقني للأصول الثابتة.

3-8- المديرية التنسيقية للمجمع للشؤون التقنية

3-8-1- المديرية التنسيقية للمجمع للشؤون التقنية، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد الإستراتيجية والسياسة الخاصة بالشركة، فيممل يتعلق بالهندسة وإدارة المشاريع الاستثمارية.

3-8-2- المديرية التنسيقية للمجمع للشؤون التقنية مسؤولة عن تنفيذ المهام التالية:

- التطوير وتحديث الهندسة وإدارة المشاريع الاستثمارية؛
- متابعة إنجاز المشاريع، وتقييم الأداء التقني الخاص بجانب التكاليف ومدة إنجاز المشاريع.

3-9- المديرية المركزية للشؤون القانونية

3-9-1- المديرية المركزية للشؤون القانونية، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد الوثائق القانونية ومراقبة تطبيقها.

3-9-2- المديرية المركزية للشؤون القانونية، مسؤولة عن تنفيذ المهام التالية:

- معالجة الخصومات الدولية؛
- معالجة الخصومات الداخلية وخصومات التي تنشأ داخل المقر؛
- تقديم المساعدة لمختلف الهياكل التنظيمية للذمة المالية للمؤسسة.

3-10- المديرية المركزية للصفقات

3-10-1- المديرية المركزية للصفقات، تقوم تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد النشاطات والتنسيق بين الصفقات التي تتم في الشركة.

3-10-2- المديرية المركزية للصفقات، مسؤولة عن تنفيذ المهام التالية:

- إعداد الإجراءات ووضع القواعد والتطبيقات الخاصة بالصفقات؛
- متابعة تطور الإطار القانوني للصفقات؛
- التنسيق بين نشاطات الوكالة للصفقات للشركة.

3-11- المديرية المركزية للإعلام الآلي ونظام المعلومات

3-11-1- المديرية المركزية للإعلام الآلي ونظام المعلومات، تحت سلطة المدير التنفيذي، المسؤول عن إعداد ومراقبة تطبيقات الإعلام الآلي للمجمع، المقاييس الخاصة بتكنولوجيا الإعلام الآلي والتسيير الوثائقي.

3-11-2- المديرية المركزية للإعلام الآلي ونظام المعلومات، مسؤولة عن تنفيذ المهام التالية:

- اقتراح البدائل التكنولوجية؛
- دعم مشاريع الشركة؛
- تقديم المعلومات والإحصائيات للشركة.

المبحث الثاني: مجمل القروض السندية التي أصدرتها شركة "سوناطراك"

شركة "سوناطراك" هي شركة أسهم، وتعتبر الدولة الجزائرية المساهم الوحيد لها، أما على الصعيد الاقتصادي فشركة "سوناطراك" لها دور هام على المستوى الوطني فهي تساهم بأكثر من 95% من مداخيل الجزائر بالإضافة إلى تحقيقها إلى ما يقارب 40% من الناتج الوطني الخام.

ومن أجل تأمين تطورها ومواصلة هيمنتها كشركة رائدة على الصعيد الوطني، قامت سوناطراك بوضع مخطط استثماري ومالي بغية إبراز احتياجاتها المالية ومعرفة مواردها المتاحة، ونتيجة لدراسة فرصها من السوق الوطنية لرؤوس الأموال، قررت شركة سوناطراك الدخول في هذا السوق من أجل تمويل بعضا من مشاريعها فقامت بإصدارين للسندات بالدينار الجزائري، أولهما سنة 1998 الذي قدرت مدة استحقاقه ب 5 سنوات (2003) بعد رفع القيمة من 5 ملايين إلى 12 مليار (أنظر الملحق 05)، أما الإصدار الثاني فكان سنة 2003 لمدة استحقاق قدرت أيضا ب 5 سنوات (2008) قدر ب 5 ملايين.

المطلب الأول: القرض السندي سوناطراك

1- تعريف القرض السندي "سوناطراك"

يعتبر القرض السندي سوناطراك أول عملية من نوعها في السوق المالية الجزائرية يصدر من طرف مؤسسة وطنية صناعية، وتعتبر ندرة القروض الخارجية وضعف قدرة القطاع المصرفي الوطني لتلبية احتياجات ومتطلبات المؤسسات الوطنية للموارد المالية طويلة الأجل الدافع الرئيسي لشركة سوناطراك لإصدار السندات وذلك لما تتمتع به قدرة كبيرة تسديد الديون.

2- الأسباب التي دفعت شركة "سوناطراك" إلى إصدار السندات

تعتبر "سوناطراك" المؤسسة الصناعية الوطنية الأولى التي قامت بإصدار السندات في السوق الوطنية وذلك لعدة أسباب:

-الضرورة والحاجة لوضع جهاز قانوني وتنظيمي خاص بعمل سوق البورصة في الجزائر، الذي يعتبر الجانب الرئيسي من أجل الإصلاحات الاقتصادية للبلاد؛

-يعود لشركة "سوناطراك" الشرف لإعطاء الانطلاقة الحقيقية والفعالية لبداية عمل السوق المالية في الجزائر؛

-لشركة "سوناطراك" مخطط تنموي جد مهم، جعلها بحاجة إلى موارد مالية ضخمة؛

-بحثها عن تمويل مشاريعها بمزيج يتكون من مواردها الخاصة وقروض خارجية.

3- الترخيص:

3-1- وفقا لترخيص لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)، المحررة تحت رقم 97/001، بتاريخ

1997/10/18، حول لشركة "سوناطراك" إصدار قرض سندي، الذي يتميز بالخصائص والشروط الموضحة في الجدول 1.

3-2- كما عين بنك الجزائر الخارجي (BEA) مسئول رئيسي عن هذا الإصدار.

الجدول 04 : خصائص وشروط القرض السندي "سوناطراك" لسنة 1998

شركة "سوناطراك"	- المصدر
بنك الجزائر الخارجي	- الضامن
12.076.480.000 دينار جزائري (اثنا عشر مليار وستة وسبعون مليون وأربعة مئة وثمانون ألف دينار)	- المبلغ
سندات للحامل	- نوع الإصدار
5 سنوات بداية من 1 مارس 1998	- المدة
شهرين: - تاريخ الافتتاح 10 جانفي 1998 - تاريخ الاختتام 28 فيفري 1998 - 4 جانفي 1998	- مرحلة الاكتاب - تاريخ بداية احتساب معدل الفائدة
13% سنويا، ثابت	- معدل الفائدة الاسمي
- تسدد في 4 جانفي من كل سنة - 4 جانفي 2003	- الفائدة - التسديد الكلي للقرض
97.5 %	- سعر الإصدار
208.844 سند مقسمة كما يلي: - 100.000 دج (85.528 سند) - 50.000 دج (57.263 سند) - 10.000 دج (66.053 سند)	- عدد الأوراق المصدرة

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على وثيقة بيان القرض السندي "سوناطراك" (أنظر الملحق 02).

4- نوع الإصدار:

نوع الإصدار للقرض السندي سوناطراك تم عن طريق الاكتتاب العام موجه لتمويل جزء من البرنامج التنموي للمؤسسة.

5- واجبات المؤسسة المقترضة "سوناطراك":

-تكاليف إصدار الأوراق ومعدل الكبون يكون تحت مسؤوليتها؛

-تسليم للمسؤول الرئيسي (BEA) كل البيانات والإعلانات المتعلقة بهذه العملية، في الآجال الكافية؛

-وضع تحت تصرف المسؤول الرئيسي (BEA) جميع السندات في أجل معقول كما هو موضح في الملحق 1، مما يسمح له

بتوفير هذه السندات لدى نقابة الإصدار الآخرين قبل تاريخ إطلاق القرض.

6- دور ومهمة المسؤول الرئيسي:

منحت شركة "سوناطراك" للبنك الجزائري الخارجي (BEA) صلاحية التصرف باسمه في الأوراق المالية المصدرة والمتمثلة في السندات تحت جملة من المهام الموكلة إليه:

-ضمان تسديد الديون للمكثبين؛

-المتابعة وتنظيم عملية الإصدار؛

-التكفل بمسؤولية الجانب المتعلق بعملية الإصدار (الاستقبال، التوزيع، النقل، التأمين وإدراج حسابات الأوراق).

7- نقابة الإصدار:

تتكون نقابة الإصدار من المؤسسات التالية (أنظر الملحق 06):

-بنك الجزائر الخارجي (BEA) ؛

-بنك الجزائر الوطني (BNA) ؛

-القرض الشعبي الجزائري (CPA) ؛

-بنك الفلاحة والتنمية الريفية (BADR) ؛

-بنك التنمية المحلية (BDL) ؛

-الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط (CNEP) ؛

-الصندوق الوطني للتعاقد الفلاحي (CNMA) ؛

-الشركة الجزائرية للتأمين وإعادة التأمين (CAAR) ؛

-الشركة الجزائرية لتأمين النقل (CAAT)؛

- المؤسسة الوطنية للتأمين (SAA) .

وهي متخصصة في عملية الإقراض كل حسب نسبة مشاركتها كما هو موضح في الجدول 2.

الجدول 05: نسبة مشاركة كل نقابة في الإصدار

- BEA	30%
- BNA	10%
- CPA	10%
- BADR	10%
- CNEP	10%
- CNMA	10%
- BDL	05%
- CAAT	05%
- CAAR	05%
- SAA	05%

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على وثيقة بيان القرض السندي "سوناطراك" (أنظر الملحق 07).

- وفي 13 أكتوبر سنة 2003، قرر مجلس إدارة شركة "سوناطراك" في اجتماع للجمعية العمومية العادية، إعطاء موافقته من أجل إصدار ثاني للقرض السندي مقدر بخمسة ملايين دينار جزائري، مستحق السداد في مدة 5 سنوات، ويتميز هذا الإصدار بالخصائص والشروط الموضحة في الجدول 3:

الجدول 06: خصائص وشروط القرض السندي "سوناطراك" لسنة 2003

شركة "سوناطراك"	- المصدر
بنك الجزائر الخارجي	- المسؤول الرئيسي عن الإصدار
5.000.000.000 (خمسة ملايين دينار)	- المبلغ
قرض مؤسسي	- نوع الإصدار
5 سنوات	- مدة القرض
08 ديسمبر 2003	- تاريخ الاكتمال

10 ديسمبر 2003	- تاريخ بداية احتساب معدل الفائدة
4%، يسدد سنويا بداية من تاريخ احتساب معدل الفائدة في 10 ديسمبر من كل سنة إلى غاية تاريخ الاستحقاق	- معدل الفائدة
2.99%	- المردود السنوي للسند (العائد الحقيقي)
إلى غاية توقف السعر المحدد نتيجة الزيادة	- سعر الإصدار
50.000 سند ب 100.000 دج بقيمة اسمية لكل سند	- عدد أوراق الإصدار
في تاريخ الاستحقاق 09 ديسمبر 2008	- التسديد الكلي للقرض
100% بالقيمة الاسمية	- سعر التسديد
- 0.075% من المبلغ الإجمالي للقرض - 0.3% من المبلغ الإجمالي للقرض - 0.1% من المبلغ الإجمالي للفائدة المسدد - 59.800 دج	- التكاليف: - لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): - عمولة المسؤول الرئيسي (BNA): - عمولة دفع الفائدة: - الإشهار

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على وثيقة بيان القرض السندي "سوناطراك" (أنظر الملحق 04).

المطلب الثاني: منهجية البحث الميداني

هذا المبحث سنقوم من خلاله بوضع تصميم للدراسة الميدانية من حيث البيانات المستخدمة ووصف متغيرات الدراسة وكذا كيفية قياسها، كما سنتطرق إلى شرح النموذج الإحصائي الذي تم الاعتماد عليه لفهم العلاقة بين المتغيرات.

1- عينة الدراسة وحدودها الزمني:

لإسقاط الجانب النظري لهذه الدراسة على أرض الواقع، أردنا، أن تكون مؤسسة سوناطراك محل دراستنا، وهذا راجع لكبر حجمها ولما تتمتع به من قدرة إقتراضية معتبرة.

وقد تمت دراستنا للشركة الوطنية سوناطراك على مستوى المؤسسة الأم الواقع مقرها في ولاية الجزائر، وهذا لأنها تعتبر المسؤول الرئيسي عن القرارات التمويلية وهي بدورها تشرف على جميع الوحدات التابعة لها.

الإطار الزمني للدراسة حددناه ليكون 10 سنوات، وذلك من سنة 1996 وهي السنة التي أصبحت فيها سوناطراك مسعرة في البورصة إلى غاية سنة 2006، وهي المدة التي تكفي لدراسة تأثير القرض السندي على هيكل رأس مال مؤسسة سوناطراك،

وذلك من خلال تحليل الوضعية المالية للمؤسسة، بغية دراسة المتغيرات المفصلة لهذا الأخير قبل وأثناء وبعد القرض السندي كأداة تمويلية، وتحديد ما إذا كان له تأثير إيجابي أو سلبي على هيكل رأس مال المؤسسة.

2- أساليب التحليل الإحصائي والبيانات المستخدمة:

من أجل بناء دراسة ميدانية اعتمدنا على مجموعة من الوثائق المحاسبية وكذا القانونية المتعلقة بشركة "سوناطراك"، وتمثل هذه البيانات أساسا في:

- الميزانيات المالية الختامية للفترة الممتدة من 1996 إلى 2006.

- النشرات الرسمية للإعلانات القانونية والمتضمنة لإصدارات القرض السندي لشركة "سوناطراك" سنة 1998 و 2004.

أما فيما يتعلق بالأسلوب الإحصائي المستخدم فهو أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط، إضافة إلى تحديد معامل الارتباط بين المتغيرين، عن طريق دراسة وتحليل أثر المتغير المستقل ممثلا في القرض السندي على المتغير التابع والمتمثل في هيكل رأس المال. بعدها يمكن عرض نموذج الانحدار الخطي البسيط في شكل معادلة خطية من الدرجة الأولى، تعكس المتغير التابع كدالة في المتغير المستقل كما يلي:

$$Y = a + bX + Ei$$

حيث أن:

Y: المتغير التابع (هيكل رأس المال).

X: المتغير المستقل (القرض السندي).

a: المعامل الثابت.

b: ميل الانحدار (معامل الانحدار)

Ei: الخطأ العشوائي.

3- وصف متغيرات الدراسة وكيفية قياسها:

من أجل القيام بالدراسة التطبيقية واعتمادا على الفصول النظرية السابقة، نجد أنه من الضروري تحديد كيفية قياس المتغير المستقل والتابع بناء على طبيعة الموضوع.

3-1- المتغير التابع:

يتمثل المتغير التابع في هيكل رأس المال، وقد اختلفت مؤشرات قياسه تبعا لمختلف الدراسات التي قام بها الباحثون في هذا المجال، وبناء على ذلك سنقوم بقياس المتغير التابع لدراستنا الحالية اعتمادا على عدة نسب من أهمها:

• الأموال الأجنبية / الأموال الخاصة

وتسمح هذه النسبة بقياس هيكل رأس مال المؤسسة من خلال دراسة وزن دائني المؤسسة متوسطي وطويلي الأجل مقارنة بالمساهمين فيها .

3-2- المتغير المستقل

ذكرنا في السابق بأن القرض السندي يمثل المتغير المستقل، الذي يمكن قياسه من خلال المؤشر الآتي:

• الأموال الأجنبية / قدرة التمويل الذاتي

هذه النسبة تفسر المدة التي تستغرقها المؤسسة المقترضة للوفاء بديونها اتجاه الغير اعتمادا في ذلك على قدراتها المالية الذاتية.

المبحث الثالث: السلوك التمويلي لشركة سوناطراك

سنحاول في هذا المبحث القيام بتشخيص مالي لشركة "سوناطراك" وذلك من خلال تحليل وضعيتها المالية خلال السنوات 1996 إلى غاية سنة 2006، عن طريق دراسة مختلف النسب التي تتلاءم وطبيعة الدراسة، بعد ذلك سنقوم بتحديد الأثر الذي يعود به التمويل بالقرض السندي على هيكل رأس مال المؤسسة من خلال تحليل البيانات إحصائيا بالاعتماد على أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط.

المطلب الأول: دراسة الوضعية المالية لشركة "سوناطراك"

1- إعداد الميزانية المالية:

يتم إعداد الميزانية المالية على أساس عناصر الميزانية الحسابية الختامية للمؤسسة وفق النظام المحاسبي الجديد SCF ، وبشكل عام ترتب عناصر الخصوم في الميزانية المالية حسب درجة الاستحقاق المتصاعدة، أما عناصر الأصول فترتب حسب درجة السيولة المتصاعدة. وتصنف عناصر الأصول في الميزانية المالية وفق النظام المحاسبي القديم PCN تحت مجموعتين رئيسيتين:

- **الأصول الثابتة:** وهي الأصول الدائمة التي تبقى في المؤسسة لأكثر من سنة، وتحتوي على مجموع الاستثمارات بالإضافة إلى الحقوق الطويلة والمتوسطة الأجل التي تبين في جدول الحقوق كما تحتفظ المؤسسة بجزء من مخزونات لمدة سنة وتتكون من جميع حسابات المجموعة الثانية.
- **الأصول المتداولة:** وهي الأصول التي يمكن للمؤسسة تحويلها إلى سيولة في مدة أقل من سنة، وتحتوي هذه على:

- **قيم الاستغلال:** تتضمن هذه القيم باقي المخزونات أي بعد طرح مخزون الأمان.

- **قيم قابلة للتحقيق:** وهي الحقوق القصيرة الأجل التي تبين في جدول الحقوق ما عدى حسابات المتاحات لأنها تعبر عن السيولة، وتجدر الإشارة هنا أن مبالغ الحقوق القصيرة الأجل المبينة في جدول الحقوق هي مبالغ إجمالية أي قبل طرح المؤونة فيجب طرح قيمة المؤونة من حقوق القصيرة الأجل.

- **القيم الجاهزة:** وهي المبالغ الموضوعة تحت تصرف المؤسسة والتي تبين في حسابات المتاحات الموجودة في جدول الحقوق، وتطرح منه قيمة المتاحات التي هي ضمن حسابات الأصول الدائمة التي تبين في جدول الديون. أما عناصر الخصوم فهي الأخرى تصنف في الميزانية المالية تحت مجموعتين رئيسيتين هما:

- **الأموال الدائمة:** وهي الأموال التي يكون تاريخ استحقاقها في المدى الطويل وتحتوي على:

- **الأموال الخاصة:** تتضمن أموال المساهمين والشركاء وكذا الاحتياطات والإعانات، بالإضافة إلى نتيجة السنة الصافية التي تظهر في حساب نتائج رهن التخصيص كما تطرح المصاريف الإعدادية من الأموال الخاصة وتظهر في حساب فرق إعادة التقدير بالإشارة السالبة

- **الديون الطويلة والمتوسطة الأجل:** وهي الديون التي على عاتق المؤسسة والتي يكون تاريخ استحقاقها لمدة تزيد عن سنة وهي مبينة في جدول الديون، بالإضافة إلى جزء من حساب مؤونة الحسائر والتكاليف
- **الديون القصيرة الأجل:** وهي الديون التي تكون أجل استحقاقها أقل من سنة وهي مبينة في جدول الديون، إلا أنه فيما يخص حساب الأصول الدائنة نطرح منه قيمة حسابه الفرعي الذي هو المتاحات.

الجدول 07: الميزانيات المالية المختصرة لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006

(الوحدة مليون دينار)

2000	1999	1998	1997	1996	
912863	852268	804700	588391	461604	<u>الأصول الثابتة:</u>
572896	486177	334766	290217	285036	<u>الأصول المتداولة</u>
44100	41546	37836	35848	27459	- قيم الاستغلال
528796	444630	296930	254369	257577	- قيم قابلة للتحقيق
3876	-8355	23565	18364	12494	<u>قيم جاهزة</u>
1489636	1330090	1163031	896972	759134	<u>المجموع</u>
1186927	1023616	908398	608552	525285	<u>الأموال الدائمة</u>
618641	449134	352038	325042	205541	- الأموال الخاصة
568286	574482	556360	283510	319744	- الديون طويلة الأجل
302709	306474	254633	288420	233849	<u>الديون قصيرة الأجل</u>
1489636	1330090	1163031	896972	759134	<u>المجموع</u>

2006	2005	2004	2003	2002	2001	
1722931	1599683	1463375	1408930	1245887	1021661	<u>الأصول الثابتة:</u>
1242771	1051207	825181	730041	667541	546217	<u>الأصول المتداولة</u>
69799	60595	59707	52282	51442	46485	- قيم الاستغلال
1172972	990611	765474	677759	616099	499732	- قيم قابلة للتحقيق
823520	501622	377120	219108	142999	79130	<u>قيم جاهزة</u>
3789222	3152511	2665676	2358080	2056427	1647008	<u>المجموع</u>
3181039	2649030	2246545	1960893	1700624	1381312	<u>الأموال الدائمة</u>
2292029	1835609	1344523	1083079	861406	751675	- الأموال الخاصة
889010	813421	902022	877814	839218	629637	- الديون طويلة الأجل
608183	503481	419131	397187	355803	265696	<u>الديون قصيرة الأجل</u>
3789222	3152511	2665676	2358080	2056427	1647008	<u>المجموع</u>

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المحاسبية لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006 " (أنظر الملحق رقم 01).

2- دراسة الميزانية المالية: يمكننا الوصول إلى مجموعة من الملاحظات من خلال الميزانيات المالية السابقة نوجزها فيملى يلي:

2-1- من جانب الأصول:

- من خلال الجدول نلاحظ وجود تطور مستمر بصفة عامة في الأصول الثابتة للشركة، وهذا راجع إلى السياسة الاستثمارية المستمرة "سوناطراك" وذلك رغبة منها في توسيع وترقية نشاطها، كما تسعى المؤسسة دائما إلى تطوير وتحسين جودة منتجاتها بغية مواكبة وتلبية الاحتياجات المتزايدة.

- أما الأصول المتداولة فهي في تطور مستمر وشهدت المؤسسة ارتفاع لقيم استغلالها خلال الفترة 1996-2006، وهذا ناتج عن ارتفاع مخزونها نتيجة السياسة الرشيدة للتمويل لشركة سوناطراك.

2-2- من جانب الخصوم:

- عرفت الأموال الدائمة لشركة سوناطراك تطورا مستمرا من سنة إلى أخرى والسبب في ذلك يعود إلى زيادة الأموال الخاصة وتحقيقها لنتيجة إيجابية رغم تحملها لنفقات الإصدار السندي، بالإضافة إلى ذلك عرفت الأموال الدائمة للشركة ارتفاعا مستمرا وملحوظا في الديون المتوسطة وطويلة الأجل ممثلة أساسا في القروض السندية وخاصة في سنة الإصدار الأولى 1998 أين ارتفعت نسبة القروض إلى 96% عن سنة 1997، هذا الارتفاع مكنتها من الحصول على استثمارات جديدة وزيادة في قيمة المخزونات وارتفاع القيم الجاهزة.

- أما فيما يتعلق بالديون قصيرة الأجل، فقد شهدت هذه الأخيرة تذبذبا ملحوظا في مستوياتها، إذ نلاحظ بأن هناك زيادة فيها خلال السنوات 1996، 1997، ثم أخذت في التراجع سنة 1998 بنسبة 12% لتعود للارتفاع من جديد سنة 1999 و2000 وتنخفض سنة 2001، وابتداء من سنة 2002 أخذت في الارتفاع على مدار 5 سنوات سببه الارتفاع في الديون التي تستحق خلال سنة واحدة.

المطلب الثاني: تحليل الوضعية المالية لشركة "سوناطراك"

من خلال الميزانية المالية يتم معرفة الوضعية المالية التي توصلت إليها المؤسسة وذلك بإجراء مقابلات بين مختلف العناصر المكونة لميزانيتها المالية ومعرفة مدى تحقيق المؤسسة لتوازن مالي، وذلك من خلال:

1- بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي : وتتمثل مؤشرات التوازن المالي في:

- رأس المال العامل: يمثل الحصة من الأموال الدائمة التي يمكن توجيهها لتمويل الأصول الثابتة.
- رأس المال العامل الخاص: ويمثل المقدار الإضافي من الأموال الخاصة عن تمويل الأصول الثابتة.
- رأس المال العامل الأجنبي: يمثل مجموع الديون التي بحوزة المؤسسة والتي تحصل عليها من الخارج.
- الاحتياج من رأس المال العامل: يمثل الاحتياجات المالية المتولدة عن الأنشطة الرئيسية وغيرها.
- الخزينة: وتمثل صافي قيم الاستغلال أي ما تستطيع المؤسسة توفيره من مبالغ سائلة خلال دورة الاستغلال.

الجدول 08 : مؤشرات التوازن المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006

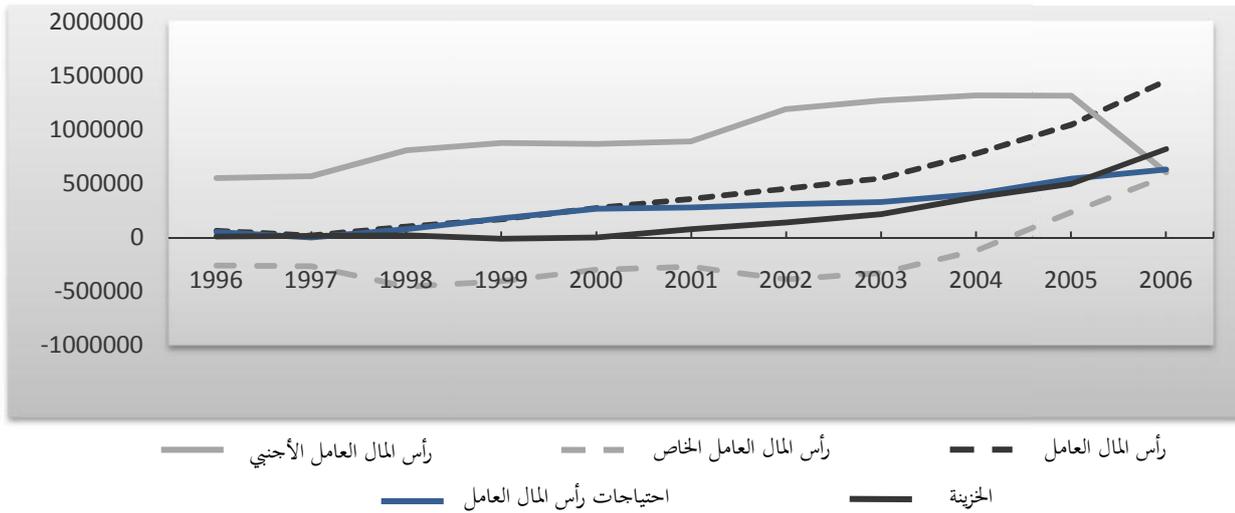
(الوحدة مليون دينار)

الخزينة****	احتياجات ر م ع****	ر م ع الأجنبي***	ر م ع الخاص**	رأس المال العامل*	
12494	51187	553593	-256063	63681	1996
18364	1797	571930	-263349	20161	1997
23565	80133	810993	-452662	103698	1998
-8354	179702	880956	-403134	171348	1999
3877	270187	870995	-294222	274064	2000
79130	280521	895333	-269986	359651	2001
142999	311738	1195021	-384481	454737	2002
219109	332854	1275001	-325851	551963	2003
377120	406050	1321153	-118852	783170	2004
501622	547725	1316902	235926	1049347	2005
823520	634588	608183	569098	1458108	2006

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006.

يمكننا تلخيص الجدول السابق من خلال الشكل التالي

الشكل 15: تطور مؤشرات التوازن المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على مؤشرات التوازن المالي لشركة "سوناطراك"

* رأس المال العامل = مجموع الديون (أي الأموال الأجنبية + الديون قصيرة الأجل) ...

** رأس المال العامل الخاص = أصول متداولة خارج خزينة الأصول (أس النقديت) - الديون قصيرة الأجل خارج خزينة الخصوم (أي السلفيات) ...

*** رأس المال العامل الأجنبي = احتياجات رأس كمال العامل... ()

**** احتياجات رأس مال العامل = أصول متداولة خارج خزينة الأصول (أس النقديت) - الديون قصيرة الأجل خارج خزينة الخصوم (أي السلفيات) ...

***** الخزينة = احتياجات رأس كمال العامل... ()

من خلال الجدول والشكل السابقين يتضح لنا بأن:

- **رأس المال العامل:** المؤسسة حققت رأس المال العامل موجب في سنة 1996 بعدها نلاحظ انخفاض سنة 1997 بسبب ارتفاع في قيمة الاستثمارات، ليعود ويسجل ارتفاع في السنوات الموالية بسبب تمكنه من تمويل احتياجاته طويلة المدى إضافة إلى تحقيق فائض وارتفاع من جانب الأموال الأجنبية، مكنه من تحقيق توازن مالي مريح يزيد من ثقة المتعاملين الماليين ومقدمي القروض للشركة.

- **رأس المال العامل الخاص:** ظهر رأس المال العامل الخاص بقيمة سالبة في السنوات التسع الأولى أي من سنة 1996 حتى سنة 2004، هذا يعني أن المؤسسة لا تمول كل قيمها الثابتة بالأموال الخاصة بل جزء فقط أما الآخر فيمول من طرف الديون الطويلة الأجل وهذا يظهر أن المؤسسة في وضعية مالية حسنة، أما في سنة 2005 و 2006 فسجلت فيها الشركة رأس المال عامل خاص موجب ما يدل على وجود هامش أمان، وأن جزء من الأصول المتداولة ممولة من الأموال الخاصة بسبب عدم اعتماد الشركة على الديون طويلة الأجل في تمويل أصولها الثابتة.

- **رأس المال العامل الأجنبي:** مجموع الديون التي تحصلت عليها الشركة من الخارج لتغطية احتياجاتها المالية وتمويل نشاطاتها في ارتفاع مستمر نظرا لقدرة الاستدانة الكبيرة التي تتمتع بها الشركة، كما أن تحصيل مبلغ يزيد عن 17 مليار دج من إصداراتها للقرض السندي يعتبر مبلغا لا بأس به.

- **احتياجات رأس المال العامل:** سجلت الشركة قيم متذبذبة ففي سنة 1997 انخفض رأس المال العامل عن القيمة التي سجلها في 1996 وهذا راجع إلى نقص قيم الاستغلال في تلك السنة، مما أثر ذلك على النقصان في احتياجات رأس المال العامل، ومن سنة 1998 سجلنا ارتفاع في احتياجات رأس المال العامل سمح للمؤسسة بمواجهة موارد التمويل التي تتمثل في الديون القصيرة باحتياجات التمويل والتي تتمثل في قيم الاستغلال والقيم الغير جاهزة وهذه الحالة جيدة للمؤسسة.

- **الخزينة:** استطاعت الشركة خلال سنوات الدراسة من أن تغطي كافة احتياجات الدورة الاستغلالية باستثناء سنة 1999 التي سجلنا فيها خزينة سالبة حيث عرفت هذه السنة ارتفاع كبير من جانب احتياجات رأس المال العامل، ما بعد سنة 1999 إلى غاية سنة 2006 ارتفعت الخزينة بشكل كبير وهذا مؤشر جيد للشركة لكن في نفس الوقت هذا التفاوت من سنة إلى أخرى أدى إلى تجميد السيولة وعدم استغلال هذه الأموال في قيم الاستغلال أو القيم الثابتة التي تعود على المؤسسة بفوائد أو تسديد الالتزامات القصيرة الأجل التي قرب موعد استحقاقها.

2- **بالاعتماد على النسب المالية:** تدعيما للدراسة السابقة وبغية مراقبة التطور المالي للشركة خلال فترة الدراسة، إضافة إلى إمكانية رسم سياسة مالية مستقبلية للسنوات المقبلة، وسيقتصر تحليلنا على مجموعة من النسب المالية التي تتلاءم وطبيعة الدراسة والمتمثلة أساسا في:

- **نسب الهيكل المالي:** تقيس هذه النسب حالة التوازنات المالية الهيكلية للشركة على المدى المتوسط والطويل، ما يسمح بالتعرف على سياسته الاستثمارية والتمويلية.

- **نسب الرفع المالية:** تقيس مجموعة نسب الرفع المالي مدى اعتماد المؤسسة على أموال الغير في تمويل احتياجاتها.

- **نسب قابلية السداد:** وتقيس هذه النسب قدرة المؤسسة على تغطية مختلف ديونها بالاعتماد على مصادرها دون اللجوء إلى الغير.

الجدول 09: نسب الهيكل المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996-2006

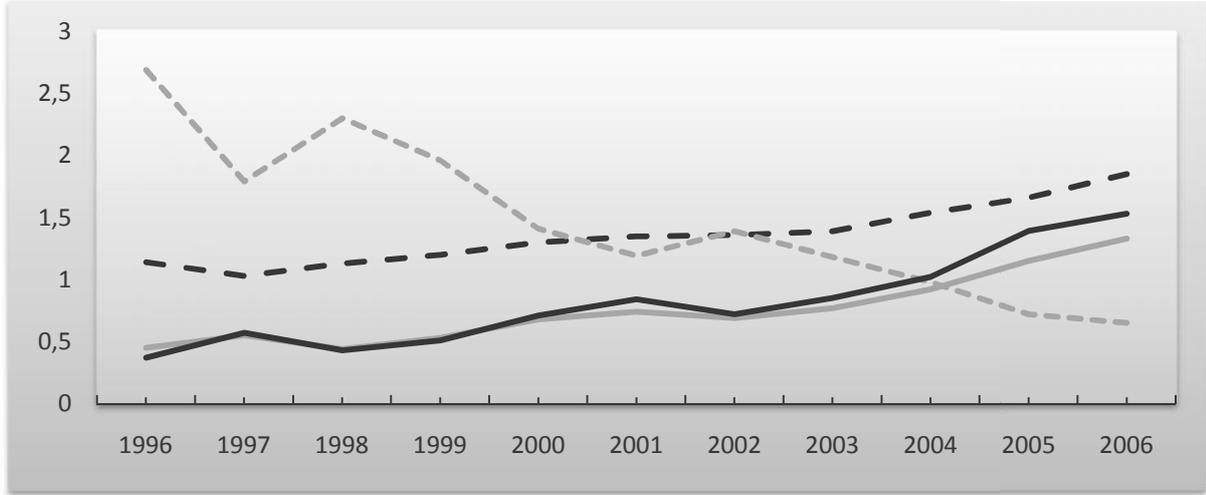
نسبة التمويل الدائم*	نسبة التمويل الخاص**	نسبة المديونية***	نسبة الاستقلالية المالية****	
1,14	0,45	2,69	0,37	1996
1,03	0,55	1,76	0,57	1997
1,13	0,44	2,30	0,43	1998
1,20	0,53	1,96	0,51	1999
1,30	0,68	1,41	0,71	2000
1,35	0,74	1,19	0,84	2001
1,36	0,69	1,39	0,72	2002
1,39	0,77	1,18	0,85	2003
1,54	0,92	0,98	1,02	2004
1,66	1,15	0,72	1,39	2005
1,85	1,22	0,65	1,53	2006

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لشركة "سوناطراك" خلال الفترة: 1996-2006.

يمكننا تلخيص الجدول السابق من خلال الشكل التالي:

* نسبة التمويل الدائم =	/	... 1 ≤ جيدة ويستحسن أن تكون ضمن المجال [1 2].
** التمويل الخاص =	/	... 1 ≥ جيدة ويستحسن أن تكون ضمن المجال [0.7 1].
*** نسبة المديونية = مجموعة الديون /		... 0.5 ≥
**** نسبة الاستقلالية المالية =	/	... 1 ≤ مجموعة الديون

الشكل 16: تطور نسب الهيكل المالي لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996 – 2006



— نسبة الاستقلالية المالية — نسبة التمويل الخاص — نسبة المديونية — نسبة التمويل الدائم

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نسب الهيكل المالي لشركة "سوناطراك"

من خلال الجدول والشكل السابقين يتضح لنا بأن:

— نسبة التمويل الدائم: من خلال النسب المتحصل عليها خلال سنوات الدراسة نلاحظ أن النسبة تزيد عن الواحد وهذا يعني أن المؤسسة تغطي جميع قيمها الثابتة بأموالها الدائمة كما وفرت هامش أمان الذي يمثل رأس مال عامل موجب لتغطية احتياجات الدورة.

— نسبة التمويل الخاص: تدل هذه النسبة على مدى اعتماد الشركة على أموالها الخاصة في تمويل أصولها الثابتة، فهي جيدة نسبيا خلال الفترة 2000 – 2004، أما الفترة الممتدة من 1996–1999 فسجلت خلالها الشركة انخفاضا ملحوظا في نسبة اعتمادها على أموالها الخاصة ولجوئها الكبير إلى تمويل أصولها الثابتة عن طريق الديون طويلة الأجل، ومن سنة 2005 سجلت الشركة نسبة تفوق 100% الأمر الذي يدل على أنها تمول جميع أصولها الثابتة بأموالها الخاصة والذي يعد أمرا غير مرغوب فيه.

— نسبة المديونية: تعبر عن مقارنة بين أموال الاستدانة للشركة مع أموالها الخاصة، فنلاحظ أنها شهدت ارتفاعا متواصلا من سنة 1996 حتى سنة 2006، سببه الارتفاع الكبير المسجل في الديون طويلة الأجل.

— الاستقلالية المالية: يتبين لنا من خلال النسب المتحصل عليها وتحديدًا من الفترة 1996 إلى غاية 2003 أن المؤسسة مشبعة بالديون، حيث يفوق مجموع ديونها على أموالها الخاصة، وهذا ما يجعل المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ القرارات وهي حالة صعبة بالنسبة للمؤسسات العامة، أما بالنسبة لسوناطراك وباعتبار المكانة التي تحتلها دوليا ومحليا وباعتبار الأرباح المحققة فهذه النسب لا تشكل خطورة عليها، كما أنه بإمكانها الاقتراض دون تقديم أي ضمانات لكن عليها مراجعة هيكل ديونها بتقليصها وزيادة أموالها الخاصة حتى تكون أكثر استقلالية وهذا ما حدث بالفعل من سنة 2004 أين عرفت المؤسسة استقلالية مالية.

من خلال الجدول والشكل السابقين نلاحظ أن:

- نسبة الديون إلى مجموع الأصول: تعبر عن مدى إمكانية الشركة تغطية إجمالي التزاماتها المالية الطويلة والقصيرة باستخدام مجموع الأصول، والتي كانت في ارتفاع مستمر على طول فترة الدراسة مما يدل على أن الشركة تعتمد بشكل متزايد على الديون في تركيبة هيكلها المالي.

- نسبة الديون إلى حقوق الملكية: تعبر عن مدى إمكانية تغطية إجمالي الديون للشركة بالاعتماد على أموالها الخاصة، فقد شهدت الديون ارتفاع مستمر خلال فترة الدراسة، وبعد سنة 2004 عرفت انخفاضا نسبيا بسبب تراجع نسبة الديون قصيرة الأجل للشركة وارتفاع أموالها الخاصة لتلك السنة.

- نسبة الديون طويلة الأجل إلى رأس المال العامل: عرفت هذه النسب انخفاض خلال سنوات الدراسة للشركة مما يشير إلى إمكانية تغطية القروض طويلة الأجل باستخدام رأس المال العامل.

- نسبة هيكل رأس المال: تعكس نسبة الديون طويلة الأجل في تركيبة الأموال الدائمة للشركة والتي كانت مرتفعة، وقدرت أعلى نسبة للديون طويلة الأجل ب: 61% من الأموال الدائمة سنوات 1996 و1998، ما يعكس الاعتماد الكبير للشركة على الديون الطويلة على مدار سنوات الدراسة، وهو أمر غير مرغوب فيه على المدى الطويل.

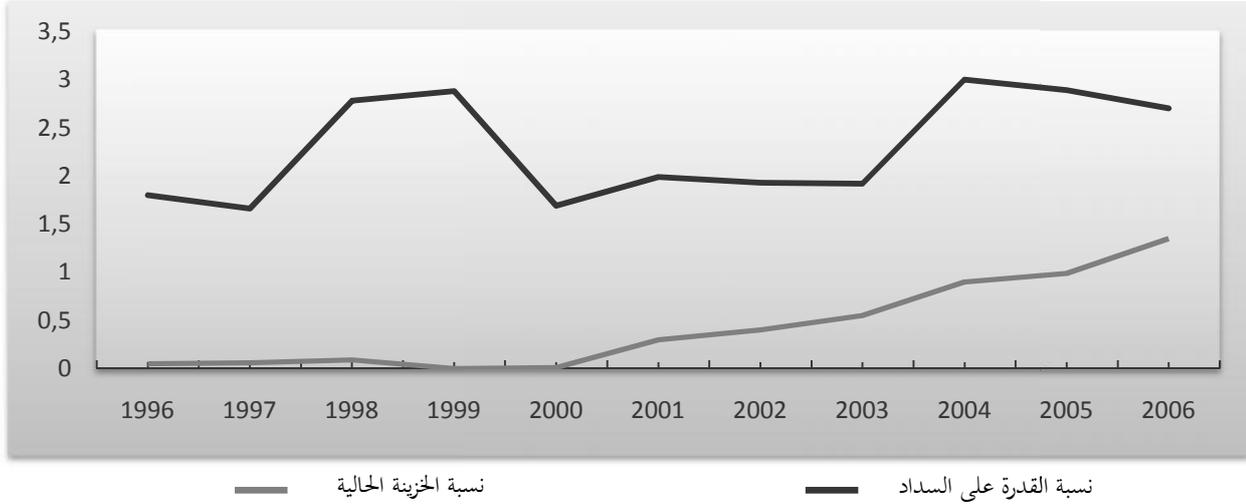
الجدول 11: نسب قابلية التسديد لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996 - 2006

نسبة القدرة على السداد**	القدرة على التمويل الذاتي	نسبة الخزينة الحالية*	
1,80	177235	0,05	1996
1,66	170685	0,06	1997
2,78	199865	0,09	1998
2,88	199166	-0,27	1999
1,69	337128	0,01	2000
1,99	317078	0,30	2001
1,33	630991	0,40	2002
1,23	713670	0,55	2003
1,10	820020	0,90	2004
1,06	767378	0,99	2005
0,90	978560	1,35	2006

المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على الميزانيات المالية لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996 - 2006.

* نسبة الخزينة الحالية = القيم الجاهزة / الديون قصيرة الأجل... $1 \geq$ جيدة ويستحسن أن تكون ضمن
** = الأموال الأجنبية / قدرة التمويل الذاتي... $3 \geq$

الشكل 18: تطور نسب قابلية التسديد لشركة "سوناطراك" خلال الفترة 1996 – 2006



المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على نسب قابلية التسديد لشركة "سوناطراك"

من خلال الجدول والشكل السابقين يتضح لنا بأن:

– **نسبة الخزينة الحالية:** تعبر هذه النسبة عن مدى قدرة الشركة على تغطية التزاماتها قصيرة الأجل بالاعتماد على نقدياتها الجاهزة، لم تكن في المستوى المطلوب على مدار 5 سنوات الأولى، لتحسن سنة 2001 بسبب تراجع قيمة الديون قصيرة الأجل، ثم ترتفع بشكل متسارع أين سجلت معدلات عالية نظرا لتوفر الشركة على سيولة كبيرة غطت جميع التزاماتها قصيرة الأجل.

– **نسبة قابلية التسديد:** تشير هذه النسبة إلى المدة التي تستغرقها المؤسسة لتسديد ديونها متوسطة وطويلة الأجل اعتمادا على قدراتها المالية الذاتية، فقد كانت تقل عن سنتين خلال كامل فترة الدراسة، وهذا حتى خلال فترة الإصدارات السندية، أي أن المؤسسة تستغرق أقل من سنتين للوفاء بديونها متوسطة وطويلة الأجل اعتمادا على قدرة تمويلها الذاتية.

المطلب الثالث: تحديد واختبار النموذج

اعتمدنا في دراستنا على أسلوب تحليل الانحدار الخطي البسيط من أجل تحليل البيانات إحصائيا، وذلك بعد حساب قيمة متغيرات الدراسة، بغرض تحديد نسبة إسهام وتأثير المتغير المستقل المتمثل أساسا في القرض السندي، في المتغير التابع والمتمثل في هيكل رأس مال المجموع.

في بداية الأمر وقبل عرض النتائج التي توصلنا إليها، ينبغي أولا أن نقوم بعرض المراحل التي مرت بها عملية التحليل الإحصائي للبيانات وتحديد نموذج الدراسة واختباره.

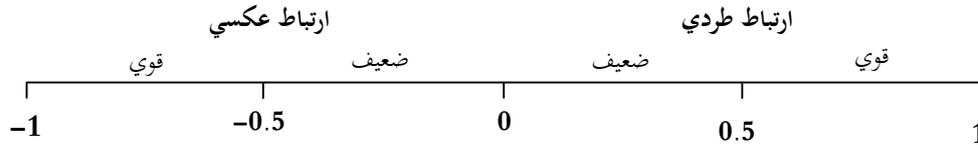
1- الارتباطات الثنائية بين المتغير المستقل والمتغير التابع:

من أجل التأكد من اختيارنا الصحيح لمتغيرات النموذج، قمنا بحساب مصفوفة معاملات الارتباط الثنائية لمتغيرات الدراسة، علما أن:

- القرض السندي يمثل المتغير المستقل X .

- هيكل رأس المال (الأموال الدائمة) يمثل المتغير التابع Y .

بالاعتماد على المخطط الذي يوضح قوة الارتباط بين متغيرات الدراسة :



الجدول: 12 الارتباطات الثنائية بين المتغير المستقل X والمتغير التابع Y

Corrélation

	X	Y
x : - corrélation	1	0,798187*
- N	11	11
y : - corrélation	0,798187*	1
- N	11	11

* la corrélation est significative au niveau 0.05 (bilatéral)

المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام برنامج Eviews (أنظر الملحق رقم 08).

- تظهر من خلال الجدول السابق علاقة إحصائية بين المتغير المستقل X والمتغير التابع Y ، حيث نلاحظ وجود علاقة طردية قوية تربط المتغيرين حيث بلغ معامل الارتباط بينهما 0,798187 بمستوى دلالة 0.03 من الطرفين، بمعنى أنه كلما زاد القرض السندي للمؤسسة زاد هيكل رأس مالها، والعكس صحيح.

2- تحليل النتائج لنموذج الانحدار الخطي البسيط:

الجدول التالي يبين نتائج التحليل لنموذج الانحدار الخطي البسيط:

الجدول 13: ملخص نموذج الانحدار لمتغيرات الدراسة

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation
1	0,798187	0,809068	0,754516	0,218428

المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام برنامج Eviews (أنظر الملحق رقم 08).

من خلال الجدول السابق نلاحظ بأن:

- العلاقة بين المتغيرين X و Y قوية حسب نتائج الارتباط وتساوي $0,798187$ ، وللتأكد من اتجاه العلاقة بين المتغيرين يجب التأكد من المعامل α ، ولكونه موجبا ($0,461838$) فهذا يعني وجود علاقة طردية.

- نجد أن المتغير المستقل الذي يمثل القروض السندية يفسر ما نسبته $80,90\%$ من التباين الحاصل في المتغير التابع المتمثل في هيكل رأس المال (الأموال الدائمة) وهذا من خلال قيمة مربع الارتباط R - deux.

الجدول 14: اختبار تحليل التباين لمتغيرات الدراسة

ANOVA

Modèle	Somme des carrés	Ddl	Moyenne des carrés	F	Sig.
-Régression	0,176646	1	3,205	14,8312	0,30
-Résidu	0,218428	10	1,024		
-total	0,395074	11	4,229		

المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام برنامج Eviews (أنظر الملحق رقم 08).

- نلاحظ من خلال الجدول بأن قيمة F يمكن الاعتماد عليها من أجل اختبار قبول أو رفض الفرضية العدمية، حيث من خلال الجدول تظهر لنا قيمة F المحسوبة تساوي $14,8312$ عند درجات حرية ($1,10$) ومستوى الدلالة $0,03$ ، بينما F الجدولية تساوي $4,96$ عند درجة الحرية 5% ، لذلك يتضح لنا بأن F المحسوبة أكبر من F الجدولية، ومنه نرفض الفرضية العدمية H_0 ، ونقبل الفرضية البديلة H_1 التي تشير بوجود أثر للقرض السندي على هيكل رأس مال المؤسسة.

- H_0 : لا وجود أثر للقرض السندي على هيكل رأس مال المؤسسة.

- H_1 : يوجد أثر للقرض السندي على هيكل رأس مال المؤسسة.

$$\left\{ \begin{array}{ll} H_0: & \theta = 0 & F_{\text{calculer}} < F_{\text{tabuler}} \\ H_1: & \theta \neq 0 & \text{نقبل الفرضية العدمية } H_0 \end{array} \right.$$

الجدول 15: معاملات نموذج الدراسة

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficient standardisés	t	Sig
	A	Erreur standard	Beta		
- constant	0,114579	0,144465		0,793127	
- X	0,461838	0,081360	0,798187	5,676486	0,30

المصدر: مخرجات معالجة البيانات باستخدام Eviews (أنظر الملحق رقم 08).

نلاحظ من خلال الجدول أن:

- قيمة t المحسوبة للمتغير يمكن الاعتماد عليها لقبول أو رفض الفرضية العدمية، وتشير النتائج في الجدول أن قيمة t المحسوبة تساوي: 5,676486 عند درجة حرية 5% ومستوى دلالة يساوي 0.03 وهي أكبر من t الجدولية والتي تساوي 2.228 عند درجة الحرية 5%، ومنه نرفض الفرضية العدمية H_0 .

$$\left\{ \begin{array}{ll} H_0: & \theta = 0 \\ H_1: & \theta \neq 0 \end{array} \right. \quad \begin{array}{l} t_{\text{calculer}} < t_{\text{tabuler}} \\ \text{نقبل الفرضية العدمية } H_0 \end{array}$$

- ومنه يمكن استخراج معادلة الانحدار من الجدول السابق، حيث أن قيمة a تمثل القيمة المقابلة ل: constant وهي تساوي 0,114579، وقيمة X تساوي: 0,461838.

بالتعويض في معادلة الانحدار تصبح:

$$Y = 0,114579 + 0,461838 X$$

حيث أن:

X: يمثل القرض السندي.

Y: يمثل هيكل رأس المال (الأموال الدائمة).

- نلاحظ بأن معامل X موجب ويساوي: 0,461838 وهذا ما يفسر بأن أي ارتفاع في قيمة X بوحدة واحدة سيؤدي إلى ارتفاع Y ب: 0,461838 وحدة، بصيغة أخرى إذا تغير X ب: 1%، Y سيتغير ب: 46,18%.

خلاصة الفصل الثالث:

تمكنا من استخلاص عدة نقاط بعد الدراسة الميدانية لشركة "سوناطراك" أهمها:

- تتمتع الشركة بوضعية مالية جيدة جعلها تحقق توازن مالي على الأمدين القصير والطويل، كما استطاعت الشركة تحقيق مركز مالي جيد مكنها من تغطية ديونها على المدى القصير بشكل ممتاز، ومقبول على المدى المتوسط والطويل.
- للشركة طاقة تمويل داخلية معتبرة يعتمد عليها في تغطية احتياجاتها خلال دورة الاستثمار والاستغلال.
- حققت الشركة مردودية جيدة على جميع المستويات
- وجود علاقة طردية قوية تربط بين تمويل المجمع بالسندات وهيكل رأس ماله، إذ نجد أن نسبة 52,5% من المتغير الحاصل في أموالها الدائمة تعود أساسا للحوثها إلى التمويل بالقرض السندي.

الخاتمة العامة:

تعد عملية التمويل المحرك الأساسي لأنشطة المؤسسة الاقتصادية، وتعتبر دافعا قويا لنموها وازدهارها، وتقوم المؤسسة بالمفاضلة بين مختلف البدائل التمويلية الداخلية والخارجية، بهدف تكوين هيكل رأس مال متوازن ورغبة منها في تحقيق أهدافها التي تركز أساسا على تعظيم العائد من جهة وتدنية التكاليف من جهة أخرى.

فبعد دراستنا للموضوع وجدنا بأن تكلفة رأس المال من المواضيع الأكثر تعقيدا وصعوبة والتي يجب على المسير المالي للمؤسسة التعامل معها بحذر ودقة، ولأن مختلف مصادر التمويل المتاحة قد لا تعطي بالضرورة عوائد موجبة ومؤكدة، يجد المدير المالي نفسه أمام مجموعة من الصعوبات في اختيار مصادر الأموال وكيفية تحصيلها لكي يتفادى الوقوع في خسائر مالية.

ويأخذ التمويل الدائم حيزا كبيرا من اهتمامات المؤسسة لاسيما ذات الحجم الكبير نظرا لمحدودية التمويل الذي يوفره اقتصاد المديونية، حيث يشكل التمويل عن طريق السندات بديلا تمويليا أمثالا للمؤسسات الاقتصادية بعد استنفاد التمويل الذاتي، إذ يعتبر التمويل عن طريق السوق السندي البديل التمويلي الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية، إضافة إلى العائد الذي تعود به على المساهمين في المؤسسة من خلال الأثر الإيجابي للرفع المالي بصفة خاصة، والرفع من القيمة السوقية للمؤسسة بصفة عامة، كما أنه يزيد من مخاطر المؤسسة، إذ أن هذه الأخيرة وعند الإفراط في الاستدانة تصبح إمكانية إفلاسها أمرا واردا، مما يؤدي إلى إلغاء الميزة الجبائية للديون الناتجة عن اقتصاد في الضرائب.

ولقد حاولنا الإجابة على الإشكالية الرئيسية للبحث والمتمثلة في:

مدى مساهمة السندات في تحسين هيكل رأس المال وهل تمثل البديل التمويلي الأمثل للمؤسسات الاقتصادية من خلال معالجة الموضوع بثلاثة فصول مزجت بين الجانب النظري والتطبيقي، والهدف الرئيسي لدراستنا تمثل في محاولة تأكيد صحة الفرضية الرئيسية بأن:

السندات تعتبر الشكل الأمثل لتمويل المؤسسات الاقتصادية، وتوفر التمويل الكافي على المدى الطويل مما يسمح للمؤسسات بتوسيع استثماراتها قصد الاستمرارية والنمو.

واعتمدنا في دراستنا التطبيقية على التحليل المالي وأساليب التحليل الإحصائي من أجل تحديد التأثير الذي تعود به السندات على هيكل رأس مال المؤسسة بصفة عامة، وعلى شركة سوناطراك بصفة خاصة، وعلية يمكن تلخيص دراستنا في مجموعة من النتائج نحصرها في النقاط التالية:

- تمكنت الشركة خلال أغلب سنوات الدراسة من تغطية كل الأصول الثابتة بالديون طويلة الأجل والمتمثلة في القرض السندي والأموال الخاصة، إضافة إلى تحقيقها لخزينة موجبة في معظم سنوات الدراسة، مما يدل على أن المؤسسة حققت التوازن المالي على

المدى الطويل وذلك لعدم اعتمادها على القروض قصيرة الأجل بشكل كبير في تمويل تبيئاتها سواء معنوية، مالية أو مادية، كما تتمتع بقدرة على تسديد الديون طويلة الأجل في مواعيد استحقاقها.

- أكدت نتائج نسب القدرة على السداد على أن المؤسسة تتمتع بمركز مالي جيد مكنها من تغطية كافة الديون على المدى القصير، كما أنها حققت توازن مالي قصير الأجل، بالإضافة إلى تحقيقها لفائض مالي ممثل في الخزينة.

- تعتمد المؤسسة على الديون بشكل متزايد، حيث فاق مجموع ديونها أموالها الخاصة مما يشير إلى أن المؤسسة غير مستقلة في اتخاذ القرارات، لكن ونظرا للمكانة التي تحتلها الشركة على الصعيدين المحلي والدولي، وباعتبار الأرباح التي تحققها، فنسبة الاستقلالية المالية لا تشكل خطورة مما سمح لها بالاقتراض دون تقديم ضمانات، وهذا ما أشارت إليه نسبة المديونية التي شهدت ارتفاع متواصل خلال فترة الدراسة.

- وجود علاقة طردية قوية بين التمويل بالسندات وهيكل رأس مال المؤسسة من خلال الدراسة الإحصائية للمتغيرات، حيث نجد بأن نسبة 52.5% من المتغير الحاصل في الأموال الدائمة لشركة "سوناطراك" تعود أساسا للحوثها إلى التمويل بالقرض السندي.

وعليه يمكن الإجابة على الإشكالية الرئيسية بعد التحقق من الفرضية العامة، على أن للسندات أثر إيجابي وهي بذلك تساهم في تحسين هيكل رأس مال المؤسسة المصدرة، كما أنها توفر التمويل الكافي لها على المدى الطويل، ونظرا لانخفاض تكلفته فإن اللجوء للتمويل عن طريق القرض السندي يحقق نموا في القيمة السوقية للمؤسسة.

الاقتراحات والتوصيات:

- رغم تمتع شركة سوناطراك بقدرة اقتراضية كبيرة، إلى أنه يتوجب عليها مراجعة هيكله ديونها بتقليصها وزيادة أموالها الخاصة حتى تكون أكثر استقلالية مستقبلا.

- ننصح الشركة بالاعتماد على الأموال الخاصة في تمويل أصولها الثابتة، وعدم الاعتماد بشكل كبير على الديون طويلة الأجل. - التفاوت الحاصل في الخزينة من سنة إلى أخرى أدى إلى ظهور ما يعرف بتكلفة الفرصة البديلة، نتيجة تجميد السيولة وعدم استغلالها، لهذا نقترح على المؤسسة استغلال هذه الأموال في قيم الاستغلال أو القيم الثابتة وإعادة استثمارها لكي تعود عليها بفوائد.

- ننصح الشركة أيضا بالبحث عن أساليب تمويلية جديدة من أجل تغطية احتياجاتها المالية، كأن تعتمد على سياسة الأرباح المحتجزة من خلال إعادة استثمار النتيجة الصافية بدل القيام بتخزينها.

مواضيع البحث المقترحة:

تتطلب هذه الدراسة اهتمامات أخرى تصب في نفس الإطار، الغاية منها إثراء المكتبة الجامعية بمثل هذا النوع من التخصصات، ومن بين المواضيع التي يمكن اقتراحها ما يلي:

- الدوافع التي تؤدي بالمؤسسات إلى إصدار سندات بدلا من أسهم.
- دراسة واقع الوساطة المالية في السوق المالي الجزائري.
- أثر اختيار الهيكل المالي على قيمة المؤسسة.

قائمة المراجع

1-الكتب:

1-1 الكتب باللغة العربية:

1. أبو العجائز جمال، السندات، مجلة البنوك في الأردن، العدد الخامس، إبريل، 1994.
2. أبي صالح قريدي بازجوج، بورصة الأوراق المالية وإدارة المحافظ، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 1987.
3. أحمد توفيق جميل، مذكرات في الإدارة المالية، دار الجامعة المصرية، الإسكندرية، 1995.
4. أحمد صافي وليد، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة ماجستير، جامعة الجزائر، 1997.
5. إسماعيل محمد عدنان ، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة العربية، القاهرة مصر، 1993.
6. الحاج طارق، مبادئ التمويل، دار صنعاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
7. الحناوي محمد صالح و قرياقص رسمية ، أساسيات الإدارة المالية والتمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 1996.
8. الحناوي محمد صالح وآخرون، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية مصر، 2001.
9. الحناوي محمد صالح ونهال فريد مصطفى وسيد الصيفي، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2007.
10. الحناوي محمد صالح ونهال فريد مصطفى، أساسيات ومبادئ الإدارة المالية، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية ، 2007.
11. السامرائي هاشم وعدنان ، الإدارة المالية، منهج تحليلي شامل، الجامعة المفتوحة، الطبعة الثانية، 1997.
12. الشواور فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأسواق المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس -القاهرة- مصر.
13. الصبان محمد سمير و هلال عبد الله عبد العظيم، المحاسبة المالية في شركات الأموال، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الإسكندرية 2000.
14. الصيرفي محمد، إدارة المال وتحليل هيكله، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
15. العامري محمد علي إبراهيم ، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
16. العمار رضوان وليد، أساسيات في الإدارة المالية، دار الميسر للنشر والتوزيع- الأردن، 1997.
17. العمار رضوان وليد، أساسيات في الإدارة المالية، مدخل إلى قرارات الاستثمار وسياسات التحويل، الناشر غير مبين، عمان 1999.
18. المخالفي محمد ، أساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية، صنعاء اليمن، بدون سنة نشر.

19. النجار فريد، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999.
20. الهندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998.
21. الهندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في هيكل تمويل الشركات، منشأة المعارف، الإسكندرية مصر، 2003.
22. أندوراس عاطف وليد، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2008.
23. بوراس أحمد ، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002-2003.
24. تايه النعيمي عدنان و التميمي أرشد فؤاد ، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري العلمية، عمان الأردن، 2009.
25. تايه النعيمي عدنان و كاسب الخرشه ياسين ، أساسيات في الإدارة المالية، دار المسيرة، عمان الأردن، 2007.
26. تايه النعيمي عدنان وآخرون، الإدارة المالية: النظرية والتطبيق، دار المسيرة، الطبعة الثالثة، عمان الأردن، 2009.
27. حسين عصام، أسواق الأوراق المالية: البورصة، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
28. حنفي عبد الغفار و قرياقص رسمية ، مدخل معاصر في الإدارة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
29. حنفي عبد الغفار، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية 2005.
30. حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالي، دار الجامعة الجديدة، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002.
31. حنفي عبد الغفار، أساسيات التمويل والإدارة المالية، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية.
32. حنفي عبد الغفار، الإدارة المالية المعاصرة، مدخل إتخاذ القرارات.
33. حنفي عبد الغفار، البورصات: أسهم- سندات- وثائق إستثمارية- خيارات، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، مصر 2004-2005.
34. دادان عبد الغني وآخرون، دور تكلفة رأس المال في اتخاذ قرار تمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة والرفع المالي كإستراتيجية للنمو الداخلي، ماي، 2008.
35. رمضان زياد، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر - الطبعة الثالثة-الأردن، 2005.
36. زغيب مليكة و بوجعادة إلياس، دراسة أسس صناعة قرار التمويل بالمؤسسة الاقتصادية.
37. سيد الهواري، الإدارة المالية، تجارة عين شمس، الطبعة السادسة، 1996.
38. شيحة مصطفى رشدي و حسن عوض الله زينب ، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993.
39. ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها- الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
40. عباس علي، الإدارة المالية، مكتبة الجامعة، عمان الأردن، 2008.

41. عبد الجواد محمد عوض، و الشديفات علي إبراهيم ، الاستثمار في البورصة: أسهم-سندات-أوراق مالية، دار ومكتبة الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2006.
42. عبد العزيز سمير محمد، اقتصاديات الاستثمار، التمويل، التحليل المالي، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 1998.
43. عثمان إسماعيل حميد محمد، أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، القاهرة، مطبعة جامعة القاهرة، 1993.
44. كاظم مراد، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، دراسة نظرية وعملية، الطبعة الثانية، 1967.
45. محمد عقل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان 1995.
46. محمد عقل مفلح، مقدمة في الإدارة المالية والتحليل المالي، مكتبة المجتمع العربي، عمان الأردن، 2009.
47. مطر محمد، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 1993.
48. ملاك وسام، البورصات والأسواق المالية العالمية، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني للطباعة، بيروت، 2003.
49. نihal فريد، مبادئ وأساسيات الإدارة المالية، الدار الجامعية الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
50. ياسين محمد يوسف، البورصة، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت لبنان، 2004.

المجلات:

51. زغيب مليكة، علاقة الهيكل المالي بالقيمة السوقية للمنشأة من خلال النظرية المالية، مجلة العلوم الإنسانية العدد32، جوان 2009.
52. شلال سليمان وآخرون، العوامل المحددة للهيكل المالي، مجلة المنارة للبحوث، المجلد 14، العدد 1. الأردن، 2008.

الرسائل والمذكرات:

53. باي مريم ، السوق السندي وإشكالية تمويل المؤسسات الاقتصادية الجزائرية، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، فرع إدارة مالية، جامعة منتوري قسنطينة، 2008.
54. محمد الأغا باسم، أثر الرافعة المالية وتكلفة التمويل على معدل العائد على الاستثمار، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة بالجامعة الإسلامية، فلسطين، 2005.

التقارير والمطبوعات:

55. الاتحاد العربي لبورصات الأوراق المالية، ندوة الاستثمار ومقوماته في بورصات الأوراق المالية العربية واتجاهاتها المستقبلية، الندوة المنعقدة بالدار البيضاء، المغرب، في الفترة ما بين (16-18) ديسمبر، 1986.

الكتب باللغة الأجنبية:

56. Divide E.Vance, **Financial Analysis & Decision Making**, McGraw-Hill, New York United States, 2003.
57. Lawrence D. Schall & Charles W. Haley, “**Introduction to financial management**”, New York, Megraw-Hill Inc, 1991.
58. Lawrence-J Gitman et autres : **Investissement et marchés financiers**, Pearson Education, 9eme édition, Paris France, 2005.
59. M.C.Jensen, W.H.Meckling, **Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**, Journal of Financial Economics, October, 1976.
60. M.Harris, A.Raviv, **The theory of capital structure**, Journal of Finance, vol 46, march1991.
61. Nizar Atrissi, **Les Déterminants de la Structure Financière**, www.fgm.usj.edu.lb/files/a22008.pdf, (page consultée le 23/04/2012).
62. p. Vernimmen, **finance d’entreprise**, 5eme édition, Dalloz, Paris, 2002.
63. R.castainias, **Bankruptcy risk and optimal structure**, journal of finance, vol 05, Dec 1983.
64. R.Taggart, **Corporate financing: too much debt?**, **financial analysis journal**, vol 42, May-June 1988.
65. Ydriss Ziane, **la structure d'endettement des petites et moyennes entreprises Françaises: une étude sur donnés de panel**, www.univ-orleans.fr/deg/GDRecomofi/Activ/doclyon/ziane.pdf, (page consultée le 20/04/2012).

الملحق رقم 01: الميزانية المالية المختصرة للسنوات 1996 - 2006

SONATRACH

BILAN FINANCIER

(En Millions de DA)

ACTIF	1998	1997	1996	PASSIF	1998	1997	1996
ACTIF IMMOBILISE	804 600	588 391	461 604	FONDS PROPRES (a)	352 038	325 042	205 541
Investissements nets	731 957	542 689	423 800	Fonds social	245 000	245 000	400
Créances moyen et long termes	43 024	17 965	16 290	Réserve légale	-	-	40
Stocks immobilisés	29 619	27 737	21 514	Ecart de réévaluation	-	-	105 391
				Dotations et biens dévolus par l'Etat	23 650	-	1 716
				Résultats en instance d'affectation	108 975	121 307	154 716
				Contrepartie des nom valeurs de l'actif	-25 587	-41 265	-56 722
				DETTES MOYEN ET LONG TERMES (b)	556 360	283 510	319 744
ACTIF CIRCULANT	334 866	290 217	285 036	CAPITAUX PERMANENTS (a+b)	908 398	608 552	525 285
Stocks	37 936	35 848	27 459				
Créances	296 930	254 369	257 577	DETTES A COURT TERME (*)	254 775	288 420	233 849
DISPONIBILITES	23 707	18 364	12 494				
TOTAL ACTIF	1 163 173	896 972	759 134	TOTAL PASSIF	1 163 173	896 972	759 134

BILAN FINANCIER
AVANT DISTRIBUTION DES DIVIDENDES

(En Millions de DA)

ACTIF	2001	2000	1999	PASSIF	2001	2000	1999
ACTIF IMMOBILISE	1 021 661	912 863	852 268	FONDS PROPRES (a)	751 675	618 641	449 134
Investissements nets	951 245	873 040	804 564	Fonds social	245 000	245 000	245 000
Créances moyen et long termes	36 876	7 266	13 695	Réserve légale	17 861	6 678	1 472
Stocks immobilisés	33 540	32 557	34 008	Réserves facultatives	286 053	118 577	77 192
				Subventions reçues (VNC)	182	176	148
				Biens dévolus par l'Etat	31 943	31 944	29 809
				Résultats en instance d'affectation	177 079	223 659	104 129
				Contrepartie des non valeurs de l'actif	-6 443	-7 393	-8 616
ACTIF D'EXPLOITATION	546 217	572 896	486 177	DETTES MOYEN ET LONG TERMES (b)	629 637	568 286	574 482
Stocks	46 485	44 100	41 546	CAPITAUX PERMANENTS (a+b)	1 381 312	1 186 927	1 023 616
Créances	499 732	528 796	444 630	DETTES A COURT TERME	265 696	302 709	306 474
DISPONIBILITES NETTES	79 130	3 876	-8 355				
TOTAL ACTIF	1 647 008	1 489 636	1 330 089	TOTAL PASSIF	1 647 008	1 489 636	1 330 089

BILAN FINANCIER
AVANT DISTRIBUTION DES DIVIDENDES

En Millions de DA

ACTIF	2004	2003	2002	PASSIF	2004	2003	2002
ACTIF IMMOBILISE	1 463 375	1 498 930	1 245 887	FONDS PROPRES (a)	1 344 523	1 083 079	861 406
Investissements nets	1 370 372	1 292 548	1 148 434	Fonds social	277 000	277 000	245 000
Créances moyen et long termes	56 668	80 856	60 524	Réserve légale	27 700	24 500	24 500
Stocks immobilisés	36 335	35 526	36 929	Réserves facultatives	704 947	496 381	391 493
				Subventions reçues (VNC)	83	116	149
				Biens dévolus par l'Etat	0	0	31 984
				Résultats en instance d'affectation	341 492	291 766	174 904
				Contrepartie des non valeurs de l'actif	-6 699	-6 684	-6 624
ACTIF D'EXPLOITATION	825 181	730 041	667 541	DETTES MOYEN ET LONG TERMES (b)	902 022	877 814	839 218
Stocks	59 707	52 282	51 442	CAPITAUX PERMANENTS (a+b)	2 246 545	1 960 893	1 700 624
Créances	765 474	677 759	616 099	DETTES A COURT TERME	419 131	397 187	355 803
DISPONIBILITES NETTES	377 120	219 108	142 999				
TOTAL ACTIF	2 665 676	2 358 080	2 056 427	TOTAL PASSIF	2 665 676	2 358 080	2 056 427

BILAN FINANCIER
AVANT DISTRIBUTION DES DIVIDENDES

En Millions de DA

ACTIF	2006	2005	2004	PASSIF	2006	2005	2004
ACTIF IMMOBILISE	1 722 931	1 599 683	1 463 375	FONDS PROPRES (a)	2 292 029	1 835 609	1 344 523
Investissements nets	1 586 911	1 439 740	1 370 372	Fonds social	350 000	350 000	277 000
Créances moyen et long termes	89 005	117 408	56 668	Réserve légale	35 000	27 700	27 700
Stocks immobilisés	47 015	42 535	36 335	Réserves facultatives	1 371 443	888 440	704 947
				Subventions reçues (VNC)	23	53	83
				Biens dévolus par l'Etat	0	0	0
				Résultats en instance d'affectation	539 582	575 303	341 492
				Contrepartie des non valeurs de l'actif	-4 019	-5 886	-6 699
ACTIF D'EXPLOITATION	1 242 771	1 051 207	825 181	DETTES MOYEN ET LONG TERMES (b)	889 010	813 421	902 022
Stocks	69 799	60 595	59 707	CAPITAUX PERMANENTS (a+b)	3 181 039	2 649 030	2 246 545
Créances	1 172 972	990 611	765 474	DETTES A COURT TERME	608 183	503 481	419 131
DISPONIBILITES NETTES	823 520	501 622	377 120				
TOTAL ACTIF	3 789 222	3 152 511	2 665 676	TOTAL PASSIF	3 789 222	3 152 511	2 665 676

ANNEXE N°01

CARACTERISTIQUES DE "L'EMPRUNT OBLIGATAIRE"
SONATRACH

- Emetteur : SONATRACH
- Garant : Banque Extérieure d'Algérie
- Montant : 12.076.480.000 DA (Douze Milliards Soixante Seize Millions Quatre Cent Quatre Vingt Mille Dinars).
- Durée : 05 années à compter de la date d'émission (04 janvier 1998).
- Rémunération : 13% l'an
- Prime d'émission : 2,5%
- Intérêt : payable annuellement à terme échu.
- Nombre de titres : 208.844 titres répartis comme suit :
 - ◆ 85.528 titres de DA 100.000
 - ◆ 57.263 titres de DA 50.000
 - ◆ 66.053 titres de DA 10.000
- Remboursement : En une seule fois, au terme de la cinquième année.

٤

Convention "Emprunt obligataire" Sonatrach

Annexe I

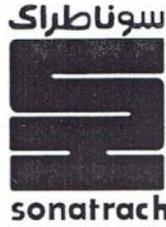
Caractéristiques et conditions de "l'emprunt obligataire" SONATRACH

- Emetteur	SONATRACH
- Garant	Banque Extérieure d'Algérie
- Montant	5 000 000 000,00 DA (Cinq milliards de Dinars).
- Forme du titre	Au porteur.
- Durée	5 années à compter du 1er mars 1998.
- Période de souscription	deux (02) mois: - date d'ouverture 4 janvier 1998 - date de clôture 28 février 1998
- Date de jouissance	1 ^{er} mars 1998.
- Rémunération	13 % l'an, fixe.
- Intérêt	Payable annuellement, à terme échu.
- Prix d'émission au public	97,5%
- Régime fiscal:	
- Nombre de titres	115 000 obligations de : * 10 000 DA (50 000 obligations) * 50 000 DA (40 000 obligations) * 100 000 DA (25 000 obligations)
- Remboursement	En une seule fois, au terme de la cinquième année.

ANNEXE N°1

Caractéristiques et conditions de l'Emprunt obligataire SONATRACH

Emetteur :	SONATRACH
Courtier accrédité :	Banque Extérieure d'Algérie « BEA »
Montant :	5.000.000.000.00 DA
Forme de titres :	Dématérialisés
Maturité :	10 décembre 2008
Date de souscription :	8 décembre 2008
Date de jouissance :	10 décembre 2008
Taux du coupon :	4%
Intérêts :	Payables annuellement à la date de tombée du coupon du 10 décembre de chaque année jusqu'à échéance
Négociabilité :	Les titres sont négociables sur le marché secondaire de gré à gré entre intermédiaires agréés.
Prix d'émission :	Au prix limite arrêté lors de l'adjudication
Régime fiscal :	Exonération totale.
Nombre de titres :	50000 obligations de 100 000 DA de valeur nominale chacune.
Remboursement du capital :	En totalité à terme échu
La Tenue du Registre :	SONATRACH tiendra un registre pour l'ensemble des souscripteurs



Département Comptabilité Générale

Direction Coordination Générale
Finances Groupe
S/Direction Financement
Département Crédit
N° 710 /99/FIN/FIC/TH/GR.

26 OCT 1999

A l'attention de Monsieur Mamouni, Chef de Département Comptabilité Générale

Objet: Emprunt Obligataire Sonatrach.

En réponse à votre courrier nous vous transmettons ci-joint une copie de l'avenant n° 1, à la convention de base du 12 décembre 1997, ayant pour objet :

- L'augmentation du montant initial de 5 milliards de dinars à 12.076.480.000 dinars soit une augmentation de 7.076.480.000 dinars,
- La réduction de la commission de placement, à appliquer sur la 2ème tranche, de 1,5% à 0,12%.

Nous vous informons que le montant nominal est basé sur les titres imprimés au niveau de la Banque d'Algérie comme suit :

• Titres de 10.000 DA :	66.053 titres, →	660.530.000,00
• Titres de 50.000 DA :	57.263 titres, →	2.863.150.000,00
• Titres de 100.000 DA :	85.528 titres, →	8.552.800.000,00
Total	: 208.844 titres	12.076.480.000,00

Le montant souscrit est le résultat de la différence entre le montant nominal et la prime d'émission (2,5%) déduite à la source, soit :

- Montant souscrit : 12.076.480.000 - (12.076.480.000 x 2,5%) = 11.774.568.000 DA

.../...

Convention "Emprunt obligataire" Sonatrach

Signataires

- P/ La Banque Nationale d'Algérie

- P/ Le Crédit Populaire d'Algérie

- P/ La Banque de l'Agriculture et du Développement Rural

J.E.H. HAMIDOUCHE

- P/ La Banque de Développement Local

- P/ La Caisse Nationale de Mutualité Agricole

- P/ La Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance

- P/ La Compagnie Algérienne d'Assurances Transport

Nichionelle

- P/ La Société Algérienne d'Assurances

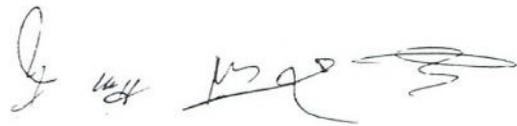
- P/ La Compagnie Algérienne d'Assurances et de Réassurances

Fait à Alger, le 07 DEC 1997

Annexe III

Niveau de participation du Syndicat d'émission :

Banque Extérieure d'Algérie	30%
Banque Nationale d'Algérie	10%
Crédit Populaire d'Algérie	10%
Banque de l'Agriculture et du Développement Rural	10%
Caisse Nationale d'Epargne et de Prévoyance	10%
Caisse Nationale du Mutualité Agricole	10%
Banque de Développement Local	05%
Compagnie Algérienne d'Assurances Transport	05%
Compagnie Algérienne d'Assurances et de Réassurances	05%
Société Algérienne d'Assurances	05%



الملحق رقم 08: تقدير النموذج لمتغيرات الدراسة

Dependent Variable: Y
Method: Least Squares
Date: 06/05/15 Time: 11:23
Sample (adjusted): 1997 2006
Included observations: 10 after adjustments
Convergence achieved after 4 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X	0.461838	0.081360	5.676486	0.0008
C	0.114579	0.144465	0.793127	0.4537
AR(1)	-0.073338	0.244450	-0.300010	0.7729
R-squared	0.809068	Mean dependent var		0.877000
Adjusted R-squared	0.754516	S.D. dependent var		0.356528
S.E. of regression	0.176646	Akaike info criterion		-0.386008
Sum squared resid	0.218428	Schwarz criterion		-0.295232
Log likelihood	4.930039	Hannan-Quinn criter.		-0.485588
F-statistic	14.83116	Durbin-Watson stat		2.004746
Prob(F-statistic)	0.003041			
Inverted AR Roots	-0.07			

الملخص:

نظرا لتعدد مصادر التمويل على المؤسسة الاقتصادية ونظرا لمحدودية التمويل الذي يوفره اقتصاد المديونية، فإن التمويل الدائم يشغل حيزا كبيرا من اهتمام المؤسسات وخاصة ذات الحجم الكبير، وعلى هذا الأساس تجد المؤسسة نفسها محل مفاضلة بين بديلين تمويليين أساسيين هما الأسهم التي تمثل حقوق الملكية والسندات التي تمثل مستند دين، ويبقى على عاتق المؤسسة المفاضلة بين هذين البديلين.

وقد تناولنا في دراستنا أثر صيغ التمويل الخارجي على هيكل رأس مال المؤسسة، مستدلين في ذلك على صيغة أساسية من هته الصيغ ألا وهي السندات، ولقد تطرقنا في بادئ الأمر إلى هيكل رأس مال المؤسسة كجزء من الهيكل المالي للمؤسسة، ثم ذكرنا صيغ التمويل الخارجية بأنواعها وركزنا على القروض السندية عن طريق ذكر ماهيتها وأهميتها كمصدر تمويلي طويل الأجل، أما فيما يخص الجانب التطبيقي للدراسة فقد كان الإسقاط على مؤسسة كانت الأولى في مجال الاعتماد على السوق السندي كأداة تمويلية هي "سوناطراك"، أين لخصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية وبذلك تأثير كبير للسندات على هيكل رأس مال المؤسسة، ومن هنا تبرز أهمية السندات في تشكيل هيكل رأس المال الأمثل للمؤسسة، كونها تعد الأقل تكلفة من بين مصادر التمويل الخارجية، وتحقق أعلى مستوى للاستدانة وذلك بالاستفادة من الأثر الإيجابي للرفع المالي، غير أنه يزيد من مخاطر المؤسسة بسبب التزام المؤسسة بتسديد الفوائد وأصل القرض في آجالها.

المصطلحات الأساسية:

المؤسسة الاقتصادية - التمويل - الهيكل المالي - هيكل رأس المال - الرفع المالي - تكلفة الأموال - التكلفة الوسيطة المرجحة - الأسهم العادية - الأسهم الممتازة - السندات - القرض السندي.